

## 隧道股份 (600820.SH) 深度报告

### 地下工程行业领先，众多投资运营类资产有待重估

- 稳固基建核心主业，提高全产业链水平。** 公司是全国领先的地下工程业务全产业链综合服务商，主营隧道、轨道交通、能源和地下空间等城市基础设施的设计、施工、投资和运营业务，以及部分设备的制造业务。近年来，公司基建主业核心地位稳固，在基建施工业务领域继续保持较强的竞争优势，同时，公司积极提高全产业链运作水平，各项业务均有不同程度的增长。
- 未来地下工程市场广阔，有望发挥优势。** 公司的地下业务种类丰富，两大核心优势业务越江隧道、轨道交通多年来稳定贡献收入，是公司主要的主要收入来源，着眼未来，二者仍有大量市场机会。“十四五”期间全国燃气管道新建及改造、城市地下综合管廊以及城市地源热泵的建设同样具备广阔市场前景，公司在这些领域建树颇丰，具备相关施工经验、技术，有望充分发挥优势，抢占市场份额。
- 运营、融资租赁等业务成为新的收入增长点。** 2021年公司的运营业务收入42亿元，增速达到40%。运营业务中养护业务约30亿元，该部分收入来源于政府定期补贴，较为稳定，基本不受疫情影响。2021年公司进入运营期的项目有11个，目前仍有30余个项目处于建设期，这部分业务作为投资类业务目前给公司较高毛利，未来进入运营期有望继续增厚运营业务收入。近年来公司的融资租赁业务增长较快，毛利率高，也将成为公司未来重要的收入来源。总体来看，公司投资运营类资产占比位列行业第一和利润总额占比位列行业第二，在国家要求盘活存量资产的背景下，公司运营资产未来有望价值重估。
- 预计疫情影响有限，全年业绩仍值得期待。** 公司主营业务集中在长三角区域，2022年3月以来上海受新冠疫情影响部分在建工程停工，我们预计将影响施工业务收入约25亿元，占总收入约5%，由于公司的投资运营等业务利润占比高且收益稳定，因此疫情对公司总体影响较小。公司22年一季度订单增速有所下降，但仍保持正增长，一季度收入同增11%，全年业绩仍值得期待。
- 投资建议：** 短期看，公司业绩受本轮上海疫情影响有限，但作为上海本地公司在解封后估值上可能有所回升；长期看，公司投资运营类资产占比和利润总额占比在建筑行业位列前列且收益稳定，但估值暂未体现，运营资产价值有望重估，同时公司地下施工主业有望受益国家在地下领域的政策而得到长足发展。预计公司2022至2024年EPS分别为0.80、0.91、1.05元/股，22年目标PE为10.69倍，对应目标价为8.55元/股。首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示：** 疫情持续扰动；投资运营业务增长不及预期；各地政策落地不及预期；新签订单不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	54006	62226	67216	77273	88849
同比增长	24%	15%	8%	15%	15%
营业利润(百万元)	2795	2961	3376	3868	4460
同比增长	0%	6%	14%	15%	15%
归母净利润(百万元)	2267	2393	2504	2868	3306
同比增长	6%	6%	5%	15%	15%
每股收益(元)	0.72	0.76	0.80	0.91	1.05
PE	8.4	8.0	7.6	6.6	5.8
PB	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

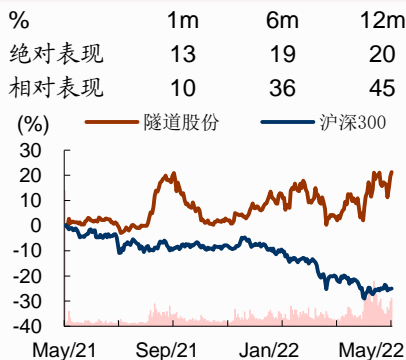
### 强烈推荐-A (首次)

中游制造/建筑工程  
 目标估值：8.55元  
 当前股价：6.06元

#### 基础数据

总股本(万股)	314410
已上市流通股(万股)	314410
总市值(亿元)	191
流通市值(亿元)	191
每股净资产(MRQ)	8.0
ROE(TTM)	9.4
资产负债率	77.5%
主要股东	上海城建(集团)有限公司
主要股东持股比例	30.49%

#### 股价表现



#### 相关报告

- 岳恒宇 S1090521050002  
 yuehengyu@cmschina.com.cn
- 唐笑 S1090521050001  
 tangxiao2@cmschina.com.cn
- 贾宏坤 研究助理  
 jiahongkun@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、基建主业地位稳固，地下业务行业领先 .....	5
1、领先的地下工程业务全产业链综合服务商 .....	5
2、上海国资委实控，股权结构稳定 .....	6
二、未来地下业务空间广阔，千亿市场蓄势待发 .....	6
1、隧道类业务是公司传统优势业务 .....	6
(1) 承包以越江隧道为代表的各类隧道 .....	7
(2) 轨道交通仍有广阔市场空间 .....	8
2、“十四五”期间全国燃气工程投资有望加码，公司能源类订单有望继续高速增长 .....	9
(1) “十四五”期间燃气管道新建、改造量大 .....	9
(2) 能源类业务经验丰富，2021 年能源类订单增速超 50% .....	10
3、地下综合管廊、地源热泵有望迎来新一轮建设热潮 .....	12
(1) 未来管廊投资额或创新高，公司具备相关施工经验及技术优势 .....	12
(2) 地源热泵市场潜力大，公司已积极探索布局 .....	13
三、全产业链运作水平提高，投资运营业务占比行业领先 .....	13
1、运营业务占比逐年提高，收入稳定 .....	14
(1) 深耕基础设施养护、运维，倡导全生命周期运营理念 .....	14
(2) 基础设施运营收入稳定，受疫情影响小 .....	15
2、融资租赁等新型业务有望成为新增长点 .....	16
3、长期应收款、其他非流动资产平均久期计算及规模预测 .....	17
4、投资运营类业务行业比较：公司投资运营类利润、资产占比同行中位居前列 .....	20
四、业绩短期受疫情影响有限，全年业绩增长仍值得期待 .....	21
1、订单稳步增长，运营业务增长迅速 .....	21
2、营收持续增长，预计 22 年受疫情影响较小 .....	21
3、费用率小幅增加，全年利润增长值得期待 .....	22
4、经营现金流稳定流入，负债率上升，优质资产亟待盘活 .....	23
五、盈利预测与估值 .....	24
1、盈利预测 .....	24
2、公司估值：投资运营类资产价值有望得到重估 .....	25
六、投资建议 .....	26

七、风险提示..... 26

## 图表目录

图 1: 公司发展历程..... 5

图 2: 2017-2021 年公司收入分业务占比..... 5

图 3: 2017-2021 年地下、地上业务中标金额 (亿元) ..... 5

图 4: 2017-2021 年公司主营业务分地区情况 ..... 6

图 5: 公司股权结构 (截至 2021 年一季度) ..... 6

图 6: 公司隧道类工程订单占比 ..... 7

图 7: 上海长江隧道..... 7

图 8: 上海打浦路隧道..... 7

图 9: 上海青草沙水源地原水工程..... 8

图 10: 上海青草沙水源地 5 号沟泵站工程机组 ..... 8

图 11: 全国历年建成与在建轨道交通线路长度 (公里) 及增速 ..... 8

图 12: 新加坡跨岛线一期 CR102 标 ..... 9

图 13: 全国历年城市燃气管道长度 (公里) 及增速 ..... 10

图 14: 上海中心燃气排管工程..... 11

图 15: 上海城市更新中心 ..... 11

图 16: 2017-2021 年能源类工程新签订单及增速..... 11

图 17: 厦门翔安南路综合管廊..... 12

图 18: 公司土壤源热泵技术天然气燃气场站应用项目 ..... 13

图 19: 公司与中国石油合作开发河北省地热资源..... 13

图 20: 公司主营业务细分情况..... 14

图 21: 杭州文一路隧道..... 15

图 22: 上海大连路隧道..... 15

图 23: 2018-2021 年融资租赁业务收入及增速 ..... 17

图 24: 2019-2021 年融资租赁业务净利润 (亿元) ..... 17

图 25: 公司长期应收款、其他非流动资产规模及预测 ..... 20

图 26: 2019-2021 年公司投资运营业务收入及预测 (亿) ..... 20

图 27: 2018-2022Q1 新签订单金额、增速 ..... 21

图 28: 2018-2022Q1 各业务新签订单占比 ..... 21

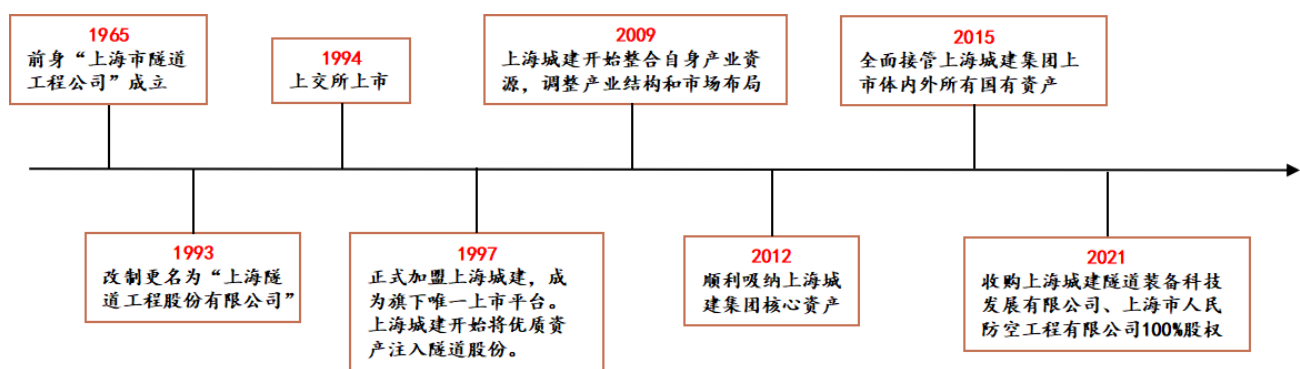
图 29: 2018-2022Q1 营业收入及增速	22
图 30: 2018-2022Q1 毛利 (亿元)、毛利率	22
图 31: 2019-2021 年各项业务毛利率	22
图 32: 2018-2022Q1 各项费用率	23
图 33: 2018-2022Q1 归母净利润 (亿元) 及增速	23
图 34: 2020Q1-2022Q1 收现比、付现比	23
图 35: 2018-2022Q1 经营活动产生的现金流净额 (亿元)	23
图 36: 2020H1-2022Q1 资产负债率	24
表 1: 2016-2021 年全国公路、公路隧道长度及隧道公路比	7
表 2: 公司承建的部分上海轨道交通项目	8
表 3: “十四五”期间燃气管道改造与新建市场空间测算	10
表 4: “十四五”期间城市地下管廊工程市场空间测算	12
表 5: 隧道股份相关工艺	12
表 6: 公司养护业务服务模式	14
表 7: 公司在运营期内的融资合同模式重大项目	15
表 8: 公司处于建设期的重大的非股权投资项目	16
表 9: 元晟租赁相关公告	17
表 10: 公司长期应收款项及久期计算 (截至 2021 年)	18
表 11: 公司基础设施合同资产及久期计算 (截至 2021 年)	18
表 12: 公司尚未开工或处于准备阶段的重大项目	19
表 13: 2021 年建筑公司投资运营类业务利润占分部利润比例	20
表 14: 2021 年建筑公司投资运营类资产占总资产比例	21
表 15: 公司主营业务预测表	24
表 16: 费用率预测表	25
表 17: 长期应收款、其他非流动资产预测表	25
表 18: 盈利预测表	25
表 19: 估值对比表	26
附: 财务预测表	27

