

隧道股份 (600820.SH) 城市建设运营综合服务商，数字化转型持续深化

2024年02月05日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2024/2/2
当前股价(元)	5.68
一年最高最低(元)	6.95/5.26
总市值(亿元)	178.58
流通市值(亿元)	178.58
总股本(亿股)	31.44
流通股本(亿股)	31.44
近3个月换手率(%)	54.04

● 城市建设运营龙头企业，未来增量空间广阔，首次覆盖给予“买入”评级

隧道股份作为国内首家基建板块上市公司，经过50余年发展，可以为全球城市提供“规划咨询、投资、设计、建设、运营”全产业链一体化服务，随着数字化转型升级，未来业绩增量空间广阔。我们预计公司2023-2025年收入分别为713.2、794.4、864.8亿元，同比增速分别为9.3%、11.4%、8.9%；归母净利润分别为30.7、34.5、36.5亿元，同比增速分别为9.4%、12.2%、6.0%；摊薄后EPS分别为1.0、1.1、1.2元，当前股价对应PE为5.8、5.2、4.9倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 业绩保持稳定上行，稳定高分红彰显价值

2023年前三季度公司实现营业收入、归母净利润分别为469.1、14.9亿元，同比分别增长9.0%、8.1%，连续多年实现正增长。2023年前三季度公司整体结算毛利率、净利率分别为11.9%、3.4%。得益于良好的收益能力，公司多年来持续保持着高于30%的分红比例。2023年11月公司实施2023年半年度分红，合计分红3.1亿元，占2023年半年度归母净利润的40.6%。

● 基建领域全周期覆盖，铸就高技术壁垒护城河

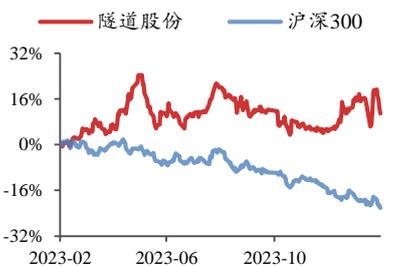
公司基础设施建设业务包含工程施工、工程设计以及基建投资和运营三大子板块业务。2023年上半年施工业务、设计服务业务、投资业务、运营业务分别实现营收194.8、6.9、11.2、12.6亿元，较2022年同期同比分别+21.1%、-39.9%、+0.7%、+20.6%。盈利能力方面，2023年上半年四项业务结算毛利率分别为8.7%、26.7%、36.3%、12.1%。其中施工、运营业务毛利率较2022全年有所下滑。

● 数字要素发展在即，有望推动公司价值释放

随着顶层制度的完善，数据要素的红利即将迸发，公司旗下城市运营集团具备长期的建设运营管理经验，并不断推进数据业务化进程。以公司运营的G15嘉浏高速公路为例，数字化改建后效果显著。同时2023年5月公司首个《低速作业车时空》数据产品成功于上海数据交易所挂牌，有望推动公司商业模式转型升级。

● 风险提示：业务订单增长不及预期、基建投资增速改善不及预期。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	62,226	65,274	71,324	79,444	86,477
YOY(%)	15.2	4.9	9.3	11.4	8.9
归母净利润(百万元)	2,393	2,809	3,073	3,449	3,654
YOY(%)	5.9	17.4	9.4	12.2	6.0
毛利率(%)	13.1	13.0	12.4	12.7	12.8
净利率(%)	3.8	4.3	4.3	4.3	4.2
ROE(%)	8.3	8.8	8.7	9.1	8.9
EPS(摊薄/元)	0.76	0.89	0.98	1.10	1.16
P/E(倍)	7.5	6.4	5.8	5.2	4.9
P/B(倍)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、上海城市建设运营龙头，业绩保持稳定上行.....	4
1.1、首家基建板块上市公司，提供产业链一体化服务.....	4
1.2、背靠上海市国资委，管理团队经验丰富.....	5
1.3、深耕长三角地区，稳定高分红彰显价值.....	6
2、基建领域全周期覆盖，铸就高技术壁垒护城河.....	8
2.1、基建仍有广阔市场空间，新签订单保持增长态势.....	8
2.2、施工业务行业地位突出，设计服务规模下降.....	10
2.3、积极参与项目投资运营，REITs 发行未来可期.....	13
3、数据要素加快发展，有望推动价值释放.....	15
3.1、数据要素发展在即，助力商业模式转型升级.....	15
3.2、数字化转型持续推进，成功挂牌交通数据产品.....	17
3.3、数据资产入表规定落地，资产重估或将提速.....	19
4、高端装备制造经验丰富，融资租赁拓宽投融资渠道.....	21
4.1、装备制造：高技术壁垒，经营模式以销定产.....	21
4.2、融资租赁：业务稳步扩张，投融资渠道再拓宽.....	22
5、盈利预测及投资建议.....	24
6、风险提示.....	27
附：财务预测摘要.....	28

图表目录

图 1：公司发展至今已有 50 余年历史.....	4
图 2：上海市国资委为公司实际控制人.....	5
图 3：公司主营业务涵盖城市建设运营全产业链.....	6
图 4：2023Q1-3 公司营业收入同比增长 9.0%.....	6
图 5：施工业务为公司收入的主要来源.....	6
图 6：上海地区为公司营收的主要来源.....	7
图 7：2023Q1-3 公司归母净利率同比增长 8.1%.....	7
图 8：2023Q1-3 公司毛利率、净利率分别为 11.9%、3.4%.....	7
图 9：2023Q1-3 公司净利率与八大建筑公司相比仅低于中国交建.....	8
图 10：公司多年来保持着高于 30% 的现金分红比例.....	8
图 11：2022 年公司分红比例高于八大建筑央企.....	8
图 12：2023 年全国固定资产投资增速有所下滑.....	9
图 13：2023 年基建投资累计同比高于制造业和房地产业.....	9
图 14：2023 年上海固定资产投资累计增速 13.8%.....	9
图 15：上海位居一线城市轨道交通运营里程数首位（万公里）.....	9
图 16：公司 2023 年累计新签订单同比增长 14.1%.....	10
图 17：2023 年新签施工订单中地下业务占比 54.2%.....	10
图 18：2023 年公司新签施工订单上海市内占比 53.9%.....	10
图 19：2023 年新签施工订单轨道交通类占比最大.....	10
图 20：2023H1 施工业务营收同比增长 21.1%.....	11
图 21：施工业务盈利能力整体保持稳定.....	11
图 22：基础设施建设领域公司拥有诸多代表性项目.....	11

图 23: 2023H1 设计服务业务营收同比降低 39.9%	12
图 24: 2023H1 设计服务业务毛利率为 26.7%	12
图 25: 公司主要以 PPP 方式参与基础设施建设投资和运营	13
图 26: 2023H1 投资业务营收同比增长 0.68%	13
图 27: 2023H1 投资业务毛利率为 36.3%	13
图 28: 2023H1 运营业务营收同比增长 20.6%	14
图 29: 2023H1 运营业务毛利率为 12.1%	14
图 30: 钱江隧道为连接杭州、绍兴、嘉善的越江高速公路隧道	15
图 31: 2017-2022 年间中国数字经济规模复合增长率为 13.0%	16
图 32: 数据要素强调数据对推动生产力发展的作用	16
图 33: 公司通过监测数据定期评估设施健康状态	18
图 34: 公司已实现一屏观设施, 一网管运维功能	18
图 35: 运营集团形成“1+6+N”智慧运营平台	18
图 36: G15 嘉浏高速数字化改建有效提升应急处置速度	18
图 37: 2023 年 5 月公司成功挂牌《低速作业车时空》数据产品	19
图 38: 确认为无形资产的数据资源相关披露	20
图 39: 确认为存货的数据资源相关披露	20
图 40: 2023H1 设备制造业务营收 1.6 亿元	22
图 41: 2023H1 设备制造业务毛利率为 5.8%	22
图 42: 公司提供直接租赁、售后回租、经营性租赁服务	23
图 43: 2023H1 融资租赁业务营收 2.2 亿元	23
图 44: 2023H1 融资租赁余额 61.1 亿元	23
表 1: 公司管理团队经验丰富	5
表 2: 公司掌握多项国内外隧道领先施工工艺	12
表 3: 截至 2023 年 6 月底公司处于运营期和建设期的重大项目分别为 3 项、4 项	14
表 4: 2020 年以来国家发布多项政策完善数据要素基础制度	17
表 5: 企业可以通过数据资产来满足融资的需求	20
表 6: 公司制造出多型号具备完全自主知识产权的大直径盾构机	21
表 7: 截至 2023 年 6 月底元晟租赁通过发行 ABS 募集 58.39 亿元	24
表 8: 预计 2023-2025 年公司营业收入分别同比 9.3%、11.4%、8.9%	26
表 9: 可比公司估值表	27

1、上海城市建设运营龙头，业绩保持稳定上行

1.1、首家基建板块上市公司，提供产业链一体化服务

上海隧道工程股份有限公司（以下简称“隧道股份”或“公司”）是全国基建板块首家上市公司，经过 50 余年发展，公司已成为全国领先的地下工程业务全产业链综合服务商，为全球城市提供“规划咨询、投资、设计、建设、运营”全产业链一体化服务。公司发展至今可分为以下几个阶段：

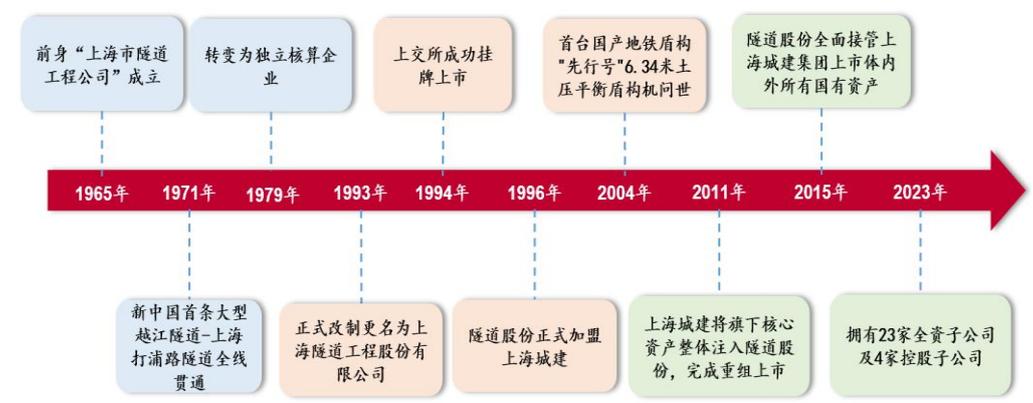
(1) 初创期 (1965-1993)： 公司的前身“上海市隧道工程公司”成立于 1965 年，为中国大型隧道及高端装备研发建造的军事保密单位。在 1979 年公司转变为独立核算企业，开始了其以市场化服务为各地城市持续创新、创造价值的卓越之旅。

(2) 发展期 (1993-2009)： 1993 年公司正式改制更名为上海隧道工程股份有限公司，并于 1994 年在上交所成功挂牌上市。1996 年 10 月，上海城建集团在上海市政工程管理“政企分开”的改革背景中诞生，隧道股份正式加盟上海城建，成为旗下唯一上市公司。凭借更加广阔的平台，隧道股份开启了全新的创业之路，不断出资参与资本运作以及开创国内多项隧道施工和研发制造的先河。

(3) 改革期 (2009-2015)： 从 2009 年起，随着规模扩大和业务需求，上海城建开始了整合重组及改革转型。2011 年上海城建将旗下核心资产整体注入隧道股份，完成重组上市。最终在 2015 年中央深入推进国资国企改革的大背景下，经上海市委、市政府同意，隧道股份全面接管上海城建集团上市体内所有国有资产，隧道股份正式升格由上海市国资委进行管理。

