

机械设备

2020年12月30日

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2020年12月29日

收盘价(元)	5.91
一年内最高/最低(元)	7.79/5.41
市净率	1.5
息率(分红/股价)	3.38
流通A股市值(百万元)	11705
上证指数/深证成指	3379.04/13970.21

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020年09月30日

每股净资产(元)	3.92
资产负债率%	56.43
总股本/流通A股(百万)	10590/1981
流通B股/H股(百万)	-/1969

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

韩强 A0230518060003
hanqiang@swsresearch.com
耿耘 A0230520050001
qengyun@swsresearch.com

研究支持

李蕾 A0230519080008
lilei@swsresearch.com

联系人

刘建伟
(8621)23297818×02123297722
liujw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

中国通号 (688009)

——新基建叠加逆周期，轨交控制龙头领跑

投资要点：

- **全球最大的轨道交通控制系统提供商，布局全产业链。**中国通号是世界上最大的轨交控制系统供应商，产品涵盖设计、研发、制造、安装调试、运营维护等所有环节。公司创下了多个“中国第一”，依托其行业领先的研发与集成能力，可为全球客户提供轨道交通控制系统全产业链一体化服务。2016-2019年，营收CAGR达11.84%；2016-2019年，归母净利润CAGR达7.81%。公司控股股东为中国通号集团，实际控制人是国务院国资委。
- **铁路及城轨建设牵引控制系统需求，新基建助力需求加速释放。**铁路+城轨双轮驱动，新增叠加更新替代拉动市场需求。**1) 铁路：**我国铁路固定资产投资额趋于稳定，铁路机车总规模也相对平稳，或拉动轨交控制系统稳健增长。年新增投资总额稳定拉动轨交控制系统年均98亿元市场、更新周期到来驱动年均近百亿控制系统更替需求；**2) 城轨：**客运量提升拉动城市轨道交通投资稳定增长、运营线路及设备需求持续提升、控制系统配套需求增长，预计城市轨道交通信号系统每年市场空间为117-176亿元。城际高速铁路和城际轨道交通是新基建七大重点领域之一，新基建或拉动铁路投资规模扩大及投资速度加快，从而进一步促进轨交控制系统需求释放。
- **公司国内领先地位难以撼动，海外市场拓展顺利。**一方面从国内市场来看，在高速铁路领域，公司的中标里程覆盖率超过60%。在城市轨交领域，2018年公司城轨中标线路市占率34.62%，位居国内第一。此外，公司各类产品拥有领先的市场覆盖率，公司龙头地位保障业绩行业领先。另一方面从海外市场来看，截至2019年末，公司的核心产品及服务所覆盖的总中标里程居世界第一，且公司连续中标海外大额订单，随着“一带一路”政策的深入实施，预计未来海外市场规模将迎来快速成长。
- **首次覆盖，给予“增持”评级。**我们预计公司2020-2022年的EPS分别为0.34、0.38、0.42元/股，目前股价（2020/12/29收盘价）5.91元，对应PE分别为17、16、14倍。选取与公司同为轨道交通产业链的企业为可比公司，进行对比参考，可比公司2020-2022年的PE平均值分别为31、17、14倍，公司2021年估值水平与可比公司估值均值水平较低。考虑到公司是轨道交通控制系统龙头企业，未来成长潜力值得期待，因此，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**公司优秀人才流失，研发水平下降及产品销量下滑的风险；产品质量出现安全问题，需求下滑风险；政府对基础建设投资下降，公司中标项目减少风险；投资期限过长现金流不足的风险等。

财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	41,646	23,924	39,802	41,422	44,303
同比增长率(%)	4.08	-14.92	-4.43	4.07	6.95
归母净利润(百万元)	3,816	2,652	3,647	4,003	4,431
同比增长率(%)	11.95	-5.69	-4.42	9.75	10.70
每股收益(元/股)	0.36	0.25	0.34	0.38	0.42
毛利率(%)	22.89	24.36	23.68	24.34	24.69
ROE(%)	9.28	6.39	8.69	8.71	8.79
市盈率	16		17	16	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.34、0.38、0.42 元/股，目前股价（2020/12/29 收盘价）5.91 元，对应 PE 分别为 17、16、14 倍。选取与公司同为轨道交通产业链的企业为可比公司，进行对比参考，可比公司 2020-2022 年的 PE 平均值分别为 31、17、14 倍，公司 2021 年估值水平与可比公司估值均值水平比较低。考虑到公司是轨道交通控制系统龙头企业，未来成长潜力值得期待，因此，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