## 一、基建主业地位稳固，地下业务行业领先

### 1、领先的地下工程业务全产业链综合服务商

上海隧道工程股份有限公司（以下简称“公司”）的前身“上海市隧道工程公司”成立于1965年，1993年公司改制更名，并于次年在上交所上市，成为中国基建行业首家上市股份制公司。1996年，公司正式加盟上海城建，成为旗下唯一上市平台，得到大量优质资产。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，隧道股份总股本由7.33亿股大幅跃升至12.85亿股。2015年在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，公司全面接管上海城建集团上市体内外所有国有资产，目前公司已成长为全球EPC市场公认的城市基础设施建设运营综合服务商，提供基础设施规划咨询、设计、投资、建造、运营“全生命周期服务”。

图1：公司发展历程

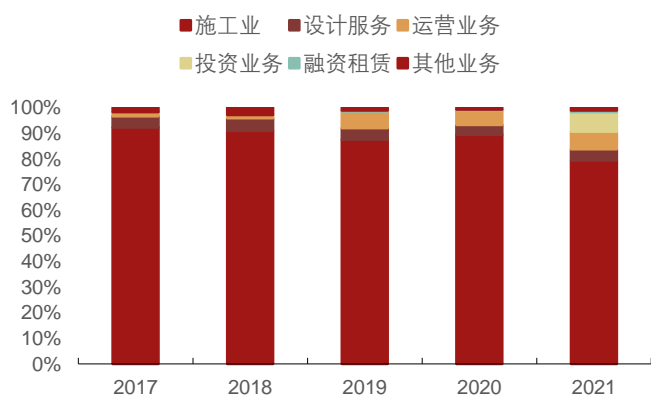


资料来源：公司官网、招商证券

公司主要从事隧道、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、投资和运营业务，以及部分盾构设备的制造业务。公司的基础设施建设业务包含工程施工业务和工程设计业务，施工业务是公司收入的主要来源。2021年公司实现营业收入622.26亿元，比上年同期增长15.20%，其中工程施工业务占比79%，约为491.99亿元。

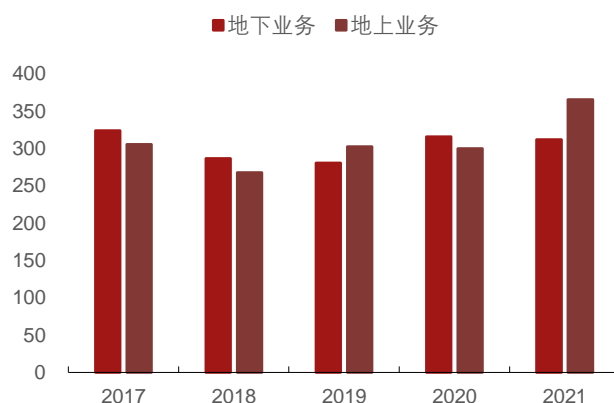
公司的工程施工业务按空间类型分为地下业务及地上业务，经过多年探索与专攻术业，公司地下工程业务行业领先。公司2021年经营数据显示，其全年地下业务中标合同量311.71亿元，占比约为46%。公司近五年地下业务发展稳定，每年合同量约为300亿左右。

图2：2017-2021年公司收入分业务占比



资料来源：iFind、招商证券

图3：2017-2021年地下、地上业务中标金额（亿元）

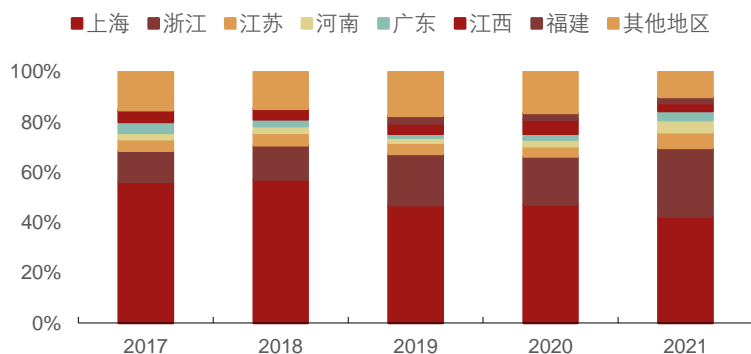


资料来源：iFind、招商证券

从地域分布看，公司业务来源集中在江浙沪等长三角区域，其中上海地区是公司营收的最主要来源。近年来上海地区业务占比有所下降，反映出公司逐步加大国内市场拓展力度。2021年上海地区营业收入占比约42%，长三角地

区约占 75%。

图 4：2017-2021 年公司主营业务分地区情况

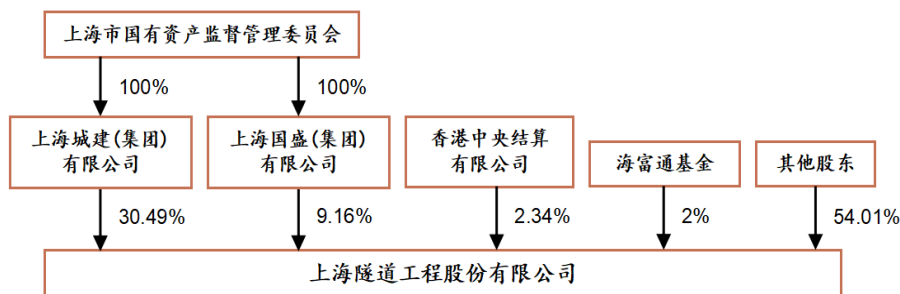


资料来源：iFind、招商证券

## 2、上海国资委实控，股权结构稳定

公司股权结构集中，上海国资委是公司实际控制人。截至 2022 年一季度，上海国资委通过上海城建集团和上海国盛集团间接持股 39.65%，上海城建集团公司于 1996 年 10 月在上海市市政管理局“政企分开”的改革背景中诞生，是以工程投资建设、设计施工和管理为一体的大型企业集团，上海国盛集团成立于 2007 年 9 月，是上海市政府批准成立的大型国有资本投资运营平台公司。2022 年一季度上海国盛集团减持 2% 的股份，该部分目前由海富通基金持有，其成为新进十大股东。此外，香港中央结算公司持股 2.34%；其余股东持股不超过 1%，合计 54.01%。

图 5：公司股权结构（截至 2021 年一季度）



资料来源：iFind、招商证券

## 二、未来地下业务空间广阔，千亿市场蓄势待发

### 1、隧道类业务是公司传统优势业务

隧道类业务是公司传统核心优势业务。公司隧道类工程包括轨道交通类与市政工程类，轨道交通类包括轨道交通车站、区间及机电安装等，市政工程类包括越江隧道、深隧、顶管工程、综合管廊等，二者订单合计约占订单总额一半，按此比例计算，2021 年隧道类业务为公司带来超 200 亿收入。

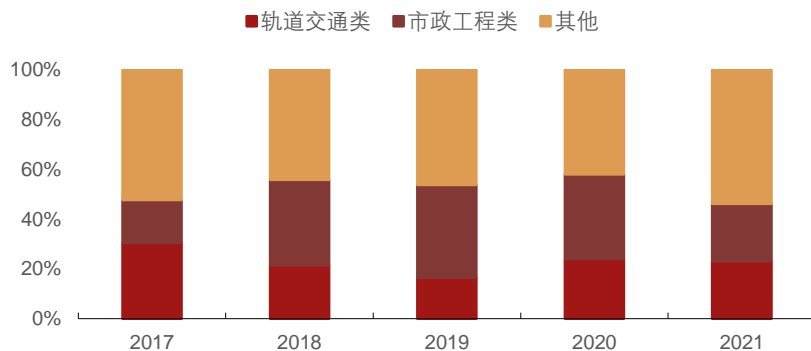
根据交通运输部的数据，近年来，全国公路建设增速较以往有明显提升，公路隧道建设增速也显著加快，隧道占公路比例持续增大，将带动未来公路隧道市场增长，公司的隧道类业务有望受益。

表 1: 2016-2021 年全国公路、公路隧道长度及隧道公路比

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
全国公路总里程 (万公里)	469.52	477.35	484.65	501.25	519.81	528.07
同比增长		1.7%	1.5%	3.4%	3.7%	1.6%
全国公路隧道长度 (万延米)	1403.97	1528.51	1723.61	1896.66	2199.93	2469.89
同比增长		8.9%	12.8%	10.0%	16.0%	12.3%
隧道公路比 (延米/公里)	2.99	3.20	3.56	3.78	4.23	4.68

资料来源: 交通运输部、招商证券

图 6: 公司隧道类工程订单占比



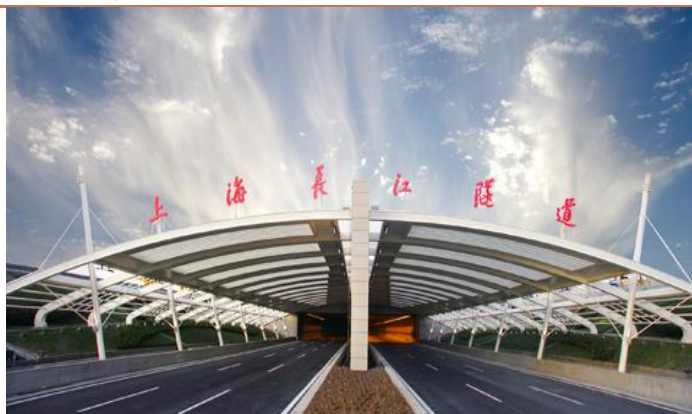
资料来源: iFind、招商证券

### (1) 承包以越江隧道为代表的各类隧道

国内许多大城市都临江、河或湖而建, 随着经济增长及城市扩张, 跨江或跨河间往来日益密切, 越江公路隧道由于环境污染小、运行速度快等优势, 正成为许多城市解决跨江往来首选。公司所在的长三角地区地处长江流域, 城市化发展水平较高, 城市交通建设的不断发展决定了该地区具有大量的越江、湖底隧道需求。

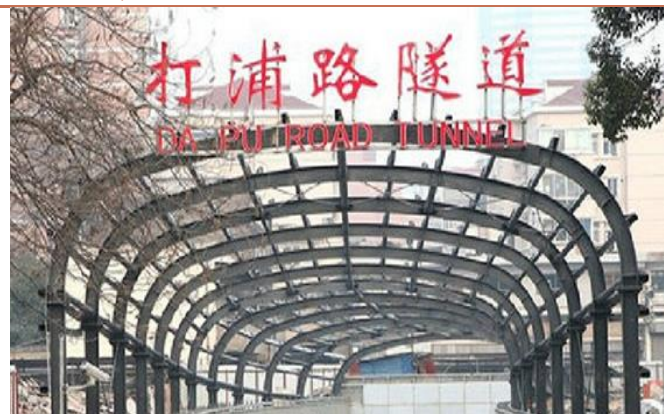
公司于 1970 年建成中国首条越江隧道——上海打浦路隧道, 它是中国国内第一条采用盾构法施工的越江公路隧道, 为上海以后的越江隧道建设奠定了技术和施工工艺上的基础。截至目前, 公司承建了中国已建和在建的 9 条 14 米以上超大直径隧道工程中的 8 条, 以及上海黄浦江底 19 条越江隧道中的 18 条, 并凭借盾构法、沉管法、管幕法等世界领先工艺, 在国内外总集成、总承包建设隧道工程上百项, 产品直径基本涵盖全球现有隧道工程所有尺寸。公司越江隧道代表项目还包括上海长江隧道, 其代表目前世界盾构法隧道建设领域的高技术水平。