(4) 扩张期 (2015-至今)： 在吸收了上海城建诸多优质资产后隧道股份开启板块扩张，公司先后收购上海城建持有的城市运营公司、滨江置业有限公司、隧道装备科技发展有限公司、水务工程和水务建设工程有限公司，并成立了国内第一支建筑行业的产业基金“建元基金”，截至 2023 年 6 月底，隧道股份拥有 23 家全资子公司及 4 家控股子公司，业务覆盖交通、建筑与房地产、水利水务、能源、地下空间、重大装备、绿色材料、数字化业务、建设金融等众多领域。

图1：公司发展至今已有 50 余年历史

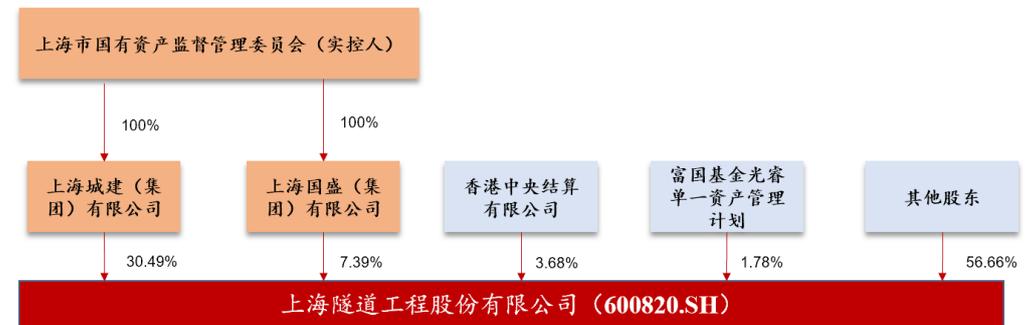


资料来源：公司官网、Wind、开源证券研究所

1.2、背靠上海市国资委，管理团队经验丰富

公司控股股东为上海城建（集团）有限公司，实际控制人为上海市国资委，股权相对集中。截至 2023 年 6 月底，上海市国资委通过上海城建（集团）有限公司与上海国盛（集团）有限公司间接持股隧道股份比例为 37.9%，且多年来持股比例保持不变。第三大股东香港中央结算有限公司持股 3.68%，其余股东持股均小于 2%。

图2：上海市国资委为公司实际控制人



资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所。注：时间截至 2023 年 6 月底

管理团队架构完备，经验丰富。截至 2023 年 6 月底，公司董事会拥有 1 名董事长、3 名董事，1 名职工董事，3 名独立董事。现任董事长张焰先生对集团公司运作模式熟悉，具有长时间的公司内部管理经历，于 1996 年起担任隧道股份副总经理，并先后历任总经理、董事、副董事长，上海申通地铁股份有限公司董事、董事长，上海城建董事、总经理等重要职位，2014 年起获任隧道股份董事长，并兼任上海城建董事长及总经理。

表1：公司管理团队经验丰富

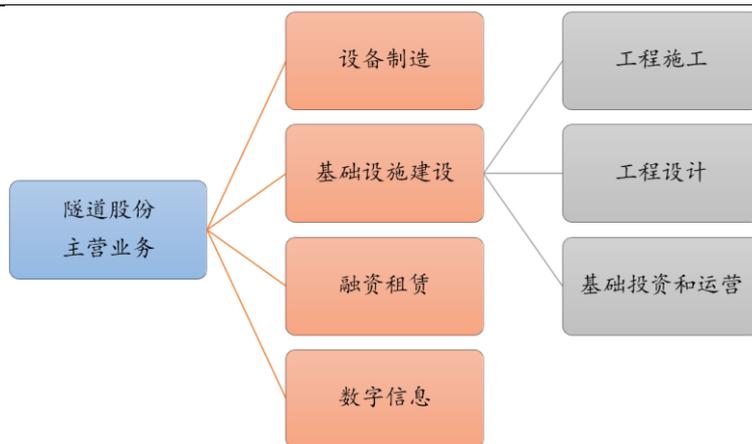
董事会成员	职务	年龄(岁)	文化背景	任期起始日期	公司内履历
张焰	董事长	63	本科	2014/1/13	1996 年起担任隧道股份副总经理，先后历任总经理、董事、副董事长，上海申通地铁股份有限公司董事、董事长，上海城建董事、总经理，2014 年起获任隧道股份董事长，并兼任上海城建董事长及总经理。
周文波	董事	60	博士	2015/10/19	2000 年起担任隧道股份副总经理，先后历任董事、副董事长、总经理，2015 年起获任隧道股份总裁，并兼任上海城建董事及副总裁。
桂水发	董事	59	本科	2018/12/28	2008 年起任隧道股份董事、薪酬与考核委员会委员、战略委员会委员。
屠旋旋	董事	51	本科	2022/1/27	海通证券董事，于 2022 年起担任隧道股份董事、战略委员会委员。
叶颖	职工董事	51	本科	2023/6/1	曾任上海城党委办公室主任，董事会办公室主任。现任上海隧道工程股份有限公司党委办公室主任，董事会办公室主任，巡察办公室主任。
褚君浩	独立董事	79	博士	2018/12/28	九三学社第十届上海市副主委，2018 年起担任隧道股份独立董事、提名委员会主任。
王啸波	独立董事	49	硕士	2018/12/28	2008 年起担任隧道股份独立董事、薪酬与考核委员会主任、审计委员会委员、提名委员会委员。
张纯	独立董事	61	博士	2022/1/27	2022 年起担任隧道股份独立董事、薪酬与考核委员会委员、审计委员会主任。

资料来源：Wind、开源证券研究所。备注：时间截止 2024 年 2 月 5 日。

1.3、深耕长三角地区，稳定高分红彰显价值

公司作为城市建设运营综合服务商，主要从事隧道、路桥、轨道交通、水务、能源和地下空间等城市基础设施的设计、施工、投资、运营业务，以及与施工业务相配套的部分盾构设备制造业务，同时还拥有融资租赁和数字信息业务。其中盾构设备相关业务、融资租赁业务、数字信息业务分别由全资子公司上海城建隧道装备有限公司、上海元晟融资租赁有限公司、上海城建数字产业集团有限公司负责开展。目前主营业务已遍及国内外 180 余座城市及 15 个包括新加坡、印度等国家和地区。

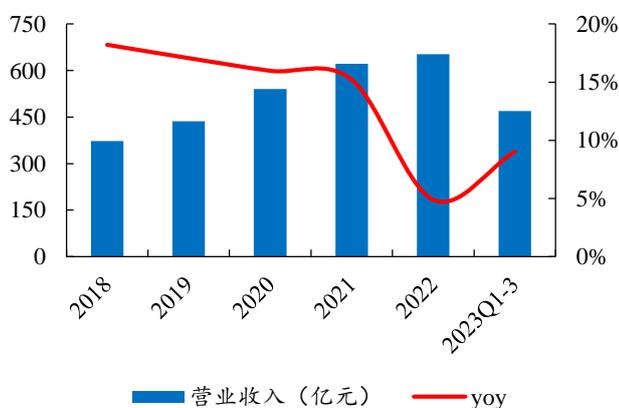
图3：公司主营业务涵盖城市建设运营全产业链



资料来源：公司公告、开源证券研究所

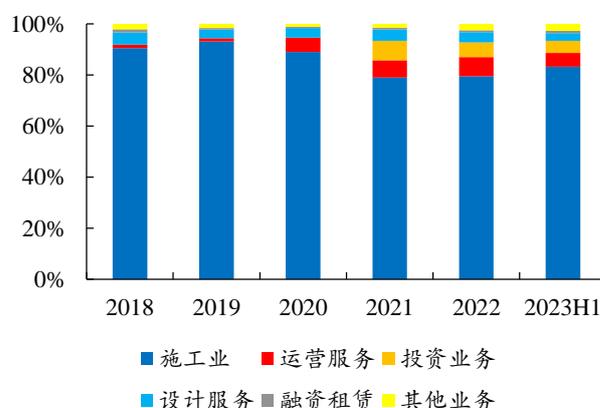
在行业下行压力情况下，公司业绩仍能维持上行。2023 年前三季度公司实现营业收入 469.1 亿元，同比增长 9.0%，连续多年实现正增长。从营收贡献来看，施工业务为公司收入的主要来源，2023 年上半年营收 194.8 亿元，占比达 83.3%，较 2022 年底提升 3.8pct。运营服务和投资业务分别营收 12.6 亿元、11.2 亿元，占比为 5.4% 和 4.8%，较 2022 年底分别下降 2.2pct 和 0.9pct，其余业务营收占比相对较小。

图4：2023Q1-3 公司营业收入同比增长 9.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

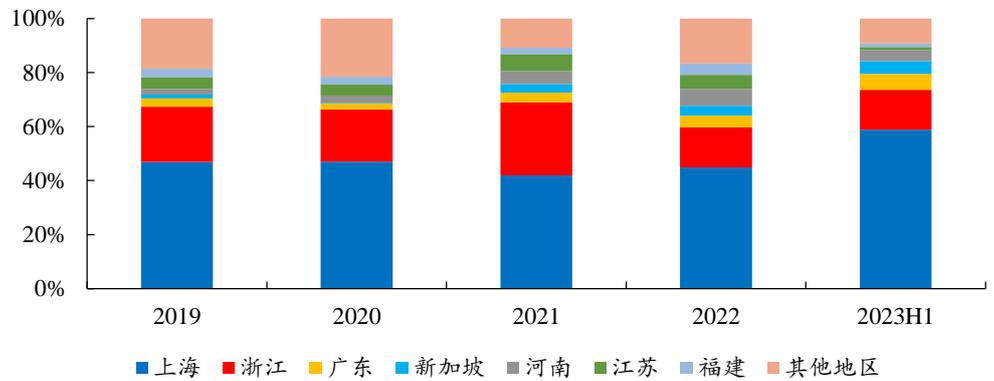
图5：施工业务为公司收入的主要来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

分区域来看，公司业务收入来源主要集中在江浙沪等长三角地区，其中上海地区占比最高。截至 2023 年上半年，上海地区营收占比为 58.9%。近几年上海地区业务占比有所增长，反映出公司逐步深耕本土区域，坚固公司业绩基本盘。

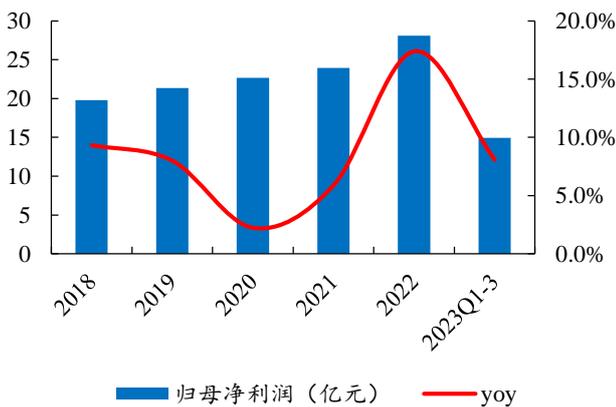
图6：上海地区为公司营收的主要来源



数据来源：公司公告、开源证券研究所

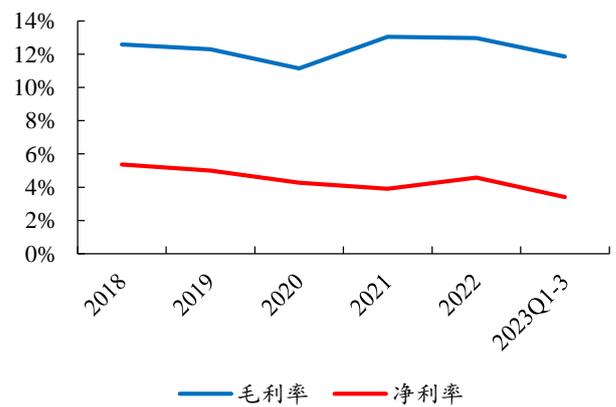
公司归母净利润连续多年实现正增长，盈利能力略微下降。公司 2023 年前三季度实现归母净利润 14.9 亿元，较 2022 年同期增长 8.1%。2023 年前三季度公司整体结算毛利率、净利率分别为 11.9%、3.4%，相较于 2022 年底分别下降 1.1、1.2 个百分点。但即便公司盈利能力略微下降，与国内八大建筑央企进行比较，可以发现公司销售净利率仅低于中国交建的 3.8%，处于较高水平。

