

隧道股份 (600820)

证券研究报告
2024年04月05日

高分红低估值地方国企，数据要素助力价值重估

高分红基建施工地方国企，首次覆盖给予“买入”评级

隧道股份聚焦基建施工全产业链，积极转型城市建设运营资源集成商，我们认为当前时点公司主要推荐逻辑有三点：1) 交通类数据要素价值值得重视，公司运营着上海 95%以上市属道路，成立数字集团数字化、信息化体系完善；2) 传统施工业务保持稳健增长，23 年新签订单同比增长 14%，盾构机研发优势明显；3) 高分红高股息标的，近十年分红比例维持在 30%左右，截至 24 年 3 月 20 日，22 年收盘股息率为 4.41%。我们预计公司 23-25 年归母净利润为 28.2、31.2、34.9 亿元，认可给予公司 24 年 8 倍 PE，对应目标价为 7.92 元，首次覆盖给予“买入”评级。

积累深厚优质交通数据资产，数据要素政策利好推动价值重估

数据要素作为新质生产力重视度得以提升，从交易角度来看，2022 年中国数据交易规模为 876.8 亿元，预测 21-25 年市场 CAGR 为 34.9%，25-30 年 CAGR 仍有望超 20%，同时，自 2024 年 1 月 1 日起，数据资源视作一种资产纳入财务报表，公司体内大量优质的交通数据资产值得重视。公司子公司城市运营集团运营着上海 95%以上市属道路，承担全国合计超 2300 多公里交通设施运营养护任务，孵化“上海停车”APP，数字资产持续积累，并于 23 年 8 月实现“低速作业车时空”产品交易签约，首度激活了上海数据产品交易中“交通大数据”新领域，实现了数据资源从业务端到产品端的重要突破。数字集团探索数字业务与运营业务融合发展的模式，提供基础设施全生命周期的数字化解决方案、软硬件产品和系统集成的专业服务，签约多个市政公路项目实施智能化改造，做强数字化服务全过程链。

传统主业订单充足，盾构机研发实力较强

2023 年公司中标订单约 953.8 亿元，同比增长 14.11%，施工主业新签订单 819.76 亿元，同比增加 14.34%，其中上海市内中标订单同比增长 31.34%，占中标订单总额的 46.29%。子公司建元资管 2024 年计划签约额达 50 亿元，新拓城市微更新类项目 10-12 个，公司深耕上海市场有望深度受益于上海市“三大工程”推进。地下工程中盾构机研发优势突出，率先研发了世界首台在软土地层实现自动驾驶的数智盾构，自动率达到 92.9%，自动驾驶系统的推进速度提升了 15%，提升隧道施工的稳定性和高效性。

高股息提升投资吸引力，拟发 REITs 盘活存量资产

近十年公司现金分红均保持在 30%左右，现金分红金额 CAGR 为 9.24%，2023 年 11 月公司公告实施 2023 年半年度分红，合计分红 3.1 亿元，占 2023H1 归母净利润的 40.6%。从股息率来看，隧道股份的股息率在 157 只股票 SW 建筑板块中排名第八。2023 年 7 月，公司公告拟选取钱江隧道作为公募 REITs 项目的标的资产，根据 2022 年年报，公司 4 个特许经营项目实现收入 12.47 亿元，存量资产价值值得重视。

风险提示：基建投资不及预期，数字化业务不及预期，项目施工不及预期，测算具有一定主观性。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	62,226.14	65,274.50	70,551.15	76,983.64	84,754.83
增长率(%)	15.22	4.90	8.08	9.12	10.09
EBITDA(百万元)	7,606.04	8,893.40	6,909.26	7,057.20	7,859.12
归属母公司净利润(百万元)	2,393.03	2,809.20	2,818.82	3,124.53	3,490.04
增长率(%)	5.55	17.39	0.34	10.85	11.70
EPS(元/股)	0.76	0.89	0.90	0.99	1.11
市盈率(P/E)	8.57	7.30	7.27	6.56	5.87
市净率(P/B)	0.82	0.75	0.71	0.66	0.61
市销率(P/S)	0.33	0.31	0.29	0.27	0.24
EV/EBITDA	(1.21)	(1.55)	(1.72)	(1.93)	(1.94)

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础设施建设
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	6.52 元
目标价格	7.92 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,144.10
流通 A 股股本(百万股)	3,144.10
A 股总市值(百万元)	20,499.51
流通 A 股市值(百万元)	20,499.51
每股净资产(元)	8.78
资产负债率(%)	77.68
一年内最高/最低(元)	6.95/5.26

作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003 baorongfu@tfzq.com	
王涛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001 wangtao@tfzq.com	
王雯	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005 wangwena@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《隧道股份-年报点评报告:订单、营收稳健上升，经营现金流有所改善》2020-04-17
- 《隧道股份-公司点评:订单、营收稳健上升，机构配置比例持续增加》2020-01-30
- 《隧道股份-年报点评报告:期间费用率下降显著，营收超预期增长》2019-04-15

内容目录

1. 隧道股份：高分红地方国企，聚焦基建施工全产业链.....	4
1.1. 上海区域基建施工龙头企业，全产业链优势突出.....	4
1.2. 深耕江浙沪开拓海外市场，新签订单稳步增长.....	5
1.3. 财务分析：业绩稳健增长，高股息提升投资回报率.....	7
2. 传统主业优势明显，投建营运产业链持续开拓.....	10
2.1. 上海区域基建施工景气度延续，城中村&保障房建设加速推进.....	10
2.2. 地下工程施工及抢险经验丰富，盾构机研发实力较强.....	12
2.3. 运营业务实现较快增长，拟发行 REITs 催化投资类项目价值重估.....	15
3. 聚焦新质生产力，数据要素助力公司价值重估.....	18
3.1. 数据要素政策利好频出，交通类数据资产价值或有望得以重估.....	18
3.2. 政策助推数据要素流通属性及价值属性凸显.....	19
3.2.1. 数据要素交易快速增长，流通交易赋予数据新的价值.....	19
3.2.2. 数据资源纳入财务报表，数据要素价值属性值得重视.....	20
3.3. 交通数据资产深厚优质，数字化业务前景广阔.....	21
4. 盈利预测及估值.....	25
5. 风险提示.....	27

图表目录

图 1：隧道股份发展历程.....	4
图 2：公司股权结构及重要子公司.....	5
图 3：2018-2023H1 施工/设计业务营收.....	6
图 4：2018-2023H1 传统业务毛利率.....	6
图 5：2018-2023H1 公司业务结构占比.....	6
图 6：2018-2023H1 分地区营收情况.....	6
图 7：2018-2023H1 公司境内地区营收情况.....	6
图 8：2018-2023 年中标订单总额及增速.....	7
图 9：2018-2023 年施工业务中标订单分布占比.....	7
图 10：2018-2022 年公司营业收入及增速.....	7
图 11：2018-2022 年公司归母净利润及增速.....	7
图 12：2018-2022 年公司毛利率/净利率情况.....	8
图 13：2018-2022 年公司各项费用率情况.....	8
图 14：2018-2022 年隧道股份与可比公司的净利率对比.....	8
图 15：2018-2022 年隧道股份与可比公司的期间费用率对比.....	8
图 16：2018-2022 年 CFO 净额和净现比.....	9
图 17：2018-2022 年公司收付现比情况.....	9
图 18：2012-2023H1 现金分红及分红比例情况.....	9

图 19: 2012-2022 年可比公司股息率 (截至 2024/3/20)	9
图 20: 上海与全国固定资产投资增速对比	10
图 21: 上海全社会城市基础设施投资增速对比	10
图 22: 上海市保障性租赁住房累计筹建情况	11
图 23: 隧道股份 2018-2023 年房建类订单及增速	12
图 24: 市北高新技术服务园区鸟瞰图	12
图 25: 2013-2022 轨道交通固定资产投资	13
图 26: 2013-2022 在建轨道交通线路长度	13
图 27: 2018-2023H1 公司机械加工及制造业务营收及增速	13
图 28: 2018-2023H1 公司机械加工及制造业务毛利率	13
图 29: 隧道股份盾构机装备以及代表项目	14
图 30: “盾构自动驾驶系统”运用于上海轨交 21 号线 4 标军民路至康南路区间线	15
图 31: 2022-2023 年城盾隧安签约额与营业收入	15
图 32: 2018-2023H1 公司运营业务营收及增速	16
图 33: 2018-2023H1 公司运营业务毛利率	16
图 34: 2018-2023 年投资业务新签订单以及增速变化	16
图 35: 数据要素对于 GDP 增长的贡献值	18
图 36: 2022 年我国数据要素市场规模	18
图 37: 中国数据交易行业市场规模及增长预测	19
图 38: “数据资源化——资源产品化——产品价值化”三个步骤	20
图 39: 城市运营集团主要业务	22
图 40: 上海城建城市运营 (集团) 有限公司 “低速作业车时空” 产品证书	22
图 41: BIM 高架数字资产重塑	23
图 42: 绍兴智慧快速路智慧运营管理 IMS 平台	23
图 43: 隧道股份业务拆分以及预	26
表 1: 上海 16 个区域中村改造规划	11
表 2: 公司运营阶段的特许经营类资产	17
表 3: 数据要素相关文件	18
表 4: 近期城投数据资产入表情况	21
表 5: 数字集团中标项目案例	23
表 6: 费用率预测	26
表 7: 可比公司估值	27

1. 隧道股份：高分红地方国企，聚焦基建施工全产业链

1.1. 上海区域基建施工龙头企业，全产业链优势突出

深耕基建施工核心主业，积极转型城市运营资源集成商。公司的前身是上海市隧道工程公司，成立于1965年。1993年，正式改制为上海隧道工程股份有限公司，并于次年在上海证券交易所上市，成为全国基建板块首家上市公司。随后，公司加入上海城建，并全面接管了上海城建集团的所有国有资产。2020年，公司成立了城盾隧安地下工程有限公司，收购上海煤气第二管线工程有限公司，将其更名为上海能源建设集团有限公司，同时收购上海城建城市运营（集团）有限公司。2021年公司成立了“数字集团”，整合了企业内所有数字领域企业的资源，深度推进“数字化业务”与“业务数字化”，探索数字业务与运营业务融合发展的模式。2022年底挂牌成立了城市更新中心、数字盾构中心、新材料中心、双碳中心等，打造新产品、新业务和新产业。2023年，公司推出了首个数据产品，并于8月份完成“低速作业车时空”数据产品交易签约。公司在超大型隧道和越江隧道建设方面行业地位突出，技术优势较为明显，同时积极推行“走出去”战略，做大产业规模，充分发挥全产业链协同运作优势，发展潜力与韧性持续显现。