图 7: 上海长江隧道



资料来源: 公司官网、招商证券

图 8: 上海打浦路隧道



资料来源: 公司官网、招商证券

此外, 其他隧道施工领域也有良好的市场机遇, 例如在水利水电隧道施工领域, 由于我国地域广阔, 水资源分布不均, 北方地区严重缺水, 引水项目前景广阔。公司在引水隧道领域的代表项目有上海青草沙水源地原水工程, 该工程是 2012-2013 年度中国建设工程鲁班奖 (国家优质工程) 获奖工程之一。公司负责承建青草沙原水过江管工程和青草沙

水源地 5 号沟泵站，整个工程由浦东盾构工作井、长兴岛盾构接收井和两根过江隧道组成，过江隧道跨卧江底倒虹过江。

图 9: 上海青草沙水源地原水工程



资料来源: 上海住建委、招商证券

图 10: 上海青草沙水源地 5 号沟泵站工程机组

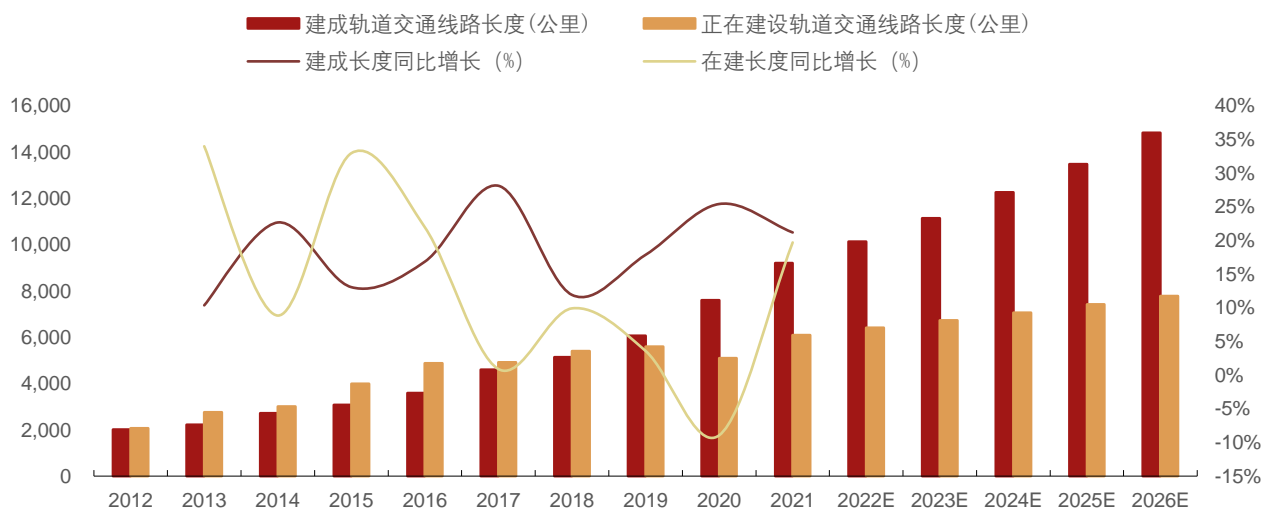


资料来源: 上海住建委、招商证券

## (2) 轨道交通仍有广阔市场空间

作为城市公共交通系统的重要组成部分，城市轨道交通有地铁、轻轨、市郊铁路、有轨电车以及悬浮列车等多种类型，号称“城市交通的主动脉”。截至 2021 年末，全国已开通运营轨道交通的城市已达 51 个，运营里程约 9200 公里。上海、北京、成都、广州、深圳等位居城市轨交发展水平前列，上海运营总里程达 830 公里，高居榜首。近十年全国轨道交通建成长度增长迅速，年均增速约为 18%，我们以 12% 的增速估计，2026 年我国轨道交通建成长度或达 1.6 万公里。

图 11: 全国历年建成与在建轨道交通线路长度（公里）及增速



资料来源: 历年城乡建设统计年鉴、招商证券

公司在轨道交通领域施工经验丰富，已先后为南京、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，累计建设里程约 705 公里，占到全国总里程的约 7.7%。以上海市为例，截至 2021 年，上海市轨道交通运营总里程达 830 公里，位居全国第一，其在建里程超过 200 公里。公司充分发挥区位优势，积极参与到上海市轨道交通建设中，多年来承接了大量设计、施工业务。

表 2: 公司承建的部分上海轨道交通项目

地铁线路	项目概述
上海地铁 1 号线	1966 年开始 1 号线实验工程; 1980 年承接铁 1 号线扩大试验工程, 共承接 1 号线 10 个车



站、10 个区间站。

上海地铁 7 号线	承接 9 个车站、8 个区间。
上海地铁 8 号线	承接黄兴公园站-翔殷路站嫩江路站-市光路站 3 个区间，全长 2.7 千米。
上海地铁 11 号线	承接徐家汇站-上海体育馆站区间隧道，位于徐汇核心商，全长 1.6 千米。
上海地铁 14 号线	承接云山路站-蓝天路站-黄杨路站-锦绣东路站 3 个区间，全长 3.06 千米。
上海地铁 16 号线	承接 16 号线整线的设计任务及 3 个区间、2 个风井、2 个车站。
上海地铁崇明线	承接崇明线长兴岛南工作井和大盾构南港区区间隧道，该隧道全长 7.7 千米。

资料来源：公司官网、招商证券

在占据较高国内市场份额的同时，公司也积极开拓国外市场，2021 年 12 月公司子公司隧道股份城建国际（隧道新加坡公司）公告中标“新加坡跨岛线一期 CR102 标”，中标金额约合人民币 36.35 亿元，其中隧道股份城建国际占比 70%，约 25.45 亿元。跨岛线是新加坡政府规划建造的第八条地铁线路，建成后将成为新加坡最深、最长的地铁线。

图 12: 新加坡跨岛线一期 CR102 标



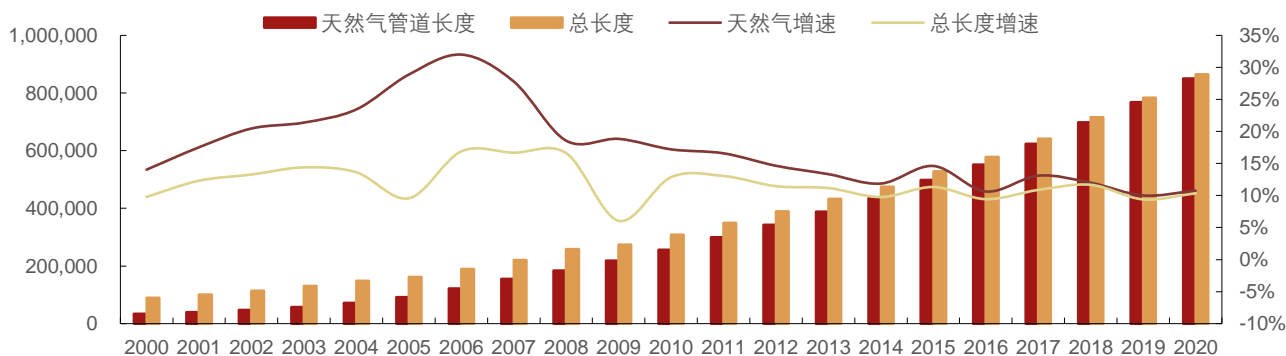
资料来源：腾讯新闻、招商证券

## 2、“十四五”期间全国燃气工程投资有望加码，公司能源类订单有望继续高速增长

### (1) “十四五”期间燃气管道新建、改造量大

随着我国经济发展水平不断提升，城市的基础设施日渐完善，燃气管道事业也快速发展。截至 2020 年，全国用气人口已经超过 6.67 亿人，全国城镇燃气使用普及率达到 97.87%。但是，在燃气使用带来便利的同时，燃气安全的风险也日益凸显，大量早期铺设的燃气管道暴露出安全隐患，急需相关改造工程。在今年初应急管理部新闻发布会上，应急管理部安全协调司司长苏洁指出，去年燃气事故多发，其中一个重要原因就是管道常年腐蚀造成燃气泄漏，引起爆炸。根据应急管理部初步统计，现在全国已有近 10 万公里管道出现不同程度老化，占到 2020 年全国城市燃气管道总量的约 11.6%。住建部表示，2022 年将重点推进燃气等城市管道老化更新改造重大工程，力争开工改造存在安全隐患的燃气管道约 2 万公里。

图 13: 全国历年城市燃气管道长度(公里)及增速



资料来源: 历年城乡建设统计年鉴、招商证券

同时,在“双碳”背景下,天然气作为一种清洁能源,将迎来重要发展机遇。有学者预测,未来天然气产业规模将不断扩大,预计中国天然气消费将持续增长至 2035 年前后,年消费峰值达到 6000 亿立方米以上。根据发改委数据,2021 年全国天然气表观消费量为 3726 亿立方米,因此,未来十年天然气管道建设有望加速发展。根据《中长期油气管网规划》,“十四五”期间我国将推进中俄天然气东线等国家级等天然气管道的建设,并加强基础设施互联互通工作。随着“双碳”政策的推进,未来城市燃气管道中天然气管道占比将继续保持高位,增速预计会继续保持较高水平。

根据我们的估算,“十四五”期间燃气管道新建以及改造工程市场规模将达 1800 亿元,相比“十三五”,同比增长 12.5%。2021 年-2025 年燃气管道工程市场空间分别为 265 亿元、313 亿元、355 亿元、404 亿元、460 亿元,“十四五”期间共计 1797 亿元,以 2020 年为基期,年均增速约为 14%。

表 3: “十四五”期间燃气管道改造与新建市场空间测算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	合计
全国燃气管道长度(公里)	864422	937033	1015744	1101066	1193556	1293815	
全国老旧燃气管道改造长度(公里)		15000	20000	23600	27848	32861	119309
老旧燃气管道改造投资额(亿元)		105	140	165	195	230	835
新建燃气管道投资额(亿元)		160	173	190	209	230	962
总投资额(亿元)	238.6	265	313	355	404	460	1797

资料来源: 历年城乡建设统计年鉴、招商证券

## (2) 能源类业务经验丰富, 2021 年能源类订单增速超 50%

在能源工程领域,公司经验丰富、代表项目多,曾总承包建设“西气东输”上海段项目,设计施工长三角超高层建筑燃气管网、上海中心燃气排管工程等,是国内城市燃气管网设计施工领域的领军企业,保持和刷新着包括超大口径超高压不停输封堵、超高层超长距离、非开挖等国内城市燃气管网设计施工领域记录。近年来,公司积极扛起社会责任,于 2020 年开展上海老旧住宅燃气立管改造任务,涉及近百个小区。

图 14: 上海中心燃气排管工程



资料来源: 公司官网、招商证券

在技术研发方面, 2020 年公司牵头创建上海城市更新中心, 是国内首家针对城市基础设施更新专业领域的省部级工程技术研究中心, 相关工作得到了上海市科委大力支持。在燃气管道改造方面, 针对市政老旧管线更新难的情况, 公司积极研发对城市居民的用气影响小的燃气管道带压开孔与封堵技术, 避免“开膛破肚”式的地下管道开挖修复。

2021 年公司完成了对子公司上海能源建设集团的重组改制, 子公司上海煤气第一管线工程有限公司、上海煤气第一管线工程有限公司以及燃气工程设计院都合并进上海能源建设集团。同时, 上海能建集团引入战略投资者中能集团, 中能集团是上海国资委出资的地方大型国企, 是专注于燃气、电力等领域的综合性能源企业集团, 二者将充分发挥彼此优势, 努力开拓市场。2021 年上海能建集团营业收入 34 亿元, 同比增速达到 20%, 净利润达到 1.3 亿元。从近 5 年公司能源类工程新签订单来看, 2021 年能源工程类新签订单 73 亿元, 同比增速超 50%。

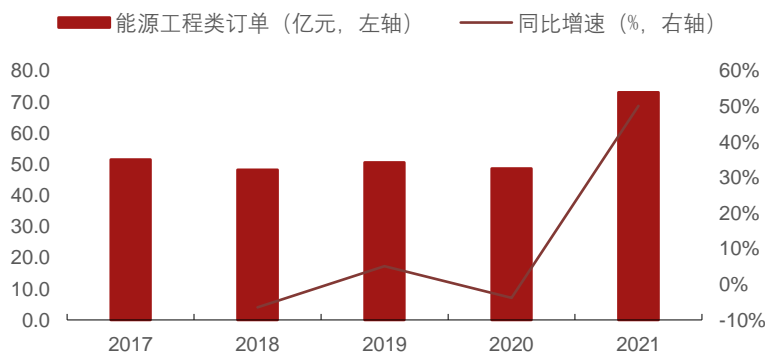
具体到长三角地区, 上海市住建委 2021 年下发《关于开展燃气隐患管道集中整治的通知》, 目标 2022 年完成 53 公里燃气隐患管道的集中整治; 江苏省办公厅 2021 年 12 月印发《江苏省城镇燃气安全排查整治工作实施方案》, 要求全面排查燃气管网和涉及燃气各领域安全风险隐患, 加快推进燃气管网等设施更新改造。因此, 公司有望受益于“十四五”期间燃气管道新建与改造。

图 15: 上海城市更新中心



资料来源: 全球科创网、招商证券

图 16: 2017-2021 年能源类工程新签订单及增速



资料来源: iFind、招商证券

公司在氢能方面也走在行业前端, 上海能建燃气设计公司服务的加氢站建设项目已超过 55 座, 在国内市场占有率位居前列。其中, 已经建成的 25 座加氢站, 按每座站年运行 330 天、日供氢 600 公斤计算 (15 吨 CO<sub>2</sub>/天), 年减排碳量可达 10 万吨。公司已建成的加氢站包括全国首座商业化运作的加氢站上海安亭加氢站、全球最大储氢规模的加氢站世博加氢站、全国首座管道供氢加氢母站金山驿蓝加氢站等。

### 3、地下综合管廊、地源热泵有望迎来新一轮建设热潮

#### (1) 未来管廊投资额或创新高，公司具备相关施工经验及技术优势

地下综合管廊是一种建设在城市地下，用于集中敷设各种市政管线的公共隧道，相较于国外，我国地下综合管廊起步较晚，“十三五”期间才开始在全国大规模推广。经过试点城市几年的探索与政策落地，各地管廊的建设与运营都有了较大改善。我们认为，受益于城市更新与新城建设不断推进以及行业体系日趋完善，“十四五”期间地下综合管廊投资或将再创新高，根据我们的计算，未来五年城市地下综合管廊市场规模约为 3000 亿元，相比“十三五”，同比增长 15.4%。

表 4：“十四五”期间城市地下管廊工程市场空间测算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	合计
全国城市道路长度（公里）	492650	517282.9	543147	570304.4	598819.6	628760.6	
全国新建道路长度（公里）		24633	25864	27157	28515	29941	
全国新建道路综合管廊长度（公里）		1921	2017	2118	2224	2335	10617
综合管廊投资额（亿元）	454	483	579	608	639	671	2980

资料来源：历年城乡建设统计年鉴、招商证券

公司进入综合管廊领域较早，积累丰富经验。公司是国内第一条现代综合管廊——张杨路共同沟的建设方，此后先后投资、建设了合肥新天地综合管廊、厦门翔安南路综合管廊以及天津于家堡金融区综合管廊工程，通过这些复杂项目积累了独特的深层地下空间资源开发利用经验与成熟解决方案。

图 17：厦门翔安南路综合管廊



资料来源：《厦视新闻》、招商证券

在地下综合管廊建设方面，公司隧道类工程的相关工艺技术亦可在管廊领域使用。例如，公司轨道交通类业务占比达到 23%，而轨道交通项目施工方式与地下管廊有相通之处，未来综合管廊与城市轨道交通共建或将成为新趋势，公司或将在管廊建设潮中受益。

表 5：隧道股份相关工艺

超大断面矩形顶管隧道修建技术	综合管廊施工一般采用明挖法施工，但下穿铁路、公路等由于安全要求高、或受不可移动等问题的限制，此时暗挖法中的顶进法（顶管法）施工就显得尤为重要、合适。隧道股份掌握超大断面矩形顶管隧道修建技术，承建的世界最长超大断面矩形顶管工程陆翔路-祁连山路贯通工程于 2020 年 11 月完工。
----------------	--

无工作井盾构法  
隧道技术

传统的施工方法需要做两个工作井作为盾构始发井和接收井，盾构在工作井中始发和到达，工作井和隧道的暗埋段需要开挖。无工作井盾构法隧道技术是盾构机从地表始发，在浅覆土条件下掘进，最后盾构机在目标地点从地表到达。该工法特点是盾构直接从地面始发和到达。该新工法将隧道和暗埋段一起施工，不用施工竖井和大开挖施工暗埋段，减少了大型设备的施工，减少土方量，对周围环境的不良影响降低，既节约了能源又减少了碳排放。

资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

(2) 地源热泵市场潜力大，公司已积极探索布局

2018 年我国建筑全过程的能耗量与碳排放量分别占据我国总量的 46.5% 与 51.3%。通过发展、推广绿色建筑实现我国建筑领域节能减排，是我国实现“双碳”目标的必由之路。目前相关评价体系已逐步建立，政策扶持力度加大。地源热泵作为调用优质清洁能源地热能的重要技术或将迎来新一轮发展良机。根据我们的《建筑工程行业深度报告：地源热泵助力节能减排，政策暖风催发市场前景》，我们预估，地源热泵以 7% 的年增速增长，“十四五”期间年均新增地热能供暖制冷面积 1.12 亿 m<sup>2</sup>，2025-2030 年期间每年平均新增 1.57 亿 m<sup>2</sup>。我们估计 2020 年单位面积综合平均工程造价 360 元/m<sup>2</sup>，以造价年均下降 2% 的速度估算，地源热泵在“十四五”期间每年将有约 379 亿市场空间，2026-2030 年间每年将有约 481 亿市场空间。

公司在地下工程领域造诣颇深，同时也在积极开拓节能环保业务，并积累了相关技术，如环保型同步注浆工艺。公司近年在地源热泵领域已有所尝试。2018 年，公司参与设计的华电银川“东热西送”集中供热项目穿越黄河隧道工程胜利贯通，该项目是全国首个采用百万空冷机组供热、长距离、跨黄河、大温差热泵技术集中供热项目，实现供热面积 8000 万 m<sup>2</sup>。2019 年，公司展示将土壤源热泵技术应用到燃气场站的天然气综合利用项目，并提出了“节地”、“共享”、“节能”的全新设计思路。

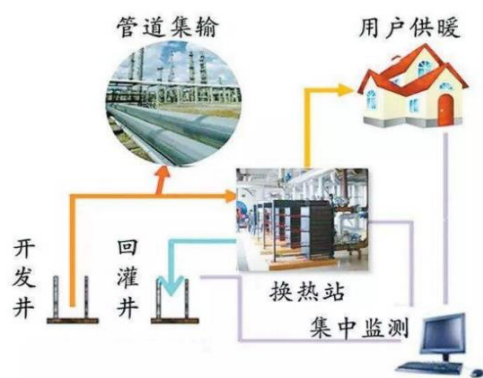
2020 年，公司与中国石油合作，共同参与河北省地热资源的开发建设工作。若公司进入地源热泵市场将具备一定技术优势。2021 年，隧道股份建元基金投资支持的中设工程咨询（重庆）股份有限公司在北交所上市。中设咨询先后承担了唐山湾三岛旅游区跨海大桥、广西北海南康江大桥、重庆江北城 CBD 水源热泵集中供冷供热取水工程等千余项工程咨询项目，设计建设最具特色、独到的工程作品。

图 18：公司土壤源热泵技术天然气燃气场站应用项目



资料来源：公司官方公众号、招商证券

图 19：公司与中国石油合作开发河北省地热资源



资料来源：上海工地公众号、招商证券

三、全产业链运作水平提高，投资运营业务占比行业领先

公司投资运营类业务分成三块：投资业务、运营业务和融资租赁业务。公司于 2021 年调整会计准则，重新划分各细分业务收入，新增**投资业务**，该部分业务原来划入施工业，主要包括在建设期的还没有进入运营的项目，收入来源包括投资类项目的工程收入以及融资利息等，其收入占比 7.6%，分部利润占比 24.2%；**运营业务**包括养护业务和进入运营期的投资业务，其收入占比 6.8%，分部利润占比 28.6%；**融资租赁业务**主要是政信类的业务，与政府合作为主，

敬请阅读末页的重要说明

项目的区域选取以长三角、大湾区为主，其收入占比 0.7%，分部利润占比 6.4%。

图 20: 公司主营业务细分情况



资料来源：公司公告、招商证券

## 1、运营业务占比逐年提高，收入稳定

2021 公司年运营业务收入 42 亿，增速 40%，占收入比 6.8%；毛利 12.06 亿元，毛利率 28.51%。2019 年、2020 年运营业务收入分别为 30.09 亿元、30.14 亿元。

公司的运营业务主要包括养护业务和进入运营期的投资业务。2021 年养护业务收入约 27 亿，进入运营期的项目收入约 15 亿。去年公司运营业务增速高主要由于进入运营期的项目较多，后文第 3 点将从长期应收款与其他非流动资产角度分析，预计未来公司运营业务仍能持续较高速增长。

### (1) 深耕基础设施养护、运维，倡导全生命周期运营理念

公司在建完隧道、桥梁、高速公路等项目后，会得到与之相关的养护业务，这部分收入大多来源于政府定期补贴，每年金额基本固定，不受疫情影响。公司的养护收入主要来自于子公司上海城建城市运营集团，其长期致力于城市基础设施的全生命周期的运营和管理，提供智慧管养与安全运维、设施维保、应急保障、咨询等服务。

城市运营集团是中国城市基础设施运营事业的先行者，1970 年开始管养中国第一条越江隧道上海打浦路隧道，上世纪八十年代取得中国第一条高速公路沪嘉高速的运管权，九十年代开始维护上海内环高架和南浦大桥，现已具备城市道路和公路、大型桥梁和高架道路、高速公路、越江隧道四类城市基础设施的养护维修准入资质。

表 6: 公司养护业务服务模式

智慧管养	公司拥有专业化的运营团队和养护设备，研发了结构表面高清图像分析系统、特殊照明控制系统、大位移伸缩缝无线监测系统、桥面温度实时采集系统、大桥变形 GPS 监测系统、无人机监测系统，开启了智慧管养新模式。
安全运维	公司为上海 90% 以上的市政重大基础设施以及南昌、淮安、港珠澳等市外市场提供运营服务，具备丰富的实践经验和完备的数据支撑，按照“预防为主、防治结合、保证重点、养好一般”的养护工作方针，快速处理缺陷，减少对交通的影响。
设施维保	公司拥有工程施工总承包一级资质，能有效整合各方资源优势，并在设施维修中引入全生命周期运营规划，一改以往病害出现后被动养护的传统养护模式，引入养护设计理念，进行主动养护、预防性养护，有效降低养护成本，延长大修周期。
应急保障	公司拥有完善的突发事件处置预案体系、专业高效的应急抢险队伍、处理各类城市运维中疑难杂症

敬请阅读末页的重要说明

的经验，在处理应急突发情况、恶劣天气等方面形成了一整套涵盖人员、技能、设备、车辆、预案、演练、联动、后评估、危公关等在内的应急保障体系。

**咨询服务**

公司提供覆盖项目运营前、运营中以及运营后的全阶段技术（管理）咨询服务，协助业主做出专业、严谨的项目决策分析。着重研究解决基础设施项目运营管理各环节面临的关键技术问题，为业主提供先进的技术指导和咨询服务。

资料来源：公司官网、招商证券

城市运营集团的全生命周期运营理念是通过规划、设计、施工、运营等环节一体化思考，科学配置资源投入，延长设施使用寿命，实现总体成本最低化和综合效益最大化的养护理念。在已新建隧道上，以杭州文一路隧道为例，在其建设初期提前将隧道建成后的运维需求纳入考虑，公司携手浙江当地打造了国内第一条以全生命周期模式运维的新建隧道，致力实现“大修不全封”；在已建成隧道上，以建成近 20 年的上海大连路隧道为例，其顺利实现全生命周期管理模式在已建设施上的复制推广，目前，上海已有 20 条隧道仿照大连路隧道完成全生命周期运营模式的复制。

图 21: 杭州文一路隧道



资料来源：公司官网、招商证券

图 22: 上海大连路隧道



资料来源：公司官网、招商证券

**(2) 基础设施运营收入稳定，受疫情影响小**

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，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，近年来公司已建、在建和运营的大中型项目约 50 项。目前进入运营期的项目共 11 项，其中较大的 4 项特许经营项目 2021 年收入达 13.01 亿元，占据了运营业务中除养护业务的大部分。这 4 项特许经营项目处上海嘉浏高速外收入来源为政府补助与车辆通行费，其中政府补助每年较为稳定，车辆通行费在短期会受各种因素有所波动，但长期来看收入较为稳定。

表 7: 公司在运营期内的融资合同模式重大项目

特许经营项目	运营期限	收入来源及归属	2021 年收入 (亿元)
钱江通道 BOT 项目	2014 年-2040 年 3 月	杭州建元隧道发展有限公司对通过杭州萧山钱江隧道的车辆收取车辆通行费及可行性缺口补助	3.74
上海嘉浏高速	2005 年 7 月-2032 年 12 月	上海嘉浏高速公路建设发展有限公司对通过上海嘉浏高速公路的车辆收取车辆通行费	3.54
杭绍台高速公路台州段	2021 年 1 月-2050 年 12 月	台州元合建设发展有限公司负责对杭绍台高速公路（台州段）负责运营管理，用通行费、服务区及广告经营等获取收益及可行性缺口补助	3.19

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	杭州晟文建设发展有限公司从杭州市城乡建设委员会获取杭州市城市维护建设的专项资金补贴	2.54
<b>合计</b>			<b>13.01</b>

资料来源：公司公告、招商证券

从公司处于建设期的投资项目来看，未来仍有多项 PPP 项目会进入运营阶段，继续增厚公司运营业务收入，这些业务收入来源以政府定期补贴与通行费为主，具有收入来源稳定、不受疫情影响等特点。

**表 8：公司处于建设期的重大的非股权投资项目**

项目名称	项目投资总额（亿元）	项目进度	预计运营时间	项目收益情况	目标收益（亿元）
铁路杭州南站综合交通枢纽东西广场工程 PPP 项目	23.90	截至 2021 年 12 月 31 日，项目由建设期转为运营期	2022 年	目标收益率约为 6.81%	1.63
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	41.19	截至 2021 年 12 月 31 日，项目处于建设期	2022 年	目标收益率约为 7%	2.88
台州市地下综合管廊一期工程 PPP 项目	24.68	截至 2021 年 12 月 31 日，项目处于建设期	2023 年	目标收益率约为 6.05%	1.49
S317 线郑州境新郑机场至新密改建工程 PPP 项目	22.42	截至 2021 年 12 月 31 日，项目处于建设期	2023 年	目标收益率约为 6.5%	1.46
自贡市水环境综合治理 PPP 项目	24.68	截至 2021 年 12 月 31 日，项目处于建设期	2023 年	目标收益率约为 8%	1.97
时代大道南延（绕城至中环段）工程 PPP 项目	28.74	截至 2021 年 12 月 31 日，项目处于建设期	2023 年	目标收益率约为 7%	2.01
<b>合计</b>					<b>11.44</b>

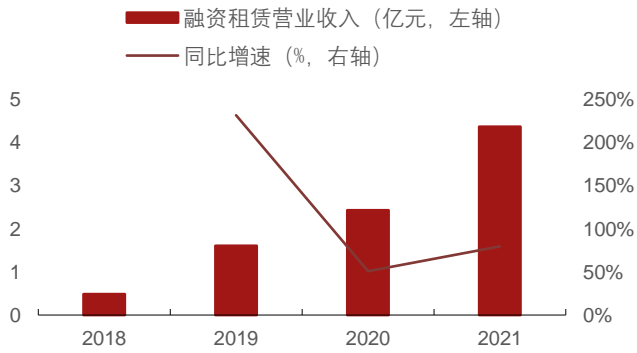
资料来源：公司公告、招商证券

## 2、融资租赁等新型业务有望成为新增长点

为提高全产业链运作能力，完善经营格局，近年来公司稳步推进融资租赁等金融业务，融资租赁业务营业收入自 2019 年后增长迅速。2021 年公司融资租赁收入 4.37 亿元，增速达 80%，占总营收的 0.71%，较前一年提高了 0.26%。2021 年公司融资租赁净利润 1.43 亿元。公司的融资租赁业务主要为政信类业务，多与各地各级政府合作，项目选择以基础设施建设为主，区域选取以长三角、大湾区等经济较为发达地区为主，总体来看项目标的物较为优质。

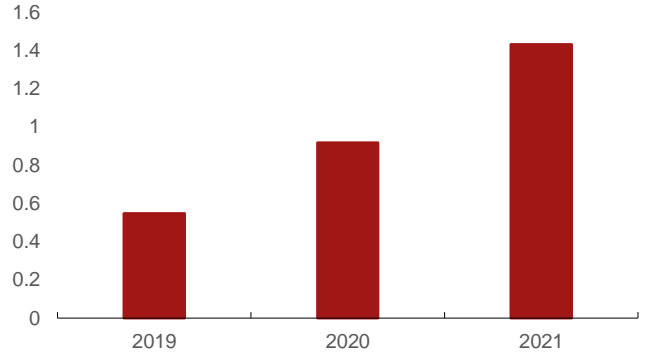


图 23: 2018-2021 年融资租赁业务收入及增速



资料来源: iFind、招商证券

图 24: 2019-2021 年融资租赁业务净利润 (亿元)



资料来源: iFind、招商证券

公司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”) 由公司全资子公司上海建元投资有限公司和上海隧道工程股份 (新加坡) 有限公司出资 9 亿元成立, 主要从事融资租赁等相关业务。2021 年 8 月, 公司通过对元晟租赁增资的议案, 为其增资 6 亿元。近年来, 公司融资租赁款项持续扩大, 在此基础上, 公司积极探索融资租赁款证券化。参考主营融资租赁业务且规模较为接近的上市公司, 目前资本金下元晟租赁未来每年或为公司带来 10 亿营业收入。

表 9: 元晟租赁相关公告

时间	详情
2020 年 10 月 27 日	公司同意元晟融资租赁向关联方上海城建置业发展有限公司提供融资租赁服务, 租赁模式为售后回租; 项目金额 3.5 亿元; 期限 5 年; 手续费 1421 万元; 租赁物为位于上海市浦东新区浦电路 380 号的“城建国际中心”部分商业、办公等建筑物及附属设施, 建筑面积合计为 51875.6 平方米。
2021 年 3 月 10 日	公司通过《关于全资孙公司开展资产证券化业务的议案》, 同意元晟租赁开展融资租赁资产证券化业务, 设立“元晟租赁 2021 年第一期资产支持专项计划”, 发行资产支持证券进行融资。
2021 年 4 月 16 日	公司收到上海证券交易所出具的《关于对元晟租赁 2021 年第一期资产支持专项计划资产支持证券挂牌转让无异议的函》。截至 2021 年 4 月 16 日, 认购资金已全部划入第一期专项计划托管账户, 第一期专项计划实际收到认购资金为 9.69 亿元, 达到目标募集规模, 符合成立条件。
2021 年 8 月 24 日	公司通过《公司关于上海元晟融资租赁有限公司申请发行储架 ABS 的议案》。同意公司下属元晟租赁申请储架发行不超过 30 亿元资产证券化产品 (ABS)。
2021 年 11 月 18 日	公司收到上海证券交易所出具的《关于对元晟租赁 2021 年资产支持专项计划资产支持证券挂牌转让无异议的函》。截至 2021 年 11 月 18 日, 认购资金已全部划入元晟租赁 2021 年第二期资产支持专项计划托管账户, 第二期专项计划实际收到认购资金为 15.29 亿元, 达到目标募集规模, 符合成立条件。

资料来源: iFind、招商证券

### 3、长期应收款、其他非流动资产平均久期计算及规模预测

分析公司未来投资运营业务增长趋势可参考长期应收款、其他非流动资产两个指标。公司将完工的项目列入长期应收款, 未完工的投资类项目列入其他非流动资产, 二者规模增加代表未来投资运营业务规模也会增加。

截至 2021 年末，公司长期应收款约 296 亿元，其中基础设施投资约 241.77 亿元，融资租赁 54 亿元。2020 年末长期应收款约 183 亿元，基础设施投资约 140 亿元，融资租赁 43 亿元，2019 年长期应收款约 154 亿元。2021 年长期应收款增长较多主要由于杭绍台高速公路完工，贡献 86 亿元。长期应收款中隧道、高架等项目运营期限为三年到三十年，融资租赁项目期限为一年到五年，假设平均为三年，据此可计算出 2021 年公司长期应收款平均久期约为 14.77 年。

表 10: 公司长期应收款项及久期计算 (截至 2021 年)

项目	账面价值 (亿元)	运营期截止时间	久期 (年)
杭绍台高速公路台州段	86.98	2050 年	30
融资租赁款	54.35		3
文一路地下通道工程 BOT 项目	33.50	2037 年	16
常州高架一期项目	31.05	2033 年	12
常州高架二期项目	22.45	2033 年	12
株洲轨道科技城路网工程 PPP 项目	16.09	2035 年	14
宁德市蕉城区三屿园区开发及其配套基础设施政府和社会资本合作 (PPP) 项目	13.88	2022 年	1
樟树市滨江新城农民安置房建设工程	7.78		2
大连路越江隧道	6.84	2028 年	7
南昌市绕城高速公路南外环 (塔城至生米段) 工程	5.58		1
南昌朝阳大桥	5.18		2
中意 (宁波) 生态园 PPP 项目	4.45	2035 年	14
G107 线郑州境东移改建 (二期) 工程	3.95	2029 年	8
于家堡金融区地下共同沟工程-郭庄子路一期工程	2.02		2
长沙万家丽路快速化改造工程	1.94		3
宁海 38 省道 BT 改建工程	0.07		6
<b>合计</b>	<b>296.12</b>	<b>平均久期</b>	<b>14.77</b>

资料来源: 公司公告、招商证券

2021 年末，公司其他非流动资产约 157 亿元，其中基础设施合同资产 155.48 亿元；2020 年公司其他非流动资产为 201 亿元。公司其他非流动资产主要为 PPP 项目，据此计算出 2021 年其他非流动资产平均久期为 14.58 年。

表 11: 公司基础设施合同资产及久期计算 (截至 2021 年)

项目	账面价值 (亿元)	预计进入运营时间	久期 (年)
绍兴市越东路及南延段智慧快速路工程	31.55	2022 年	16
铁路杭州南站综合交通枢纽东、西广场工程 PPP 项目	25.00	2022 年	11
慈溪市胜山至陆埠公路 (横河-余慈界段) 工程 PPP 项目	15.87	2022 年	12
江油至三台芦溪公路改建工程 (江油段) 及江油市福田渡改桥	9.49	2022 年	12

工程 PPP 项目

铁路温岭站综合交通枢纽工程 PPP 项目	7.36	2022 年	14
余姚市公共文化中心	5.87	2022 年	10
南昌赣鄱（溪霞）珍奇植物园 PPP 项目	3.02	2022 年	12
台州市地下综合管廊一期工程（台州大道段、市区段）PPP 项目	18.71	2023 年	14
自贡市水环境综合治理 PPP 项目之 B 项目包	15.35	2023 年	28
杭州时代大道南延（绕城至中环段）工程 PPP 项目	10.55	2023 年	14
S317 线郑州境新郑机场至新密改建工程 PPP 项目	6.36	2023 年	11
昆明经济技术开发区呈黄路（北段）西辅线工程包 PPP 项目	3.29	2023 年后	14
南昌市红谷滩九龙湖新城起步区市政基础设施 BT 项目	1.58	2023 年后	5
官渡 6 号路等 13 条新建道路政府和社会资本合作 PPP 项目	1.48	2023 年后	15
<b>合计</b>	<b>155.48</b>	<b>平均久期</b>	<b>14.58</b>

资料来源：公司公告、PPP 服务平台、招商证券

根据公司上述项目情况，若各项目均能按时完工，2022 年预计进入运营期的项目金额约 98 亿元、2023 年预计约 51 亿元，这些项目将从其他非流动资产转为长期应收款。

在进行长期应收款的预测时，首先在长期应收款中通过久期计算进行调整，再计入进入运营的项目，最后假设融资租赁款年增 10 亿元，可以估算出公司 2022 年、2023 年长期应收款约为 385 亿元、431 亿元，同比增速分别为 30.0%、11.9%。在其他非流动资产方面，除上表已开工项目外，公司尚有多项未开工的项目，合同金额超 260 亿，我们假设工期三年则基础设施合同资产年增 80 亿元，再减去已完工的项目，可以估算出公司 2022 年、2023 年其他非流动资产约为 139 亿元、168 亿元。

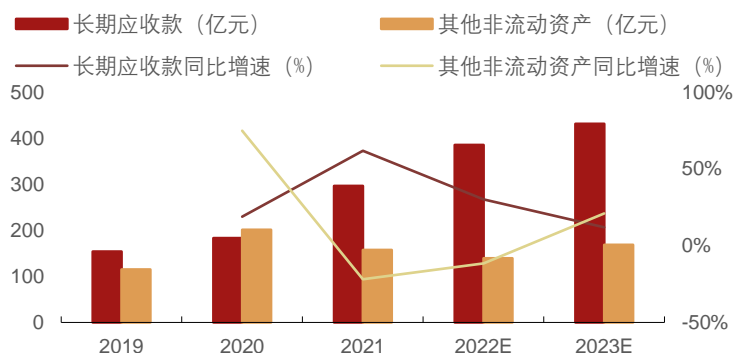
表 12：公司尚未开工或处于准备阶段的重大项目

合同标的	执行情况	交易价格 (亿元)
邮辉高速、郑新高速、长修高速东延项目	2022 年 5 月中标。	91.43
杭金衢高速至杭绍台高速联络线工程 PPP 项目	截止 2021 年 12 月 31 日，总承包合同协议书已签订，目前场站建设基本完成；桩基首件已完成；正式开工令暂未下发。	71.22
安阳至罗山高速公路豫冀省界至原阳（兰原高速）段	截止 2021 年 12 月 31 日，总包合同已签订，目前项目综合场站建设已完毕，正在特殊路基及桩基施工中。	52.65
安阳至新乡高速安阳至鹤壁段 AHTJ-3 标	截止 2021 年 12 月 31 日，完成项目部驻地、钢筋加工厂、混凝土拌合站、工地试验室、中心试验室建设；鹤辉高速进场道路、临时用电、临时用水；小柏峪隧道进场道路，小岩沟隧道进场道路完成 70%。	26.10
漕宝路快速路新建工程 2 标	截止 2021 年 12 月 31 日，项目合同已签订，目前大临前期施工准备中。	23.09
<b>合计</b>		<b>264.48</b>

资料来源：公司公告、招商证券

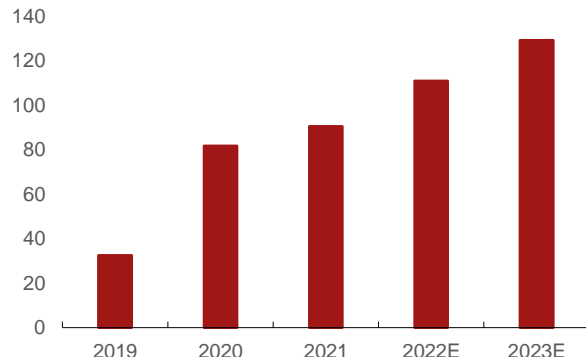
公司未来两年的运营业务收入可以根据长期应收款估算。假设进入运营期的项目平均收益率为 6.5%，则 2022 年、2023 年公司运营业务收入将对应增加 6.37 亿元、3.32 亿元，假设 2022 年、2023 年公司运营业务中养护业务每年增长 2 亿元，则可计算出公司未来两年运营业务总收入约为同比增速分别为 19.8%、10.5%。

图 45: 公司长期应收款、其他非流动资产规模及预测



资料来源: iFind、招商证券

图 26: 2019-2021 年公司投资运营业务收入及预测 (亿)



资料来源: iFind、招商证券

注: 这里的投资运营类业务是投资、运营、融资租赁业务之和

公司的投资业务收入主要为建设期的投资类项目的财务利息，因此可以根据其他非流动资产估算公司未来投资业务收入。公司 2021 年其他非流动资产共计 157 亿元，带来投资业务收入 47.3 亿元，收益率约为 3%。据此计算 2022 年投资业务收入分别为 41.7 亿元，同减 11.8%，2023 年为 50.4 亿元，同增 20.9%。公司投资运营类业务收入预测见图 26。

#### 4、投资运营类业务行业比较: 公司投资运营类利润、资产占比同行中位居前列

公司的投资运营类资产较为优质，其利润、资产占比在同行中也位居前列。我们选取行业内开展投资运营业务较多的建筑公司如中国能建、中国电建、中国中冶等，比较各公司 2021 年投资运营业务占分部利润比例的大小，公司该比值达到 59.21%，仅次于粤水电，远超其他公司，说明公司的投资运营类业务是实现利润增长的重要保障。

表 13: 2021 年建筑公司投资运营类业务利润占分部利润比例

公司名称	投资运营类业务	利润 (亿元)	分部利润 (亿元)	投资运营业务占分部利润比例
粤水电	电力运营	2.7	3.66	73.77%
隧道股份	基础设施养护、运营、投资	17.62	29.76	59.21%
中材国际	采矿工程服务	4.77	20.33	23.46%
中国能建	投资运营、水泥民爆实业	42.13	188.12	22.40%
中国电建	电力运营	29.04	167.49	17.34%
中国中冶	资源开发实业	18.46	140.12	13.17%
浦东建设	投资类项目	0.65	5.58	11.66%
中国中铁	矿产实业、高速公路运营	34.74	304.7	11.40%
龙元建设	实业投资	0.7	6.88	10.17%
中国化学	化学实业	2.82	60.41	4.68%
中国交建	高速公路运营	-17.36	287.44	-6.04%

资料来源: 公司公告、招商证券

注: 中国能建的投资运营业务中去除房地产业务利润; 中国交建年报中披露特许经营项目净亏损 17.36 亿元, 因此使用净利润代替分部利润; 粤水电、龙元建设年报中没有分部报告, 分别使用子公司净利润代替分部利润。

比较各公司 2021 年投资运营类业务资产与总资产比例的大小, 公司该比值达到 50.62%, 位居首位。5 月 25 日, 国务院办公厅发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》, 提到重点盘活存量规模较大、当前收益较好或增长潜力较大的基础设施项目资产。文中提到“引导支持基础设施存量资产多、建设任务重、负债率较高的国有企业,

把盘活存量资产作为国有资产保值增值以及防范债务风险、筹集建设资金、优化资产结构的重要手段，选择适合的存量资产，采取多种方式予以盘活”。公司运营资产较多，且资产负债率高，预计更加有动力通过文中提到的 REITs、PPP 等形式盘活资产。

表 14: 2021 年建筑公司投资运营类资产占总资产比例

公司名称	投资运营类业务资产 (亿元)	总资产 (亿元)	投资运营类业务占比
隧道股份	656.89	1297.57	50.62%
粤水电	159.70	317.32	50.32%
中国中铁	2832.11	13617.26	20.80%
中国交建	2220.97	13908.37	15.97%
中国能建	821.71	5288.63	15.54%
中国电建	1475.45	9639.77	15.31%
龙元建设	65.67	670.28	9.80%
中国化学	155.49	1778.96	8.74%
中材国际	33.29	414.78	8.03%
中国中冶	183.15	5434.7	3.37%
浦东建设	8.22	215.46	3.82%

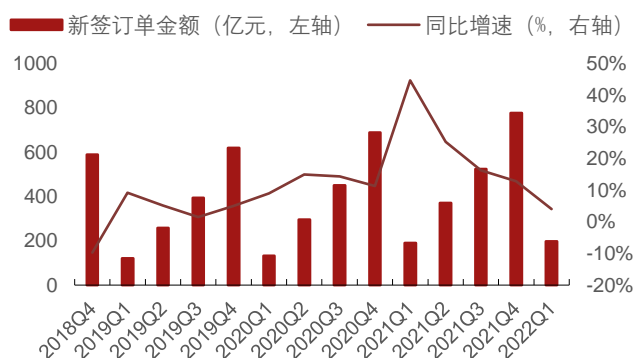
资料来源: 公司公告、招商证券

## 四、业绩短期受疫情影响有限，全年业绩增长仍值得期待

### 1、订单稳步增长，运营业务增长迅速

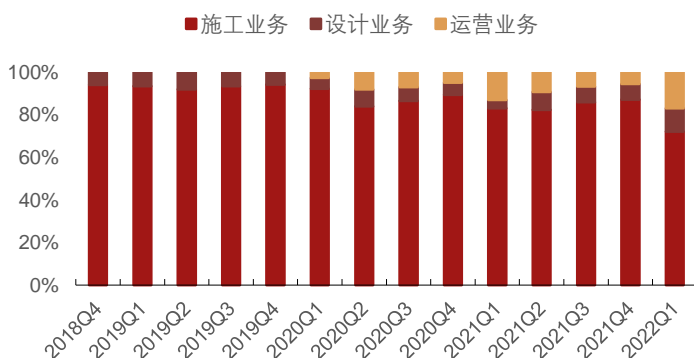
公司 2019-2021 年新签订单总体稳健增长，增速呈上升趋势，施工业务在此期间增长稳定，运营业务在 2020 年后增长较快。2022 年一季度受疫情影响订单增速有所下降，但仍保持正增长，其中施工业务订单同减 9.73%，而设计、运营业务同增较多，分别为 189.53%、35.81%，几乎不受疫情影响。总体来看，随着疫情缓和，上海企业陆续复工，未来公司施工业务新签订单有望恢复正常水平，助力公司订单总额持续增长。

图 57: 2018-2022Q1 新签订单金额、增速



资料来源: iFind、招商证券

图 28: 2018-2022Q1 各业务新签订单占比



资料来源: iFind、招商证券

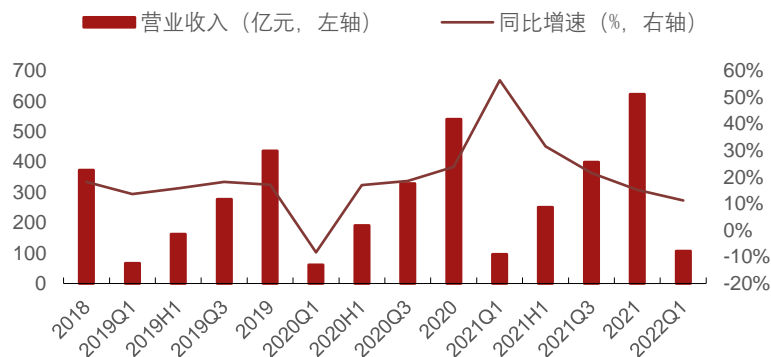
### 2、营收持续增长，预计 22 年受疫情影响较小

2018-2020 年公司营收稳健增长，2021 年营业收入 622.26 亿元，增速有所下降，但仍保持在 15% 以上。2022 年一季度营业收入 106.59 亿元，同比增长 11.16%，受上海疫情影响较小，主因公司上海地区收入占比逐年下降。

公司去年二季度单季收入 158.5 亿，其中若上海地区以 40% 的比例计算，约 63.4 亿元。其中投资运营业务多分部于

上海，按去年合计 90 亿考虑单季约 15 亿收入在上海，则上海地区二季度施工业务约 50 亿元。假设该部分收入受疫情影响，后续赶工也只完成 50%，则上海疫情将使公司二季度收入减少约 25 亿元，占营业收入不到 5%。因此预计公司二季度受疫情影响较小。2022 年，公司目标实现营业收入相比 2021 年增长 8-10%，我们预计仍能完成此目标。

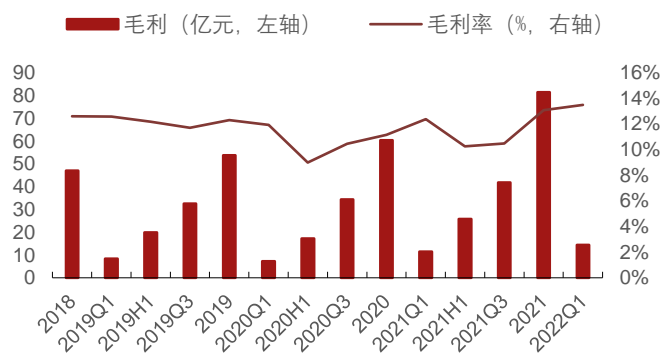
图 29: 2018-2022Q1 营业收入及增速



资料来源: iFind、招商证券

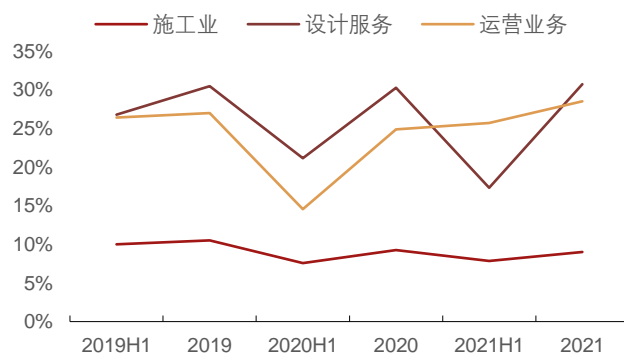
2021 年公司毛利为 81.27 亿元，同比增长 35%，2022 年一季度毛利为 14.36 亿元，同比增长 25%。2021 年公司毛利率增长较多，主因运营业务、投资业务、融资租赁收入占比提高，运营业务 2021 年毛利率增长较多，为 28.51%，比 2020 年增加 3.62 个百分点，高于施工业 2021 年的 9.02%。公司的各项新型业务对公司未来继续提高公司毛利率起到关键作用。2022 年一季度公司毛利率保持小幅提高。

图 30: 2018-2022Q1 毛利 (亿元)、毛利率



资料来源: iFind、招商证券

图 31: 2019-2021 年各项业务毛利率

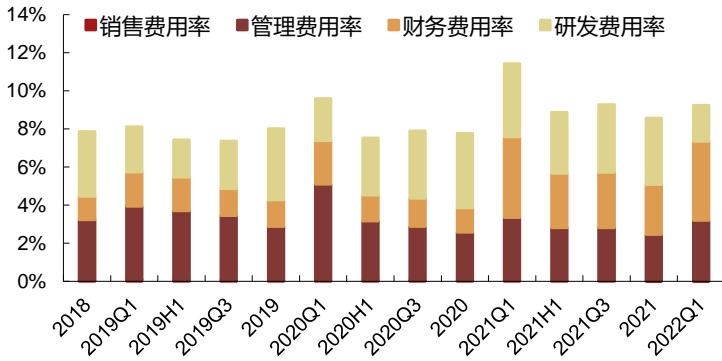


资料来源: iFind、招商证券

### 3、费用率小幅增加，全年利润增长值得期待

2021 年公司期间费用率较前期有所增长，其中销售、管理、研发费用率下降，财务费用率增长较多，主因公司 2021 年执行新会计准则，PPP 项目在建期间财务费用不再资本化。整体来看公司期间费用率在 2018 年-2020 年较为稳定，约为 8%，2021 年则因调整会计准则增加。

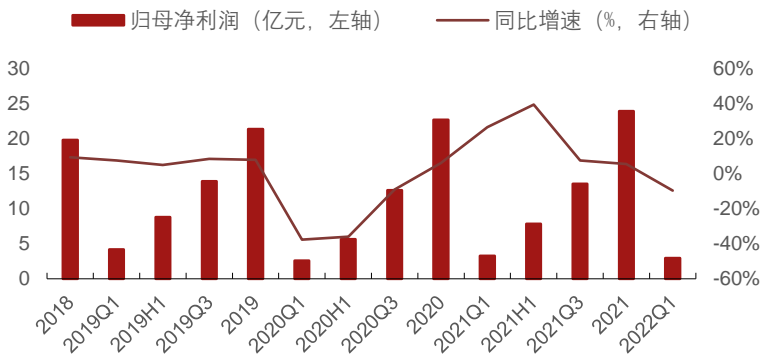
图 32: 2018-2022Q1 各项费用率



资料来源: iFind、招商证券

2021 年公司实现归母净利润 24 亿元, 同增 5.87%。近年来, 公司整体归母净利润增速较慢, 2022 年一季度增速为 -9.65%。2022 年, 公司目标实现归母净利润与上年相比增长 5-10%, 由于投资运营类业务不受疫情影响, 公司全年归母净利润实现增长仍值得期待。

图 33: 2018-2022Q1 归母净利润 (亿元) 及增速

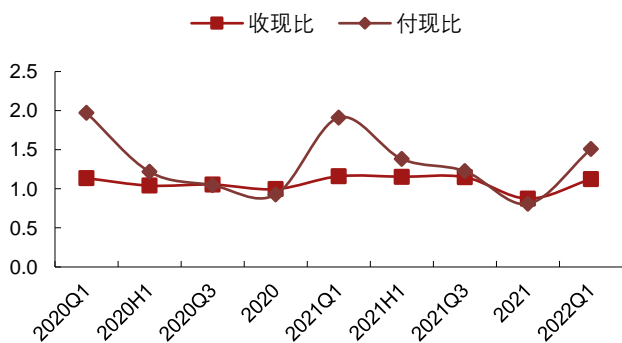


资料来源: iFind、招商证券

#### 4、经营现金流稳定流入, 负债率上升, 优质资产亟待盘活

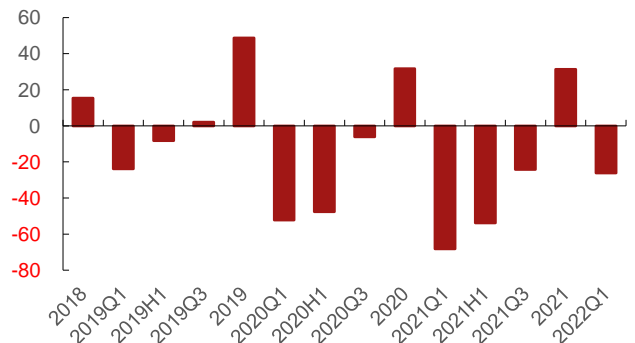
2022 年一季度公司收现比 1.1246, 同减 3.46 个百分点, 付现比 1.5102, 同降 40.16 个百分点, 主因公司一季度购买商品、接受劳务支付的现金同比下降较多。公司经营活动产生的现金流 2018 年-2021 年连续四年净流入, 2021 年净流入 31.34 亿元, 2022 年一季度净流出 26 亿元, 较去年同期少流出 42 亿元。

图 34: 2020Q1-2022Q1 收现比、付现比



资料来源: iFind、招商证券

图 35: 2018-2022Q1 经营活动产生的现金流净额 (亿元)

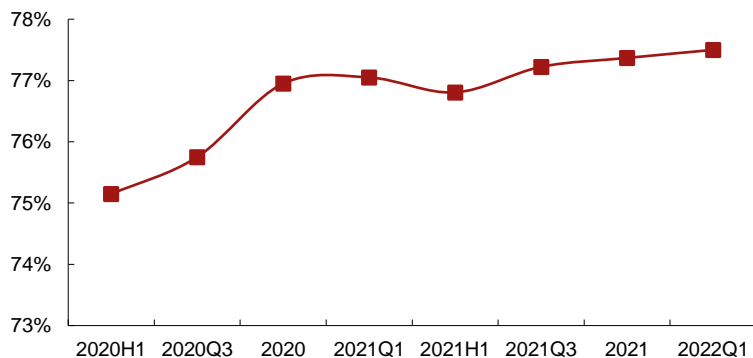


资料来源: iFind、招商证券

近年来公司因长期借款、应付账款增加较多, 资产负债率增长较快, 2021 年资产负债率较前期小幅上升, 达到 77.4%,

由于公司受国资委杠杆率监管，加之有动力盘活优质资产，未来负债率预计会减少，资本结构会持续改善。

图 36: 2020H1-2022Q1 资产负债率



资料来源: iFind、招商证券

## 五、盈利预测与估值

### 1、盈利预测

1) 销售收入预测: 受上海疫情影响, 2022 年公司营业收入预计放缓, 我们做出保守估计, 预计 2022-2024 年营业收入分别为 670.16 亿元、770.24 亿元、885.67 亿元, 分别增长 8%、15%和 15%。

