

➤ **公司简介:** 1993 年隧道股份成功上市, 成为中国基建行业首家上市股份制公司, 2015 年全面接管上海城建集团上市体内外所有国有资产, 公司大股东为上海城建(集团)有限公司(上海国资委全资控股)。

➤ **主营业务扎实推进**

施工业务为公司的核心收入来源, 23H1 施工业务实现营收 194.76 亿元, 同比 +21.09%, 占总营收 83.3%。施工业务主要分为地下业务(隧道、轨道交通、水务、能源等)与地上业务(高速公路、铁路、道路桥梁等), **2023 年公司施工业务中标合同量 819.76 亿元, 同比+14.34%。**

基建投资与运营业务由下属子公司上海隧道、上海基建、城建投资、市政集团开展, 目前参与方式以 PPP 为主。基础设施运营业务 23H1 实现营收 12.63 亿元, 同比 +20.64%。公司企业主体信用评级 AAA 级(国内最高评级), 为客户打造 BT/BOT/PPP 等基础设施投融资项目, **建元基金是国内在建设领域的第一家私募股权投资基金。**

机器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, 生产设备以盾构为主, 并配套验收、维修检测等配套服务, 同时可以生产顶管机、钢模及隧道烟道板机械手等隧道相关产品。**盾构+数字化**, 公司推出了世界首台在软土地层实现自主驾驶的数智盾构“智驭号”盾构机, 研发并实施“盾构自动驾驶系统”技术。

➤ **看点①: 立足上海、走出国门, 受益浦东深化改革**

公司业务主要在江浙沪等长三角区域, 23H1 公司在上海地区实现营收 136.85 亿元, 占比 59%。以“全国布局、海外发展”为市场目标, 项目覆盖新加坡、印度、马来西亚等国际市场, 23H1 公司实现海外营收 14.1 亿元, 同比+82.5%。2021 年 4 月国务院出台《关于支持浦东新区高水平改革开放打造社会主义现代化建设引领区的意见》, **公司在大数据、无人驾驶、低空经济等业务领域均有受益。**

➤ **看点②: 数据要素持续积累, 低速作业车时空数据产品成功挂牌**

政策驱动数据要素行业快速发展, 例如 2023 年 8 月财政部明确企业数据资源在财务报表中进行会计确认, 《“数据要素×”三年行动计划(2024-2026 年)》规定到 2026 年底数据产业年均增速超 20%、数据交易规模增长 1 倍。隧道股份下属运营集团目前承担上海 95% 以上市管道路的运营养护任务, **积累数据资源较多。**2023 年 8 月末, 隧道股份运营集团与智能汽车创新发展平台就“低速作业车时空”数据产品的首笔交易在上海数据交易所达成, **成为数字化业务的“数字集团”。**

➤ **看点③: 高股息建筑标的, 现金分红率稳定在 30% 以上**

经营性现金流良好, 2012-2022 年公司分红率均稳定在 30% 以上。2022 年现金分红比例为 30.22%, 同时公司于 2023 年半年报进行**中期分红**, 23H1 现金分红 3.14 亿元, 分红比例为 40.63%。对应 2024 年 3 月 25 日收盘数据, **公司股息率 (TTM) 为 6.21%。**

➤ **投资建议:** 我们看好公司①立足上海、走出国门, 受益浦东深化改革, ②数据要素持续积累, 低速作业车时空数据产品成功挂牌, ③高股息建筑标的, 分红率稳定维持在 30% 以上。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 30.62/33.61/36.30 亿元, 现价对应 2023-2025 年 PE 分别为 6/6/5 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 基建投资不及预期的风险; 投资业务风险; 市场竞争和海外业务的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	65,274	72,190	78,876	85,960
增长率 (%)	4.9	10.6	9.3	9.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,809	3,062	3,361	3,630
增长率 (%)	17.4	9.0	9.7	8.0
每股收益 (元)	0.89	0.97	1.07	1.15
PE	7	6	6	5
PB	0.7	0.6	0.6	0.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 3 月 25 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格:

5.96 元



分析师 李阳

执业证书: S0100521110008

邮箱: liyang_yj@mszq.com

研究助理 赵铭

执业证书: S0100122070043

邮箱: zhaoming_yj@mszq.com

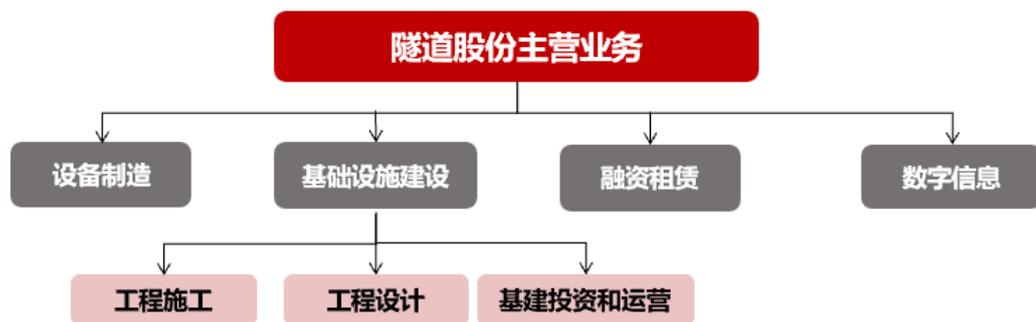
目录

1 公司简介	3
2 主营业务扎实推进	5
2.1 施工业务	5
2.2 基础设施投资及运营业务	7
2.3 工程设计业务	8
2.4 机械加工及制造业务	9
3 核心看点	11
3.1 立足上海、走向国门，受益浦东深化改革	11
3.2 数据要素持续积累，低速作业车时空数据产品成功挂牌	12
3.3 高股息建筑标的，分红率稳定维持在 30%以上	13
4 盈利预测与投资建议	15
5 风险提示	18
插图目录	20
表格目录	20

1 公司简介

隧道股份主营基础设施建设业务，包含隧道、路桥、轨道交通、水务、能源和地下空间等城市基建的设计、施工、投资、运营。此外，还运营与施工业务相配套的部分盾构设备制造业务，以及融资租赁和数字信息业务。

图1：隧道股份业务板块



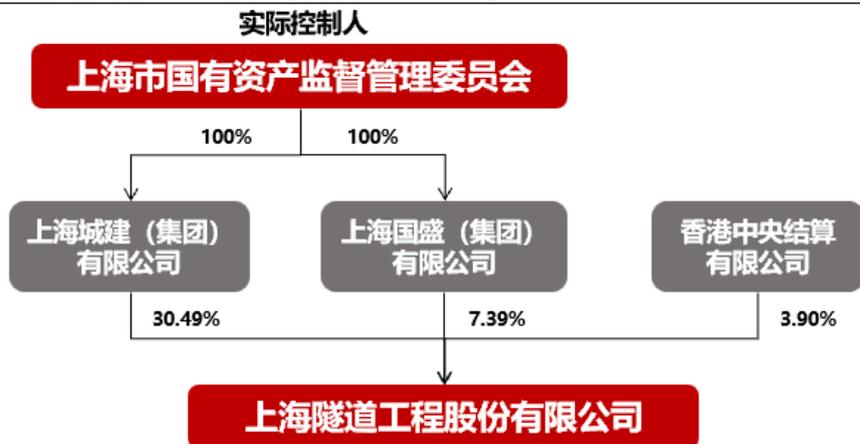
资料来源：公司公告，民生证券研究院

回顾公司历史，有以下关键节点：

- 1965 年，我国大力推进国防建设，隧道股份前身“上海市隧道工程公司”应运而生，成为中国软土隧道发展的奠基者。
- 1993 年，隧道股份成功上市，成为**中国基建行业首家上市**的股份制公司。
- 1996 年 10 月，上海市市政工程管理局“政企分开”改革，上海城建集团诞生，隧道股份正式加盟上海城建，成为其旗下唯一上市平台。**并走出上海、“面向世界”**，转型成国际发展的大型综合类基础设施总集成企业。
- 2011 年，上海城建集团开启新一轮改革转型，将旗下核心资产整体注入隧道股份，完成重组上市，隧道股份总股本由 7.33 亿股跃升至 12.85 亿股。
- 2015 年，中央深入推进国资国企改革，隧道股份全面接管上海城建集团上市体内外所有国有资产。

股权结构方面，公司实控人为上海市国资委，通过 100%控股的上海城建（集团）有限公司和上海国盛（集团）有限公司，（截至 2023 年三季报）共持有隧道股份 37.88%的股权。

图2：隧道股份股权结构图（截至 2023.9.30）



资料来源：公司公告，ifind，民生证券研究院

2023Q1-3 公司实现营收 469.07 亿元、同比+23.05%。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，较上年同期增长 14.11%，其中施工业务中的能源工程类同比增长 106.22%、其他工程类同比增长 111.30%。

图3：2014 年-2023Q1-3 公司营收（亿元）



资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：2016-23 年施工、运营、投资业务中标合同量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

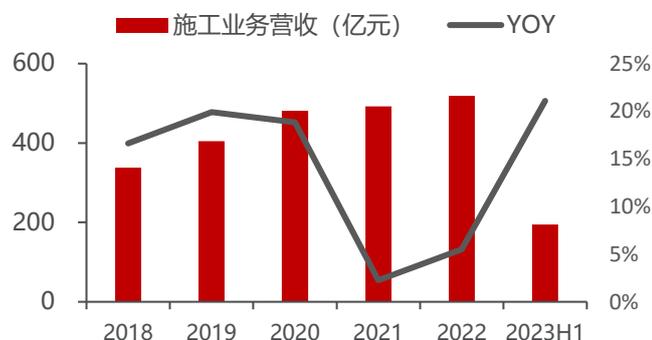
2 主营业务扎实推进

2.1 施工业务

施工业务为公司的核心收入来源，主要分为地下业务与地上业务。其中，**地下业务**主要覆盖隧道、轨道交通、水务、能源等大型工程施工，截至 2023 年半年报，公司已承建的 14 米以上超大直径隧道工程项目已达 32 项，代表项目如上海长江隧道、上海市域铁路机场联络线、杭州钱江隧道等。**地上业务**主要为高速公路、铁路、道路桥梁等基础设施建设，公司先后为南京、杭州、郑州、昆明、武汉、天津、乌鲁木齐、南昌等国内众多城市成功打造了当地首条地铁线路，截至 2023 年半年报累计建设里程约 999 公里。目前，公司已在国内外总集成、总承包建设隧道工程上百项，项目涉及国内多省市及港澳地区、新加坡、印度、非洲、马来西亚等区域。

从营收看，公司 2023H1 施工业务实现营收 194.76 亿元，同比+21.09%，占总营收的 83.3%。**毛利率方面**，2023H1 公司施工业务毛利率为 8.66%，同比-0.3pct。

图5：2018年-2023H1 公司施工业务营收（亿元）



资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：2018年-2023H1 公司施工业务毛利率(%)