图 1：隧道股份发展历程



资料来源：隧道股份官网，城市运营官网，公司公告等，天风证券研究所

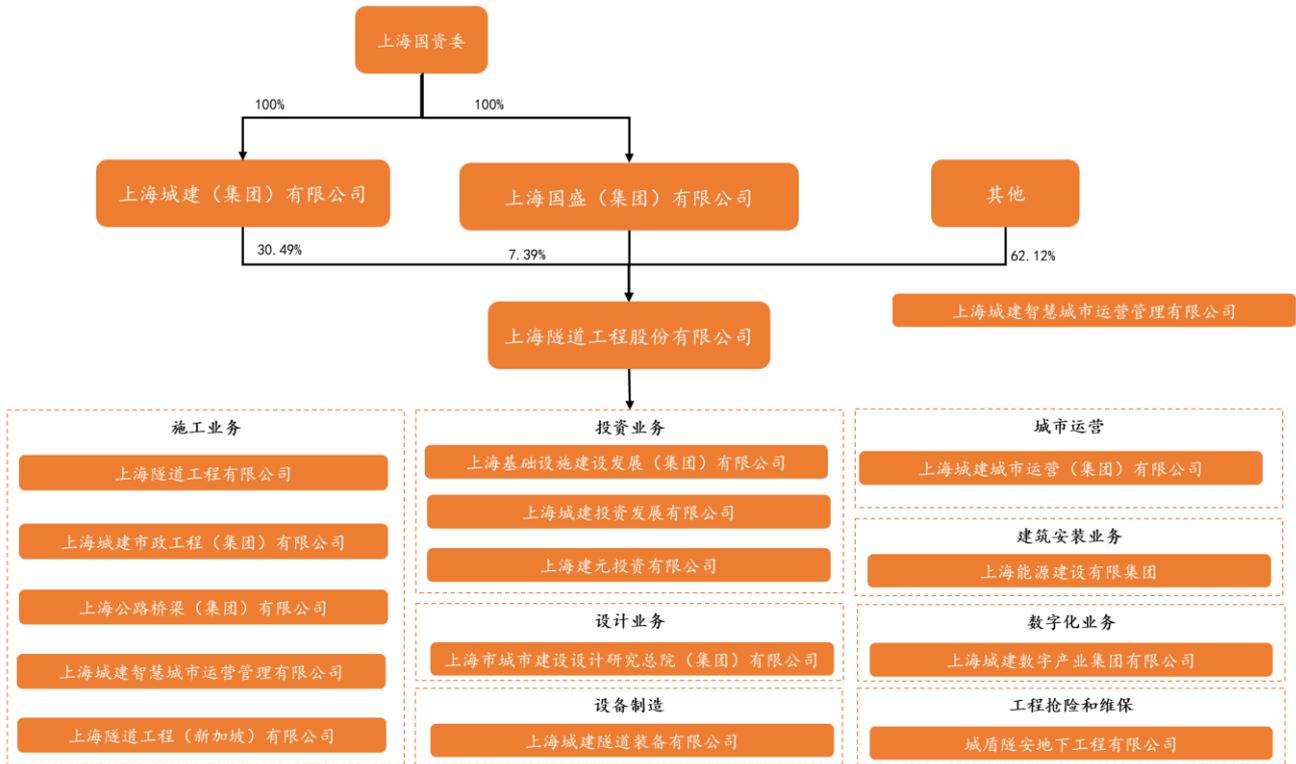
背靠上海国资委，股权结构稳定，子公司业务涵盖设计、施工、运营等业务。截至23年三季度，上海城建（集团）有限公司持股比例为30.49%，为第一大股东；上海国盛（集团）有限公司持股比例为7.39%，为第二大股东。上海国资委通过上海城建集团和上海国盛间接持股37.9%，为公司实际控制人。公司旗下子公司众多，已经完成了多个领域业务的布局，涵盖规划咨询、投资、设计、建设、运营等业务，为隧道股份构建了城市建设领域全方位服务链条。

- 施工业务涵盖路桥隧、市政、能源和地下空间等大型工程，主要子公司分别为隧道工程、城建市政、公路桥梁有限公司、能源建设集团以及隧道工程（新加坡）等。
- 工程设计业务主要通过子公司城建设计集团和上能院开展，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。
- 投资业务主要以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。
- 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，主要产品为盾

构设备。

- 数字信息业务主要由全资子公司上海城建数字产业集团有限公司开展，主要业务及产品从项目级建筑信息化技术应用到城市级智能监管平台。
- 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负责，主要围绕隧道股份产业链上下游，打造定制化金融解决方案。

图 2：公司股权结构及重要子公司



资料来源：Wind，天风证券研究所

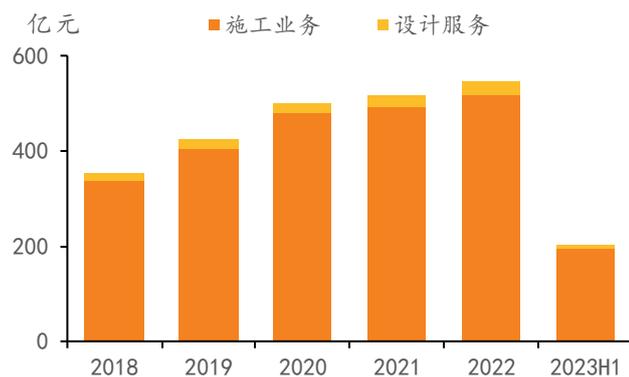
注：截至时间 2023 年三季度

1.2. 深耕江浙沪开拓海外市场，新签订单稳步增长

聚焦施工设计业务，贡献主要营业收入。公司基础设施建设业务涵盖施工、设计、运营三大子板块。2017-2022 年，公司设计与施工业务合计营业收入 CAGR 为 12.45%，2023H1 设计与施工业务合计营业收入分别为 194.8/6.9 亿，占总营收的 86.23%。毛利率方面，2023H1 施工业和设计服务业的毛利率分别为 8.66%和 26.72%，总体保持平稳。

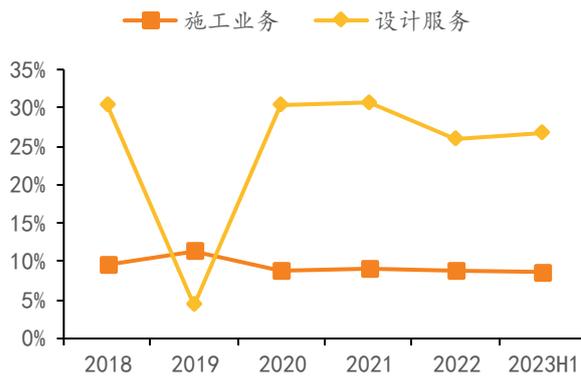
- 在地下施工业务方面，公司专注于承接大型工程项目，包括隧道、轨道交通、水务、能源以及地下空间等，涉及勘察设计和施工。根据 23 年半年报披露，公司已承建超过 14 米直径的大型隧道工程项目达 32 项，参与的地铁线路遍布南京、杭州、郑州等多个城市，累计建设里程约 999 公里。此外，公司还从事引水隧道、电厂取排水隧道建设以及市政管道、燃气管线安装等业务。
- 在地上施工业务方面，公司涉足高速公路、铁路、道路、桥梁和房屋建筑等多个领域，并深度参与上海市交通基础设施建设以及城市更新、城中村改造等领域。

图 3：2018-2023H1 施工/设计业务营收



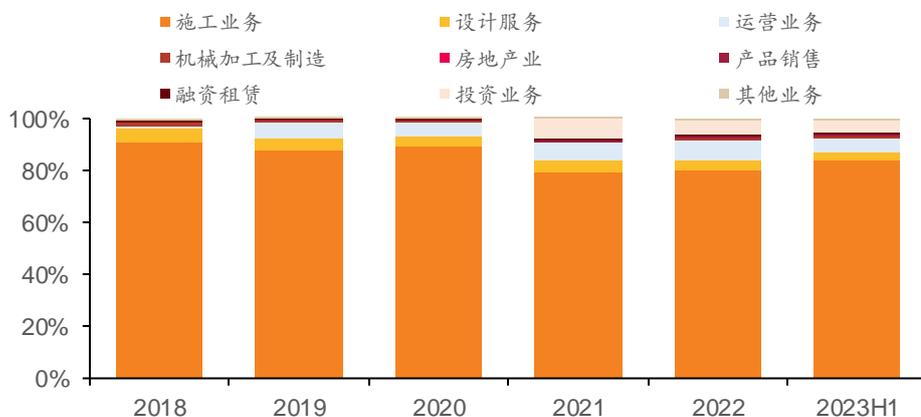
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2018-2023H1 传统业务毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

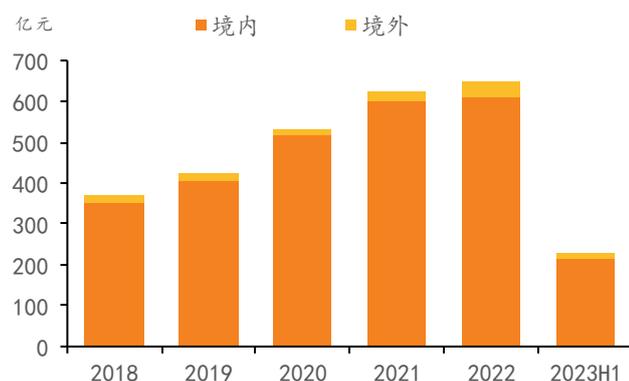
图 5：2018-2023H1 公司业务结构占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

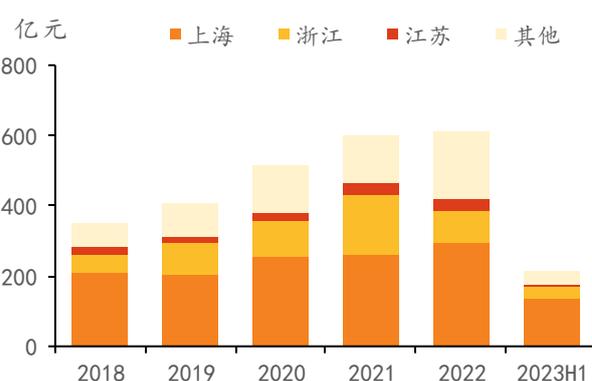
扎根江浙沪开拓海外市场，境外业务实现快速增长。公司的境内市场主要集中在以上海为中心的长三角区域、大湾区（包括香港和澳门地区）以及以郑州为中心的中原区域。从区域收入来看，2018-2022 年境内业务营业收入复合增速为 15%，境内收入占比在 90%以上，其中 22 年江浙沪业务占境内业务比例为 69%，23H1 占比提升至 81%。境外业务来看，2018-2022 年境外业务营收复合增速为 13%，占比为 5%左右，疫情影响逐步消散，23H1 境外营收为 14.11 亿，同比增长 82.5%，施工进度有所加快。

图 6：2018-2023H1 分地区营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

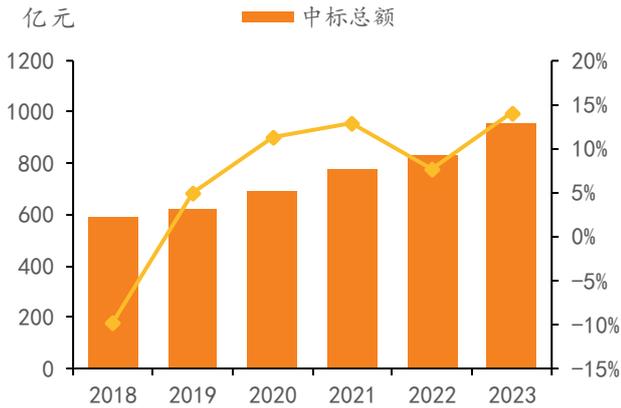
图 7：2018-2023H1 公司境内地区营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

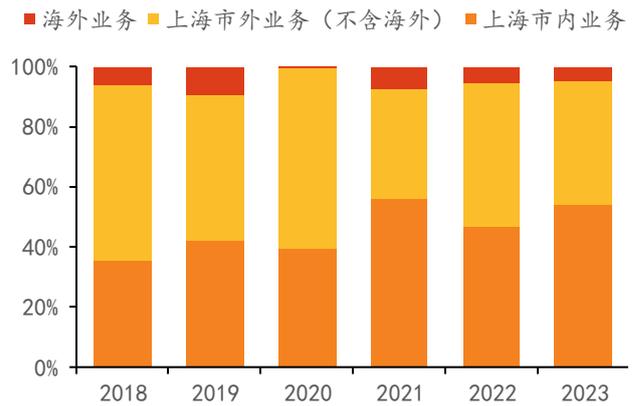
中标金额稳步上升，在手订单充足业绩进入向上释放周期。自 2018 年至 2023 年，公司的中标订单总额持续稳步增长，2022 年新签订单为当年营收的 1.28 倍。2023 年，公司中标订单约 953.80 亿元，同比增长 14.11%。其中，施工业务达 819.76 亿元，同比增加 14.34%，占中标订单总额的 85.95%。在施工业务中，上海市内中标订单额达 441.9 亿，同比增长 31.34%，占中标订单总额的 46.29%。轨道交通、市政工程、能源工程、道路工程、房产工程和其他工程类中标订单额分别为 215.16/ 205.91/89.40/124.20/120.15/64.94 亿元，同比分别变动+14.03%/+18.11%/ +106.22%/-35.90%/+39.60%/+111.30%。海外订单来看，23 年海外新签订单 38.82 亿，同比下滑 3.6%。公司中标订单总量将稳中有升，看好公司后续业绩释放潜力。