2) 毛利率预测: 受疫情影响, 预计公司 2022 年施工业务毛利率下降, 2023、2024 年有所恢复, 设计、运营等业务几乎不受疫情影响, 预计未来毛利率小幅提升。总体来看, 预计 2022 年公司毛利率小幅下降至 12.6%。

表 15: 公司主营业务预测表

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>53832</b>	<b>61987</b>	<b>66957</b>	<b>76975</b>	<b>88508</b>
施工业	48109	49199	53086	60677	68868
设计服务	2064	2702	3135	3636	4218
运营业务	3014	4230	5068	5600	6832
投资业务		4725	4168	5039	5845
融资租赁	243	437	656	984	1477
其他业务	402	692	845	1039	1268
<b>收入增长率</b>	<b>16.4%</b>	<b>15.1%</b>	<b>8.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>
施工业	18.8%	2.3%	7.9%	14.3%	13.5%
设计服务	-0.2%	30.9%	16.0%	16.0%	16.0%
运营业务	0.2%	40.4%	19.8%	10.5%	22.0%
投资业务			-11.8%	20.9%	16.0%
融资租赁	50.9%	79.9%	50.0%	50.0%	50.0%
其他业务	-23.8%	72.4%	22.0%	23.0%	22.0%
<b>毛利率</b>	<b>11.0%</b>	<b>12.9%</b>	<b>12.5%</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.7%</b>
施工业	8.8%	9.0%	8.0%	8.5%	8.5%
设计服务	30.3%	30.7%	31.0%	31.5%	32.0%
运营业务	24.9%	28.5%	29.0%	29.5%	30.0%
投资业务		21.9%	21.9%	21.9%	21.9%
融资租赁	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他业务	16.8%	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%



资料来源：iFind、招商证券

3) 费用率预测：预计公司未来管理、研发费用率有所上升，财务费用率有所下降。

表 16: 费用率预测表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.04%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
管理费用率	2.53%	2.81%	2.86%	3.15%	3.46%
研发费用率	3.91%	4.02%	4.35%	5.00%	5.75%
财务费用率	1.28%	3.03%	2.80%	2.85%	2.98%

资料来源：iFind、招商证券

4) 根据我们在上文中的测算，长期应收款、其他非流动资产预测如下：

表 17: 长期应收款、其他非流动资产预测表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E
长期应收款	18314	29612	38483	43081
其他非流动资产	20074	15770	13900	16809

资料来源：iFind、招商证券

5) 盈利预测：综上，我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 25.04 亿元、28.68 亿元、33.06 亿元，分别增长 5%、15%和 15%，EPS 分别为 0.80、0.91、1.05 元/股。

表 18: 盈利预测表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>54006</b>	<b>62226</b>	<b>67216</b>	<b>77273</b>	<b>88849</b>
营业成本	47983	54099	58478	67575	77876
营业税金及附加	126	137	134	155	178
营业费用	23	9	10	12	13
管理费用	1367	1520	1546	1700	1866
研发费用	2114	2172	2346	2698	3102
财务费用	693	1635	1476	1427	1525
资产减值损失	(98)	(126)	(70)	(60)	(50)
公允价值变动收益	0	6	1	1	1
其他收益	199	186	220	220	220
投资收益	992	241	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>2795</b>	<b>2961</b>	<b>3376</b>	<b>3868</b>	<b>4460</b>
营业外收入	27	29	30	30	30
营业外支出	30	14	20	20	20
<b>利润总额</b>	<b>2792</b>	<b>2976</b>	<b>3386</b>	<b>3878</b>	<b>4470</b>
所得税	485	550	847	970	1118
少数股东损益	40	34	35	40	47
归属于母公司净利润	2267	2393	2504	2868	3306
EPS (元)	0.72	0.76	0.80	0.91	1.05

资料来源：iFind、招商证券

## 2、公司估值：投资运营类资产价值有望得到重估

我们认为，公司投资运营类资产占比较高，应选取表 13 中同样拥有较多投资运营性资产的粤水电、浦东建设、中国电建、中国能建、中国化学、中材国际、中国交建、中国中铁等 8 家企业作为可比公司，从行业中位数来看 2022 至 2024 年的 PE 分别为 10.69、8.85 及 7.66，参考可比公司中位数 PE 的估值，公司 2022 年目标 PE 为 10.69 倍，对

应目标价为每股 8.55 元。我们认为，公司投资运营类资产占比较高且收益稳定，目前估值低于行业平均水平，这块的资产价值有望得到重估。

表 19：估值对比表

公司名称	PE		
	2022E	2023E	2024E
粤水电	25.89	21.95	17.09
浦东建设	12.38	9.82	8.47
中国电建	11.66	10.03	8.64
中国能建	11.46	9.89	8.81
中国化学	9.92	7.81	6.84
中材国际	9.05	7.87	6.54
中国交建	7.63	6.9	6.3
中国中铁	5.45	4.88	4.36
<b>中位数</b>	<b>10.69</b>	<b>8.85</b>	<b>7.66</b>

资料来源：iFind、招商证券

注：同行业公司预测 PE 取自 iFind 一致预期

## 六、投资建议

短期看，公司业绩受本轮上海疫情影响有限，但作为上海本地公司在本地解封后估值上可能有所回升；长期看，公司运营类资产占比和利润总额占比在建筑行业中位列前列且收益稳定，但估值中暂未体现，运营资产价值有望重估，同时公司地下施工主业有望受益国家在地下领域的政策而得到长足发展。预计公司 2022 至 2024 年 EPS 分别为 0.80、0.91、1.05 元/股，22 年目标 PE 为 10.69 倍，对应目标价为 8.55 元/股。首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

## 七、风险提示

- 1、**疫情持续扰动。**公司业务主要集中在长三角区域，目前上海等地受疫情影响严重，可能导致各项目开工、复产受到影响。
- 2、**投资运营业务增长不及预期。**若投资运营业务增速未达预期，会影响公司价值重估。
- 3、**各地政策落地不及预期。**各地燃气改造、管廊收费标准等政策指导若无法及时出台，可能会影响工程建设进度。
- 4、**新签订单不及预期。**新签订单不足会影响公司运营业务的增长。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	55146	64923	70848	78769	87880
现金	16960	17993	18000	18000	18000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	92	42	134	155	178
应收款项	16091	20786	24174	27792	31955
其它应收款	809	874	944	1085	1248
存货	606	704	753	870	1002
其他	20588	24524	26842	30868	35497
<b>非流动资产</b>	54240	64834	74117	82329	86783
长期股权投资	3176	4041	5000	6000	7000
固定资产	3408	3534	3643	3724	3785
无形资产商誉	4095	4342	4608	4847	5062
其他	43561	52918	60866	67758	70935
<b>资产总计</b>	<b>109386</b>	<b>129757</b>	<b>144965</b>	<b>161098</b>	<b>174663</b>
<b>流动负债</b>	59580	76059	87227	99953	109738
短期借款	7550	8613	19765	22526	21027
应付账款	35125	50663	54763	63283	72930
预收账款	9404	8189	8772	10136	11681
其他	7501	8594	3927	4008	4099
<b>长期负债</b>	24592	24331	25831	26831	27831
长期借款	19875	21370	22870	23870	24870
其他	4717	2961	2961	2961	2961
<b>负债合计</b>	<b>84172</b>	<b>100390</b>	<b>113058</b>	<b>126784</b>	<b>137569</b>
股本	3144	3144	3144	3144	3144
资本公积金	6483	6629	6629	6629	6629
留存收益	13532	15139	17643	20010	22743
少数股东权益	2055	4455	4491	4531	4578
归属于母公司所有者权益	23159	24912	27416	29784	32516
<b>负债及权益合计</b>	<b>109386</b>	<b>129757</b>	<b>144965</b>	<b>161098</b>	<b>174663</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	3170	3134	3952	7562	8274
净利润	2307	2427	2540	2909	3353
折旧摊销	774	1050	1353	1403	1444
财务费用	786	1722	1476	1427	1525
投资收益	(992)	(241)	(221)	(221)	(221)
营运资金变动	312	(1814)	(1200)	2039	2167
其它	(17)	(10)	4	5	6
<b>投资活动现金流</b>	(11870)	(3230)	(10415)	(9395)	(5677)
资本支出	(1132)	(1866)	(1707)	(1707)	(1707)
其他投资	(10738)	(1364)	(8708)	(7688)	(3970)
<b>筹资活动现金流</b>	9127	1004	6470	1833	(2597)
借款变动	10631	4249	7946	3761	(498)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(350)	146	0	0	0
股利分配	0	0	0	(501)	(574)
其他	(1154)	(3391)	(1476)	(1427)	(1525)
<b>现金净增加额</b>	<b>427</b>	<b>908</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	54006	62226	67216	77273	88849
营业成本	47983	54099	58478	67575	77876
营业税金及附加	126	137	134	155	178
营业费用	23	9	10	12	13
管理费用	1367	1520	1546	1700	1866
研发费用	2114	2172	2346	2698	3102
财务费用	693	1635	1476	1427	1525
资产减值损失	(98)	(126)	(70)	(60)	(50)
公允价值变动收益	0	6	1	1	1
其他收益	199	186	220	220	220
投资收益	992	241	0	0	0
<b>营业利润</b>	2795	2961	3376	3868	4460
营业外收入	27	29	30	30	30
营业外支出	30	14	20	20	20
<b>利润总额</b>	2792	2976	3386	3878	4470
所得税	485	550	847	970	1118
少数股东损益	40	34	35	40	47
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2267</b>	<b>2393</b>	<b>2504</b>	<b>2868</b>	<b>3306</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	24%	15%	8%	15%	15%
营业利润	0%	6%	14%	15%	15%
归母净利润	6%	6%	5%	15%	15%
<b>获利能力</b>					
毛利率	11.2%	13.1%	13.0%	12.5%	12.3%
净利率	4.2%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%
ROE	10.1%	10.0%	9.6%	10.0%	10.6%
ROIC	5.1%	6.1%	5.3%	5.1%	5.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	76.9%	77.4%	78.0%	78.7%	78.8%
净负债比率	28.6%	26.7%	29.4%	28.8%	26.3%
流动比率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	5.8	82.6	80.3	83.3	83.2
应收账款周转率	3.4	3.4	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	1.5	1.3	1.1	1.1	1.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.72	0.76	0.80	0.91	1.05
每股经营净现金	1.01	1.00	1.26	2.40	2.63
每股净资产	7.37	7.92	8.72	9.47	10.34
每股股利	0.00	0.00	0.16	0.18	0.21
<b>估值比率</b>					
PE	8.4	8.0	7.6	6.6	5.8
PB	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	28.8	21.7	19.1	17.7	16.0

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**唐笑：**12年证券从业研究经验，曾任职于广发证券、天风证券担任建筑行业首席分析师，2021年加入招商证券，现为建筑和钢铁首席分析师。

**岳恒宇：**CPA非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，7年建筑工程行业研究经验，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

**贾宏坤：**CFA，FRM，同济大学工学硕士，曾就职于天风证券，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。