图7：2023Q1-3 公司归母净利润同比增长 8.1%

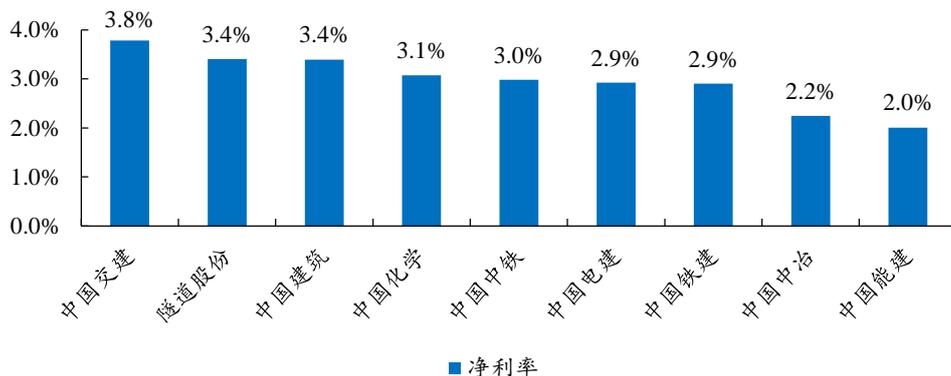


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023Q1-3 公司毛利率、净利率分别为 11.9%、3.4%

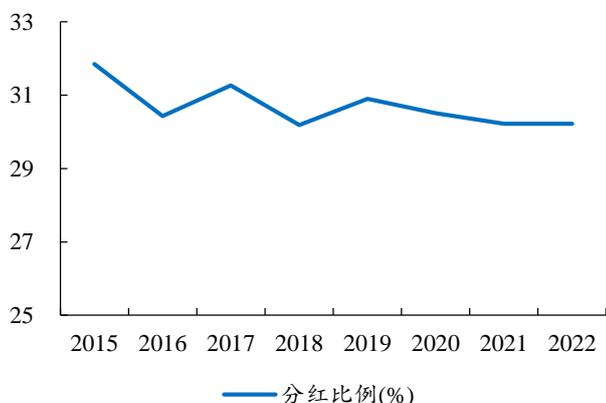


数据来源：Wind、开源证券研究所

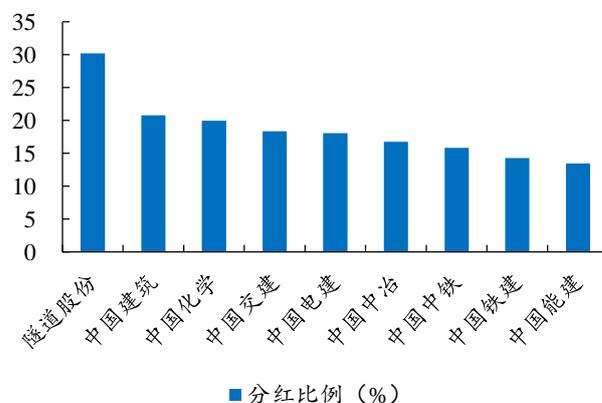
图9：2023Q1-3 公司净利率与八大建筑公司相比仅低于中国交建


数据来源：Wind、开源证券研究所

得益于良好的收益能力，公司持续保持着较高的分红比例。公司多年来始终保持着高于30%的现金分红比例，2022年公司分红比例为30.2%，远高于八大建筑央企同期分红水平。2023年11月22日公司发布公告实施2023年半年度分红，合计分红3.1亿元，占2023年半年度归母净利润的40.6%。以2024年2月1日市值与2022年分红总额计算，公司股息率为4.5%，随着公司业绩的稳健增长，股息率将有望进一步提高。

图10：公司多年来保持着高于30%的现金分红比例


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2022年公司分红比例高于八大建筑央企


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、基建领域全周期覆盖，铸就高技术壁垒护城河

2.1、基建仍有广阔市场空间，新签订单保持增长态势

固定资产投资增速下滑，基建投资有望继续成为“稳增长”压舱石。2023年1-11月份，全国固定资产投资同比增长2.9%，环比持平。全国固定资产投资增速由年初5.5%逐步下滑，到目前为止位于2021年以来低位。2022年3月，《政府工作报告》提出要“积极扩大有效投资，适度超前开展基础设施投资”。2022年底，由于我国目

前经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，中央经济工作会议定调稳增长。2023年10月份中央提出增发万亿国债用于救灾减灾，彰显逆周期调控决心。

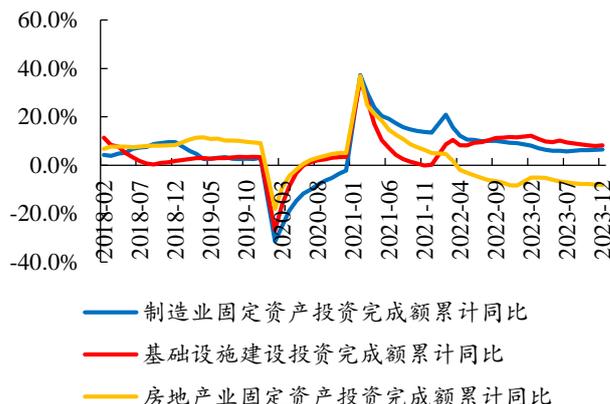
根据三大下游行业投资增速情况可以看出，2023年全年基建、制造业、房地产业投资增速分别为8.2%、6.5%、-8.1%，相较于制造业和房地产业投资增速的持续下滑，基建投资增速保持相对稳定。2024年基建稳增长的作用继续延续，基建投资有望继续成为“稳增长”的压舱石。

图12：2023年全国固定资产投资增速有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2023年基建投资累计同比高于制造业和房地产业



数据来源：Wind、开源证券研究所

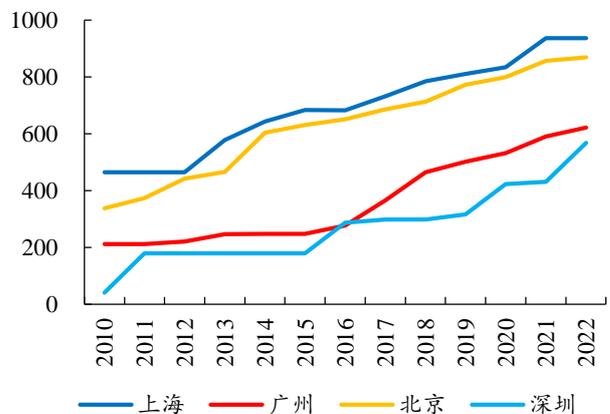
作为公司深耕区域的上海，基建投资仍有广阔市场空间。2023年上半年上海固定资产投资累计增速快速上升，截至2023年6月底，固定资产投资累计同比增长37.2%。下半年投资增速虽有所放缓，但仍处于历史较高水平。在号称“城市交通主动脉”的轨道交通领域方面，2022年上海也是凭借936.17万公里的运营里程数继续位居一线城市首位。

图14：2023年上海固定资产投资累计增速13.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

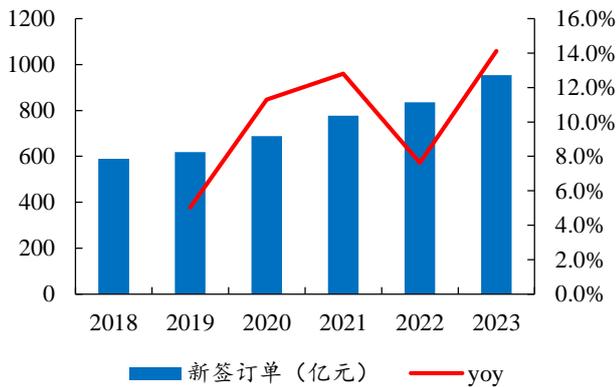
图15：上海位居一线城市轨道交通运营里程数首位（万公里）



数据来源：Wind、开源证券研究所

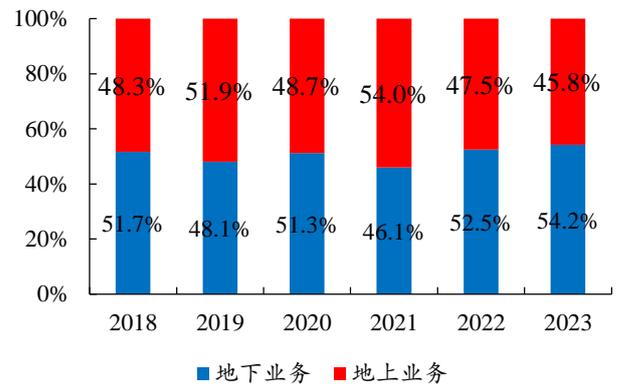
公司在面对当前复杂严峻的行业环境下，充分发挥自身基建全产业链优势，新签订单量仍保持增长态势。2023 年公司累计新签各类施工、设计、运营业务订单总量为 953.8 亿元，较 2022 年增长 14.1%，订单增速亮眼。其中施工业务新签订单总量 819.8 亿元，占比 85.9%，远高于其他业务。将其按照空间类型分类，订单分为地上、地下业务，2021 年以来地下业务新签订单占比呈增长趋势，截至 2023 年底，新签施工订单中地下业务占比 54.2%。按照地域分类，公司业务逐渐回归上海市内，合同额 441.5 亿元，较 2022 年高增 31.3%，占比达 53.9%。按照订单类型分类，市政工程类、轨道交通类业务占比均超 20%，除道路工程类合同额同比下降外，其他业务订单增速显著。

图16：公司 2023 年累计新签订单同比增长 14.1%



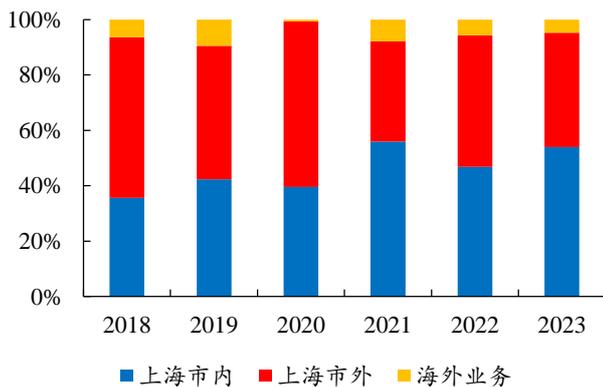
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：2023 年新签施工订单中地下业务占比 54.2%



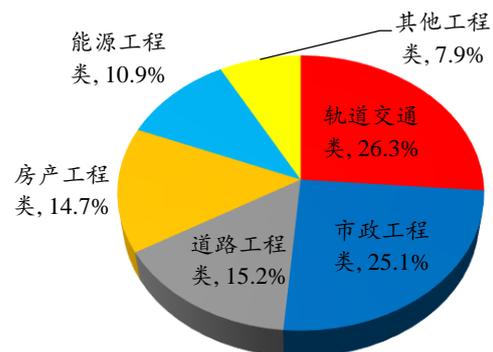
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：2023 年公司新签施工订单上海市内占比 53.9%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19：2023 年新签施工订单轨道交通类占比最大