1) 铁路：假设我国铁路固定资产投资额趋于稳定，铁路机车总规模也相对平稳，或拉动轨交控制系统稳健增长，预计年新增投资总额稳定拉动轨交控制系统年均 98 亿元市场、更新周期到来驱动年均近百亿控制系统更替需求；

2) 城轨：假设客运量提升拉动城市轨道交通投资稳定增长、运营线路及设备需求持续提升、控制系统配套需求增长，预计城市轨道交通信号系统每年市场空间为 117-176 亿元；

3) 预计公司凭借较好的口碑、较强的客户粘性，在行业中保持较好的接单能力，假设未来 3 年轨道交通控制系统业务增速为 5%、10%、10%；合理控制低毛利率的工程总承包业务规模，预计未来 3 年工程总承包业务规模增速分别为-30%、-20%、-10%。

有别于大众的认识

1) 市场认为我国铁路固定资产投资额增速放缓，未来行业空间有限。但我们认为：一方面，从新增需求来看，铁路营业里程及城市轨交建设持续推动，将带动铁路控制系统市场保持较快增长；另一方面，从更新需求来看，自 2018 年开始，高铁轨道交通控制系统逐步进入更新升级周期，目前京津城际铁路已由公司完成升级改造，未来将有更多高铁进入升级改造期，进一步助推市场空间提升。

2) 市场认为公司近两年海外营收有所下滑，未来海外市场拓展存在较大不确定性。但我们认为：2019 年海外规模较大的在建项进入收尾阶段，而新签订合同的项目尚未进入站后工程实施阶段，所以影响海外业务营收规模。目前，公司积极布局泰国、欧洲等海外市场且中标重要项目，未来在“一带一路”政策的助力下，预计海外市场将带来新增驱动力。

股价表现的催化剂

1) 公司与海外国家签订战略合作协议，海外市场拓展增速超预期；2) 公司公告接到重大项目中标；3) 政府推出新的轨交行业鼓励支持政策等。

核心假设风险

公司优秀人才流失，研发水平下降及产品销量下滑的风险；产品质量出现安全问题，需求下滑风险；政府对基础建设投资下降，公司中标项目减少风险；投资期限过长，现金流不足的风险等。

目录

1. 中国通号：全球领先的轨交系统解决方案提供商	6
1.1 历史悠久，几十年深耕轨交系统	6
1.2 一业为主，相关多元，主业覆盖轨交系统全产业链	7
1.3 营收规模稳健增长，期间费用有效管控	8
2. 轨道交通：新基建背景下的逆周期板块	9
2.1 轨交控制系统：列车的“大脑神经中枢”	9
2.2 铁路+城轨双轮驱动，新增叠加更新替代拉动市场需求	10
2.3 新基建政策或拉动需求规模扩张、需求节奏加快	14
3. 研发能力夯实公司地位，依托龙头优势持续领跑	16
3.1 注重研发以人为本，产品创新打破国外垄断	16
3.2 公司享受广阔市场空间，铁路+城轨双领域领先	16
3.3 公司有效把握下游客户需求，海外业务进一步拓展	17
4. 盈利预测及估值	19
4.1 盈利预测	19
4.2 相对估值	21
5. 风险提示	22
6. 附表	23

图表目录

图 1：公司拥有纯正国企背景，成立于 1953 年，历史悠久.....	6
图 2：公司实际控制人为国资委、旗下共有 23 家子公司.....	6
图 3：公司在设计集成领域布局广泛.....	7
图 4：2016-2019 年，营收 CAGR 达 11.84%.....	8
图 5：近 2 年公司毛利率有所下滑.....	8
图 6：2016-2019 年，归母净利润 CAGR 达 7.81%.....	8
图 7：公司整体期间费用率较稳定.....	8
图 8：轨道交通控制系统的后台控制中心.....	9
图 9：轨交控制系统的核心是为了实现列车自动控制.....	9
图 10：CBTC 可以满足城市轨道交通更高的要求.....	10
图 11：铁路固定资产投资额近年来趋于稳定.....	10
图 12：近年铁路机车总规模相对平稳.....	10
图 13：近 3 年铁路客货运量同比均在 9%左右.....	11
图 14：近 9 年来铁路营业总里程保持个位数增长.....	11
图 15：轨道交通控制系统建设处在周期中后段.....	11
图 16：“十三五”铁路建设高峰进入通车高峰.....	11
图 17：城轨交通在城市公共交通中占比持续提升.....	13
图 18：近年城轨年度客运量增速保持在 14%左右.....	13
图 19：2011-2019 年，城轨交通投资完成额增年均复合增速为 15.25%.....	14
图 20：近 5 年城轨交通运营车辆增速保持在 18%左右.....	14
图 21：城际高速铁路和城际轨道交通是新基建七大重点领域之一.....	15
图 22：2016-2019 年铁路控制系统新增合同金额 CAGR 达 18.23%.....	17
图 23：公司与华为签订战略合作协议.....	18
图 24：2019 年海外领域新签合同额同比增长 154%.....	19
图 25：泰国项目全长 145 公里，共计 20 个车站.....	19
表 1：公司可提供轨交控制系统全产业链上的产品及服务.....	7
表 2：预计 2020-2025 年新增铁路控制系统空间 585 亿元.....	12
表 3：预计年均高铁控制系统更新需求在 73-88 亿元.....	12