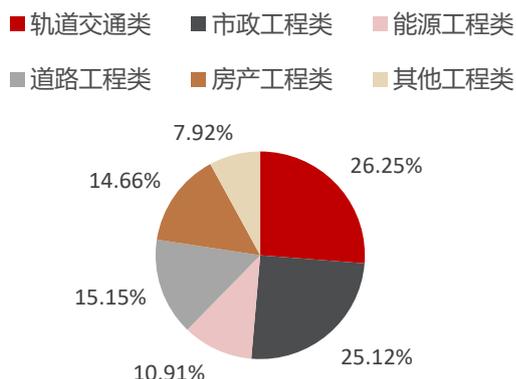
资料来源：iFind，民生证券研究院

据公司发布的 2023 年度主要经营数据，公司施工业务中标合同量 819.76 亿元，同比+14.34%，订单总个数 2367 个。

从空间类型分类来看，2023 年地下业务中标合同量 444.19 亿元，同比+17.96%，业务占比 54.18%；地上业务中标 375.58 亿元，同比+10.34%，业务占比 45.82%。从地域分类来看，2023 年上海市内业务中标合同量 441.49 亿元，同比+31.34%，业务占比 53.86%；上海市外业务（不含海外）中标 339.44 亿元，同比-0.32%，业务占比 41.41%；海外业务中标 38.82 亿元，同比-3.60%，业务占比 4.74%。

从订单类型分类来看，公司轨道交通类+市政工程类约占合同量的一半。2023 年轨道交通类（包括轨道交通车站、区间、有轨电车及机电安装）中标合同量 215.16

亿元, 同比+14.03%, 业务占比 26.25%; 市政工程类(包括越江隧道、深隧、顶管工程、污水处理厂、综合管廊、桥梁等市政工程)中标 205.91 亿元, 同比+18.11%, 业务占比 25.12%; 能源工程类中标 89.40 亿元, 同比+106.22%; 道路工程类中标 124.20 亿元, 同比-35.90%; 房产工程类中标 120.15 亿元, 同比+39.60%; 其他工程类中标 64.94 亿元, 同比+111.30%。

图7: 2023 年公司施工业务中标合同额分布情况


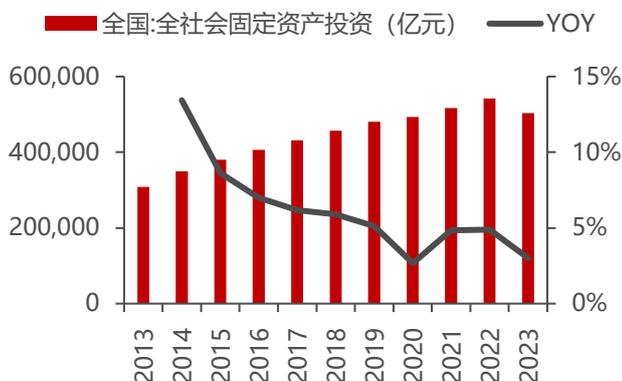
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图8: 2016-2023 年公司施工业务中标合同量 (亿元)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

轨道交通、公路铁路、水务、地下空间等传统基础设施领域投资稳健增长。

2024 年《政府工作报告》提出, 适度超前建设数字基础设施, 加快形成全国一体化算力体系, 积极推进新型城镇化, 要补齐基础设施和公共服务短板, 注重以城市群、都市圈为依托, 促进大中小城市协调发展。2023 年全国完成交通固定资产投资 3.9 万亿元, 新建及改扩建高速公路超 7000 公里, 新建高速铁路 1700 公里。

图9: 2013-2023 年全国固定资产投资额 (亿元)


资料来源: iFind, 国家统计局, 民生证券研究院

注: 2023 年固定资产投资增速按可比口径计算 (2023 年数据与上年已公布的同期数据之间存在不可比因素, 不能直接相比计算增速)

图10: 2013-2023 年全国交通固定资产投资额 (亿元)


资料来源: iFind, 交通运输部, 民生证券研究院

我国城市轨道交通运营总里程稳步增长,已突破一万公里。截至 2023.12.31,我国共有 55 个城市(新增红河和咸阳 2 个城市首次开通)开通运营城市轨道交通线路共 306 条、车站 5897 座,运营里程为 10165.7 公里。2023 年,全国新增城市轨道交通运营线路 16 条,新增运营里程 581.7 公里。城市轨道交通 2023 年全年完成客运量 294.4 亿人次,较 2022 年增加 100.4 亿人次,增长 51.7%。

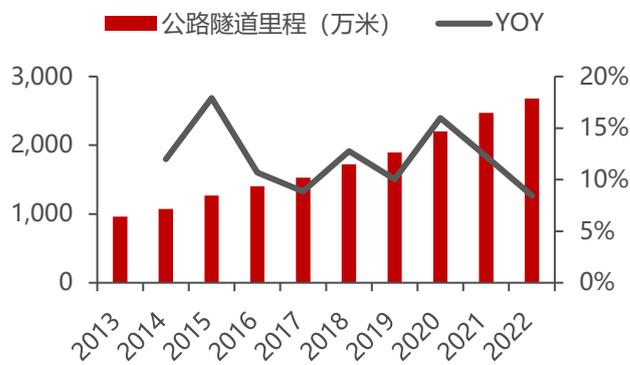
21 世纪以来隧道和地下工程发展迅速,近十年中国公路隧道年均增长率超 10%。2022 年末全国公路隧道共 24850 处、2678.43 万延米,其中特长隧道 1752 处、795.11 万延米,2022 年共增加隧道 1582 处、208.54 万延米。公司在超大型隧道和越江隧道建设方面技术优势较明显,所在的长三角地区地处长江流域、城市化发展水平较高,具有大量越江、湖底隧道需求,截至 2023 年 1 月上海已投运 17 条越江隧道。并且,国内许多大城市临水而建,城市扩张也将带来较大市场机遇。此外,我国地域广阔,水资源分布不均,水利水电隧道施工领域也具有广阔前景。

图11: 2013-2023 年全国轨道交通运营里程 (公里)



资料来源: iFind, 交通运输部, 民生证券研究院

图12: 2013-2022 年全国公路隧道里程 (万米)



资料来源: iFind, 民生证券研究院

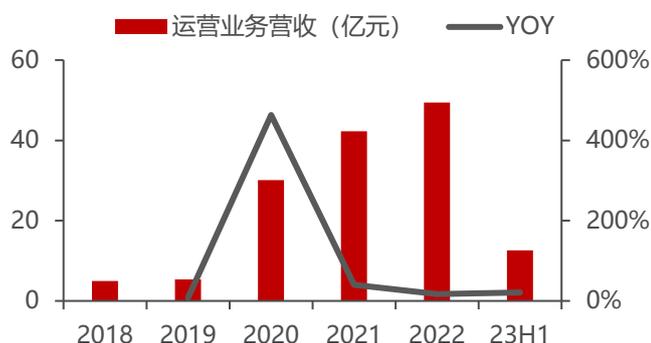
2.2 基础设施投资及运营业务

公司基建投资与运营业务由下属子公司上海隧道、上海基建、城建投资、市政集团开展,目前参与方式以 PPP 为主,也有一部分 BT、BOT 模式,公司现有资质覆盖市政、公路、建筑、隧道等全部现有业务范围。**基础设施运营业务** 2022 年实现营收 49.42 亿元、同比+16.81%,毛利率为 25.33%、同比-3.18pct; 2023H1 实现营收 12.63 亿元,同比+20.64%,毛利率为 12.06%,同比-13.03pct。

公司企业主体信用评级 AAA 级（国内最高评级），为客户打造 BT/BOT/PPP 等基础设施投融资项目，建元基金是国内在建设领域的第一家私募股权投资基金。

投资业务 2022 年实现营收 37.14 亿元、同比-21.39%，毛利率为 33.26%、同比+11.33pct；2023H1 实现营收 11.18 亿元、同比+0.63%，毛利率为 36.32%、同比-0.26pct。

图13：2018 年-2023H1 基础设施运营业务营收（亿元）



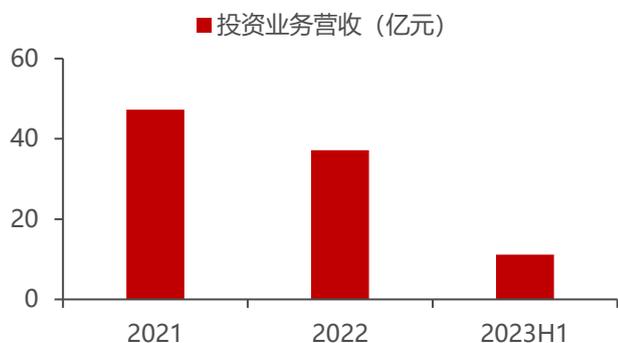
资料来源：iFind，民生证券研究院

图14：2018 年-2023H1 基础设施运营业务毛利率(%)



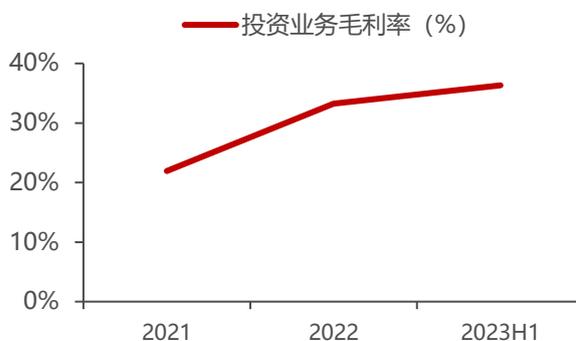
资料来源：iFind，民生证券研究院

图15：2021 年-2023H1 投资业务营收（亿元）



资料来源：iFind，民生证券研究院

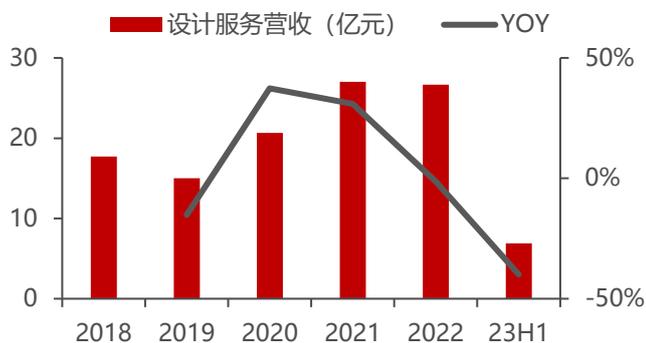
图16：2021 年-2023H1 公司投资业务毛利率 (%)



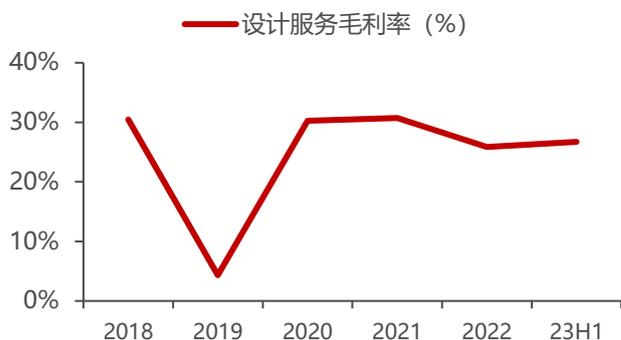
资料来源：iFind，民生证券研究院

2.3 工程设计业务

公司的工程设计业务涵盖城市轨道交通、隧道、市政工程、燃气管道等地下空间的勘察设计，提供相关高端咨询服务。主要通过子公司城建设计集团与上能院展开，能够提供工程总承包一体化战略服务与专业承包服务。**营收方面**，2022 年公司设计服务业务实现营收 26.68 亿元，同比-1.28%；2023H1 实现营收 6.88 亿元，同比-39.90%。**毛利率方面**，2022 年公司设计服务业务毛利率为 25.86%，同比-4.86pct；2023H1 毛利率为 26.72%，同比-4.04 pct。