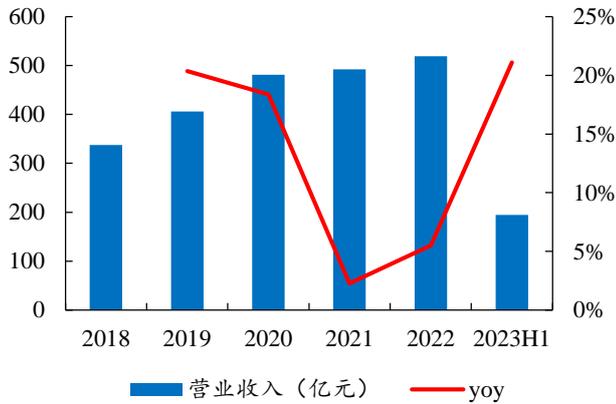
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、施工业务行业地位突出，设计服务规模下降

公司基础设施建设业务包含工程施工、工程设计以及基建投资和运营三大子板块业务，正是凭借着充足的在手订单，公司施工业务收入得到了强有力保障。2023 年上半年施工业务实现营收 194.8 亿元，较 2022 年同期同比高增 21.1%。盈利方面，2023 年上半年施工业务结算毛利率为 8.7%，与 2022 年底基本持平，盈利能力整体

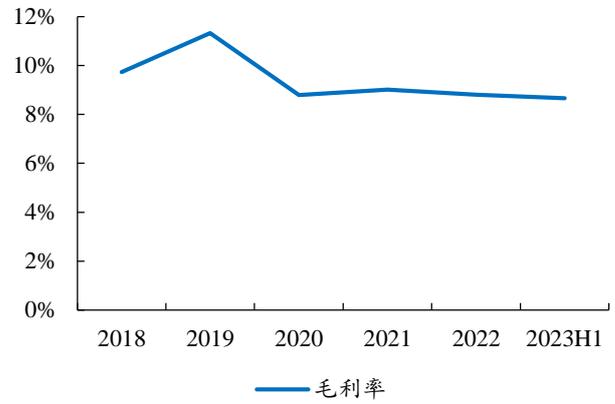
保持稳定。

图20: 2023H1 施工业务营收同比增长 21.1%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

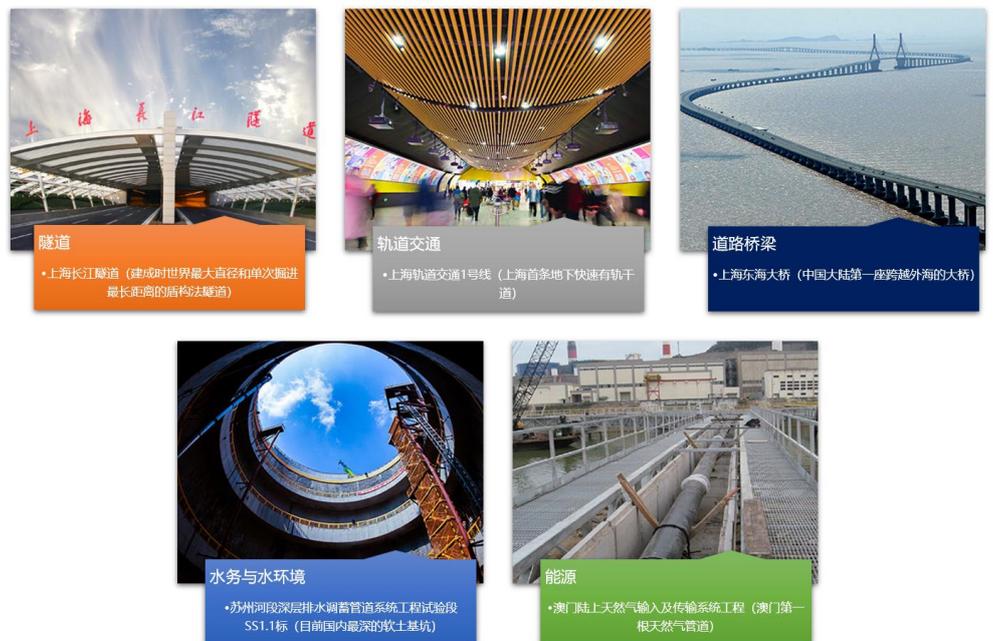
图21: 施工业务盈利能力整体保持稳定



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

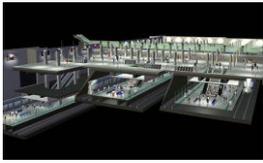
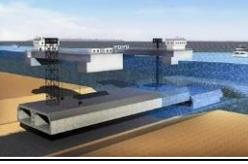
目前公司工程施工业务主要分为地下业务及地上业务。地下业务方面，公司主要从事隧道、轨道交通、水务、能源和地下空间等大型工程勘察设计及施工；地上业务方面，包括高速公路、铁路、道路、桥梁以及房屋建筑等。同时公司在超大型隧道和越江隧道建设方面行业地位突出，截至2023年上半年，公司已承建的14米以上超大直径隧道工程项目已达到32项。凭借盾构法、沉管法、钻爆法等领先工艺，公司已在国内承包建设隧道工程上百项，产品直径基本涵盖全球现有隧道工程的所有尺寸。

图22: 基础设施建设领域公司拥有诸多代表性项目



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

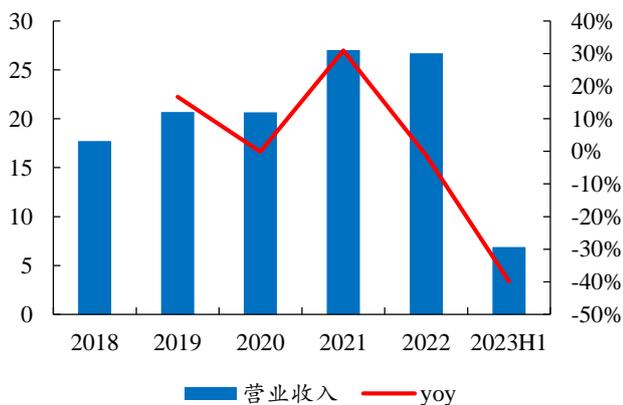
表2: 公司掌握多项国内外隧道领先施工工艺

施工方法	适用隧道	公司代表项目	项目特点
 <p>钻爆法</p>	山岭隧道	上海世纪大道4线换乘枢纽	 <p>分段分块间隔开挖、采用钢混相结合的支撑体系，较好控制车站变形</p>
 <p>盾构法</p>	城市隧道	上海打浦路隧道	 <p>国内首条公路隧道、第一条盾构法隧道</p>
 <p>沉管法</p>	海底隧道	上海外环隧道	 <p>亚洲最大的沉管法特大型越江隧道</p>
 <p>管幕法</p>	大断面暗挖隧道	郑州下穿隧道	 <p>目前世界最大断面矩形顶管隧道</p>

资料来源: 公司官网、隧道网、中科院地质地球所公众号、开源证券研究所

设计服务业务公司主要通过子公司城建设计集团和燃气院开展, 业务范围包括城市轨道交通、隧道、市政工程、燃气管网、天然气储气站、综合管廊、人防设计等地下空间的勘察、设计, 以及相关高端咨询服务。受到行业整体下行影响, 2023年上半年设计服务业务营收6.9亿元, 同比降低39.9%。盈利能力方面, 2022年之前业务结算毛利率保持30%水平, 2022年下滑至25.9%, 2023年上半年较2022年底提升0.9pct至26.7%, 相信随着公司数字化水平提高, 运营成本将继续下降, 盈利能力得到修复。

图23: 2023H1 设计服务业务营收同比降低39.9%



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

图24: 2023H1 设计服务业务毛利率为26.7%

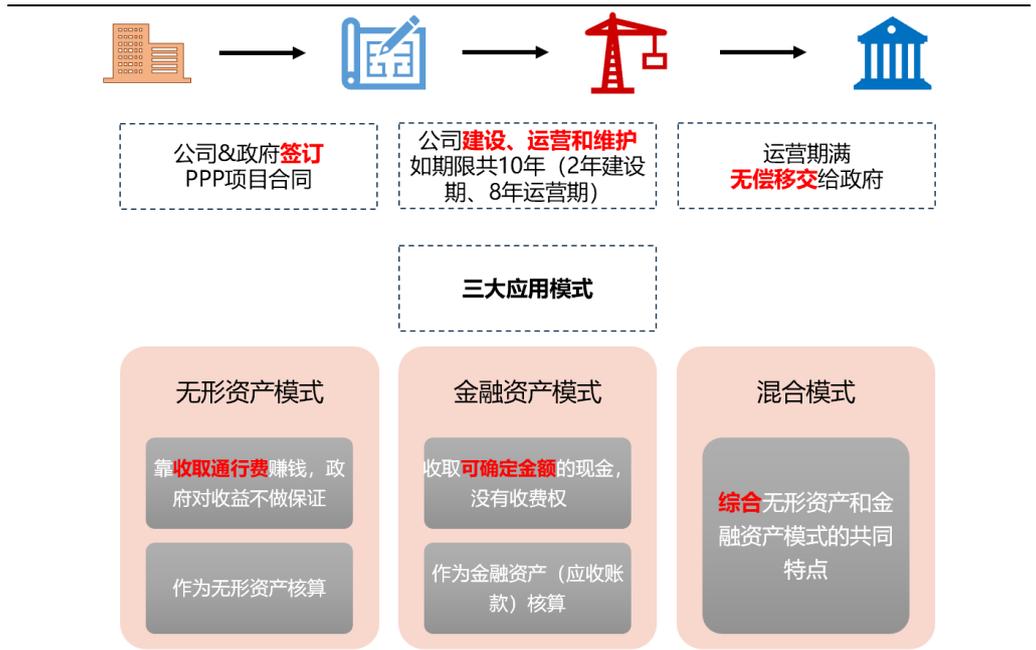


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

2.3、积极参与项目投资运营，REITs 发行未来可期

公司目前主要以 PPP 方式参与国内城市基础设施建设投资和运营，主要由下属子公司—上海隧道、上海基建、城建投资、市政集团等开展。PPP 投资模式即为公共政府部门与企业合作模式，政府部门或地方政府通过政府采购形式与中标单位组成的项目签定特许经营合同，由项目公司负责筹资、建设及经营。回款方式为由项目公司在约定的特许经营期限内运营该项目设施，并获取运营收入，直至项目特许经营期限结束后，无偿移交至业主方。

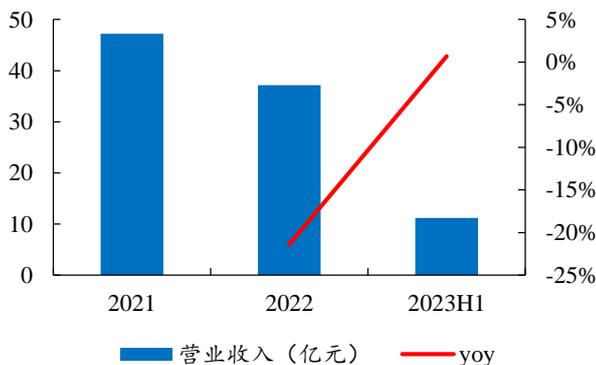
图25：公司主要以 PPP 方式参与基础设施建设投资和运营



资料来源：上海财政官网、公司公告、开源证券研究所

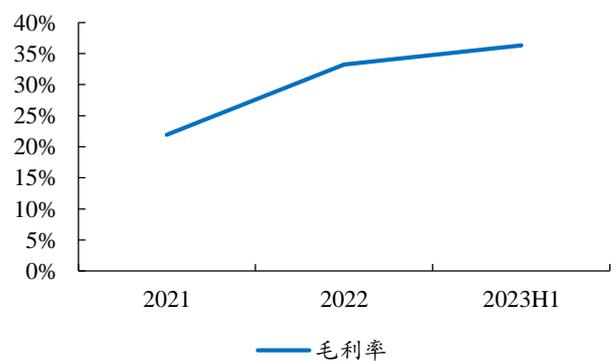
2023 年上半年投资业务收入 11.2 亿元，同比微增 0.68%。盈利能力不断提高，自 2021 年计入开始，毛利率水平不断提高，2023 年上半年较 2022 年底增加 3.1 个百分点至 36.3%。