图 8：2018-2023 年中标订单总额及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：2018-2023 年施工业务中标订单分布占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 财务分析：业绩稳健增长，高股息提升投资回报率

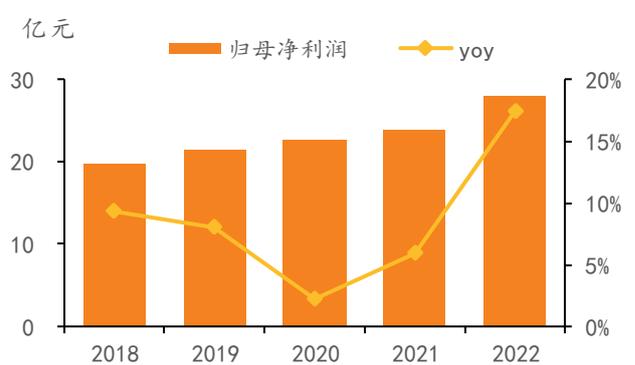
营业收入以及净利润保持稳健增长。2018-2022 年，公司营业收入从 372.66 亿元增长至 652.74 亿元，CAGR+15.04%；23Q1-3 公司营业收入为 469.07 亿元，同比增长 9.03%。2018-2022 年，公司归母净利润由 2018 年的 19.79 亿元增长至 28.09 亿元，CAGR+9.16%；23Q1-3 归母净利润为 14.94 亿元，同比提升 8.07%。2023 年公司新签订单 953.8 亿，同比增长 14.11%，我们认为公司在手订单充足，业绩增长或将进入向上周期。

图 10：2018-2022 年公司营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2018-2022 年公司归母净利润及增速

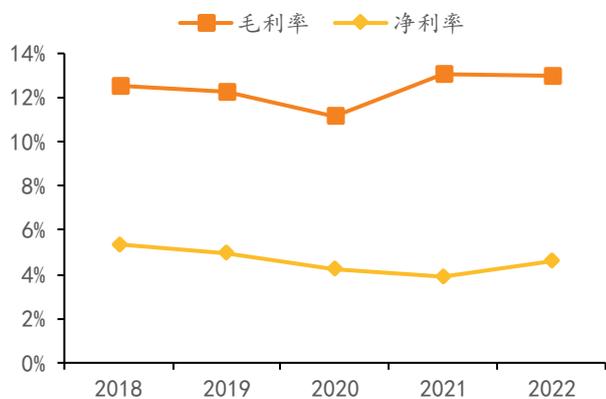


资料来源：Wind，天风证券研究所

净利率处于中上水平，整体费用率稳中有降。2018-2022 年，公司毛利率与净利率整体保持平稳，分别维持在 12%/4% 左右，2023 年前三季度综合毛利率为 11.87%，净利率为 3.41%，均有所下滑；未来随着公司运营类业务占比提升，毛利率与净利率或有望进一步提升。与可比公司对比来看，2022 年隧道股份净利率仅低于四川路桥，高于央企中国建筑以及其他

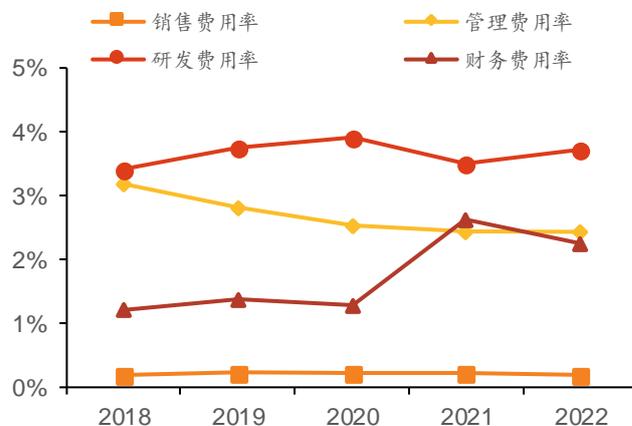
地方国企如安徽建工以及上海建工。期间费用率方面，2018-2022 年公司费用率整体较为稳定，2022 年管理/销售/财务/研发费用率分别 2.43%/0.004%/2.25%/3.73%，分别同比变动 -0.01pct/-0.01pct/-0.38pct/+0.24pct，期间费用率整体下滑 0.16pct，期间费用率维持在 8%左右，对比其他可比公司，隧道股份费用率整体略高于其可比公司。

图 12：2018-2022 年公司毛利率/净利率情况



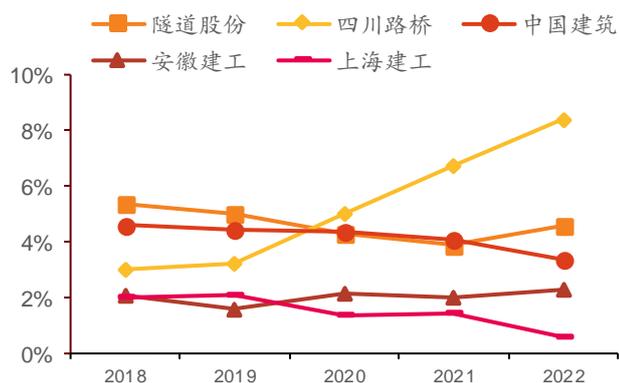
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2018-2022 年公司各项费用率情况



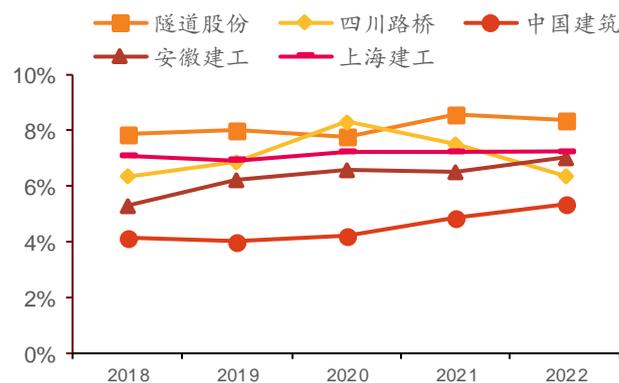
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：2018-2022 年隧道股份与可比公司的净利率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

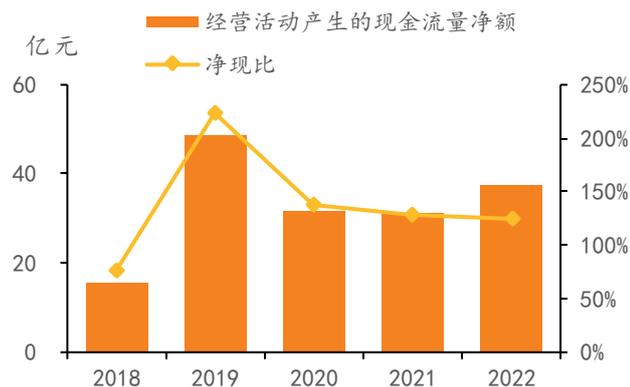
图 15：2018-2022 年隧道股份与可比公司的期间费用率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

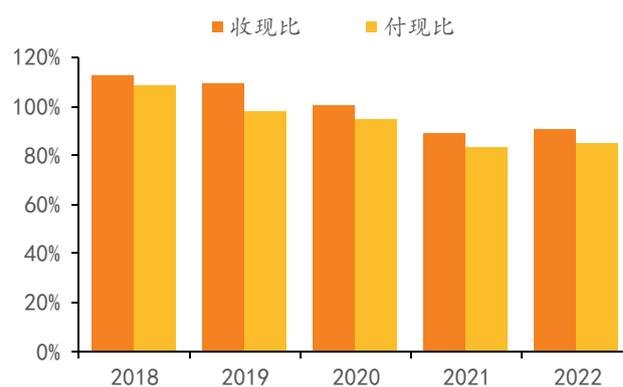
现金流持续改善，收入质量不断提升。2022 年公司经营性现金净额 37.49 亿元，较 21 年多流入 6.15 亿元，22 年净现比为 125%，与净利润匹配度较好；23Q1-3 经营性现金净额为 3.68 亿，较 22Q1-3 多流入 11.17 亿元，同比提升 149.01%，现金流改善趋势明显。22 年收付现比分别为 91%/85%，较 21 年分别提升 2.3pct/1.6pct，23Q1-3 收付现比分别为 103%/102%，同比分别变动-5.6pct/-8.4pct，现金流整体表现优异。

图 16：2018-2022 年 CFO 净额和净现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

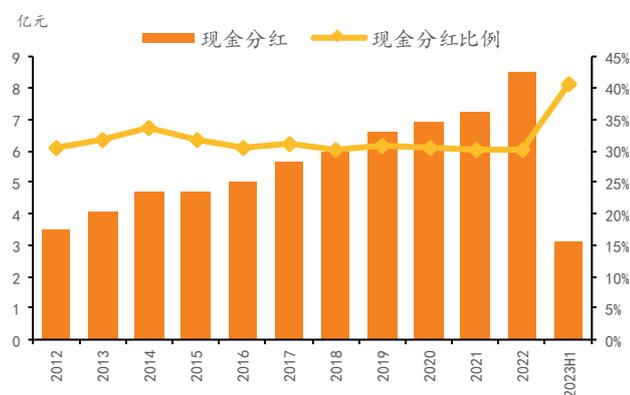
图 17：2018-2022 年公司收付现比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

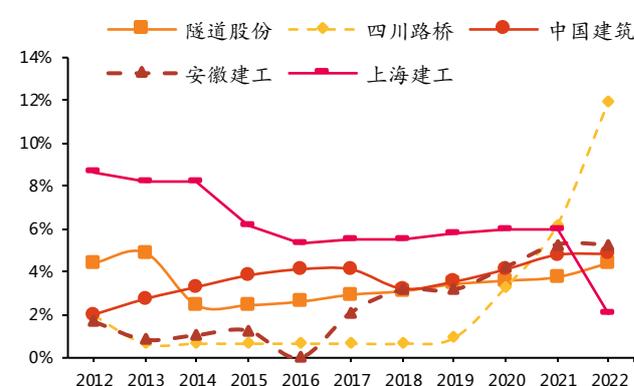
高比例现金分红提升投资吸引力，股息率稳步提升。近十年来，公司现金分红均保持在 30% 左右，2012-2022 年，隧道股份的现金分红金额从 3.51 亿提升至 8.5 亿元，CAGR 为 9.24%，2023 年 11 月公司发布公告实施 2023 年半年度分红，合计分红 3.1 亿元，占 2023 年上半年归母净利润的 40.6%。从可比公司股息率对比情况来看，隧道股份股息率处于中上游水平，截至 2024/3/20，22 年隧道股份股息率为 4.41%，高于同行业可比公司上海建工。大比例现金分红彰显了公司积极回馈广大股东的决心，从股息率角度来看，隧道股份的股息率仍处于 SW 建筑板块靠前位置，在 157 只股票中排名第八，高股息属性值得重视。

图 18：2012-2023H1 现金分红及分红比例情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2012-2022 年可比公司股息率（截至 2024/3/20）



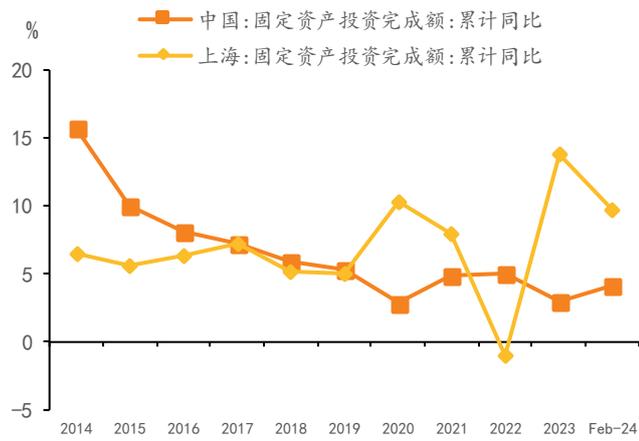
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 传统主业优势明显，投建营运产业链持续开拓