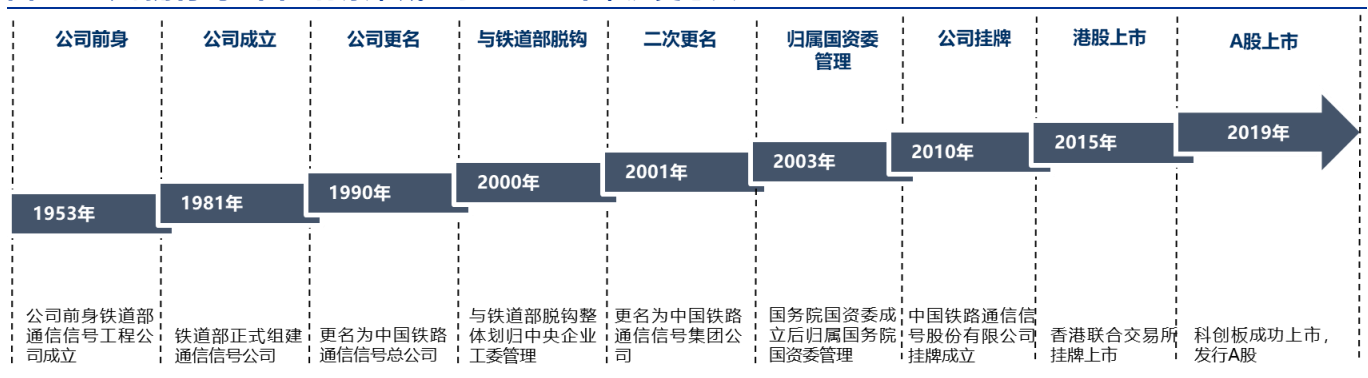
表 4：预计每年普速列车控制系统更新需求在 18 亿元	13
表 5：预计新增城轨控制系统空间 587-881 亿元	14
表 6：2020 年稳增长态度明确，逆周期调节持续加码	15
表 7：近三年公司研发投入均在 10 亿元以上.....	16
表 8：城市轨道交通信号系统国内企业市占率（以中标线路计算）	17
表 9：下游客户相对集中且粘性较强.....	18
表 10：公司盈利预测简表.....	19
表 11：公司业务拆分明细.....	20
表 12：中国通号可比公司.....	21
表 13：中国通号可比公司估值表.....	21
表 14：中国通号利润表简表	23
表 15：中国通号资产负债表简表.....	23
表 16：中国通号现金流量表简表.....	24

1. 中国通号：全球领先的轨交系统解决方案提供商

1.1 历史悠久，几十年深耕轨交系统

公司为全球领先的轨道交通控制系统解决方案提供商。公司前身为 1953 年成立的铁道部通信信号工程公司；1981 年受铁道部批准正式组建为通信信号公司；1990 年更名为中国铁路通信信号总公司；于 2000 年划归中央企业工委管理，与铁道部脱钩；一年后更名为中国铁路通信信号集团公司并于 2003 年国务院国资委成立后归属其管理；2010 年公司正式挂牌成立；2015 年公司发行 H 股，在港交所成功上市；2017 年中国通号集团公司改制圆满完成并于 2019 年在科创板上市。公司是轨道交通控制系统的龙头企业，创下了多个“中国第一”，依托其行业领先的研发与集成能力，可为全球客户提供轨道交通控制系统全产业链一体化服务。

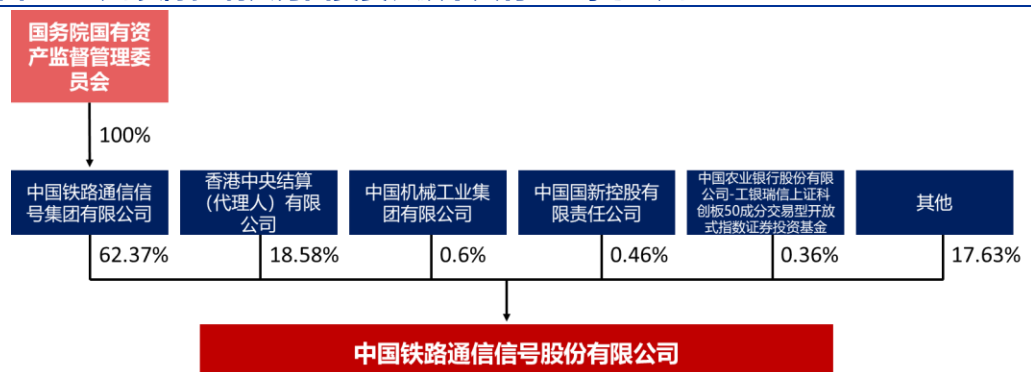
图 1：公司拥有纯正国企背景，成立于 1953 年，历史悠久



资料来源：公司公告、公司官网、申万宏源研究

公司控股股东为中国通号集团，实际控制人是国务院国资委。公司股权集中，截至 2020 年三季度，通号集团为公司控股股东并持有 62.37% 股权。通号集团为国务院国资委监管的大型国有全资企业，故本公司实际控制人为国务院国资委。除香港中央结算公司外，公司不存在其他持有公司 5% 以上股权或表决权的主要股东。截至 2020 年半年报，公司旗下拥有 23 家子公司。

图 2：公司实际控制人为国资委、旗下共有 23 家子公司



资料来源：Wind、申万宏源研究

1.2 一业为主，相关多元，主业覆盖轨交系统全产业链

公司业务涵盖轨交控制系统及工程总承包两大领域，坚持“一业为主，相关多元”的发展战略。其中，公司可为轨交控制系统提供全产业链上的产品及服务，细分业务包括：1) 设计集成，旨在提供轨交控制系统相关产品的系统集成服务及为轨道交通工程为主的项目建设提供设计和咨询服务；2) 设备制造，包括生产和销售信号系统、通信信息系统产品及其他相关产品；3) 系统交付，包括铁路和城市轨道交通控制系统项目施工、设备安装及维护服务。此外，公司工程总承包业务主要包括基础设施项目承包及相关建设服务，业务范围涵盖地方政府主导的轨道交通配套基础设施及智慧城市等相关多元基础建设和服务。

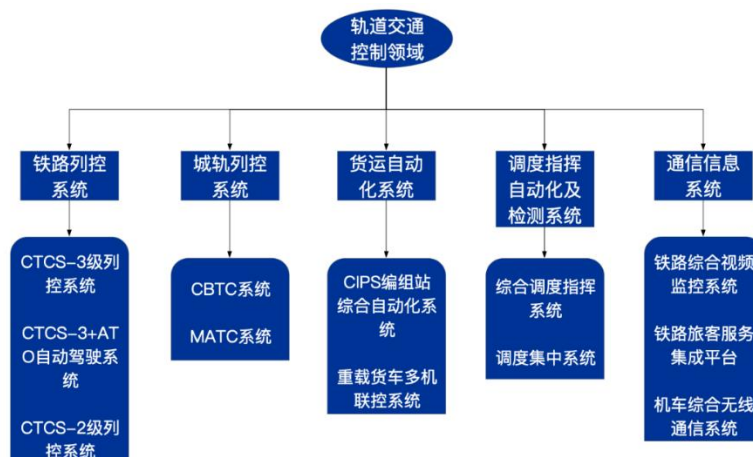
表 1：公司可提供轨交控制系统全产业链上的产品及服务

主要业务	业务细分	细分业务内容
轨交控制系统领域	设计集成	1) 提供轨道交通控制系统相关产品的系统集成服务 2) 为轨道交通工程为主的项目建设提供设计和咨询服务
	设备制造	1) 信号系统产品 2) 通信信息系统产品 3) 其他产品，主要包括铁路和城市轨道交通的有轨电车、地铁屏蔽门、专用缆线及智能电源系统等硬件设备
	系统交付	1) 铁路控制系统工程系统交付 2) 城市轨道交通控制系统工程系统交付
工程总承包 其他业务	基础设施项目承包	业务范围涵盖地方政府主导的轨道交通配套基础设施工程及智慧城市等建设工程

资料来源：公司公告、Wind、申万宏源研究

设计集成布局广泛，系统体系十分完整。设计集成业务主要包括：1) 提供轨道交通控制系统相关产品的集成服务。2) 为轨道交通工程主的项目建设提供计和咨询服务。公司在轨道交通控制系统的设计集成方面，涉及多种列控系统及自动化系统。铁路控制系统方面，公司涉及的列控系统主要为 CTCS-2 级和 CTCS-3 级，主要应用于高速动车组和高铁；城市轨道交通方面，公司可以独立建造并维护整线路的列控系统。同时，公司设计集成业务还包括货运自动化系统，调度指挥自动化系统和通信信息系统。

图 3：公司在设计集成领域布局广泛



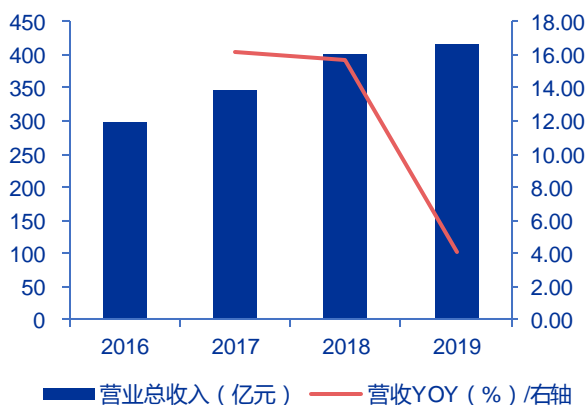
资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.3 营收规模稳健增长，期间费用有效管控

公司收入稳健增长，轨道交通控制系统贡献主要比例。公司收入主要来自于轨交控制系统及工程总承包两大业务，其中，轨交控制系统占据公司收入大头，2019 年收入占比为 72.94%。公司通过行业内累积多年的技术成果储备及研发优势、稳定的上下游客户和供应商关系、每年获得相对稳定增长的订单。自 2016 年以来，公司营收收入从 297.70 亿元增长到 2019 年的 416.46 亿元，期间年复合增速为 11.84%。

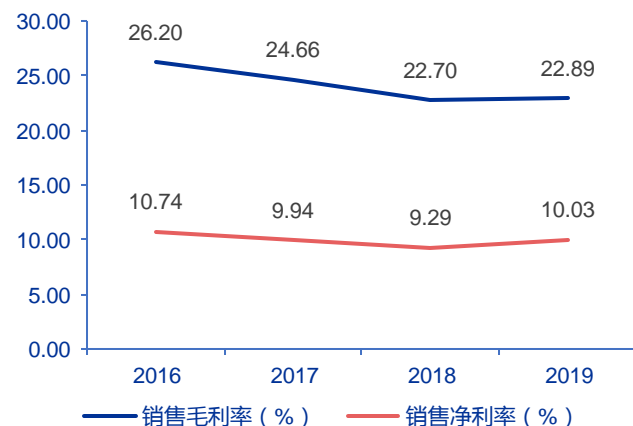
公司期间费用有效管控，归母净利润稳健增长。公司近 2 年来销售毛利率相比 2016 和 2017 年有所下降。整体毛利率下滑的主要原因是结构性因素，一方面，毛利率较高的铁路控制系统设计集成业务，受铁路项目招标计划延迟等因素的影响，导致收入绝对值和占比下降；另一方面，相对低毛利率的城市轨道交通控制系统设计集成业务，由于公司积极拓展城市轨道交通控制系统业务，收入绝对值和占比稳步上升。同时，公司期间费用管控较好，整体期间费用率较为稳定。归母净利润从 30.45 亿元增长到 38.16 亿元，期间年复合增速达 7.81%。

图 4：2016-2019 年，营收 CAGR 达 11.84%



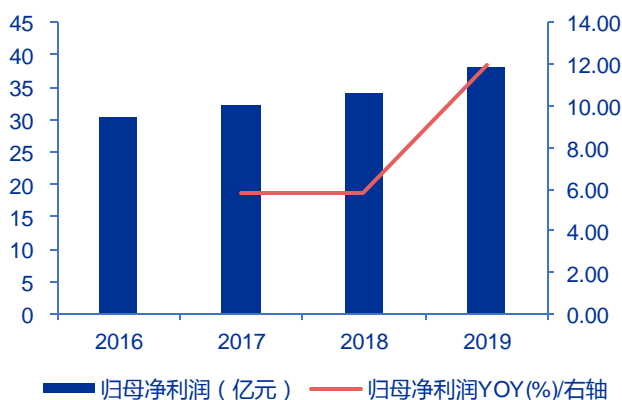
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 5：近 2 年公司毛利率有所下滑



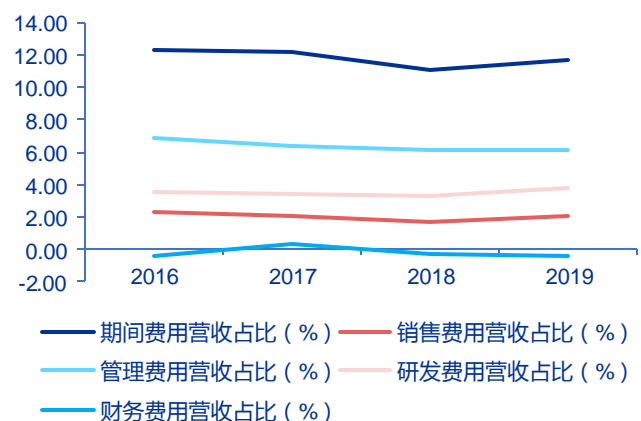
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 6：2016-2019 年，归母净利润 CAGR 达 7.81%



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 7：公司整体期间费用率较稳定



资料来源：Wind、申万宏源研究

2. 轨道交通：新基建背景下的逆周期板块

2.1 轨交控制系统：列车的“大脑神经中枢”

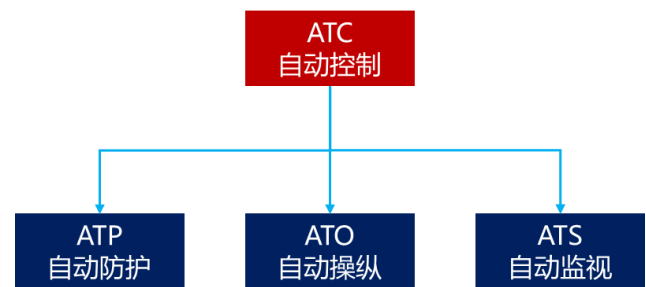
轨道交通控制系统是列车的“大脑神经中枢”。轨道交通是基于固定线路的轨道，通过专用的轨道运输车辆，实现旅客及货物运输的交通方式，主要包括铁路（以普速铁路、高速铁路等为代表）和城市轨道交通（以地铁、轻轨、有轨电车等为代表）。随着人们对轨道交通运输需求的提升，各类轨道交通方式运行速度实现了大幅提升，同时列车运行间隔越来越短，轨道交通的运输效率和安全保障的重要性日益凸显。轨道交通控制系统作为轨道交通运行的“大脑和神经中枢”，可以有效保证列车在高速运行情况下的行车安全并提高运输效率。

图 8：轨道交通控制系统的后台控制中心



资料来源：楚天都市报、申万宏源研究

图 9：轨交控制系统的核心是为了实现列车自动控制



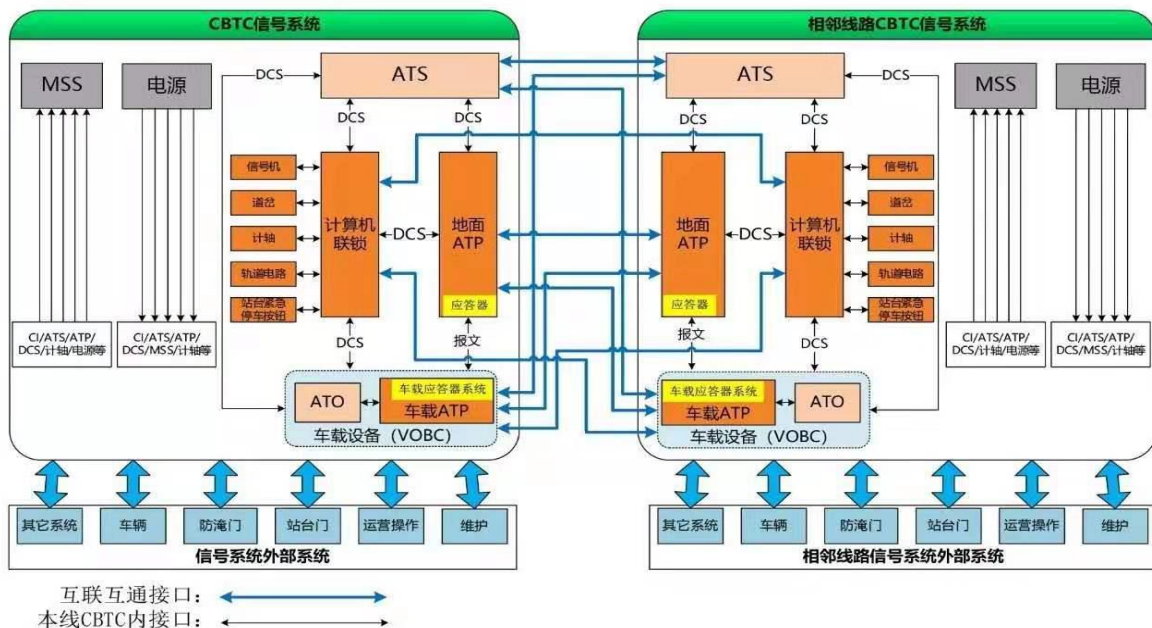
资料来源：《浅谈列车自动控制系统 ATC》、申万宏源研究

轨道交通控制系统的核心是实现列车运行自动控制。列车运行自动控制(ATC)的功能，可以分解为列车运行自动防护(Automatic Train Protection)、列车自动操纵(Automatic Train Operation)和列车运行自动监视(Automatic Train Supervision)等几个部分。ATP系统由地面设备、车载设备组成，监督列车在安全速度下运行，确保列车一旦超过规定速度，立即施行制动，以确保不发生冒进信号或列车追尾事故。ATO系统是控制列车自动运行的设备，由车载设备和地面设备组成，在ATP系统的保护下，根据ATS的指令实现列车运行的自动驾驶、速度的自动调整、列车车门控制。ATS系统由控制中心、车站、车场以及车载设备组成，ATS系统在ATP系统的支持下完成对列车运行的自动监控。

CBTC是目前最新的城市轨道交通控制领域的核心技术之一。在采用CBTC作为ATC的主要制式之前，基于数字轨道电路和应答器的准移动闭塞是ATC的主要模式。由于这种制式具有较高的可靠性、合理的性价比，其列车运行间隔（100-150s）已能满足绝大多数轨道交通运营部门的要求。然而，随着城市轨道交通要求的提高，这类制式已难以适应行业需求，更为先进的CBTC应运而生。CBTC是一种采用先进的通信、计算机技术，连续控制、监测列车运行的移动闭塞方式，摆脱用轨道电路判别对闭塞分区占用与否，突破了固定闭塞的局限性；实现列车与轨旁设备实时双向通信且信息量大，改变了以往列车运行时信息只能由轨旁设备向车上传递，信息量少的缺点；大大减少轨旁设备，安装维修方便，