图26：2023H1 投资业务营收同比增长 0.68%



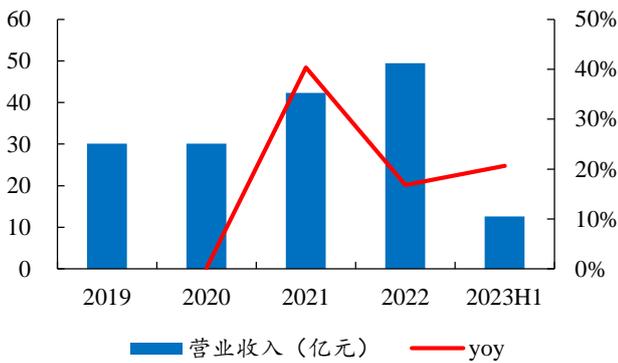
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：2023H1 投资业务毛利率为 36.3%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

运营业务方面，从运维服务中国第一条越江隧道、中国大陆第一条高速公路、中国第一座外海跨海大桥，到参与新世界七大奇迹之一的港珠澳大桥养护咨询服务，隧道股份承担了上海 95% 以上市管交通设施运、国内 14 座城市超过 2300 公里城市道路、高速、隧桥、轨道交通的运营维保和应急抢险重任。2023 年上半年，运营业务实现营收 12.6 亿元，同比增长 20.6%。毛利率为 12.1%，较 2022 年底大幅减少 13.3 个百分点。

图28：2023H1 运营业务营收同比增长 20.6%

图29：2023H1 运营业务毛利率为 12.1%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

截至 2023 年上半年底，公司已建、在建和运营的大中型项目（含 BT、BOT、PPP 模式）64 项。其中处于运营期和建设期的重大项目分别为 3 项、4 项。其长期收入较为稳定，有助于继续提高公司投资板块收入。

表3：截至 2023 年 6 月底公司处于运营期和建设期的重大项目分别为 3 项、4 项

项目名称	项目投资总额 (万元)	项目进度	累计实际投入金额 (万元)	已投比例	项目收益情况	预计收益金额 (万元)
铁路杭州南站综合交通枢纽东西广场工程 PPP 项目	239017.00	运营期	256602.00	107%	目标收益率约为 6.81%	16277.06
杭绍台高速公路（台州段）PPP 项目	886200.00	运营期	882618.00	100%	目标收益率约为 5.71%	50602.02
越东路及南延段（杭甬高速—绍诸高速平水口）智慧快速路工程 PPP 项目	411858.00	运营期	357763.00	87%	目标收益率大于 7%	28830.06
台州市地下综合管廊一期工程 PPP 项目	246835.00	建设期	227093.00	92%	目标收益率约为 6.05%	14933.52
自贡市水环境综合治理 PPP 项目	246800.00	建设期	161670.00	66%	目标收益率大于 8%	19744.00
S317 线郑州境新郑机场至新密改建工程 PPP 项目	224176.00	建设期	86731.00	39%	目标收益率大于 6.5%	14571.44
时代大道南延（绕城至中环段）工程 PPP 项目	287374.00	建设期	230642.00	80%	目标收益率大于 7%	20116.18

资料来源：公司公告、开源证券研究所

同时公司为盘活存量资产，2023年7月公告称拟选取公司投资运营的“钱江通道及接线工程钱江隧道”（简称“钱江隧道”）作为标的资产，申报发行基础设施公募 REITs。钱江隧道位于浙江省，全长 4.45 公里，是南连杭州、北接嘉兴海宁的特大越江高速公路隧道，为钱江通道及接线工程的关键性控制工程。钱江通道由隧道股份采用 BOT 模式投资 38.84 亿元建设，是国内首条“投资、施工、运维”一体化的超大直径盾构法隧道项目。发行基础设施公募 REITs 有助于公司实现基础设施建设投资模式由“重”转“轻”、打造“投资-建设-运营-出售”闭环，通过资产盘活实现建设与投资业务规模的持续稳定增长。如果发行成功，该项目也将成为国内首个隧道类基础设施公募 REITs，有助于公司运营类资产价值重估。

图30：钱江隧道为连接杭州、绍兴、嘉善的越江高速公路隧道

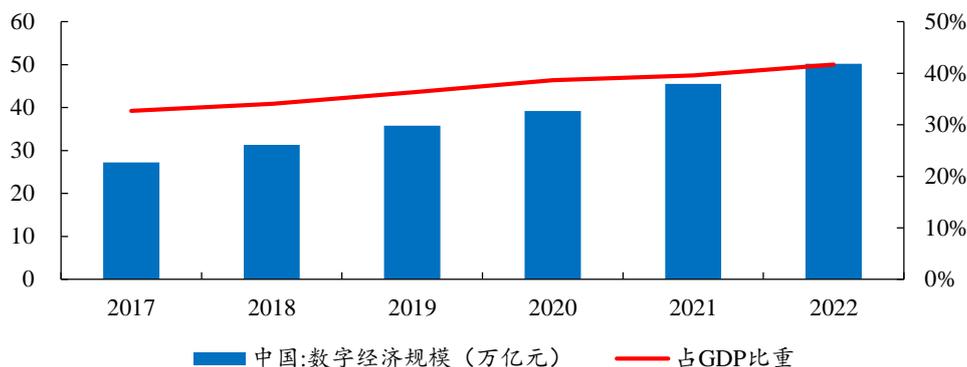


资料来源：百度地图

3、数据要素加快发展，有望推动价值释放

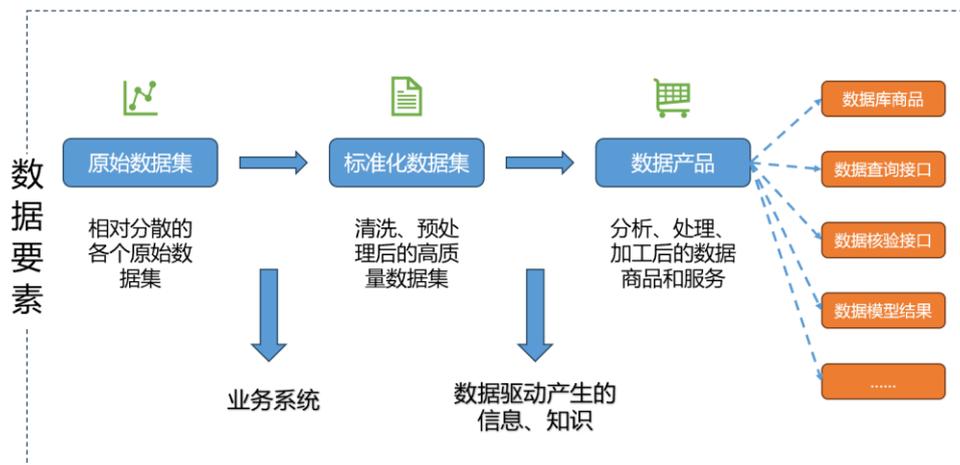
3.1、数据要素发展在即，助力商业模式转型升级

在当下百年未有之大变局之际，传统的土地、劳动力、资本、技术等生产要素对经济增长的贡献已经越来越有限。因此，加快构建数据基础制度，充分发挥我国海量数据规模和丰富应用场景优势，激活数据要素潜能，将有利于我国做大做强做优数字经济，构筑起国家竞争的新优势。中国数字经济规模快速增长，2017年至2022年期间，我国数字经济规模由 27.2 万亿元增加至 50.2 万亿元，复合增长率为 13.0%。占全国 GDP 比重也由 2017 年的 32.7% 提升 9pct 至 41.7%。

图31：2017-2022 年间中国数字经济规模复合增长率为 13.0%


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据要素是数字经济的重要组成部分，数据要素是指参与到社会生产经营活动中，为所有者或使用者带来经济效益的数据资源。即对生产有价值的原始数据资源、清洗之后的标准化数据集，以及在数据集上构建的数据产品、数据系统、数据衍生的信息和知识都属于数据要素。故根据定义可以看出数据要素是对数据推动生产力发展这一价值的强调。

图32：数据要素强调数据对推动生产力发展的作用


资料来源：中国信通院、开源证券研究所

随着顶层制度的完善，数据要素的红利即将迸发。2020年4月国务院在《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》首次提出将数据列为生产要素；2022年12月国务院发布《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》（又称“数据二十条”），标志着我国数据要素基础制度顶层设计开始启动；2024年1月4日国家数据局等17部门联合印发《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026年）》，提出到2026年底数据产业年均增速超过20%，数据交易规模增长1倍，数据要素价值创造的新业态将成为经济增长新动力。

表4：2020年以来国家发布多项政策完善数据要素基础制度

时间	发布主体	政策	主要内容
2020年4月	国务院	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	首次提出土地、劳动力、资本、技术、数据五个要素领域的改革方向，将数据列为生产要素。
2021年12月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	要求规范数据交易管理，培育规范的数据交易平台和市场主体，建立健全数据资产评估、登记结算、交易撮合、争议仲裁等市场运营体系，提升数据交易效率。
2022年4月	国务院	《中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》	加快培育数据要素市场，建立健全数据安全、权利保护、跨境传输管理、交易流通、开放共享、安全认证等基础制度和标准规范，深入开展数据资源调查，推动数据资源开发利用。
2022年6月	国务院	《关于加强数字政府建设的指导意见》	在构建开放共享的数据资源体系方面，创新数据管理机制，深化数据高效共享，促进数据有序开发利用充分释放数据要素价值。
2022年12月	国务院	《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	也称“数据二十条”，确立了数据要素市场的四大原则体系：“数据产权、流通交易、收益分配、安全治理”，标志着我国数据要素基础制度顶层设计开始启动。
2023年11月	财政部	《企业数据资源相关会计处理暂行规定》	企业应当按照企业会计准则相关规定，根据数据资源的持有目的、形成方式、业务模式，以及与数据资源有关的经济利益的预期消耗方式等，对数据资源相关交易和事项进行会计确认、计量和报告。正式推进企业数据资源入表。
2024年1月	国家数据局等17部门	《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026年）》	从激活数据要素潜能、总体要求、重点行动等五方面作出要求，到2026年底，数据产业年均增速超过20%，数据交易规模增长1倍，并明确试点先行，以赛促用，财政支持，重点突破。
2024年1月	财政部	《关于加强数据资产管理的指导意见》	明确了数据的资产属性，提出依法合规推动数据资产化，平等保护各类主体数据资产合法权益，鼓励公共服务机构将依法合规持有或控制的、具有资产属性的公共数据资源纳入资产管理范畴。