2.1. 上海区域基建施工景气度延续，城中村&保障房建设加速推进

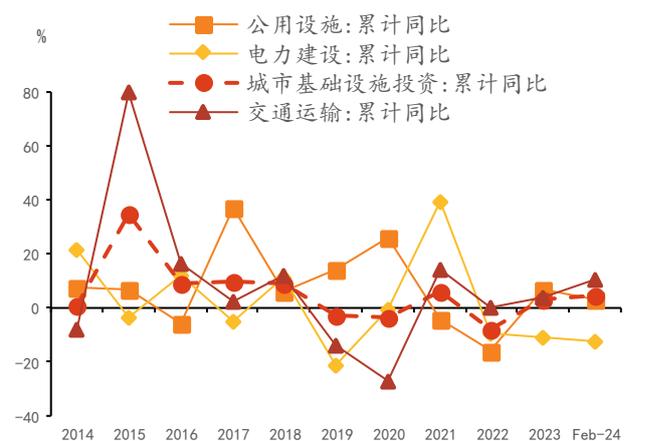
上海区域固定资产投资保持较快增长，重大工程投资加快推进。2023 年国内固定资产投资同比增长 3%，24M1-2 同比增长 4.2%，上海 2023 年固定资产投资同比增长 13.8%，主要是受 2022 年低基数影响，24M1-2 同比增长 9.7%。对比来看，上海地区固定资产投入力度超过全国平均值，项目落地速度有望加快。具体来看，24M1-2 上海区域城市基础设施投资同比增长 4.6%，公用设施、电力建设、交通运输分别同比增长+3%、-12.4%、+10.8%。2024 年上海市政府工作报告中提出，加快推进重大工程建设，2024 全年规划完成重大工程投资 2300 亿元，对比 2023 年重大工程投资规划/完成 2150/2257.4 亿，完成率为 105%，24 年规划值相较于 23 年规划值同比提升 7%，我们认为上海 2024 年基建景气度有望延续。

图 20：上海与全国固定资产投资增速对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：上海全社会城市基础设施投资增速对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

上海已批准“城中村”改造项目 62 个，2023 年-2025 年上海计划安排新启动 30 个“城中村”改造项目，城市更新潜力较大。根据《上海市城市更新行动方案(2023—2025 年)》，加快推进“两旧一村”改造工作，到 2025 年，全面完成中心城区零星二级旧里以下房屋改造，基本完成小梁薄板房屋改造。实施 3000 万平方米各类旧住房更高水平改造更新，完成既有多层住宅加装电梯 9000 台。根据上海市房管局信息显示，截至 23 年 7 月，上海已批准“城中村”改造项目 62 个。根据现有规划，2023 年上海启动“城中村”改造项目 10 个，2023 年-2025 年，上海计划安排新启动 30 个“城中村”改造项目，到 2025 年底，中心城区周边“城中村”项目全面启动；到 2027 年底，中心城区周边“城中村”改造项目全面完成，五个新城等重点区域“城中村”改造规模化推进；到 2032 年底，“城中村”改造项目全面完成。根据中国证券网，2023 年上海全市完成了 12.3 万平方米零星旧改、29.6 万平方米不成套旧住房改造，启动了 10 个“城中村”改造项目，还加快推进了外滩“第二立面”、吴淞创新城等一批更新项目；2024 年上海计划完成 12 万平方米零星旧改、31 万平方米不成套旧住房改造，再启动 10 个“城中村”改造项目。

表 1：上海 16 个区城中村改造规划

区域	具体计划
黄浦区	小东门街道、五里桥街道、老西门街道、豫园街道、打浦桥街道、淮海中路街道、南京东路街道、瑞金二路街道、黄浦滨江
静安区	江宁街道、静安寺街道、石门二路街道、北站街道、宝山路街道、共和新路街道、芷江西路街道、彭浦新村街道、曹家渡街道、长寿路街道、静安公园
徐汇区	湖南路街道、天平路街道、田林街道、斜土路街道、枫林路街道、徐家汇街道、长桥街道、康健新村街道、徐汇滨江（华泾镇）
长宁区	虹桥街道、仙霞新村街道、程家桥街道、北新泾街道、周家桥街道、天山路街道、新华路街道、江苏路街道、长寿路街道、曹家渡街道、长宁镇
虹口区	广中路街道、嘉兴路街道、曲阳路街道、欧阳路街道、江湾镇街道
杨浦区	定海路街道、平凉路街道、大桥街道、控江路街道、凤城路街道、延吉新村街道、四平路街道、五角场街道
浦东新区	2023 年内完成 40 个点位拨点目标，设计 11135 户；2025 年基本完成中心城区周边“城中村”重点点位改造，到 2030 年完成“城中村”改造
普陀区	甘泉路街道、石泉路街道、长征镇、真如镇街道、曹阳新村街道、长风新村街道、长寿路街道、武宁路街道、桃浦镇
宝山区	张庙街道、通河新村街道、淞南镇、高境镇
闵行区	七宝镇、华漕镇、梅陇镇、马桥镇、浦江镇召稼楼、浦江镇杜行老街、莘庄镇、新虹桥、颛桥镇、吴泾镇
嘉定区	安亭镇
松江区	泗泾镇、洞泾镇
青浦区	朱家角镇、徐泾镇、华新镇、赵巷镇、夏阳街镇、香花桥街道、白鹤镇、金泽镇
奉贤区	南桥镇
金山区	朱泾镇、亭林镇
崇明区	堡镇

资料来源：沪上楼市精选公众号，天风证券研究所

2024 年上海市保障房计划筹措 7 万套，民生基础设施建设扎实推进。“十四五”期间上海市计划新增建设筹措保障性租赁住房 47 万套（间）以上，累加建设筹措 60 万套保障性租赁住房、供应 40 万套保障性租赁住房，2023 年上海市建设筹措了 8.1 万套(间)保障性租赁住房，上海公布 2024 年保障性租赁住房筹建计划为 7 万套（间）、床位 3 万张，建设筹措保障性住房 1 万套以上。同时计划新增 5.1 万个电动汽车公共充电桩，新建改建社区市民健身中心 31 个、市民健身步道 80 条、益智健身苑点 671 个以及 25 家示范性智慧菜场。

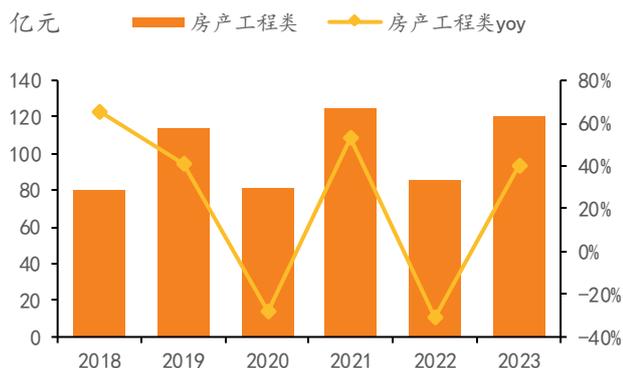
图 22：上海市保障性租赁住房累计筹建情况



资料来源：中物研协公众号，上海市房屋管理局官网，上海市住房和城乡建设管理委员会官网，天风证券研究所

公司房建类订单实现较快增长，首个开发类城市更新项目落地，有望深度受益于上海区域城中村改造推进。隧道股份 2023 年新签房建类订单 120.14 亿元，同比增长 39.6%。隧道股份子公司建元资管以 1.16 亿元成功取得上海市静安区“市北高新技术服务园区 N070501 单元 02B-05 地块及部分地下空间”的土地使用权，项目建成后将提供 18000 平方米高品质的科研设计办公载体。项目主体为一栋地上 11 层办公楼，地上建筑面积 11059.6 m²，主体功能为办公，附加部分配套为商业，规划建筑高度 53.25m，地下建筑面积 6947.4 m²，规划建设地下 2 层车库，机动车车位 87 个。子公司建元资管 2021-2023 年累计合同签约额为 274.33 亿元，净利润 9.99 亿元，净资产收益率均值为 6.96%，2024 年计划签约额达 50 亿元，新拓城市微更新类项目 10-12 个，加快推进股份公司内项目更新改造落地。

图 23：隧道股份 2018-2023 年房建类订单及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：市北高新技术服务园区鸟瞰图



资料来源：建元资管公众号，天风证券研究所

2.2. 地下工程施工及抢险经验丰富，盾构机研发实力较强

存量轨道交通进入维修高峰期，设备更新有望带动轨交需求放量。3 月 1 日，国务院常务会议审议通过了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，决定实施四大行动计划，包括设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用以及标准提升。这些措施将有序推进重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备、交通运输设备，以及老旧农业机械和教育医疗设备等领域的更新改造。铁路方面，根据国铁提供的数据，截至 2023 年末，我国内燃机车的保有量为 7800 台，占总数的 34.7%。据铁道视界初步统计，老旧的直流传动货运内燃机车约有 2000 台左右。截至 2023 年年底，中国内地累计有 59 个城市投运城轨交通线路，总里程达到了 11232.65 公里，2023 年单年新增 884.55 公里的城轨交通运营线路。如果“十四五”期间铁路投资强度能够维持在“十三五”时期的水平，我们预计 2024 年至 2025 年间，每年的铁路固定资产投资需求将达到 8800 亿元。一方面，铁路局的计划是在 2027 年之前基本淘汰所有存量的老旧内燃机车；另一方面，我们预计现有的动车组有望从 2024 年开始进入高级修的高峰期，这将进一步拉动高铁列车产业链上下游的需求。

图 25：2013-2022 轨道交通固定资产投资



资料来源：Wind，天风证券研究所

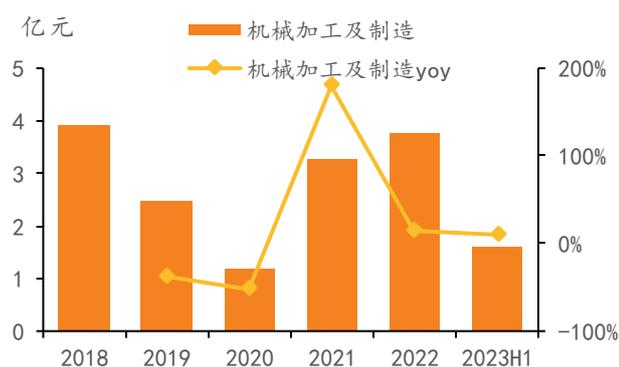
图 26：2013-2022 在建轨道交通线路长度



资料来源：Wind，天风证券研究所

凭借盾构工法夯实基建主业，工程实绩丰富。公司生产的设备主要以盾构为主，除此以外，公司还生产顶管机、钢模以及隧道烟道板机械手等隧道相关产品，盾构按品种分类，主要包括土压平衡盾构、泥水平衡盾构、双模盾构以及 TBM 等；按产品直径分类，包括直径 7 米左右适用于城市轨道交通隧道的盾构产品，以及直径 11 米和 15 米左右适用于大型越江隧道的盾构产品，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。机械加工及制造业务 2020 年受疫情影响业务收入下滑较多，2020 年-2022 年该业务营业收入由 1.18 亿元增长至 3.77 亿元，2023H1 同比增长 10.32%至 1.62 亿元，毛利率为 5.75%。22 年，公司获批了上海市首批技术创新中心“上海市数字盾构工程技术创新中心”，围绕智能感知、认知、决策和控制四个领域，形成了数字盾构大数据中心应用平台。23 年上半年，北横通道新建工程 VIII 标段 15 米超大直径盾构“纵横号”高质量穿越上海轨交 4 号线；银都路越江隧道新建工程“银龙号”掘进黄浦江底，完成北线隧道掘进任务；国产大盾构“沪驰号”顺利穿越黄浦江防汛大堤等。

图 27：2018-2023H1 公司机械加工及制造业务营收及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：2018-2023H1 公司机械加工及制造业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司在城市轨交及地下工程领域经验丰富，盾构机研发实力较强。隧道股份上海隧道城建装备（简称“城建装备”）成立至今近 60 年，是上海唯一一家具有专业研制全断面隧道掘进机的高新技术企业。公司盾构机方面的技术实力主要体现在以下几方面：①**适应性强**：公司生产的全断面隧道掘进机能够适应多种复杂地层环境和各类苛刻施工条件，满足城市地下空间开发的需求，如大型越江公路隧道、轨道交通、人行通道、集成式综合管廊等工程建设。②**创新能力较强**，企业建有全国唯一的“国家级大直径泥水盾构实验平台”，曾

参与国家 863 计划科研项目研究，推动了国产盾构自主研发技术“从无到有”“从有到精”和“人无我有”的发展，城建装备率先打破国外盾构装备的技术垄断，在盾构装备技术板块始终处于领先地位。③市场认可度高，城建装备已累计取得国家知识产权专利技术 120 余项，2009 年城建装备研制的复合式土压平衡盾构首次批量出口至新加坡，十余年来，城建装备累计销售出口自主研发掘进机 46 台，形成较为有影响力的“沪牌盾构”，产品已经成功服务于我国“一带一路”、京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区等国家战略性规划工程建设，施工经验丰富。

图 29：隧道股份盾构机装备以及代表项目

代表项目	应用项目	特点
<p>Φ6.34 米 先行号</p> 	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
<p>Φ6.64 米 南洋号</p> 	新加坡地铁	首台出口国外的国产复合式土压平衡盾构
<p>Φ11.22 米 进越号</p> 	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
<p>11.83m×7.27m 阳明号</p> 	宁波地铁3号线	目前该领域国内外最大断面尺寸
<p>Φ14.05 米 骐跃号</p> 	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：隧道股份公司官网，天风证券研究所

隧道股份数智盾构提升盾构法隧道质量的稳定性和掘进施工的高效性，完善公司数字产业链发展。隧道股份实施数字化创新驱动，率先研发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。截至 23 年 10 月，上行线自动驾驶系统推进总环数达到 277 环，自动率达到 88.3%；下行线自动驾驶系统推进总环数达到 327 环，自动率达到 92.9%，成型隧道轴线均控制在 ±30mm 以内。相较于人工推进，自动驾驶系统的推进速度提升了 15%；地面沉降控制至 -7.5mm。截至 23 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。隧道股份数智盾构融合人工智能等新兴技术，在施工信息的精准感知基础上，可快速判断盾构状态并认知周边环境特征，并通过科学决策与智能控制，最终实现自主掘进。数智盾构拥有“超级大脑”——盾构管控平台，该平台具备“标准化数据采集、可视化数据显示、专业化数据分析、系统化数据推送、精细化数据管控”五大核心技术，集聚了隧道股份以往超过 550km 隧道、13.8TB 的数据资产，能够实现工程质量、施工风险、建设进度、盾构设备等全方位的数字化管控，数智盾构迈入发展快车道。

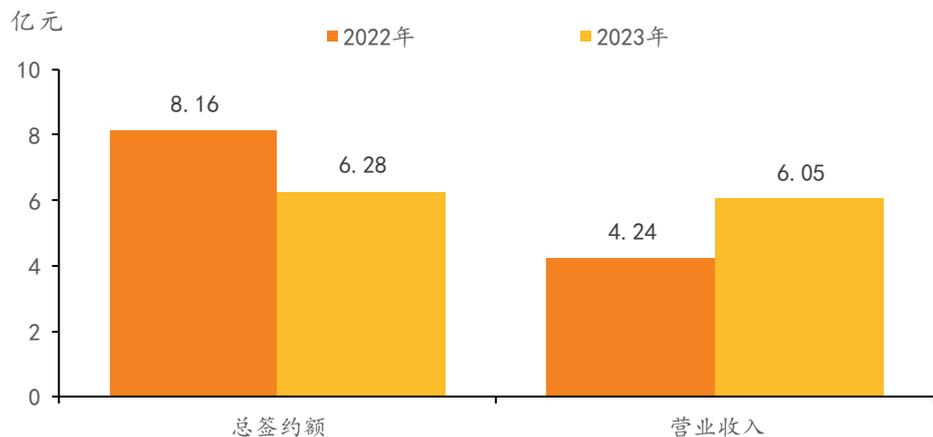
图 30：“盾构自动驾驶系统”运用于上海轨交 21 号线 4 标军民路至康南路区间线



资料来源：上海国资公众号，天风证券研究所

城盾隧安拥有“全产业链”资源整合能力与“全风险链”险情应对能力，业务协同优势明显。城盾隧安作为隧道股份与申通集团共同设立的地下空间运维专业子公司，成立于 2020 年，隧道股份持股 70%，以地下工程应急救援抢险、地铁运营结构维保、隧道综合整治大修三大服务业务为核心，同步衍生出城市更新、地铁保护区施工、隧道综合大运维三大拓展服务业务。城盾隧安研发应急抢险管控平台 APP，第一时间掌握隧道状况核心数据，构筑完善的全国联动应急抢险维保体系。2022 年城盾隧安公司除引入外部战略投资者外，还在杭州、郑州等重点城市设立子公司，加快地下工程应急维保业务市场开拓步伐。公司 2022/2023 年新签订单 8.16/6.82 亿，实现营收 4.24/6.05 亿，维保续签率了 100%，中标港铁项目成功打入香港市场。23 年营收同比增长 43%，完成 39 次应急救援行动、63 个隧道维保项目，维保线路 50 条，地基加固量 23.5 万 m³，经营情况稳中提升。

图 31：2022-2023 年城盾隧安签约额与营业收入



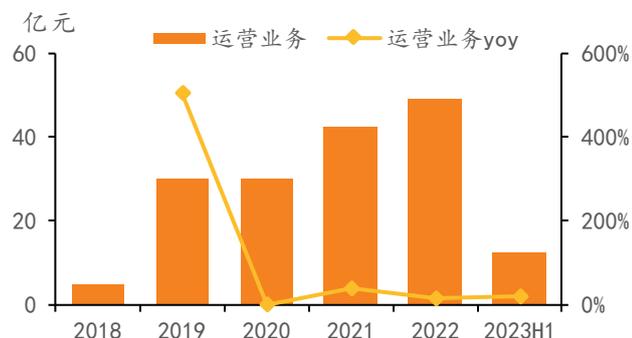
资料来源：护隧先锋公众号，天风证券研究所

2.3. 运营业务实现较快增长，拟发行 REITs 催化投资类项目价值重估

运营类业务实现较快增长，有望成为公司新增长点。公司 2019 年收购城建集团的运营业务，产业规模明显扩大，2019-2022 年运营业务营业收入 CAGR 为 18%，2023H1 同比增长 20.64%至 12.63 亿元，占总业务比例为 5.4%，毛利率为 12.06%。公司大力推进基础设施全寿命周期运营管理工程中心建设，研发了应用于诸光路地道、北翟路地道和北横通道的智能巡检机器人，完成了数据标准体系研究，推进了嘉浏智慧高速科技成果转化试点项目落地。公司坚持向“内外部资源全面协同融合的城市建设运营资源集成商”目标升级迈进，

进一步加强内部协调性及一体化，推进各业务板块深度整合，为客户提供基础设施“规划—咨询—投资—设计—建设—运营”全生命周期增值服务的能力不断提升。

图 32：2018-2023H1 公司运营业务营收及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

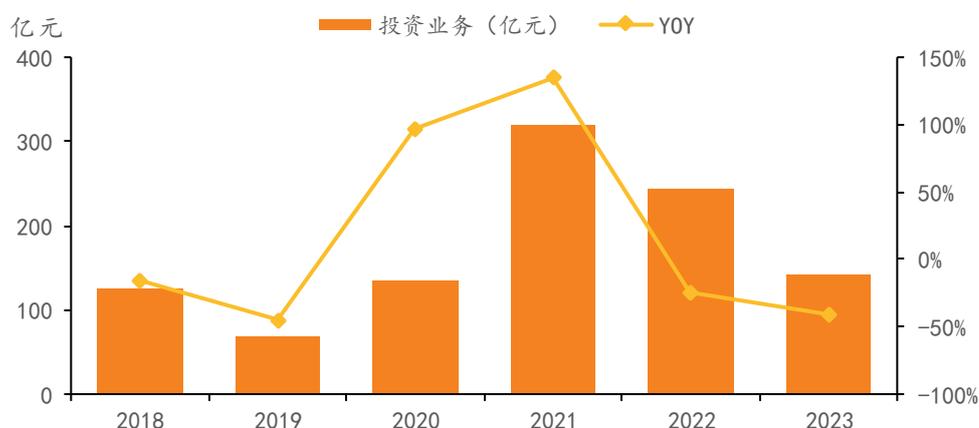
图 33：2018-2023H1 公司运营业务毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

投资类项目沉淀可观运营资产体量，拟发行 REITs 或催化价值重估。公司目前在手资本运营项目以 BOT/PPP 模式为主，2023 年 7 月，公司发布公告，拟选取钱江通道及接线工程钱江隧道（简称“钱江隧道”）作为本次基础设施公募 REITs 项目的标的资产，钱江通道项目 2021/2022 年分别实现收入 3.74/3.24 亿元，分别同比+121%/-13.4%，我们认为钱江通道 REITs 的发行助力隧道股份实现运营类资产盘活变现以及价值重估，同时有助于公司全生命周期智慧运营理念的输出及品牌价值提升。截至 2022 年年报，公司特许经营项目实现收入 12.47 亿元。根据 23 年半年报来看，仍有 4 个 PPP 项目处于建设期，项目收益率在 6-8%之间。截至 2022 年末公司在手控股 PPP 项目共 16 个，均已纳入财政部项目管理库，付费模式均为政府付费，预计可带动建安合同额 186.07 亿元，投资带动效果较好，上述项目仍有 5 个处于建设期，尚需投资约 42 亿元。2023 年投资业务新签订单 142.19 亿元，同比下滑 41.5%，投资类订单近三年持续压缩。

图 34：2018-2023 年投资业务新签订单以及增速变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：公司运营阶段的特许经营类资产

特许经营项目	运营期限	收入（亿元）				
		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
钱江通道 BOT 项目	2014 年-2040 年 3 月	1	1.27	1.69	3.74	3.24
上海嘉浏高速	2005 年 7 月-2032 年 12 月				3.54	2.81
杭绍台高速公路台州段	2021 年 1 月-2050 年 12 月				3.19	3.90
文一路地下通道（保俶北路-紫金港路）工程	2018 年 10 月-2038 年 10 月				2.54	2.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 聚焦新质生产力，数据要素助力公司价值重估

3.1. 数据要素政策利好频出，交通类数据资产价值或有望得以重估

数据要素逐渐成为新质生产力的核心生产要素，数据资产的价值正在逐步被挖掘。数据是继土地、劳动力、资本、技术四大生产要素之后的第五大生产要素。习近平总书记指出，数据是新的生产要素，是基础性资源和战略性资源，也是重要生产力。

政策利好频出，数据要素价值逐步显现，加快推动产业实践落地。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》，提出构建数据产权、流通交易、收益分配、安全治理等4项制度，共计20条政策措施，初步构建数据交易流通的基本制度，同时明确提出探索数据资产入表新模式。这是首部从生产要素高度部署数据要素价值释放的国家级专项政策文件。2023年中共中央、国务院印发《数字中国建设整体布局规划》，从顶层设计的高度对数字中国建设作出整体布局，8月份财政部颁布《企业数据资源相关会计处理暂行规定》，明确指出企业数据资源可作为资产列入财务报表，10月份国家数据局揭牌成立。24年1月，国家数据局正式发布《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026年）》明确提出，发挥数据要素乘数效应。截至2023年6月底，国内共有44家数据交易所，主要集中在京津冀、珠三角、长三角和中西部等经济发达地区。政策落地速度加快，数据要素价值有望加速释放。

表 3：数据要素相关文件

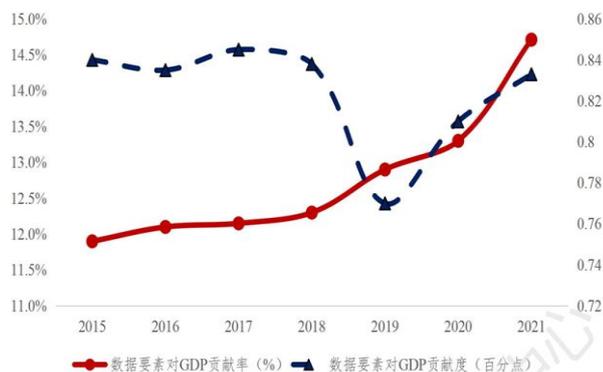
时间	部门	文件名	内容
2021年12月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	加快数据要素市场化流通，加快构建数据要素市场规则，规范数据交易管理。
2022年12月	国务院	《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	明确了数据产权、流通交易、收益分配、安全治理制度，明确提出探索数据资产入表新模式。这是首部从生产要素高度部署数据要素价值释放的国家级专项政策文件。
2023年2月	国务院	《数字中国建设整体布局规划》	数字中国建设按照“2522”的整体框架进行布局，即夯实数字基础设施和数据资源体系“两大基础”，推进数字技术与经济、政治、文化、社会、生态文明建设“五位一体”深度融合。
2023年8月	财政部	《企业数据资源相关会计处理暂行规定》	明确企业数据资源可作为资产列入财务报表。
2024年1月	国家数据局等	《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026年）》	到2026年底，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；培育一批创新能力强、市场影响力大的数据商和第三方专业服务机构，数据产业年均增速超过20%，数据交易规模增长1倍，场内交易规模大幅提升。

资料来源：中国政府网，人民网等，天风证券研究所

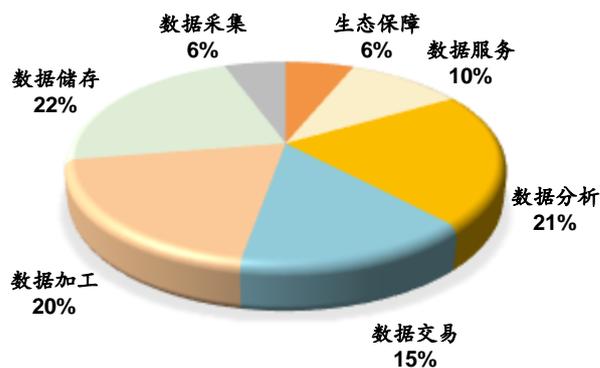
数据要素对 GDP 贡献率逐渐提升，预计“十四五”期间数据要素市场复合增速有望超 25%。根据《中国数据要素市场发展报告》，数据要素对我国 GDP 增长的贡献率和贡献度在 2021 年分别为 14.7%和 0.83 个百分点，总体来看，数据要素对于 GDP 增长的贡献率呈现持续上升状态，但目前来看数据要素对于 GDP 增长的贡献程度仍处于较低水平。根据国家工信安全发展研究中心测算数据，2022 年我国数据要素市场规模大 815 亿元，其中数据分析、数据加工和数据储存的市场规模占比分别为 21.5%、19.6%、22.1%，预计“十四五”期间市场规模复合增速将超过 25%，整体将进入群体性突破的快速发展阶段。

图 35：数据要素对于 GDP 增长的贡献值

图 36：2022 年我国数据要素市场规模



资料来源：《中国数据要素市场发展报告 2021-2022》等，天风证券研究所



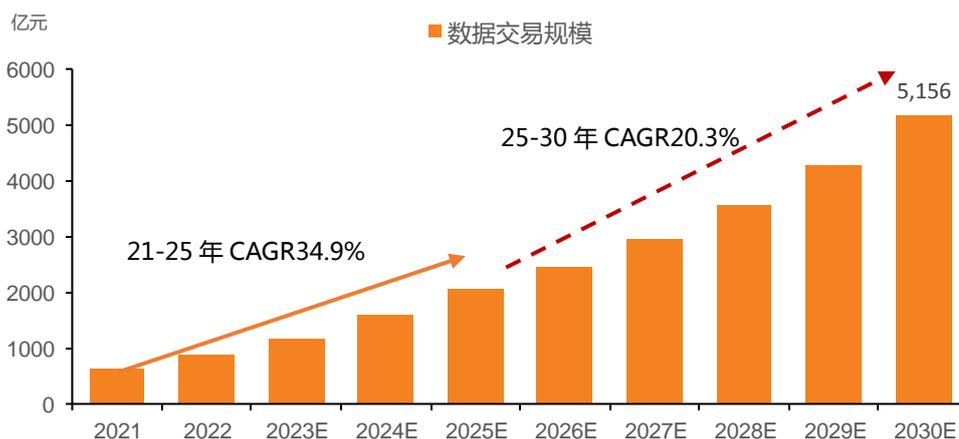
资料来源：《中国数据要素市场发展报告 2021-2022》等，天风证券研究所

3.2. 政策助推数据要素流通属性及价值属性凸显

3.2.1. 数据要素交易快速增长，流通交易赋予数据新的价值

数据流通是数据成为生产要素的必要条件，数据交易规模快速增长。数据资源是建设数字中国的核心要素，2022年中国大数据产业规模为1.57万亿元，同比增长18%，数据产量达81ZB，同比增长22.7%，占全球数据总产量的10.5%。2022年中国数据交易规模为876.8亿元，年增长42%，根据《中国数据交易市场研究分析报告（2023年）》预测，至2025年其市场规模有望增长至2046亿元，21-25年复合增速为34.9%，2030年可增长至5155.9亿元，对应25-30年复合增速仍有望超20%。我国数据交易主要以场外交易为主，2022年场内交易占比约为5%，《中国数据交易市场研究分析报告（2023年）》预计到2025年场内交易占比有望达10%，2030年场内市场占比将提升至20%。对比全球市场，2022年全球的数据交易规模为906亿美元，《中国数据交易市场研究分析报告（2023年）》预计到2025年市场规模有望增长到1445亿美元，21-25CAGR为14.4%，到2030年全球数据交易市场规模有望达3011亿美元，25-30年CAGR为15.8%。

图 37：中国数据交易行业市场规模及增长预测



资料来源：太原大数据官微信公众号，《中国数据交易市场研究分析报告（2023年）》，天风证券研究所

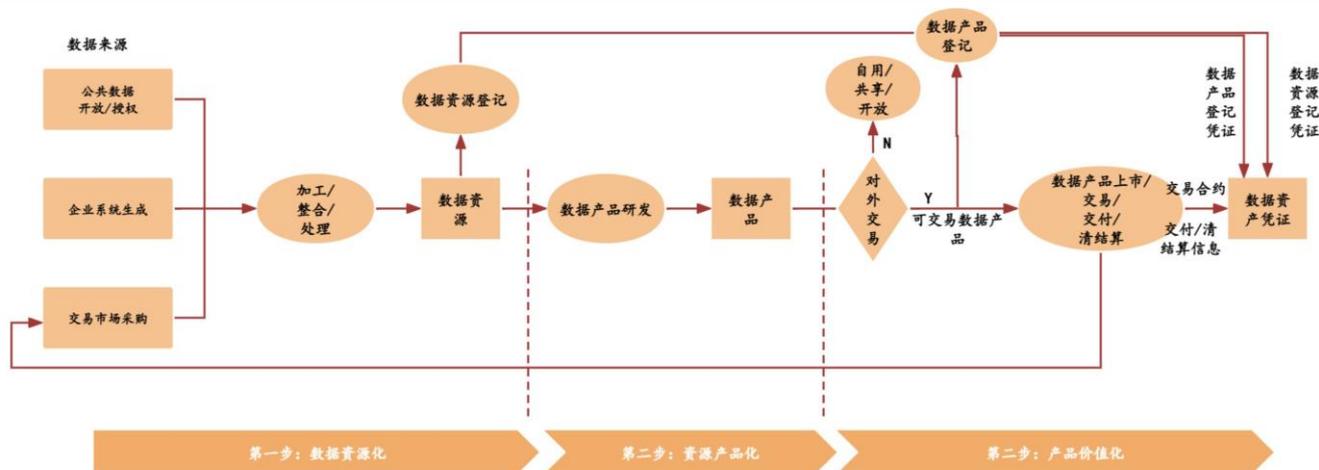
企业数据要素与资产运营的建设路径可分为三个关键阶段：数据资源化、资源产品化和产品价值化。

- 数据资源化：企业将不同来源的数据经过必要的加工、整合和处理，在物理上按照一定的逻辑归集后达到“一定规模”，形成可重用、可应用、可获取的数据集合。这个阶段需要数据战略规划方法、构建数据能力体系、建立企业数据治理体系。
- 数据产品化：企业通过自己组织或有效授权给外部机构，以数据使用方需求为导向进

行数据产品的研发。这一阶段包括建立数据资源可能的应用价值图谱、分析目标客户的数据需求及应用场景，选择合适的测试客户、联合共同组织数据产品及其技术开发。

- 产品价值化：数据产品已经可以放在数据要素交易市场上进行买卖了，能够带来持续的收益。这一阶段需要建立数据资产化战略、构建数据资产管理体系、实现数据资产的经营管理。

图 38：“数据资源化——资源产品化——产品价值化”三个步骤



资料来源：亿信华辰公众号，天风证券研究所

3.2.2. 数据资源纳入财务报表，数据要素价值属性值得重视

数据资产入表，为地方政府及城投企业提供盘活资产新思路。2020年3月中共中央、国务院印发的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》将数据定义为继土地、劳动力、资本、技术之后的第五大生产要素。财政部于2023年8月印发的《企业数据资源相关会计处理暂行规定》（以下简称《暂行规定》）明确表示，自2024年1月1日起，数据资源视作一种资产纳入财务报表。地方政府和城投是拥有海量数据资产的重要主体，数据资产为地方政府和城投提供盘活存量资产的新途径。

数据并表主要以公共事业数据为主，即将数据确认为资产负债表中“资产”一项，在财务报表中体现其真实价值和业务贡献。操作上，企业根据数据资产确认相关标准、程序和资产登记要求，按照业务和技术相结合的原则，对符合条件的数据资源确认和登记为资产并入账入表。据盐城当地媒体报道，2月19日，盐城港集团顺利完成集装箱码头生产操作系统（TOS）、电子口岸系统、港机设备物资管理系统（EAM）、散杂货生产管理系统（MES）数据资产质量评价及价值评估，并获得《数据资产登记证书》，是全国首个港口企业数据资源入表案例，前述数据价值总计评估为4000多万元。1月24日，南京扬子国资投资集团有限责任公司完成首批3000户企业用水脱敏数据资产化入表工作，成为水务行业全国首单数据资产入表案例。据21世纪经济报道记者的不完全统计，截至24年3月已有13家城投或其下属企业实现数据资产入表，其中不乏在债券市场发过债的城投企业，比如成都市金牛城市建设投资经营集团有限公司主体评级AA+，目前存续债券5只，存续规模33.5亿元。

表 4：近期城投数据资产入表情况

披露日期	企业名称	资产内容
2024/3/1	天津临港投资控股有限公司	两项数据资产
2024/2/19	江苏盐城港控股集团有限公司	集装箱码头生产操作系统数据等，评估值 4000 多万元
2024/2/2	许昌市投资集团有限公司	智慧停车应用场景数据
2024/1/26	南京扬子国资投资集团有限责任公司	企业用水数据
2024/1/25	南京公共交通(集团)有限公司	公交数据
2024/1/23	北京亦庄投资控股有限公司	“双智”协同数据
2014/1/19	泉州交通发展集团有限责任公司	泉数工采通数据集
2024/1/5	成都市金牛城市建设投资经营集团有限公司	智慧水务监测数据
2024/1/2	无锡市梁溪经济发展投资集团有限公司	未披露
2024/1/1	青岛华通国有资本投资运营集团有限公司	公共数据融合社会数据治理的数据
2024/1/1	天津市河北区供热燃气公司	供热数据
2024/1/1	广东省交通集团有限公司	高速公路相关数据
2024/1/1	成都产业投资集团有限公司	公共数据服务平台运行产生的数据

资料来源：21 经济网，天风证券研究所

3.3. 交通数据资产深厚优质，数字化业务前景广阔

隧道股份的数字化业务主要分布在运营集团、数字集团、城建院和三大总承包企业部分业务中。其中运营集团积累了丰富的运营养护类数据，数字集团则主要负责数据分析及加工，为沉淀的数据资产再次赋能，释放数据要素的驱动作用。

城市运营集团作为隧道股份旗下主要的运营子公司，运营数据资产值得重视。城市运营集团（全称“上海城建城市运营（集团）有限公司”），2020 年被隧道股份整体收购，实现了资产整体上市。目前城市运营集团主要从事基础设施运营养护业务，承担了上海 95% 以上市管道路的运营养护任务，承担全国合计超 2300 多公里交通设施运营养护任务，建立起一整套全生命周期的智慧管养体系，积累了丰富的运营养护业务等的的数据资源。城市运营集团覆盖高速公路、越江跨海大桥、越江隧道、城市快速路、城市道路、城市管网、地下综合管廊、有轨电车等领域，辐射从上海至长三角、粤港澳大湾区、中原经济区等地，致力于提供高效智慧的运维服务，采用智慧设备，如巡检机器人、德国 WEX 多功能养护车等，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。同时城市运营集团旗下孵化了“上海停车 APP”，具有“停车导航、停车换乘、枢纽停车、错峰共享、停车缴费、停车预约、停车充电、服务公告”等八大服务模块，已覆盖所有收费道路停车场和公共停车场（库）。城市运营集团运营所产生的数据资产具有较大的数据开发潜力。

图 39：城市运营集团主要业务

智能装备	智研工艺	智慧运营	全生命周期运营
<ul style="list-style-type: none"> 高速公路智能巡检 检测机器人 接缝检测机器人 路面检测车 爬索机器人 路锥自动收放车 LED主动发光标志牌 桥孔巡视装置等 	<ul style="list-style-type: none"> 新材料： <ul style="list-style-type: none"> 特种早强型高性能混凝土 特殊改性沥青防水材料 基于特种乳化沥青的新型修补材料-高差修正材料 新技术： <ul style="list-style-type: none"> 城市大跨径桥梁智能照明技术 大跨径钢桥低影响涂装更新工艺 超薄罩面沥青路面预防性养护技术 	<ul style="list-style-type: none"> 城市交通基础设施智能运营平台 智能运营系统整合路网、应急资源、养护计划等管理智能运营体系，实时监控并提升大城市路网设施的运维服务。 跨界融合新手段 <ul style="list-style-type: none"> 与用户平台合作，实时获取反馈 与道路货运和公交集团合作，对接货车数据，确保交通安全 	<ul style="list-style-type: none"> 全生命周期运营理念 利用隧道股份“投资、设计、建设、运维”全生命周期产业链优势，科学配置资金，延长设施寿命，建立大数据支撑的监测评估体系，开创全生命周期运营服务模式。 应用实例 杭州文一路隧道，上海大连路隧道 

资料来源：城市运营集团官网，天风证券研究所

数据交易活跃，智慧运营平台亟待价值重估。子公司城市运营集团主要从事基础设施运营养护业务，承担了上海 95%以上的市管道路的运营养护任务，承担全国合计超 2300 多公里交通设施运营养护任务，其业务过程中产生的数据资产有待挖掘。2023 年 8 月 31 日，隧道股份上海城建城市运营（集团）有限公司（下称“隧道股份城市运营”）与智能汽车创新发展平台（上海）有限公司（下称“平台公司”）完成“低速作业车时空”数据产品交易签约。“低速作业车时空”数据产品于 23 年 5 月在上海数交所完成挂牌，是隧道股份城市运营挂牌的首个数据产品，支持对后方社会车辆进行提前预警和引导，实现车路协同效果，全面提升道路安全水平，助力营造有序、安全、畅通的道路交通环境，助力双方在智能网联汽车与智慧城市运营数据共享与应用领域开展合作。

图 40：上海城建城市运营（集团）有限公司“低速作业车时空”产品证书



资料来源：城市运营集团公众号，天风证券研究所

数字集团提供全生命周期的数字化解决方案，释放数据要素的驱动作用。2021 年，隧道股份整合旗下数字化业务资源，成立数字产业集团，着力打造多方参与的数字生态圈资源集成平台，提供涵盖城市基础设施“投资-规划-建设-更新-运营”全生命周期的数字化解决方案、软硬件产品和系统集成服务。截至到 24 年 3 月，隧道股份持股比例为 50%，隧道股份子公司城建设计院持股 30%，城市运营集团持股 20%。数字集团集中上海城建数字化资源与能力，加快拓展数字经济领域，赋能企业产业链，促进内部协同和外部联合发展。数字集团自成立来中标多个路桥智慧化改造项目，23 年 12 月，数字集团中标陆家嘴（集团）有限公司数字孪生模型项目，项目包括浦东前滩、张江科学之门、御桥数智天地及其周边区域数字孪生模型建设，将为片区智慧辅助决策、工作效率提升、优化资源配置、实时模拟预测等方面提供支持。22 年 9 月，数字集团中标绍兴既有轻纺城高架柯桥段智慧化改造工程，探索应用市政道路智慧化软硬件集成市场方案。

图 41: BIM 高架数字资产重塑



资料来源：城建数字头条公众号，天风证券研究所

图 42: 绍兴智慧快速路智慧运营管理 IMS 平台



资料来源：城建数字头条公众号，天风证券研究所

表 5: 数字集团中标项目案例

时间	项目	简介	金额
2021.07	常州地铁 BIM 项目	提供“BIM 全生命周期可视化数字资产管理解决方案”	
2022.04	青岛国际资源配置中心北片区建设运营数智一体化建设项目	数智规划的片区开发模式	3098.7 万元
2022.04	地下实验室科研数据动态管理平台项目	赋能北山地下实验室实现试验数据闭环式管理、试验全过程数字化管理	4000 万元
2022.05	嘉兴市铁投集团建设一体化全过程管控平台建设服务项目	“一云三端”数字化辅助手段 + 多种平台角色于一体	3066.6 万元
2022.07	柳州市车联网先导区建设项目 MEC 产品销售	安装 67 台 MEC，增加智慧公交、城市 Robot Taxi、景区无人观光车、无人物流运输等多个场景	
2022.07	智能网联示范区车路协同应用环境建设项目	解决城市交通拥堵为思路；通过实现人-车-路-云-图-网的高效协同，以提高交通运行的效率和安全性	9598 万元
2022.07	全息路口车路协同应用及测评系统建设项目	融合感知系统、路侧交通数据智能处理系统、全息感知的测试评价系统三部分，涵盖 50 个路口路侧 MEC 计算平台、激光雷达、工业相机、接入路由器等设施设备	1595 万元
2022.08	绍兴市二环南路智慧快速路智慧功能工程	通过智慧管养（IMS）、智慧交通（ITS）、智慧照明（ILS）等数字化智慧系统，打造数字化闭环管理模式	
2022.09	绍兴市既有轻纺城高架柯桥段智慧化改造工程	通过数据要素采集、协同、共享、应用全周期，形成协同一体的数字交通基本框架	
2022.11	智能网联示范区交通信号灯信控读取装置采购项目	将通过信号灯智能化读取装置，高效推进适应车路协同下的道路设施网联化	
2022.11	嘉定沪宜公路品质提升专项养护工程	对全路段进行智慧化升级	

2023.03	嘉定区管道路照明设施节能改造工程	道路灯具更换和光伏路灯示范道路改造	1.07 亿元
2023.04	奉贤区公安分局智能交通信号灯管理系统项目	运用大数据、云计算等手段，探索多维度路侧感知及交通协同管控技术	2432 万元
2023.07	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程机电智能化项目	具体为动环监控系统、能耗管理系统、空调 AI 调优管控系统、智慧照明系统、ECC 大屏、消防物联网等智能化子系统	2750 万元
2023.07	嘉兴市域快速道路智慧建设管理平台服务项目	GIS+BIM 应用、系统管理等	606 万元
2023.09	闵行区道路泊位智能化项目，以数字赋能智慧交通	对闵行区 200 多条道路泊位进行智能改造，智能 AI+智慧停车	
2023.12	浦东数字孪生模型项目	数字孪生模型建设、片区智慧辅助决策、实时模拟预测等	
2023.12	甬台温高速公路改扩建工程信息化管理系统	公路建设运营管理信息化的智慧升级	1487 万元
2024.02	S227 林桐线卫辉市至郑济公铁两用桥段改建工程智慧建设管理平台及电子档案技术服务项目	打通建设阶段和运营阶段的数据链，有效形成信息共享	
2024.03	庐山市西湖社区综合治理服务一体化数字化提升项目	采用“NSDA”（网络、标准、数据、应用）策略构筑未来社区框架，打破小区边界，统筹社区内各构成空间单元	

资料来源：城建数字头条公众号，上海市工业互联网协会公众号等，天风证券研究所

4. 盈利预测及估值

作为国内首家基建板块上市公司，隧道股份为全球城市提供“规划咨询、投资、设计、建设、运营”全产业链一体化服务，工程主业稳健，运营业务快速发展。随着数字化转型升级，未来业绩增量空间广阔，我们看好公司的中长期发展潜力。

收入预测方面,我们认为 23-25 年公司营收增速分别为 8.1%/9.1%/10.1%,复合增速为 10%。公司发挥城市基础设施的设计、施工、运营等专业核心优势,2023 年公司中标订单约 953.80 亿元,同比增长 14.11%,其中上海市内订单占比 46.29%,在手订单充足,公司业绩释放潜力较大。展望 23-25 年,施工业务的收入有望维持平稳增长的趋势,分别为 6%/6%/6%。运营业务,公司运营业务实现较快增长,随着公司在建 PPP 业务逐渐进入运行期,预计 23-25 年运营业务收入增速分别为 20%/30%/28%。设计服务业务为公司优势,公司持续贯彻“设计引领,投资带动”的经营方针,预计设计业务 23-25 年收入增速保持 12%左右。公司的机械加工业务主要是盾构生产,经营模式主要是以销定产,以及在设备使用期制造商为客户提供设备的操作培训、维护以及质量跟踪等服务,我们认为随着轨交设备更新以及“十四五”期间带动水利管网需求落地,我们认为机械加工及制造业务 23-25 年能维持 15%左右的增长。产品销售及材料业务我们预计 23-25 年维持 10%左右的增长。房地产业务,虽然地产处于下行周期,但公司积极推进城市更新业务,预计地产业务 23-25 年保持-3%/0%/0%的增速。

毛利率预测,我们认为随着公司运营类业务占比提升,毛利率有望得到逐步改善,预计 23-25 年公司综合毛利率分别为 13.21%、13.36%、13.77%。22 年公司整体毛利率水平为 12.97%,较 21 年同比下降 0.09pct。展望 23-25 年,分业务来看,22 年施工业务的毛利率水平为 8.80%,较 21 年同比下降 0.22pct,我们预计随着疫情影响消退,预计施工业务 23-25 年毛利率分别为 8.8%/8.8%/8.5%。22 年设计服务业务的毛利率水平为 25.86%,同比下降 -4.86pct,我们预计设计服务业务 23-25 的毛利率分别为 26.0%/25.0%/25.0%;22 年运营服务业务的毛利率水平为 25.33%,较 21 年同比下降 3.18pct,随着数字化转型带来公司运营效率提高,我们认为运营服务业务 23-25 年毛利率有望维持在 26%左右。考虑到公司盾构机实力国内领先,随着存量铁路轨交管网等设备更新高峰期到来,我们预计机械加工和制造业务的毛利率有望回到 10%左右。产品销售及材料业务的毛利率预计 23-25 年维持在 8%左右,地产业务的毛利率维持在 20%-25%。