图17: 2018年-2023H1 设计服务业务营收 (亿元)


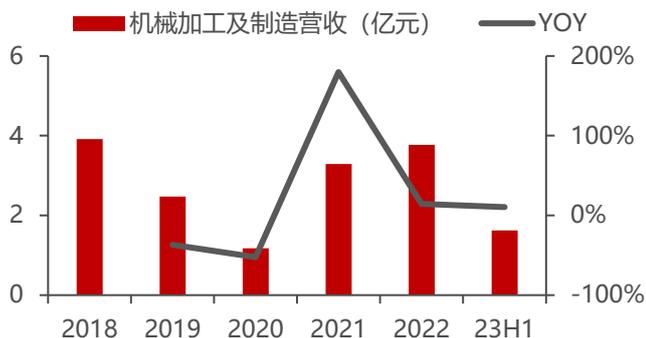
资料来源: iFind, 民生证券研究院

图18: 2018年-2023H1 设计服务业务毛利率 (%)


资料来源: iFind, 民生证券研究院

2.4 机械加工及制造业务

公司机器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, 生产设备以盾构为主, 并配套验收、维修检测等配套服务; 同时可以生产顶管机、钢模及隧道烟道板机械手等隧道相关产品。此外, 公司在探索产品创新应用至沉船打捞领域。营收方面, 2022年公司机械加工及制造业务实现营收3.77亿元, 同比+14.50%; 2023H1实现营收1.62亿元, 同比+10.32%。毛利率方面, 2022年公司机械加工及制造业务毛利率为3.31%, 同比-3.98pct; 2023H1毛利率为5.75%, 同比-1.30pct。

图19: 2018年-2023H1 机械加工及制造业务营收 (亿元)


资料来源: iFind, 民生证券研究院

图20: 2018年-2023H1 机械加工及制造业务毛利率 (%)


资料来源: iFind, 民生证券研究院

盾构法是目前建造隧道较为成熟和先进的施工方法, 如上海长江隧道、武汉三阳路隧道等均采用盾构法建设。盾构法一般使用盾构机来进行隧道掘进, 我国目前已经成为全球最为主要的盾构机生产国, 我国盾构机产量从2012年的103台增长至2021年约850台, 预计2023年有望达到980台。目前, 盾构机已广泛用

于隧道、地下综合管廊工程等领域。

图21：隧道股份数智盾构系统



资料来源：上海市国资委，民生证券研究院

盾构+数字化，隧道股份引领全面数字化转型。公司推出了世界首台在软土地层实现自动驾驶的数智盾构——“智驭号”盾构机，研发并实施“盾构自动驾驶系统”技术。目前，在上海轨交21号线4标中，隧道股份上海隧道首次运用“智驭先锋”数智隧道项目管理新模式，实现盾构机推进“无人驾驶”、项目现场“一屏管控”。相较人工推进，自动驾驶系统的推进速度提升了15%。截至2023年10月，该系统已累计在上海、南京、绍兴、郑州、宁波等5个城市进行了13台次盾构机的项目应用，掘进里程超13公里。

3 核心看点

3.1 立足上海、走出国门，受益浦东深化改革

公司业务主要在江浙沪等长三角区域，承担上海 95%以上市属交通基础设施的运营维保和应急抢险重任。2023H1 公司在上海地区实现营收 136.85 亿元、同比增长 49.9%，占比 58.53%；2023 年上海地区新签合同额 441.49 亿元、同比增长 31.34%，占比 53.86%。

隧道股份以“全国布局、海外发展”为市场目标，项目覆盖新加坡、印度、马来西亚等国际市场。2023H1 公司实现海外营收 14.1 亿元，同比增长 82.5%。2023 年海外新签合同额 38.82 亿元，重大项目为新加坡樟宜机场 T2 航站楼连接设施外壳项目，合同金额约 33.45 亿元。

图22：2014 年-2023H1 公司上海地区营收及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图23：2014 年-2023H1 公司国外业务营收及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

2024 年国有企业改革深化提升行动，接续国企改革三年行动开启新一轮国企改革。2023 年 12 月中央经济工作会议提出：深入实施国有企业改革深化提升行动，增强核心功能、提高核心竞争力。**2024 年国资委还将全面开展上市公司市值管理考核。**2024 年 1 月中央企业、地方国资委考核分配工作会议上，国务院国资委表示将进一步研究把市值管理纳入央国企负责人业绩考核，引导企业更加重视上市公司的内在价值和市场表现，传递信心、稳定预期，更好地回报投资者。

2021 年 4 月国务院出台《关于支持浦东新区高水平改革开放打造社会主义现代化建设引领区的意见》，公司作为上海本土建筑国企，**在大数据、无人驾驶、低空经济等业务领域均有受益：**

- 数字集团中标“中国联通上海临港国际云数据中心园区一期机电配套新建工机电智能化项目”；

- 城建院参与滴水湖环湖一路智能公交智慧化提升项目，集运 MaaS 1.0 港域数字孪生（外四外五及周边）试点项目-路侧辅助决策系统，临港地区建设“全出行链”中“最后一公里”自动驾驶汽车园区、停车场（库）、公交接驳开放道路测试等场景；
- 运营集团在浦东参与临港产业区综合智慧运营、临港综合管廊养护及监测、浦东新区陆家嘴花木片区综合智慧运营等业务。

3.2 数据要素持续积累, 低速作业车时空数据产品成功挂牌

政策驱动数据要素行业快速发展:

- 2019 年，十九届四中全会**首次将数据增列为生产要素**，关于数据资源整合共享、开发利用、安全治理、市场化配置等方面的数据要素体系化顶层设计正式启动；
- 2022 年 12 月，“数据二十条”出台明确数据基础制度体系基本架构，各地各部门陆续制定数据要素相关细则规定，打造“1+N”数据基础制度体系；
- **明确企业数据资源在财务报表中进行会计确认**：2023 年 8 月财政部正式发布《企业数据资源相关会计处理暂行规定》，规定自 2024 年 1 月起施行，数据作为报表意义上“资产”，市场价值与业务贡献将在报表中“显性化”；
- 《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026 年）》规定，到 2026 年底数据要素打造 300 个以上示范性强、显示度高、带动性广的典型应用场景，**数据产业年均增速超 20%，数据交易规模增长 1 倍。**

图24：“数据二十条”明确数据基础制度体系基本架构



资料来源：中国信通院，民生证券研究院

隧道股份下属运营集团主要从事基础设施运营养护业务，目前承担上海 95% 以上市管道路的运营养护任务，上海地区 17 条越江隧道 100% 全覆盖。运营集团已形成“1+6+N”的全生命周期智慧管养体系，即 1 个城市智慧运管平台+6 个专业级子平台+N 项智能技术应用综合运管体系。

运营集团基于运营养护业务积累数据资源较多，正在摸索将数据资产结合应用场景、形成有价值的商业模式。2023 年 8 月末，隧道股份运营集团与智能汽车创新发展平台就“低速作业车时空”数据产品的首笔交易在上海数据交易所达成，低速作业车时空以城市道路管理与智能网联汽车数据协同为基础，共同开发车辆预警等类型的数据产品与服务，通过沉淀大量数据，根据合作方需求、提炼定制数据系统。

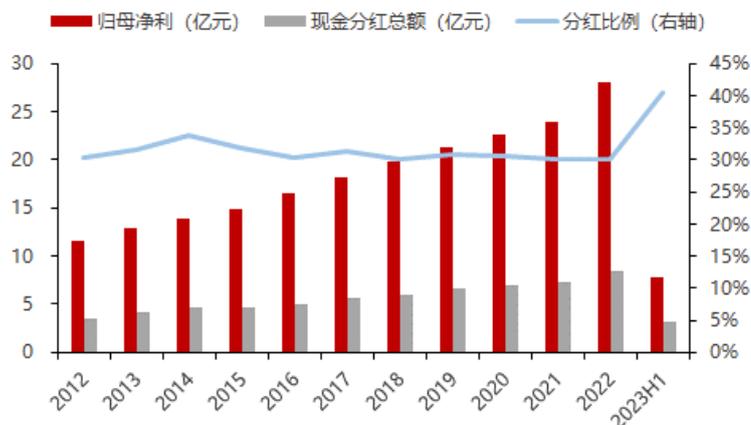
数字化转型方面，2021 年隧道股份正式成立数字集团，整合企业内所有数字领域企业资源，积极探索数字业务与建设运营业务融合发展新模式。目前隧道股份数字集团业务主要包括：

- 智慧基建，通过项目管理数字化，对工程建设项目全过程进行动态、量化等综合管理与控制，有全生命周期数字孪生底座、智慧城市建设监管平台等；
- 智慧交通，对城市交通路网分析计算，构建公共资源快速配置、重大事件敏捷预测预警等，有成熟道路智慧交通管理平台、智能网联及车路协同等；
- 智慧环境，有智慧供水运营管理平台等；
- 智慧城市，有城市安全风险综合检测预警平台、低碳韧性智慧片区一体化服务等一系列软硬件设施和服务。

3.3 高股息建筑标的，分红率稳定维持在 30%以上

2020-2022 年公司净现比分别为 1.37、1.29、1.25，经营性现金流良好。2012-2022 年公司分红率均稳定在 30%以上，2022 年公司归母净利润 28.09 亿元、现金分红 8.49 亿元，分红比例为 30.22%。同时公司于 2023 年半年报进行中期分红，23H1 现金分红 3.14 亿元，分红比例为 40.63%。对应 2024 年 3 月 25 日收盘数据，公司股息率 (TTM) 为 6.21%。

图25：公司现金分红比例稳定在 30%左右



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表1：2024年3月25日公司股息率（TTM）排名建筑板块第3

股息率排名	建筑板块上市公司	股息率 (TTM, %)
1	四川路桥	8.71
2	天健集团	6.91
3	隧道股份	6.21
4	筑博设计	6.13
5	安徽建工	5.22
6	绿茵生态	4.91
7	中国建筑	4.90
8	汉嘉设计	4.56
9	三维化学	4.56
10	四川路桥	8.71

资料来源：wind，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

关键假设:

施工业务: 2023 年公司施工业务新签订单额 819.76 亿元, 同比+14.34%。我们看好未来公司业务收入随着新签订单量同步增长、毛利率逐年改善, 预计 2023-2025 年公司施工业务收入同比增速分别为 12%、10%、10%, 毛利率分别为 8.80%、8.90%、9.00%。

运营服务: 2023 年公司运营业务新签订单额 58.64 亿元, 同比+17.47%。我们看好未来公司城市运营集团数字化能力提升, 将带动新签运营业务合同额与盈利水平持续增长。我们预计 2023-2025 年公司运营服务收入同比增速分别为 17%、15%、10%, 毛利率分别为 20.00%、23.00%、25.00%。

投资业务: 公司目前主要以 PPP 方式参与国内城市基础设施建设投资, 但由于近两年国内 PPP 项目发展受限, 且投资项目逐渐转入运营阶段, 我们预计该业务收入规模将逐步收缩, 2023-2025 年收入同比增速均为-5%。参考 22H1-23H1 的投资业务盈利水平, 我们预计该业务 2023-2025 年毛利率均为 33.00%。