资料来源：人民政府官网、每日经济新闻网、开源证券研究所

3.2、数字化转型持续推进，成功挂牌交通数据产品

旗下城市运营集团具备长期的建设运营管理经验，并不断推进数据要素投入生产的三次价值释放过程。

第一阶段：业务贯通，即推动业务数字化转型与贯通。最初为了将修理对交通通行影响降低，运营集团提出全生命周期模式运维，通过运用信息化、数字化手段，提升城市基础设施全生命运维效率。通过布置传感器，利用多功能路面检测车、铰缝检测机器人等数字化产品实现结构健康监测、路面病害检测等成套智能技术体系。并在2018年成立了城市交通基础设施智能运营平台1.0，通过日常模式和应急模式的实时监控，可以实现一屏观设施，一网管运维，及时控风险功能，大幅提升城市交通基础设施运维服务能级。

图33：公司通过监测数据定期评估设施健康状态



资料来源：城市运营集团公众号

图34：公司已实现一屏观设施，一网管运维功能



资料来源：城市运营集团公众号

第二阶段：数智决策，即通过数据分析使决策更智慧。目前智慧运管平台已升级至 3.0 版本，可以通过“一块大屏，一个标准，一张网”，实现四个功能。分别是日常作业数字监管、恶劣天气应急联动、突发事件快速响应、设施结构安全评价。该套系统效果显著，以公司运营的 G15 嘉浏高速数字化改建为例，通过布设多种技术设备，包括摄像头、毫米波雷达和激光雷达、边缘计算等，可动态感知高速公路的整体交通态势，精准实现交通状态短时预测、交通事件影响情况预报，并形成智慧高速交通管控策略。根据监测，2023 年 8 月份嘉浏高速突发事件中 72% 是通过 AI 系统自动识别，与传统管理方式相比，应急处置到位速度提高约 35%，应急处置用时减少约三分之一，日均车流量增长 49.6%。

图35：运营集团形成“1+6+N”智慧运营平台



资料来源：城市运营集团公众号

图36：G15 嘉浏高速数字化改建有效提升应急处置速度

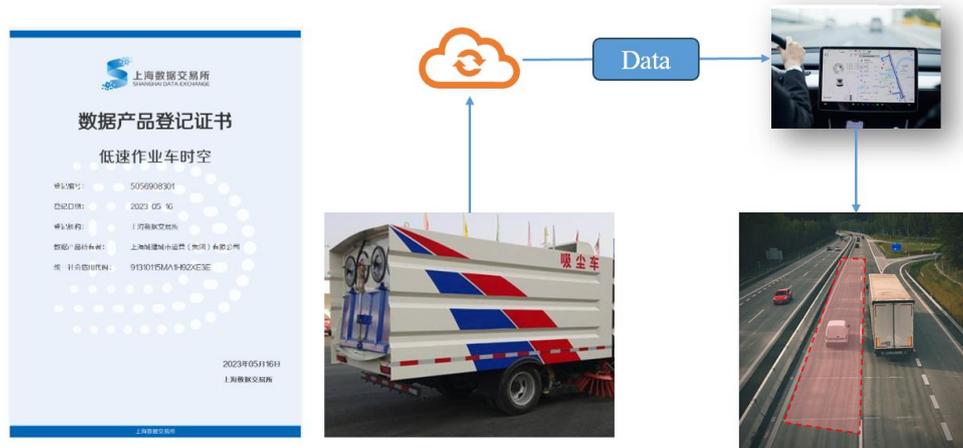


资料来源：城市运营集团公众号

第三阶段：流通赋能，即打通数据壁垒，使数字业务化。公司以成熟的大数据管养决策机制管理 5000+用户、2000+供应商、2000+专业车辆、200+养护基地，年均处理数据 5TB、接收工单 20 万条、处置事件 10 万起，积累了海量的项目实施数据。因此公司积极探索数据要素应用场景及参与数据交易，在 2023 年 5 月首个《低速作业车时空》数据产品成功于上海数据交易所挂牌，产品作用为通过判断低速车辆时空位置与行驶方向，为社会车辆提供即时的预警和引导，避免与低速作业车辆发生碰撞，提升道路运行安全性。此次数据产品挂牌首度激活了上海数据产品交易

中“交通大数据”新领域，并为公司后续数据产品交易提供了样板案例，助力公司商业模式转型升级。

图37：2023年5月公司成功挂牌《低速作业车时空》数据产品



资料来源：上海数据交易所官网、公司官网、摄图网、开源证券研究所

3.3、数据资产入表规定落地，资产重估或将提速

2024 年为数据资产入表元年。2023 年 11 月，财务部印发《企业数据资源相关会计处理暂行规定》，自 2024 年 1 月 1 日起施行，根据《暂行规定》，企业使用或持有出售的数据资源，符合相关会计准则的可以确认为无形资产或存货。大体来看，可以简单的理解为：企业自用的数据资源可以归为无形资产，对外出售的则归类为存货。这两类数据资源在会计处理上有着本质的不同，这不仅体现在其价值评估和摊销方法上，也体现在其对企业财务状况的影响上。

(1) 若数据资源作为无形资产：

对资产负债表：无形资产的初始确认影响非流动资产和总资产的价值，而随后的摊销和可能的减值减少了其账面价值。这种变化直接影响企业的净资产和资产负债比率，从而影响投资者和债权人对企业财务健康状况的评估。

对利润表：无形资产的摊销被视作经营成本，定期减少企业的净利润。如果发生减值，将导致额外的非经常性损失，进一步影响利润水平。这些变动反映在营业利润和净利润上，对企业盈利能力的评估产生影响。

对现金流量表：主要体现在经营活动产生的现金流量中，虽然无形资产的购置和开发在支付时会产生现金流出，但其摊销并不导致现金流量的变动。因此，无形资产的会计处理主要通过影响净利润，进而影响现金流量表中经营活动产生的现金流量的调整项目。

(2) 若数据资源作为存货：

对资产负债表：存货的增加或减少直接影响流动资产和总资产。

对利润表：存货成本的变化直接影响了营业成本和营业利润，进而影响净利润。

对现金流量表：存货增加可能意味着企业在购买更多存货上投入了更多现金，影响了现金流的流入和流出。

图38：确认为无形资产的数据资源相关披露

项目	外购的数据资源无形资产	自行开发的数据资源无形资产	其他方式取得的数据资源无形资产	合计
一、账面原值				
1. 期初余额				
2. 本期增加金额				
其中：购入				
内部研发				
其他增加				
3. 本期减少金额				
其中：处置				
失效且终止确认				
其他减少				
4. 期末余额				
二、累计摊销				
1. 期初余额				
2. 本期增加金额				
3. 本期减少金额				
其中：处置				
失效且终止确认				
其他减少				
4. 期末余额				
三、减值准备				
1. 期初余额				
2. 本期增加金额				
3. 本期减少金额				
4. 期末余额				
四、账面价值				
1. 期末账面价值				
2. 期初账面价值				

资料来源：国务院官网

图39：确认为存货的数据资源相关披露

项目	外购的数据资源存货	自行加工的数据资源存货	其他方式取得的数据资源存货	合计
一、账面原值				
1. 期初余额				
2. 本期增加金额				
其中：购入				
采集加工				
其他增加				
3. 本期减少金额				
其中：出售				
失效且终止确认				
其他减少				
4. 期末余额				
二、存货跌价准备				
1. 期初余额				
2. 本期增加金额				
3. 本期减少金额				
其中：转回				
转销				
4. 期末余额				
三、账面价值				
1. 期末账面价值				
2. 期初账面价值				

资料来源：国务院官网

企业可以通过数据资产来满足融资的需求。由于目前数据资产入表存在诸多挑战，包括企业对数据资产认知有限、数据权属难以界定、估值定价缺乏依据、流通规则尚不完善等。所以我们认为当前数据资产入表更多是一个过程，而不是目的。当前数据资产入表除有助于增厚企业资产，降低资产负债率外，企业可以通过已入表的数据进行抵押贷款或者租赁等方式来满足融资的需求。如 2016 年 4 月 28 日，贵阳银行为贵州东方世纪发放了金额 100 万元的首笔“数据贷”；2023 年 7 月 5 日，杭州高新金投控股集团有限公司 2023 年度第一期杭州高新区（滨江）数据知识产权定向资产支持票据（ABN）在中国银行间市场交易商协会成功簿记，发行金额 1.02 亿元，票面利率 2.80%，为全国首单包含数据知识产权的证券化产品。

表5：企业可以通过数据资产来满足融资的需求

时间	融资类型	事件	涉及金额 (万元)
2016 年 4 月		贵阳银行为贵州东方世纪发放了金额 100 万元的“数据贷”。	100
2021 年 9 月		浙江凡聚科技有限公司将可穿戴产品上分析得到的沉浸式儿童注意力缺陷与多动障碍测评数据，经过数据脱敏、安全加密后存至区块链存证平台通过担保公司增信，上海银行滨江支行将通过数据资产质押形式，为其授信 100 万元。	100
2021 年 9 月	质押融资	蔚复来（浙江）科技股份有限公司将垃圾分类运营活动产生的环保测评数据，存至区块链存证平台，计划许可用于居民垃圾分类分析项目。杭州银行科技支行将通过数据资产质押形式，为其授信 500 万元。	500
2022 年 10 月		佳华科技两个大气环境质量监测和服务项目的数据资产估值达到 6000 多万元，促进了佳华科技数据资产“变现”，成功获得 1000 万元数据资产质押融资贷款	1000
2023 年 6 月		贵州东方世纪科技股份有限公司的大数据洪水预报模型评估价值超过 3000 万元，成功获得贵阳农商银行首笔数据资产融资授信 1000 万元。	1000
2023 年 8 月		江苏罗思韦尔电气有限公司以其拥有的“T-BOX 车联网信息数据”知识产权质押成功向苏州银行扬州分行融资 1000 万元。	1000

时间	融资类型	事件	涉及金额 (万元)
2023年3月	无质押融资	凭借在深圳数据交易所上架的数据交易标的，深圳微言科技有限责任公司（以下简称“微言科技”）通过光大银行深圳分行授信审批，成功获得全国首笔无质押数据资产增信贷款额度1000万元，并于2023年3月30日顺利放款。	1000
2023年4月	数据资产保险	国内首单数字资产保险在西安发布。本项保险项目由数字资产保险创新中心牵头，由中国人民财产保险股份有限公司西安市分公司进行承保，此次共为10家企业的数字资产提供了总额1000万元的保障。	1000
2023年7月	资产证券化	杭州高新金投控股集团有限公司2023年度第一期杭州高新区（滨江）数据知识产权定向资产支持票据（ABN）在中国银行间市场交易商协会成功簿记，发行金额1.02亿元，票面利率2.80%，发行期限358天，为全国首单包含数据知识产权的证券化产品。	10200

资料来源：澎湃新闻、深圳商报、科技金融时报等、开源证券研究所

4、高端装备制造经验丰富，融资租赁拓宽投融资渠道

4.1、装备制造：高技术壁垒，经营模式以销定产

公司为了不断提升全产业链运作水平，设备制造及融资租赁业务也在稳步推进。设备制造方面，公司成立之初就为中国大型隧道及高端装备研发建造的军事保密单位，在国家“863计划”支持下，隧道股份先后研制出具有完全自主知识产权的中国国产盾构—直径6.34米的“先行号”土压平衡盾构，并在此基础上自主研发11.22米大直径泥水平衡盾构“进越号”，合作研制14.27米、15.43米等超大直径盾构机。目前，隧道股份已累计研发制造近200台国产盾构，设备成功销往新加坡、印度、中国香港等地。