图 43：隧道股份业务拆分以及预

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	540.06	622.26	652.74	705.51	769.84	847.55
YOY	23.80%	15.22%	4.90%	8.08%	9.12%	10.09%
总毛利率	11.15%	13.06%	12.97%	13.21%	13.36%	13.77%
施工业务						
收入	481.01	491.99	519.05	550.19	583.20	618.19
收入YOY	18.37%	2.28%	5.50%	6%	6%	6%
毛利率	8.79%	9.02%	8.80%	8.80%	8.80%	8.50%
运营服务						
收入	30.14	42.30	49.42	59.30	77.09	98.67
收入YOY	463.32%	40.35%	16.81%	20%	30%	28%
毛利率	24.89%	28.51%	25.33%	25.50%	26.00%	26.00%
设计服务						
收入	20.64	27.02	26.68	29.88	33.47	37.48
收入YOY	37.36%	30.92%	-1.28%	12%	12%	12%
毛利率	30.28%	30.72%	25.86%	26.00%	25.00%	25.00%
机械加工及制造						
收入	1.18	3.29	3.77	4.33	4.98	5.73
收入YOY	-52.37%	179.79%	14.50%	15%	15%	15%
毛利率	19.33%	7.29%	3.31%	10.00%	10.00%	10.00%
产品销售/材料销售						
收入	2.04	2.14	5.99	6.59	7.25	7.98
收入YOY	15.60%	4.89%	179.86%	10%	10%	10%
毛利率	6.59%	9.95%	7.91%	8.15%	8.00%	8.00%
房地产业						
收入	0.24	0.23	0.22	0.21	0.21	0.21
收入YOY	8.28%	-2.35%	-3.74%	-3%	0%	0%
毛利率	-75.24%	22.84%	24.92%	25.00%	20.00%	20.00%
融资租赁及其他主营业务						
收入	2.99	5.64	7.73	10.43	14.60	20.44
收入YOY	23.32%	88.22%	37.07%	35%	40%	40%
毛利率	97.51%	80.78%	71.94%	72.00%	50.00%	50.00%
投资业务						
收入		47.25	37.14	44.57	49.03	58.84
收入YOY			-21.39%	20%	10%	20%
毛利率		21.93%	33.26%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

费用率预测，随着公司推进降本增效、开展成本管控，数字化赋能运营效率提升，以及营收快速增长带来的成本摊薄，我们预计公司整体费用率水平有望呈下降趋势。22年公司销售/管理/研发费用率分别为 0.0037%/2.43%/3.73%，分别同比-0.01pct/-0.01pct/+0.24pct，我们预测 23-25 年公司的销售费用率有望保持稳定，分别为 0.0037%/0.0037%/0.0037%，管理费用率为 2.43%/2.42%/2.41%，研发费用率为 3.73%/3.72%/3.72%。

表 6：费用率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.015%	0.0037%	0.0037%	0.0037%	0.0037%
管理费用率	2.44%	2.43%	2.43%	2.42%	2.41%
研发费用率	3.49%	3.73%	3.73%	3.72%	3.72%

资料来源：Wind，天风证券研究所

基于以上假设，我们预计公司 23-25 年有望实现归母净利润分别为 28.2、31.2、34.9 亿元，增速分别为 0.3%、10.9%、11.7%。我们选取高分红地方建筑国企四川路桥、安徽建工、上海建工，以及大建筑央企中国建筑作为公司的可比公司，可比公司 24 年平均 PE 为 5 倍。考虑到隧道股份拥有大量优质的交通运行数据，并运营上海 95%以上的公路，我们选取建筑领域数据概念标的作为可比公司，如深城交（数字化软件平台、车路协同、智慧交通产业链）、测绘股份（地理空间数据要素、数智化及地下空间综合治理）和华设集团（车路协同数据、基建数字孪生平台等），数据要素概念标的 24 年平均 PE 为 39 倍。参考可比公司估值，我们认可给予公司 24 年 8 倍 PE，对应目标价为 7.92 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值

证券名称	总市值 (亿元)	当前价 格(元)	EPS (元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
深城交	136.31	43.69	0.51	0.64	0.77	0.94	85.00	68.16	56.80	46.52
测绘股份	21.23	13.45	0.45	0.48	0.65	0.81	29.79	27.82	20.68	16.59
华设集团	58.12	8.50	1.00	1.03	1.11	1.20	8.50	8.22	7.67	7.10
平均							57.40	47.99	38.74	23.40
四川路桥	685.89	7.87	1.29	1.34	1.54	1.77	6.12	5.87	5.10	4.46
安徽建工	83.94	4.89	0.80	0.95	1.07	1.22	6.08	5.17	4.59	4.00
上海建工	213.26	2.40	0.15	0.27	0.31	0.36	15.73	8.79	7.71	6.70
中国建筑	2,164.24	5.20	1.22	1.31	1.43	1.56	4.25	3.98	3.63	3.34
平均							8.04	5.95	5.26	4.62
隧道股份	205.00	6.52	0.89	0.90	0.99	1.11	7.30	7.27	6.56	5.87

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：截止于 2024/4/3，除隧道股份外，其余均为 Wind 一致预期。

5. 风险提示

基建投资不及预期：公司所属行业为建筑业，主要从事基础设施建设投资和市政工程设计施工业务，若基建投资超预期下行，则会影响经营情况。

数字化业务拓展不及预期：公司数据要素资源丰富，智慧运营有望提供可观的业绩增量、沉淀大量数据资产，若数据资源变现不及预期，将可能导致公司运营收入、利润不及预期。

项目投产不及预期：公司仍有众多项目仍处于建设阶段，投资类订单体量仍较大，若后续投产进度不及预期，或影响公司业绩。

测算具有一定主观性：本文中的利润测算均给予相应的假设条件，具有一定的主观性，实际利润情况可能会和测算结果不一致。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	17,992.90	18,943.95	5,644.09	6,158.69	6,780.39
应收票据及应收账款	20,827.80	19,983.84	19,603.19	23,165.50	26,039.39
预付账款	1,134.86	944.06	623.40	1,365.29	949.36
存货	704.18	627.33	831.78	744.59	989.89
其他	2,282.61	2,678.51	30,865.38	34,953.70	37,471.47
流动资产合计	42,942.34	43,177.68	57,567.84	66,387.77	72,230.49
长期股权投资	4,040.69	5,430.79	6,630.79	7,130.79	7,630.79
固定资产	3,533.83	4,383.06	3,794.43	4,110.80	4,067.16
在建工程	5,639.66	3,625.52	3,025.52	2,575.52	2,275.52
无形资产	4,297.69	4,736.94	4,547.28	4,357.62	4,167.96
其他	47,322.18	52,798.73	53,773.54	54,835.29	55,902.58
非流动资产合计	64,834.04	70,975.05	71,771.56	73,010.02	74,044.03
资产总计	129,757.18	146,435.04	129,339.41	139,397.79	146,274.52
短期借款	8,612.83	7,672.14	8,166.26	12,089.20	14,728.74
应付票据及应付账款	50,663.04	61,695.81	59,063.24	63,585.90	67,358.16
其他	8,594.00	7,501.61	12,566.09	15,507.33	15,814.82
流动负债合计	67,869.87	76,869.56	79,795.59	91,182.43	97,901.72
长期借款	21,370.11	22,112.86	5,123.24	2,724.77	1,500.00
应付债券	0.00	2,541.77	5,038.00	3,524.00	2,055.00
其他	2,960.94	3,423.78	3,623.78	3,842.01	4,062.20
非流动负债合计	24,331.06	28,078.41	13,785.02	10,090.78	7,617.20
负债合计	100,390.03	112,579.23	93,580.61	101,273.22	105,518.92
少数股东权益	4,455.22	6,573.00	6,701.95	6,844.88	7,004.53
股本	3,144.10	3,144.10	3,144.10	3,144.10	3,144.10
资本公积	6,628.94	6,659.70	6,659.70	6,659.70	6,659.70
留存收益	14,730.38	16,812.11	18,779.12	20,959.46	23,394.85
其他	408.50	666.90	473.93	516.44	552.42
股东权益合计	29,367.15	33,855.81	35,758.80	38,124.58	40,755.60
负债和股东权益总计	129,757.18	146,435.04	129,339.41	139,397.79	146,274.52

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,426.79	2,993.36	2,818.82	3,124.53	3,490.04
折旧摊销	889.62	1,178.55	1,298.29	1,373.29	1,433.29
财务费用	1,721.75	1,604.44	1,439.73	1,125.36	1,274.44
投资损失	(241.22)	(936.12)	(750.00)	(250.00)	(100.00)
营运资金变动	(8,359.72)	(5,592.31)	(944.48)	(1,377.55)	(1,881.00)
其它	6,696.59	4,500.73	184.79	204.83	228.79
经营活动现金流	3,133.81	3,748.64	4,047.16	4,200.46	4,445.56
资本支出	3,268.27	1,376.89	930.00	1,341.77	1,189.81
长期投资	864.26	1,390.11	1,200.00	500.00	500.00
其他	(7,362.08)	(5,758.90)	(2,487.39)	(3,129.16)	(2,977.20)
投资活动现金流	(3,229.55)	(2,991.90)	(357.39)	(1,287.39)	(1,287.39)
债权融资	(783.41)	(1,419.72)	(15,889.00)	(1,434.89)	(1,448.67)
股权融资	(515.02)	(559.76)	(1,100.62)	(963.58)	(1,087.80)
其他	2,302.24	2,165.85	(0.00)	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	1,003.81	186.37	(16,989.62)	(2,398.47)	(2,536.47)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	908.07	943.11	(13,299.86)	514.60	621.70

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	62,226.14	65,274.50	70,551.15	76,983.64	84,754.83
营业成本	54,099.14	56,806.71	61,229.94	66,697.42	73,085.06
营业税金及附加	136.62	126.92	141.10	153.97	186.46
销售费用	9.34	2.40	2.60	2.83	3.12
管理费用	1,520.07	1,588.98	1,717.43	1,866.32	2,046.24
研发费用	2,172.32	2,433.33	2,630.03	2,862.13	3,151.05
财务费用	1,635.18	1,466.55	1,439.73	1,125.36	1,274.44
资产/信用减值损失	(113.92)	(207.57)	(240.57)	(199.93)	(239.93)
公允价值变动收益	5.67	21.25	0.00	0.00	0.00
投资净收益	241.22	936.12	750.00	250.00	100.00
其他	(440.22)	(1,733.88)	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,960.70	3,833.69	3,899.75	4,325.69	4,868.54
营业外收入	29.43	16.80	15.00	10.00	5.00
营业外支出	13.82	24.13	24.05	23.05	25.00
利润总额	2,976.32	3,826.37	3,890.69	4,312.64	4,848.54
所得税	549.53	833.01	887.08	983.29	1,129.72
净利润	2,426.79	2,993.36	3,003.61	3,329.35	3,718.82
少数股东损益	33.76	184.16	184.79	204.83	228.79
归属于母公司净利润	2,393.03	2,809.20	2,818.82	3,124.53	3,490.04
每股收益(元)	0.76	0.89	0.90	0.99	1.11

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	15.22%	4.90%	8.08%	9.12%	10.09%
营业利润	5.92%	29.49%	1.72%	10.92%	12.55%
归属于母公司净利润	5.55%	17.39%	0.34%	10.85%	11.70%
获利能力					
毛利率	13.06%	12.97%	13.21%	13.36%	13.77%
净利率	3.85%	4.30%	4.00%	4.06%	4.12%
ROE	9.61%	10.30%	9.70%	9.99%	10.34%
ROIC	169.32%	-341.24%	-133.38%	-127.45%	-167.56%
偿债能力					
资产负债率	77.37%	76.88%	72.35%	72.65%	72.14%
净负债率	56.85%	46.64%	40.95%	36.24%	31.95%
流动比率	0.85	0.89	0.72	0.73	0.74
速动比率	0.84	0.89	0.71	0.72	0.73
营运能力					
应收账款周转率	3.36	3.20	3.56	3.60	3.44
存货周转率	94.98	98.05	96.70	97.67	97.73
总资产周转率	0.52	0.47	0.51	0.57	0.59
每股指标(元)					
每股收益	0.76	0.89	0.90	0.99	1.11
每股经营现金流	1.00	1.19	1.29	1.34	1.41
每股净资产	7.92	8.68	9.24	9.95	10.73
估值比率					
市盈率	8.57	7.30	7.27	6.56	5.87
市净率	0.82	0.75	0.71	0.66	0.61
EV/EBITDA	-1.21	-1.55	-1.72	-1.93	-1.94
EV/EBIT	-1.37	-1.78	-2.11	-2.39	-2.38

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com