设计服务: 2023 年公司设计业务新签订单额 75.40 亿元, 同比+9.29%。我们看好公司在工程设计、施工、运营的复合优势, 业务收入和盈利能力将逐步提升, 预计 2023-2025 年公司设计服务收入同比增速均为 5%, 毛利率分别为 27.00%、28.50%、30.00%。

融资租赁: 2023H1 公司融资租赁业务收入 2.16 亿元, 同比-31.76%, 参考上半年趋势, 预计 2023 年该业务收入同比增速为-30%。考虑到该业务主要围绕公司产业链上下游, 我国城市持续的升级建设将使融资租赁业务持续为公司提供收入。我们预计该业务营收和盈利能力维持稳定, 2024-2025 年收入规模同比持平, 毛利率均为 100.00%。

机械加工及制造: 2023H1 公司机械加工及制造业务收入 1.62 亿元, 同比+10.32%。我们看好公司在设备制造数字化转型的领先地位, 业务营收规模和盈利能力将稳步提升, 预计 2023-2025 年公司该业务收入同比增速均为 10%, 毛利率分别为 6.00%、7.00%、8.00%。

其他业务: 公司的其他业务包括材料销售、房地产业务等, 占营收体量较小, 对总营收和盈利水平影响较小, 我们预计 2023-2025 年公司其他业务收入规模同比持平, 毛利率保持在 12%的水平。

表2：公司营收拆分-假设表

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
施工业务					
收入 (亿元)	491.99	519.05	581.33	639.46	703.41
YoY	2%	5%	12%	10%	10%
毛利率	9.02%	8.80%	8.80%	8.90%	9.00%
运营服务					
收入 (亿元)	42.30	49.42	57.82	66.49	73.14
YoY	40%	17%	17%	15%	10%
毛利率	28.51%	25.33%	20.00%	23.00%	25.00%
投资业务					
收入 (亿元)	47.25	37.14	35.29	33.52	31.85
YoY	-	-21%	-5%	-5%	-5%
毛利率	21.93%	33.26%	33.00%	33.00%	33.00%
设计服务					
收入 (亿元)	27.02	26.68	28.01	29.41	30.89
YoY	31%	-1%	5%	5%	5%
毛利率	30.72%	25.86%	27.00%	28.50%	30.00%
融资租赁					
收入 (亿元)	4.38	4.62	3.23	3.23	3.23
YoY	80%	6%	-30%	0%	0%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
机械加工及制造					
收入 (亿元)	3.29	3.77	4.15	4.56	5.02
YoY	-44%	15%	10%	10%	10%
毛利率	7.29%	3.31%	6.00%	7.00%	8.00%
其他业务					
收入 (亿元)	6.03	12.07	12.07	12.07	12.07
YoY	3%	100%	0%	0%	0%
毛利率	11.34%	13.17%	12.00%	12.00%	12.00%
合计					
收入 (亿元)	622.26	652.75	721.90	788.76	859.60
YoY	15%	5%	11%	9%	9%
毛利率	13.06%	12.97%	12.03%	12.25%	12.38%

资料来源：iFind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析与投资建议

根据公司业务属性，我们选择上海建工（同为上海国资委下属建筑公司）、四川路桥（同为地方国资委下属建筑公司，四川路桥体内同样具备转型业务）、中材国际（均为建筑板块高股息标的，同时中材国际与公司均布局数字化转型业务）作

为可比公司。截至 2024 年 3 月 25 日收盘数据，可比公司对应 2023-2025 年平均 PE 分别为 10x、7x、6x。公司 2023-2025 年对应 PE 分别为 6x、6x、5x，低于可比公司平均水平，存在一定估值修复空间。

表3：可比公司 PE 对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600170.SH	上海建工	2.36	0.17	0.31	0.36	14	8	7
600039.SH	四川路桥	7.46	1.34	1.54	1.77	6	5	4
600970.SH	中材国际	10.8	1.10	1.30	1.52	10	8	7
	平均					10	7	6
600820.SH	隧道股份	5.96	0.97	1.07	1.15	6	6	5

资料来源：wind，民生证券研究院

注：上海建工、四川路桥数据采用 wind 一致预期（180 天），中材国际由建筑建材组覆盖，股价时间为 2024 年 3 月 25 日

投资建议：我们看好公司①立足上海、走出国门，受益浦东深化改革，②数据要素持续积累，低速作业车时空数据产品成功挂牌，③高股息建筑标的，近年来现金分红率稳定在 30%以上。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 30.62/33.61/36.30 亿元，现价对应 2023-2025 年 PE 分别为 6/6/5 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 基建投资不及预期的风险。公司主营基础设施建设投资和市政工程设计施工业务，与固定资产投资关联性高，若基建固定资产投资不及预期，可能影响公司业务发展和收入规模。

2) 投资业务风险。公司以 BOT、PPP 等模式参与国内市政基础设施投资，普遍具有投资规模大、建设周期长、涉及领域广、复杂程度高、工期和质量要求严等特点，对项目后续运作和风险控制提出了更高要求。在国际宏观环境、国家和地方政府政策调控力度加大、金融监管趋严、债务压力增大、市场竞争加剧等内外部形势影响下，可能影响预期效益和战略目标实现。

3) 市场竞争和海外业务的风险。公司所在隧道建设行业正在纵深发展，竞争对手增多、格局不断变化，给公司经营业绩带来不确定影响。此外，公司在拓展上海地区以外的项目，并扩张海外业务。一些海外国家或地区，可能存在当地经济、法律制度尚未健全，市场营销环境变化较大的情况，给公司生产经营带来一定风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	65,274	72,190	78,876	85,960
营业成本	56,807	63,504	69,210	75,315
营业税金及附加	127	144	158	206
销售费用	2	15	39	42
管理费用	1,589	1,704	1,925	2,097
研发费用	2,433	2,635	2,879	3,292
EBIT	4,303	4,434	4,934	5,222
财务费用	1,467	1,525	1,577	1,579
资产减值损失	-28	0	0	0
投资收益	936	1,011	1,025	1,117
营业利润	3,834	3,944	4,408	4,789
营业外收支	-7	0	0	0
利润总额	3,826	3,944	4,408	4,789
所得税	833	787	926	1,006
净利润	2,993	3,157	3,483	3,783
归属于母公司净利润	2,809	3,062	3,361	3,630
EBITDA	5,674	5,971	6,645	6,965

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	18,944	21,254	23,115	25,227
应收账款及票据	19,984	22,631	24,727	26,948
预付款项	944	1,123	1,223	1,331
存货	627	777	846	921
其他流动资产	34,961	31,349	34,118	37,052
流动资产合计	75,460	77,133	84,029	91,479
长期股权投资	5,431	6,441	7,467	8,584
固定资产	4,383	5,401	6,457	7,502
无形资产	4,737	4,727	4,708	4,688
非流动资产合计	70,975	74,436	76,787	79,373
资产合计	146,435	151,569	160,816	170,852
短期借款	7,672	7,672	7,672	7,672
应付账款及票据	61,696	58,312	63,552	69,158
其他流动负债	15,133	18,262	19,555	20,937
流动负债合计	84,501	84,246	90,779	97,767
长期借款	22,113	22,787	23,287	23,787
其他长期负债	5,966	8,706	8,706	8,862
非流动负债合计	28,078	31,492	31,992	32,648
负债合计	112,579	115,739	122,772	130,416
股本	3,144	3,144	3,144	3,144
少数股东权益	6,573	6,668	6,790	6,943
股东权益合计	33,856	35,830	38,044	40,436
负债和股东权益合计	146,435	151,569	160,816	170,852

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.90	10.59	9.26	8.98
EBIT 增长率	-1.91	3.04	11.27	5.84
净利润增长率	17.39	9.01	9.75	8.01
盈利能力 (%)				
毛利率	12.97	12.03	12.25	12.38
净利润率	4.30	4.24	4.26	4.22
总资产收益率 ROA	1.92	2.02	2.09	2.12
净资产收益率 ROE	10.30	10.50	10.75	10.84
偿债能力				
流动比率	0.89	0.92	0.93	0.94
速动比率	0.48	0.54	0.54	0.55
现金比率	0.22	0.25	0.25	0.26
资产负债率 (%)	76.88	76.36	76.34	76.33
经营效率				
应收账款周转天数	111.42	114.03	114.03	114.03
存货周转天数	4.03	4.46	4.46	4.46
总资产周转率	0.47	0.48	0.50	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	0.89	0.97	1.07	1.15
每股净资产	8.68	9.28	9.94	10.65
每股经营现金流	1.19	1.89	2.38	2.51
每股股利	0.27	0.40	0.44	0.48
估值分析				
PE	7	6	6	5
PB	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.44	6.12	5.50	5.25
股息收益率 (%)	4.53	6.77	7.43	8.02

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,993	3,157	3,483	3,783
折旧和摊销	1,371	1,537	1,711	1,743
营运资金变动	-1,494	394	1,498	1,651
经营活动现金流	3,749	5,954	7,472	7,888
资本开支	-3,136	-2,654	-2,855	-3,027
投资	39	635	0	0
投资活动现金流	-2,992	-3,633	-2,855	-3,027
股权募资	4,566	0	0	0
债务募资	-1,849	3,174	500	500
筹资活动现金流	186	-11	-2,756	-2,748
现金净流量	907	2,310	1,861	2,112

插图目录

图 1: 隧道股份业务板块.....	3
图 2: 隧道股份股权结构图 (截至 2023.9.30)	4
图 3: 2014 年-2023Q1-3 公司营收 (亿元)	4
图 4: 2016-23 年施工、运营、投资业务中标合同量.....	4
图 5: 2018 年-2023H1 公司施工业务营收 (亿元)	5
图 6: 2018 年-2023H1 公司施工业务毛利率(%).....	5
图 7: 2023 年公司施工业务中标合同额分布情况	6
图 8: 2016-2023 年公司施工业务中标合同量 (亿元)	6
图 9: 2013-2023 年全国固定资产投资额 (亿元)	6
图 10: 2013-2023 年全国交通固定资产投资额 (亿元)	6
图 11: 2013-2023 年全国轨道交通运营里程 (公里)	7
图 12: 2013-2022 年全国公路隧道里程 (万米)	7
图 13: 2018 年-2023H1 基础设施运营业务营收 (亿元)	8
图 14: 2018 年-2023H1 基础设施运营业务毛利率(%).....	8
图 15: 2021 年-2023H1 投资业务营收 (亿元)	8
图 16: 2021 年-2023H1 公司投资业务毛利率 (%)	8
图 17: 2018 年-2023H1 设计服务业务营收 (亿元)	9
图 18: 2018 年-2023H1 设计服务业务毛利率 (%)	9
图 19: 2018 年-2023H1 机械加工及制造业务营收 (亿元)	9
图 20: 2018 年-2023H1 机械加工及制造业务毛利率 (%)	9
图 21: 隧道股份数智盾构系统.....	10
图 22: 2014 年-2023H1 公司上海地区营收及增速	11
图 23: 2014 年-2023H1 公司国外业务营收及增速	11
图 24: “数据二十条”明确数据基础制度体系基本架构.....	12
图 25: 公司现金分红比例稳定在 30%左右.....	14

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 2024 年 3 月 25 日公司股息率 (TTM) 排名建筑板块第 3	14
表 2: 公司营收拆分-假设表.....	16
表 3: 可比公司 PE 对比.....	17
公司财务报表数据预测汇总.....	19

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026