表6：公司制造出多型号具备完全自主知识产权的大直径盾构机

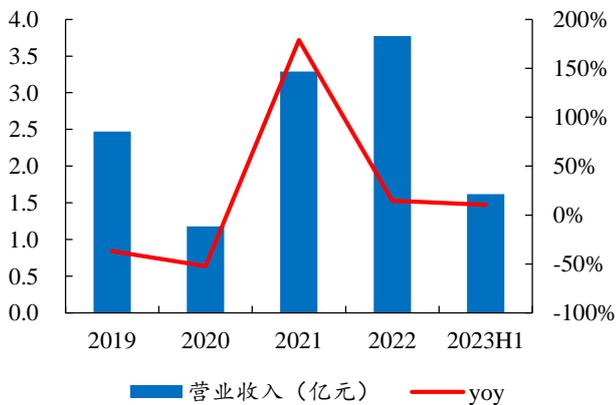
代表项目	投产时间	应用项目	特点
Φ6.34米 先行号 	2003年	上海、南京、杭州、天津、宁波地铁工程	国内首台具有自主知识产权的地铁盾构
Φ6.64米 南洋号 	2007年	新加坡地铁	首台出口国外的国产复合型土压平衡盾构
Φ11.22米 进越号 	2008年	上海黄浦江越江工程打浦路复线隧道	技术指标与国外同类技术的水平大体相当

代表项目	投产时间	应用项目	特点
11.83m×7.27m 阳明号 	2015年	宁波地铁3号线	目前该领域国内外最大断面尺寸
Φ14.05米 骐跃号 	2020年	上海轨交市域机场联络线	首台具有完全自主知识产权的“上海牌”国产超大直径盾构

资料来源：公司官网、开源证券研究所

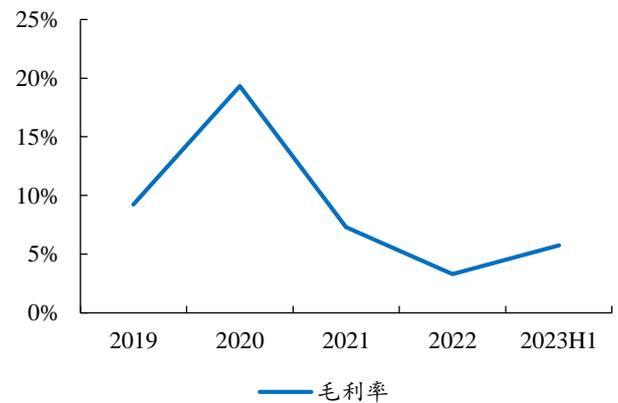
公司盾构设备相关业务主要由全资子公司上海城建隧道装备有限公司负责，除了生产制造设备，公司还提供盾构产品的验收、维修、检测等服务，经营模式主要是以销定产。2023年上半年该业务营收1.6亿元，同比增长10.3%，毛利率较2022年底增长2.4个百分点至5.8%。

图40：2023H1 设备制造业务营收 1.6 亿元



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图41：2023H1 设备制造业务毛利率为 5.8%

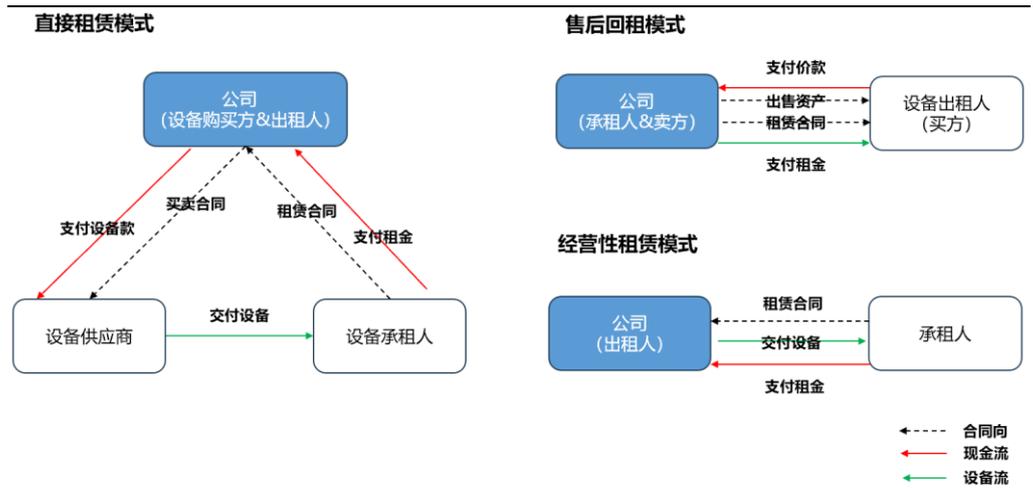


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

4.2、融资租赁：业务稳步扩张，投融资渠道再拓宽

公司融资租赁业务主要由全资孙公司—上海元晟融资租赁有限公司（以下简称“元晟租赁”）负责，主要围绕产业链上下游，聚焦公司传统重点市场区域提供直接租赁、售后回租、经营性租赁服务。

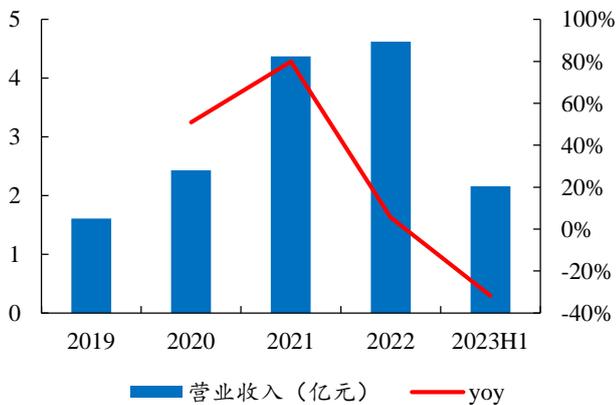
图42：公司提供直接租赁、售后回租、经营性租赁服务



资料来源：公司公告、开源证券研究所

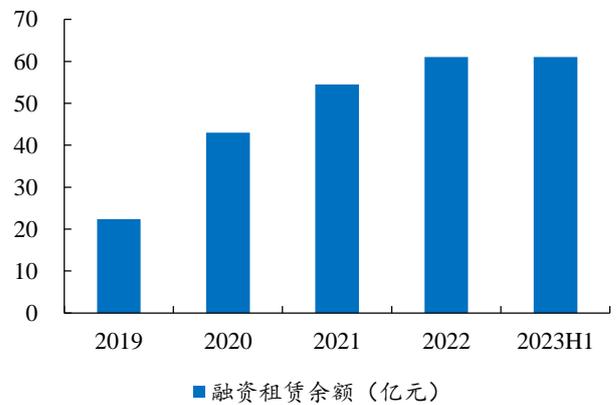
近几年公司融资租赁业务发展迅速，2019年至2022年期间营收复合增长率达42.1%。受宏观经济下行影响，2023年上半年租赁款项回款不及预期，实现收入2.2亿元，同比下降31.8%。截至2023年上半年，融资租赁余额61.1亿元，仍然保持高位。因租赁业务围绕基础设施上下游，服务对象多为地方政府及国央企，回款压力相对较小。所以我们相信待经济好转，租赁业务将为公司持续带来稳定收入。

图43：2023H1 融资租赁业务营收 2.2 亿元



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图44：2023H1 融资租赁余额 61.1 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

为了改善公司融资和债务结构，公司积极探索融资租赁债权资产证券化。2021年3月公司同意元晟租赁开展融资租赁资产证券化业务，并设立“元晟租赁2021年第一期资产支持专项计划”，成功募集资金9.69亿元。后又分别在2021年8月和2023年3月，同意元晟租赁申请储架发行不超过30亿元、50亿元的资产证券化产品(ABS)，发行资金主要用于释放银行授信额度及归还股东借款。

表7：截至 2023 年 6 月底元晟租赁通过发行 ABS 募集 58.39 亿元

证券代码	证券名称	证券类别	发行方式	发行期限	票面利率(当期)(%)	发行规模(亿元)	发行日期	到期日期
199746.SH	元晟四次	证监会主管 ABS	私募	2.7973	0.0000	1.2100	2023-05-31	2026-03-17
199745.SH	元晟四 A3	证监会主管 ABS	私募	2.7973	3.4000	3.5700	2023-05-31	2026-03-17
199744.SH	元晟四 A2	证监会主管 ABS	私募	1.8	3.0300	6.9600	2023-05-31	2025-03-18
199743.SH	元晟四 A1	证监会主管 ABS	私募	0.8	2.7900	6.9600	2023-05-31	2024-03-18
180036.SH	元晟三次	证监会主管 ABS	私募	2.9343	0.0000	0.9500	2022-06-15	2025-05-21
180035.SH	元晟三 A3	证监会主管 ABS	私募	2.6849	3.3000	3.7100	2022-06-15	2025-02-19
180034.SH	元晟三 A2	证监会主管 ABS	私募	1.9343	3.1000	5.0000	2022-06-15	2024-05-21
180033.SH	元晟三 A1	证监会主管 ABS	私募	0.926	2.5700	5.0500	2022-06-15	2023-05-19
193939.SH	元晟二次	证监会主管 ABS	私募	2.8685	0.0000	0.9900	2021-11-18	2024-09-30
193938.SH	元晟二 A3	证监会主管 ABS	私募	2.8685	3.9900	3.3000	2021-11-18	2024-09-30
193937.SH	PR 二 A2	证监会主管 ABS	私募	1.8603	3.4500	6.0000	2021-11-18	2023-09-28
193936.SH	PR 二 A1	证监会主管 ABS	私募	0.8603	2.9500	5.0000	2021-11-18	2022-09-28
189145.SH	21 元晟次	证监会主管 ABS	私募	2.8384	0.0000	0.4900	2021-04-16	2024-02-16
189144.SH	PR 元晟 A2	证监会主管 ABS	私募	2.3343	4.1000	3.6100	2021-04-16	2023-08-16
189143.SH	PR 元晟 A1	证监会主管 ABS	私募	0.8548	3.6000	5.5900	2021-04-16	2022-02-22

数据来源：Wind、开源证券研究所

5、盈利预测及投资建议

作为国内首家基建板块上市公司，经过 50 余年发展，公司已成为全国领先的地下工程业务全产业链综合服务商，为全球城市提供“规划咨询、投资、设计、建设、运营”全产业链一体化服务。公司业务水平在行业地位突出，相信随着业务深耕和市场回暖，公司业务有望继续稳定增长。我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 713.2、794.4、864.8 亿元，同比增速分别为 9.3%、11.4%、8.9%。

施工业务：我们预测 2023-2025 年收入增速分别为 8.8%、11.7%、9.6%。主要考虑到公司施工业务主要集中于长三角地区，基础设施投资需求大，且公司 2023 年新

签订单合同增速表现亮眼，尤其是四季度订单增速高增，将为后续业绩增长提供保障。假设 2024-2025 年公司新签订单分别增长 10.0%、7.0%，按照往年结转进展，预计 2023-2025 年施工业务营收分别为 564.5、630.6、691.3 亿元。

设计业务：我们预测 2023-2025 年收入增速分别为 8.2%、7.1%、5.0%。主要考虑到 2023 年公司设计业务新签订单增速逆势增长 9.3%，2024、2025 年全国各地固定资产投资增速将稳步回升，故预计 2024、2025 年新签订单增速稳定增长 5%，按照往年结转进展，预计 2023-2025 年设计业务营收分别为 28.9、30.9、32.5 亿元。

投资业务：我们预测 2023-2025 年收入增速分别为-5%、-5%、-5%。主要考虑到该部分业务收入主要来源于公司在建的 PPP 项目，但由于国内目前全面叫停 PPP 项目申请，故随着公司投资项目进入运营期，后续收入将持续承压，我们预计 2023-2025 年投资业务营收分别为 35.3、33.5、31.8 亿元。

