

新签订单稳健增长，结构优化，盈利能力上升可期

——中国通号(3969.HK)2018年新签订单公告点评

海外公司研究简报

◆18年新签订单同比增长12.4%，其中铁路领域大幅增长44.8%

中国通号公布2018年外部合同数据，2018年累计新签外部合同总额682.9亿人民币，同比增长12.4%，较18年上半年4.9%的同比增速显著改善。其中，铁路领域新签合同250.8亿人民币，同比大幅增长44.8%，表现亮眼；城市轨道交通领域新签合同116.1亿人民币，同比增长6.4%（其中地铁领域新签合同116.0亿人民币，同比增长20.2%）；海外业务新签合同9.5亿人民币，同比下降64.8%；工程总承包业务新签合同298.5亿人民币，同比增长0.3%；智慧城市业务领域新签合同8.0亿人民币。

◆高速铁路和城市轨道交通市场进入通车高峰

国内高速铁路和城市轨道交通市场都已进入通车高峰，我们预计2018-2020年高速铁路年均通车里程将达到4000公里，较2017年的2200公里大幅增长；预计2018-2020年全国城市轨道交通年均通车里程将达到1000公里，2020年全国轨道交通总里程将达到8000公里，较2017年5000公里的总里程增长60%。公司作为铁路和城市轨道交通信号控制系统的行业龙头，将直接受益于市场的快速成长。

◆订单结构改善，盈利能力上升可期

公司18年新订单结构改善明显，高毛利的铁路和城轨订单增长迅速，低毛利的工程总承包业新订单基本持平。展望未来，随着城轨市场走出新政阴影，18年底19年初新线集中获批，行业投资回暖明显，有利于铁路设备行业估值修复。在19-20年铁路和城轨地铁线路通车高峰的背景下，公司新增订单结构有望进一步改善：高毛利业务订单占比增加，影响整体估值的PPP相关业务占比继续下降；公司整体盈利能力上升可期。

◆维持“买入”评级

公司新增订单情况符合预期，铁路领域订单表现亮眼。我们维持公司盈利预测不变，预计公司18-20年收入分别为406.0亿、475.3亿、542.9亿人民币，净利润分别为38.9亿、46.6亿、55.3亿人民币，对应EPS分别为0.44/0.53/0.63元人民币。参考公司过去一年PE(TTM)均值12.6倍，给予19年12倍PE，目标价随之上调至7.20港元，维持“买入”评级。

◆风险提示：政策变化风险、产品降价风险、海外市场拓展不顺风险

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万人民币)	29,402.1	34,433.7	40,601.7	47,530.5	54,288.2
营业收入增长率	22.8%	17.1%	17.9%	17.1%	14.2%
净利润(百万人民币)	3,049.3	3,310.0	3,891.3	4,661.3	5,531.2
净利润增长率	22.1%	8.5%	17.6%	19.8%	18.7%
EPS(元人民币)(摊薄)	0.35	0.38	0.44	0.53	0.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.1%	13.8%	14.6%	15.7%	16.7%
P/E	14.6	13.5	11.4	9.6	8.0
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价时间为2019年1月14日

买入(维持)

当前价/目标价：5.89/7.20 港元

目标期限：6个月

分析师

陈佳宁(执业证书编号：S0930512120001)

021-52523851

chenjianing@ebsecn.com

市场数据

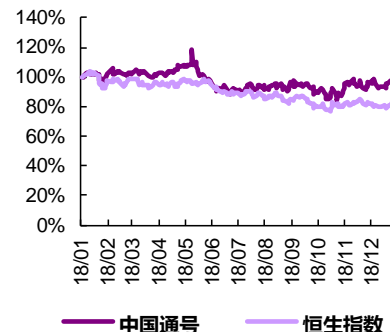
总股数(亿股)：87.9

总市值(亿港元)：517.72

一年最低/最高(港元)：4.65-7.02

近3月换手率：13.6%

股价表现(一年)

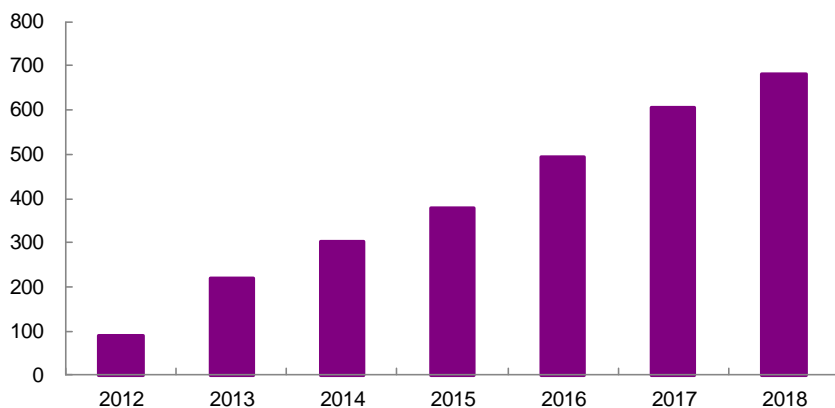


资料来源：Wind

收益表现

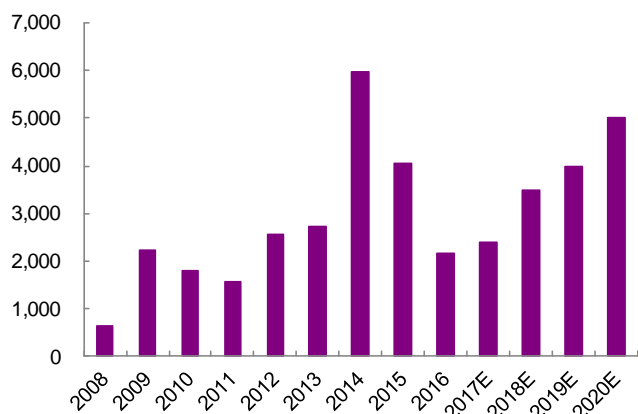
%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.5	8.1	17.4
绝对	4.2	11.3	1.3

图表 1: 公司年新签合同额变化 (单位: 亿人民币)



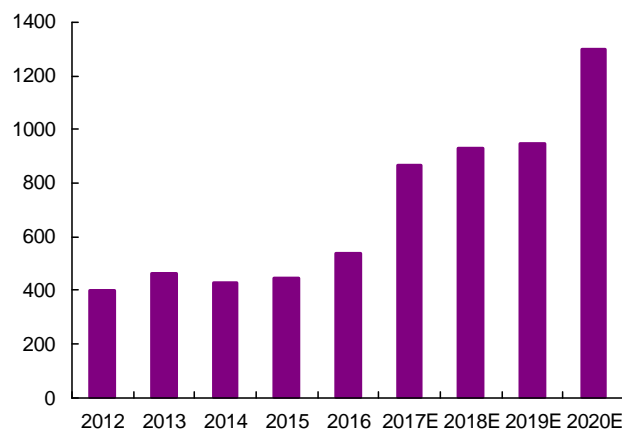
资料来源: 公司公告

图表 2: 高速铁路年通车里程变化 (单位: 公里)



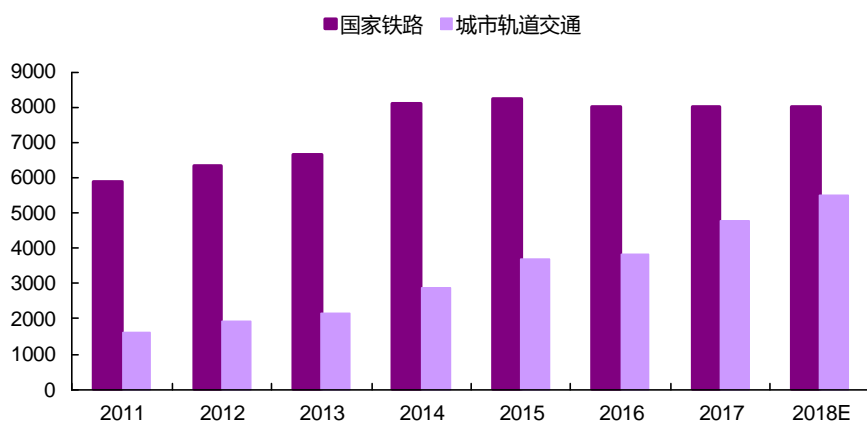
资料来源: 中国铁路总公司, 光大证券研究所预测

图表 3: 城市轨道交通年通车里程变化 (单位: 公里)



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 光大证券研究所预测

图表 4: 国铁与城轨地铁固投金额对比 (单位: 亿人民币)



资料来源: 中国铁路总公司, 中国城市轨道交通协会, 光大证券研究所预测

利润表 (百万元人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	29,402	34,434	40,602	47,531	54,288
主营业务成本	(21,974)	(26,043)	(31,356)	(36,653)	(41,664)
毛利	7,428	8,390	9,246	10,877	12,624
营业开支	(3,862)	(4,108)	(4,379)	(5,053)	(5,725)
其他收益及亏损	94	(96)	80	85	90
营业利润	3,660	4,186	4,947	5,910	6,989
财务成本净额	156	99	67	74	85
税前利润	3,816	4,286	5,014	5,983	7,075
所得税开支	(625)	(773)	(902)	(1,077)	(1,273)
税后经营利润	3,191	3,513	4,111	4,906	5,801
少数股东权益	(142)	(203)	(220)	(245)	(270)
净利润	3,049	3,310	3,891	4,661	5,531

资产负债表 (百万元人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	50,295	61,245	67,900	76,575	85,378
流动资产	41,593	49,127	55,177	63,298	71,611
现金及短期投资	15,692	13,067	13,424	15,497	18,094
有价证券及短期投资	0	0	0	0	0
应收账款	19,095	28,690	32,594	37,264	41,498
存货	3,243	3,330	4,076	4,765	5,416
其它流动资产	3,563	4,040	5,083	5,772	6,603
非流动资产	8,702	12,118	12,723	13,277	13,767
长期投资	632	1,003	1,023	1,046	1,068
固定资产净额	2,622	3,342	3,887	4,346	4,725
其他非流动资产	5,448	7,772	7,813	7,885	7,973
总负债	27,605	36,020	39,883	45,295	50,260
流动负债	26,399	34,474	38,128	43,341	48,105
应付账款	18,965	26,721	30,729	35,187	39,164
短期借贷	931	1,329	0	0	0
其它流动负债	6,502	6,424	7,400	8,154	8,941
长期负债	1,206	1,546	1,754	1,954	2,154
长期债务	220	547	747	947	1,147
其它	985	999	1,007	1,007	1,007
股东权益合计	22,690	25,225	28,017	31,279	35,118
股东权益	21,657	24,019	26,592	29,609	33,177
少数股东权益	1,034	1,206	1,426	1,671	1,941
负债及股东权益总额	50,295	61,245	67,900	76,575	85,378

现金流量表 (百万元人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2,935	(886)	3,914	4,622	5,446
净利润	3,049	3,310	3,891	4,661	5,531
折旧摊销	510	513	633	699	763
净营运资金增加	(1,673)	(1,927)	(642)	(900)	(908)
其他	1,049	(2,782)	31	162	61
投资活动产生现金流	422	(1,729)	(1,177)	(1,178)	(1,173)
净资本支出	(923)	(1,245)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	(209)	(371)	(20)	(23)	(23)
其它资产变化	1,555	(113)	43	45	50
融资活动现金流	(641)	(140)	(2,381)	(1,371)	(1,677)
股本变动	(188)	0	0	0	0
净债务变化	684	724	(1,129)	200	200
派发红利	(1,080)	(1,045)	(1,318)	(1,645)	(1,963)
其它长期负债变化	(57)	180	67	74	85
净现金流	2,716	(2,755)	356	2,073	2,597

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 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、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 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客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	鹿舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
		王涵洲		18601076781