

2025 年 04 月 08 日

投资评级：买入（首次）

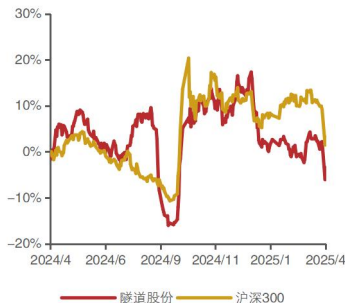
证券分析师

王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
邴悦轩
SAC: S1350524080001
liyexuan@huayuanstock.com

联系人

唐志伟
tangzhiwei@huayuanstock.com
林高凡
lingaofan@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 08 日

收盘价（元）	5.99
一年内最高/最低（元）	7.37/5.18
总市值（百万元）	18,833.14
流通市值（百万元）	18,833.14
总股本（百万股）	3,144.10
资产负债率（%）	76.96
每股净资产（元/股）	9.41

资料来源：聚源数据

隧道股份(600820.SH)

——深耕基建主业，数字化转型拓展增长空间

投资要点：

- **行业龙头，稳健增长。**隧道股份前身为上海市隧道工程公司，成立于 1965 年，1993 年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，公司并入上海城建，全面接管其国有资产，凭借多年深耕基础设施建设的经验，逐步发展成为上海国资体系内的重要城建运营企业。公司经营稳健，展现出较强的增长韧性。2013–2023 年，营业收入由 235.01 亿元增至 741.93 亿元，CAGR 达 12.18%；归母净利润由 12.89 亿元增至 29.39 亿元，CAGR 达 8.59%。2024 年，公司建筑业务新签合同额达 1030.16 亿元，同比增长 8.01%，延续稳健增长态势。
- **基础设施建设为主，四大板块协同发展。**公司专注基础设施建设，业务涵盖施工、设计、投资、运营四大板块，其中施工业务为核心，涵盖地下工程（隧道、轨交、水务、能源）与地上工程（公路、铁路、市政桥梁）。2024H1 施工业务实现营收 244.27 亿元，同比+2.63%，占比 87.13%，全年新签合同额 909.35 亿元，同比+10.93%。同时，公司依托施工主业拓展设计、投资、运营业务，形成协同发展格局。公司投资业务主要采用 BOT/PPP 模式，2023 年 7 月正式启动钱江隧道基础设施公募 REITs 项目申报发行工作，助力资产盘活及价值重估。运营业务方面，2019–2023 年营收 CAGR 达 18.7%，2024H1 营收在去年高速增长的情况下有所下滑，同比–5.18%至 11.97 亿元。公司积极推进智能化运维，布局智能巡检、智慧高速等技术，提升基础设施全生命周期管理能力。
- **交通数据变现，打开新增增长点。**中国数据流通市场增长迅猛，根据《2024 年中国数据交易市场研究报告》，预计 2023–2030 年数据交易市场规模将从 1537 亿元增至 7159 亿元。在此背景下，隧道股份依托在交通基础设施运营领域的深厚积累，积极推动数据资产商业化。公司目前管理全国 2400 多公里交通设施，并承担上海 95% 以上市管道路的运营养护，长期积累优质交通数据资源。2023 年，公司完成“低速作业车时空”数据产品的首笔交易，并推动“上海停车”APP 发展，拓展交通数据应用场景。同时，数字集团持续推进基础设施全生命周期的智能化改造，已签约多个市政公路智能化项目。2024 年，公司新签数据订单 10.3 亿元，进一步验证数据市场化进程。未来，公司有望依托智能交通、智慧管养等技术积累，构建成熟的盈利模式，推动数字业务成为新的业绩增长引擎。
- **稳固长三角市场，加速国际化步伐。**公司施工业务深耕长三角，2024H1 江浙沪地区营收占比达 82.72%，其中上海贡献 201.15 亿元，占比 71.75%，区域市场优势明显。江浙沪地区经济活跃，财政实力雄厚，基建资金保障力度较高，2024 年固定资产投资增速领先全国，为基础设施建设提供良好支撑。同时，公司持续推进海外市场布局。2024H1 境外营收达 21.26 亿元，同比+50.73%，境外市场拓展步伐明显加速。
- **现金分红稳定，高股息提升投资吸引力。**公司长期维持稳定的分红政策，2013–2023 年分红率长期保持在 30% 左右，现金分红金额从 4.09 亿元增长至 10.38 亿元，CAGR 达 9.76%。2024 年 8 月实施半年度分红，合计分红 3.14 亿元，占当期归母净利润的 40.02%。截至 2025 年 4 月 7 日，2023 年股息率达 5.66%，在 SW 建筑板块 164 只股票中排名第四，显现出稳健的股东回报能力。结合稳定的经营性现金流与盈利能力，公司长期维持 30% 左右的分红比例，彰显持续回馈股东的决心。在建筑行业估值整体偏低的背景下，公司高股息率特性对长期资金形成较强吸引力。
- **盈利预测与评级：**公司深耕长三角，海外业务拓展顺利，数字化转型培育新增增长点；长期维持 30% 左右稳定分红，股息率行业领先。我们预计 2024–2026 年归母净利润 30.7 亿元、32.5 亿元、34.5 亿元，对应 PE 6.1、5.8、5.5 倍。参考可比公司四川路桥、安徽建工以及上海建工 2025 年平均 8.9 倍 PE 估值，

结合市值管理及高股息特性，估值修复可期，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ 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。

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	65,274	74,193	76,573	81,303	86,791
同比增长率（%）	4.90%	13.66%	3.21%	6.18%	6.75%
归母净利润（百万元）	2,809	2,939	3,072	3,251	3,450
同比增长率（%）	17.39%	4.61%	4.52%	5.83%	6.12%
每股收益（元/股）	0.89	0.93	0.98	1.03	1.10
ROE（%）	10.30%	10.16%	9.90%	9.78%	9.71%
市盈率（P/E）	6.70	6.41	6.13	5.79	5.46

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	21,818	22,972	24,391	26,037
应收票据及账款	60,614	62,558	66,422	70,906
预付账款	815	841	893	953
其他应收款	1,258	1,299	1,379	1,472
存货	1,175	1,198	1,270	1,354
其他流动资产	1,468	1,416	1,425	1,436
流动资产总计	87,148	90,283	95,781	102,159
长期股权投资	8,024	9,849	11,600	13,230
固定资产	4,401	4,589	4,741	4,846
在建工程	3,783	3,242	2,801	2,260
无形资产	4,895	4,719	4,665	4,726
长期待摊费用	117	115	112	107
其他非流动资产	53,548	51,187	52,627	52,579
非流动资产合计	74,767	73,701	76,546	77,748
资产总计	161,916	163,984	172,327	179,907
短期借款	6,102	6,292	7,695	7,577
应付票据及账款	73,617	75,106	79,619	84,837
其他流动负债	16,477	18,579	18,892	20,101
流动负债合计	96,196	99,977	106,205	112,515
长期借款	26,639	22,965	22,547	21,071
其他非流动负债	3,427	3,135	3,259	3,474
非流动负债合计	30,066	26,101	25,806	24,545
负债合计	126,262	126,078	132,011	137,060
股本	3,144	3,144	3,144	3,144
资本公积	6,459	6,459	6,459	6,459
留存收益	19,334	21,426	23,621	25,924
归属母公司权益	28,937	31,029	33,224	35,527
少数股东权益	6,716	6,878	7,092	7,320
股东权益合计	35,654	37,906	40,316	42,847
负债和股东权益合计	161,916	163,984	172,327	179,907

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	3,175	1,504	1,778	2,101
折旧与摊销	1,670	1,504	1,655	1,821
财务费用	1,730	1,394	1,325	1,302
投资损失	-2,979	-1,886	-1,834	-1,683
营运资金变动	-736	1,609	747	1,696
其他经营现金流	318	1,468	2,115	2,000
经营性现金净流量	3,178	5,594	5,787	7,237
投资性现金净流量	-1,738	1,438	-2,986	-1,546
筹资性现金净流量	-646	-5,878	-1,381	-4,045
现金流量净额	810	1,154	1,419	1,646

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	74,193	76,573	81,303	86,791
营业成本	66,565	67,911	71,992	76,710
税金及附加	168	174	184	197
销售费用	7	8	8	9
管理费用	1,874	1,935	2,054	2,193
研发费用	2,977	3,072	3,262	3,482
财务费用	1,730	1,394	1,325	1,302
资产减值损失	-75	-43	-49	-55
信用减值损失	-213	-160	-184	-186
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	2,979	1,886	1,834	1,683
公允价值变动损益	17	15	18	17
资产处置收益	159	72	100	110
其他收益	172	175	171	173
营业利润	3,910	4,023	4,367	4,640
营业外收入	39	29	28	32
营业外支出	18	19	20	19
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	3,931	4,033	4,374	4,653
所得税	757	800	909	975
净利润	3,175	3,233	3,465	3,678
少数股东损益	236	161	214	228
归属母公司股东净利润	2,939	3,072	3,251	3,450
EPS(元)	0.93	0.98	1.03	1.10

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	13.66%	3.21%	6.18%	6.75%
营业利润增长率	2.00%	2.88%	8.54%	6.25%
归母净利润增长率	4.61%	4.52%	5.83%	6.12%
经营现金流增长率	-15.21%	76.00%	3.44%	25.06%
盈利能力				
毛利率	10.28%	11.31%	11.45%	11.62%
净利率	4.28%	4.22%	4.26%	4.24%
ROE	10.16%	9.90%	9.78%	9.71%
ROA	1.82%	1.87%	1.89%	1.92%
估值倍数				
P/E	6.41	6.13	5.79	5.46
P/S	0.25	0.25	0.23	0.22
P/B	0.65	0.61	0.57	0.53
股息率	5.51%	5.21%	5.61%	6.09%
EV/EBITDA	8	8	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。