运营业务：我们预测 2023-2025 年收入增速分别为 20%、15%、10%。主要考虑到公司运营业务收入主要来源于新签运营订单及处于运营期的 PPP 项目。其中处于运营期 PPP 项目的收入较为稳定，而新签运营订单未来将会得益于城市运营集团数字化能力的提高而持续增长。故我们假设 2023-2025 年运营业务收入稳步增长，对应营收分别为 59.3、68.2、75.0 亿元。

融资租赁业务：我们预测 2023-2025 年收入增速分别为-32%、5%、5%。主要考虑到业务主要围绕产业链上下游，待经济好转，租赁业务将为公司持续带来稳定收入。2023 年全年收入按照中期增速假设同比-32%，2024、2025 年收入增速分别同比增长 5%。

机械加工及制造业务：我们预测 2023-2025 年收入增速分别为 10%、10%、10%。主要考虑到公司在盾构机加工制造方面经验丰富，技术壁垒高，故预计未来收入将稳定增长。

其他业务：我们预测 2023-2025 年收入增速分别为 49.3%、29.7%、10%。主要考虑到剩余业务包含材料销售、房地产业务等，营收占比相对较小。根据 2023 年上半年该部分营收情况，预计 2023-2025 年房地产业务营收增速保持 10%，材料销售、其余业务营收增速分别为 50%、30%、10%。

毛利率端：我们预测公司 2023-2025 年毛利率分别为 12.4%、12.7%、12.8%。其中：

施工业务：考虑到公司新签订单多与地方政府合作，盈利能力较为稳定。2023 年施工业务毛利率保持 2022 年的 8.8%，待市场行情改善，2024、2025 年毛利率改善并维持 9.0%；

设计业务：考虑到 2023 年建筑设计行业持续筑底，设计业务盈利水平继续承压，待市场回暖后将有所改善。我们预计设计业务 2023-2025 年毛利率分别为 25.0%、27.0%、29.0%；

投资业务：公司投资的 PPP 项目盈利能力相对稳定，2023 年上半年投资业务毛利率为 36.3%，故我们预计 2023-2025 年毛利率维持 36.3%；

运营业务：2023 年城市运营集团数字化投入成本增加，导致毛利率水平有所下降，我们预计 2023 年全年将降至 20%。后续随运营管理能力不断提高，毛利率将持续改善，预计 2024、2025 年毛利率分别为 22.5%、25.0%；

融资租赁业务：我们预计业务 2023-2025 年毛利率保持 100%。

机械加工及制造业务：我们预计 2023-2025 年毛利率将持续改善，分别为 6.0%、7.0%、8.0%。

其他业务：我们预计 2023-2025 年毛利率分别为 19.8%、19.8%、19.8%。其中房地产业务 2023 年毛利率根据上半年情况预计为 15.0%，后续将维持此水平。材料销售及其余业务毛利率分别保持 7.0%、33.0%。

表8：预计 2023-2025 年公司营业收入分别同比 9.3%、11.4%、8.9%

主营业务	指标	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
施工业务	营业收入（百万元）	48100.8	49199.0	51904.6	56446.9	63057.9	69126.2
	YOY	-	2.3%	5.5%	8.8%	11.7%	9.6%
	营业成本（百万元）	43872.0	44759.0	47334.7	51479.6	57382.7	62904.8
	毛利率	8.8%	9.0%	8.8%	8.8%	9.0%	9.0%
设计业务	营业收入（百万元）	2064.3	2702.5	2668.0	2887.8	3091.4	3246.0
	YOY	-	30.9%	-1.3%	8.2%	7.1%	5.0%
	营业成本（百万元）	1439.3	1872.2	1978.1	2165.8	2256.7	2304.7
	毛利率	30.3%	30.7%	25.9%	25.0%	27.0%	29.0%
投资业务	营业收入（百万元）	-	4725.1	3714.4	3528.7	3352.3	3184.7
	YOY	-	-	-21.4%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	营业成本（百万元）	-	3688.8	2479.0	2247.8	2135.4	2028.6
	毛利率	-	21.9%	33.3%	36.3%	36.3%	36.3%
运营业务	营业收入（百万元）	3014.1	4230.4	4941.6	5929.9	6819.3	7501.3
	YOY	-	40.4%	16.8%	20.0%	15.0%	10.0%
	营业成本（百万元）	2263.8	3024.2	3689.8	4743.9	5285.0	5626.0
	毛利率	24.9%	28.5%	25.3%	20.0%	22.5%	25.0%
融资租赁	营业收入（百万元）	243.2	437.5	462.1	314.2	329.9	346.4
	YOY	-	79.9%	5.6%	-32.0%	5.0%	5.0%
	营业成本（百万元）	-	-	-	-	-	-
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
机械加工及制造	营业收入（百万元）	117.7	329.2	376.9	414.6	456.1	501.7
	YOY	-	179.8%	14.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	营业成本（百万元）	94.9	305.2	364.5	389.7	424.1	461.5
	毛利率	19.3%	7.3%	3.3%	6.0%	7.0%	8.0%
其他业务	营业收入（百万元）	466.3	602.5	1206.9	1801.5	2337.1	2570.8
	YOY	-	29.2%	100.3%	49.3%	29.7%	10.0%
	营业成本（百万元）	312.7	449.9	960.6	1445.1	1874.5	2061.9
	毛利率	32.9%	25.3%	20.4%	19.8%	19.8%	19.8%
合计	营业收入（百万元）	54006.3	62226.1	65274.5	71323.6	79444.1	86477.0
	YOY	-	15.2%	4.9%	9.3%	11.4%	8.9%
	营业成本（百万元）	47982.7	54099.1	56806.7	62471.9	69358.4	75387.5
	毛利率	11.2%	13.1%	13.0%	12.4%	12.7%	12.8%

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

我们选取同样为地方国资委下属建筑公司四川路桥及上海建工，以及建筑央企中国能建和中国化学作为可比公司，2023年可比公司PE均值为7.2倍。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为30.7、34.5、36.5亿元，当前股价对应PE分别为5.8、5.2、4.9倍，预测PE估值低于可比公司均值。我们主要考虑到公司当前正努力积极转型，加大了数字化及研发投入，导致盈利增速有所收窄。但隧道股份深耕长三角地区，预计后续基建投资景气度将持续改善，助力公司未来持续拥有充沛订单。且随着公司数字化水平提高，运维能力及管理能力将得到有效提升，进而提升未来业务盈利能力。据此我们首次覆盖给予公司“买入”评级。

表9：可比公司估值表

证券代码	证券简称	评级	总市值 (亿元)		归母净利润/亿元					PE/倍			
			2024/2/5	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
600039.SH	四川路桥	未评级	697.2	112.1	134.8	155.7	187.3	6.2	5.2	4.5	3.7		
600170.SH	上海建工	未评级	201.7	13.6	24.3	28.7	32.7	14.9	8.3	7.0	6.2		
601868.SH	中国能建	买入	879.7	78.1	95.2	124.3	152.7	11.3	9.2	7.1	5.8		
601117.SH	中国化学	未评级	375.7	54.2	61.1	71.4	82.6	6.9	6.1	5.3	4.5		
	平均值								7.2	6.0	5.0		
600820.SH	隧道股份	买入	178.6	28.1	30.7	34.5	36.5	6.4	5.8	5.2	4.9		

数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：可比公司中除中国能建为开源证券研究所预测外，其余公司数据均来自Wind一致预期。）

6、风险提示

业务订单增长不及预期、基建投资增速改善不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	64923	81719	73708	85091	86320
现金	17993	20600	20492	21145	22072
应收票据及应收账款	20828	20818	20550	21339	20113
其他应收款	874	1175	917	1407	1183
预付账款	1135	1046	1575	411	1555
存货	704	676	723	828	896
其他流动资产	23389	37404	29451	39961	40501
非流动资产	64834	71102	73722	76524	79362
长期投资	4041	5486	6924	8214	9423
固定资产	3534	4424	4900	5294	5399
无形资产	4298	4756	5226	5998	7224
其他非流动资产	52962	56436	56673	57018	57316
资产总计	129757	152821	147430	161615	165682
流动负债	76059	90570	82396	93224	94001
短期借款	8613	7672	8439	9283	9101
应付票据及应付账款	50663	65444	53943	62157	65675
其他流动负债	16783	17454	20013	21784	19225
非流动负债	24331	28131	28601	29132	29390
长期借款	21370	24655	24840	25058	24971
其他非流动负债	2961	3477	3761	4074	4419
负债合计	100390	118701	110997	122356	123391
少数股东权益	4455	6573	6662	6769	6895
股本	3144	3144	3144	3144	3144
资本公积	6629	7006	7006	7006	7006
留存收益	14730	16707	18914	21392	24030
归属母公司股东权益	24912	27547	29771	32489	35395
负债和股东权益	129757	152821	147430	161615	165682

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3134	3749	3562	4733	6870
净利润	2427	2993	3162	3556	3781
折旧摊销	890	1179	1117	1409	1730
财务费用	1635	1467	1262	1339	1460
投资损失	-241	-936	-826	-688	-588
营运资金变动	-1912	-1487	-1423	-1175	168
其他经营现金流	336	533	271	292	320
投资活动现金流	-3230	-2992	-2710	-3307	-3741
资本支出	1866	3680	2189	2774	3177
长期投资	-1320	-563	-1437	-1290	-1209
其他投资现金流	-44	1251	917	758	645
筹资活动现金流	1004	186	-960	-773	-2202
短期借款	1063	-941	767	844	-182
长期借款	-1060	3285	185	218	-87
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	65	377	0	0	0
其他筹资现金流	935	-2535	-1912	-1835	-1933
现金净增加额	912	907	-108	653	927

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	62226	65274	71324	79444	86477
营业成本	54099	56807	62472	69358	75388
营业税金及附加	137	127	149	164	177
营业费用	9	2	7	8	7
管理费用	1520	1589	1712	1907	2075
研发费用	2172	2433	2639	2939	3200
财务费用	1635	1467	1262	1339	1460
资产减值损失	-25	-28	-25	-31	-33
其他收益	186	166	175	145	132
公允价值变动收益	6	21	16	18	20
投资净收益	241	936	826	688	588
资产处置收益	-12	68	21	26	38
营业利润	2961	3834	3951	4412	4719
营业外收入	29	17	18	19	21
营业外支出	14	24	19	19	21
利润总额	2976	3826	3950	4412	4720
所得税	550	833	788	856	939
净利润	2427	2993	3162	3556	3781
少数股东损益	34	184	89	107	126
归属母公司净利润	2393	2809	3073	3449	3654
EBITDA	4525	5680	5337	6126	6746
EPS(元)	0.76	0.89	0.98	1.10	1.16

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	15.2	4.9	9.3	11.4	8.9
营业利润(%)	6.2	29.5	3.1	11.7	7.0
归属于母公司净利润(%)	5.9	17.4	9.4	12.2	6.0
获利能力					
毛利率(%)	13.1	13.0	12.4	12.7	12.8
净利率(%)	3.8	4.3	4.3	4.3	4.2
ROE(%)	8.3	8.8	8.7	9.1	8.9
ROIC(%)	4.8	5.4	4.9	5.2	5.3
偿债能力					
资产负债率(%)	77.4	77.7	75.3	75.7	74.5
净负债比率(%)	64.6	49.2	50.3	49.2	44.3
流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.8	0.9	0.8	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.4	3.1	3.4	3.3	3.3
应付账款周转率	1.3	1.0	1.1	1.2	1.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.89	0.98	1.10	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	1.19	1.13	1.51	2.18
每股净资产(最新摊薄)	7.92	8.76	9.47	10.33	11.26
估值比率					
P/E	7.5	6.4	5.8	5.2	4.9
P/B	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.1	7.3	8.0	7.2	6.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn