

➤ **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“盾构自主驾驶系统”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

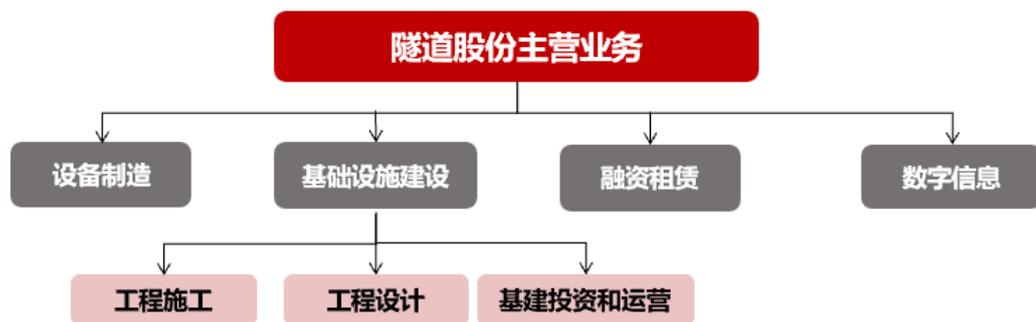
# 目录

<b>1 公司简介</b>	<b>3</b>
<b>2 主营业务扎实推进</b>	<b>5</b>
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
<b>3 核心看点</b>	<b>11</b>
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
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>15</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>18</b>
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



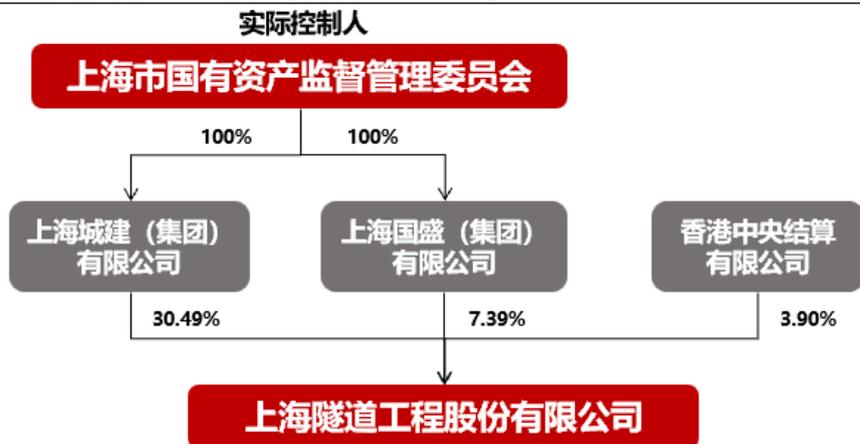
资料来源：公司公告，民生证券研究院

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 年三季度）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

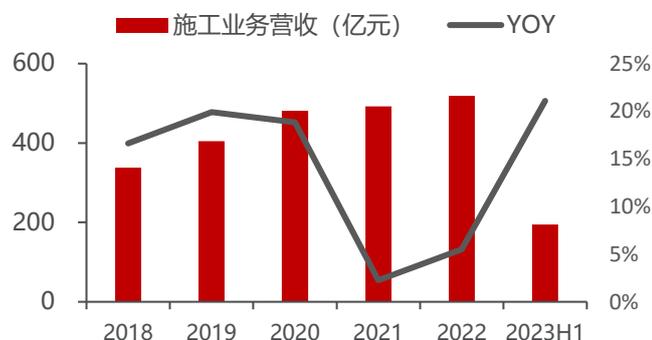
## 2 主营业务扎实推进

### 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(%)



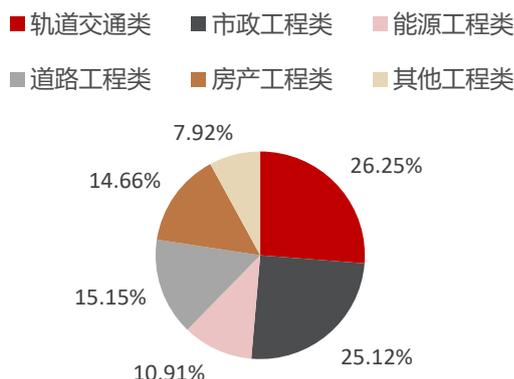
资料来源：iFind，民生证券研究院

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**


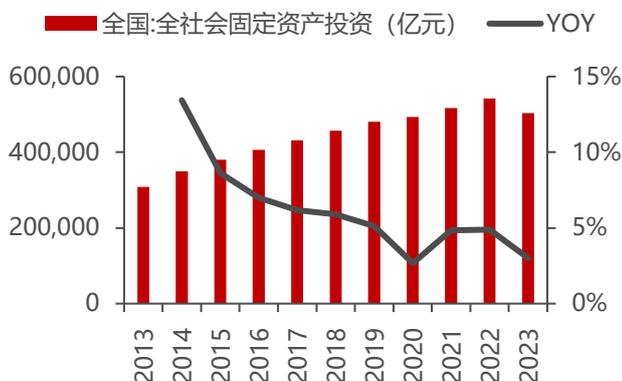
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**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%。

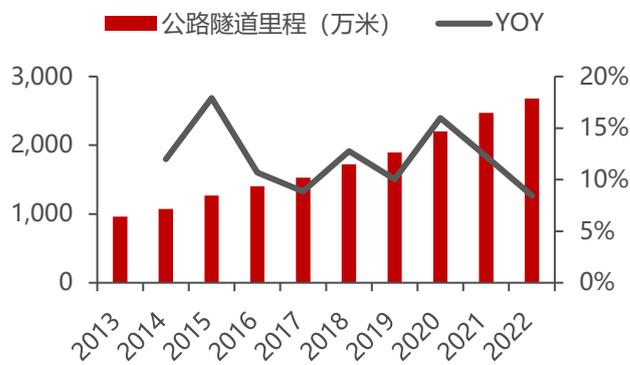
**21 世纪以来隧道和地下工程发展迅速,近十年中国公路隧道年均增长率超 10%。**2022 年末全国公路隧道共 24850 处、2678.43 万延米,其中特长隧道 1752 处、795.11 万延米,2022 年共增加隧道 1582 处、208.54 万延米。公司在超大型隧道和越江隧道建设方面技术优势较明显,所在的长三角地区地处长江流域、城市化发展水平较高,具有大量越江、湖底隧道需求,截至 2023 年 1 月上海已投运 17 条越江隧道。并且,国内许多大城市临水而建,城市扩张也将带来较大市场机遇。此外,我国地域广阔,水资源分布不均,水利水电隧道施工领域也具有广阔前景。

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

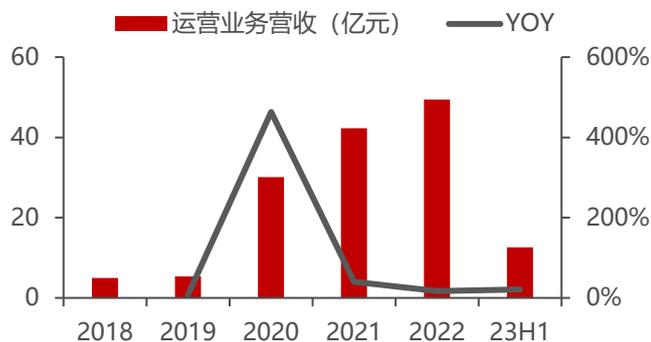
## 2.2 基础设施投资及运营业务

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）



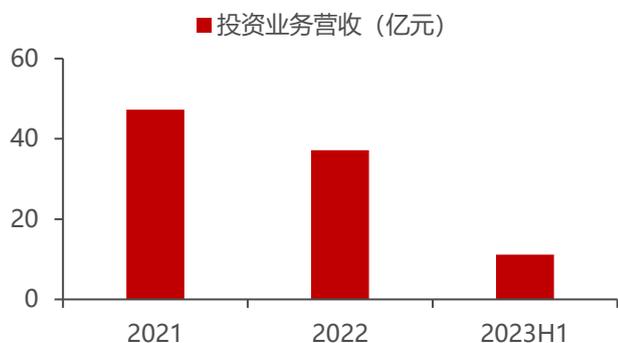
资料来源：iFind，民生证券研究院

图14：2018 年-2023H1 基础设施运营业务毛利率(%)



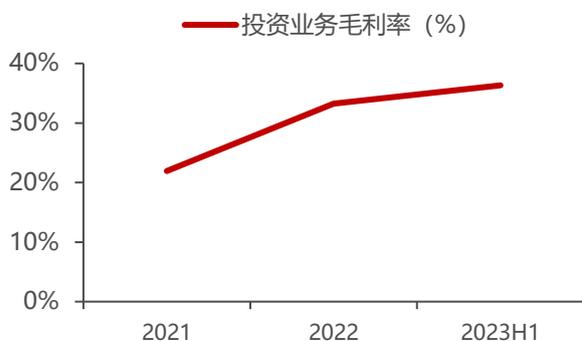
资料来源：iFind，民生证券研究院

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

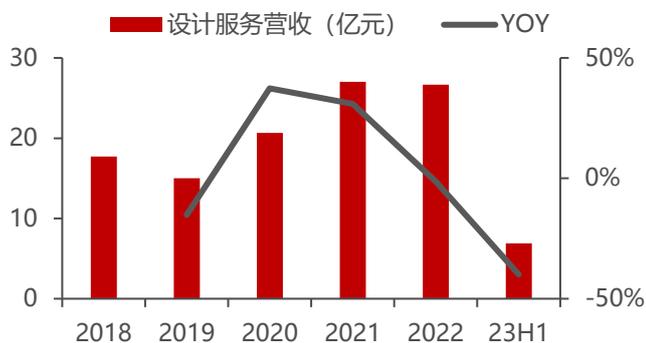
图16：2021 年-2023H1 公司投资业务毛利率 (%)



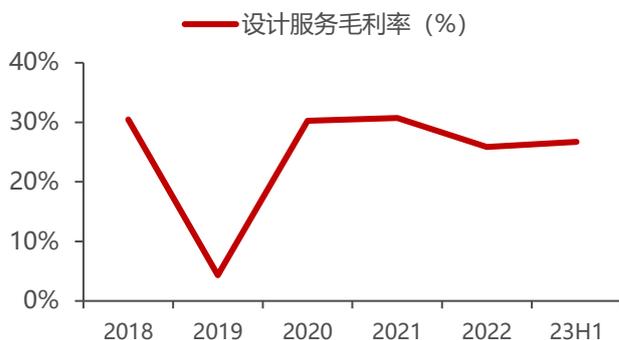
资料来源：iFind，民生证券研究院

## 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)**


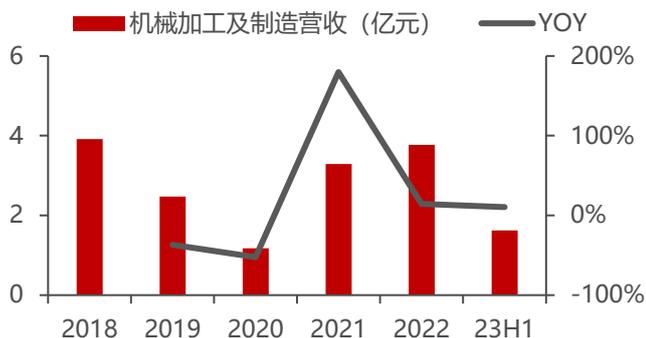
资料来源: iFind, 民生证券研究院

**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。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/575012024121011131>