便于短编组、高密度运行，可缩短站台长度和端站尾轨长度，提高服务质量，目前中国通号子公司卡斯柯 CBTC 系统已广泛运用到城市轨道交通中。

图 10：CBTC 可以满足城市轨道交通更高的要求



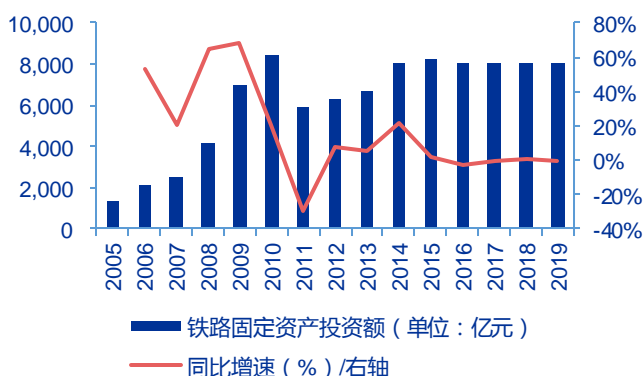
资料来源：轨道世界、申万宏源研究

2.2 铁路+城轨双轮驱动，新增叠加更新替代拉动市场需求

(一) 铁路：年新增投资总额稳定拉动轨交控制系统年均 98 亿元市场、更新周期到来驱动年均近百亿控制系统更替需求

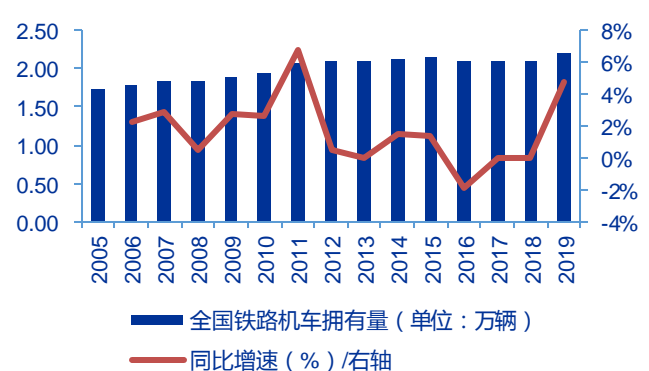
我国铁路固定资产投资额趋于稳定，铁路机车总规模也相对平稳，或拉动轨交控制系统稳健增长。2014 年-2019 年，国家铁路固定资产投资额分别为 8,088、8,238、8,015、8,010、8,028、8,029 亿元，规模相对稳定；2011 年-2019 年，铁路机车拥有量也维持在 2.1 万辆左右；运力方面，近 3 年铁路客货运量同比均在 9% 左右，2019 年分别为 36.6 亿人次和 43.2 亿吨；铁路运营总里程，近 9 年来铁路营业总里程保持个位数增长。我们分析认为，稳健的新增投资额或拉动轨交控制系统的配套需求稳定增长。

图 11：铁路固定资产投资额近年来趋于稳定



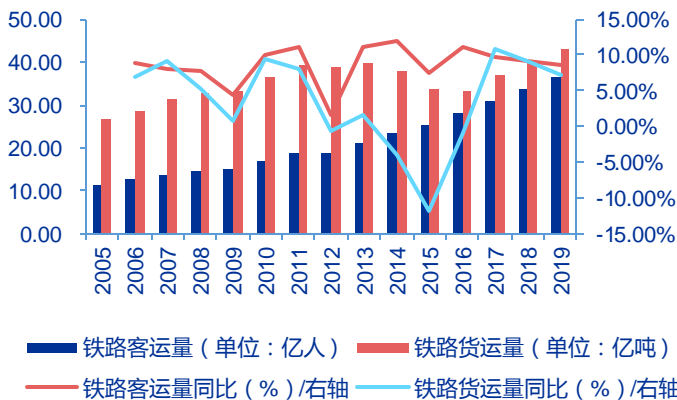
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 12：近年铁路机车总规模相对平稳



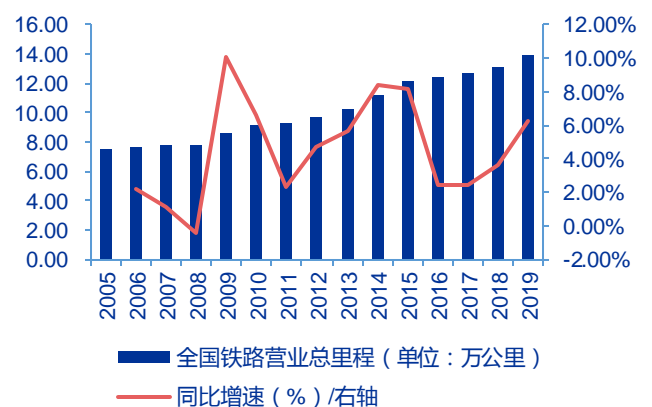
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 13：近 3 年铁路客货运量同比均在 9%左右



资料来源：Wind、申万宏源研究

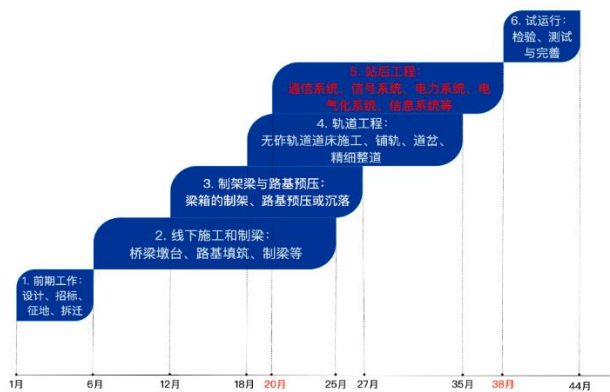
图 14：近 9 年来铁路营业总里程保持个位数增长



资料来源：Wind、申万宏源研究

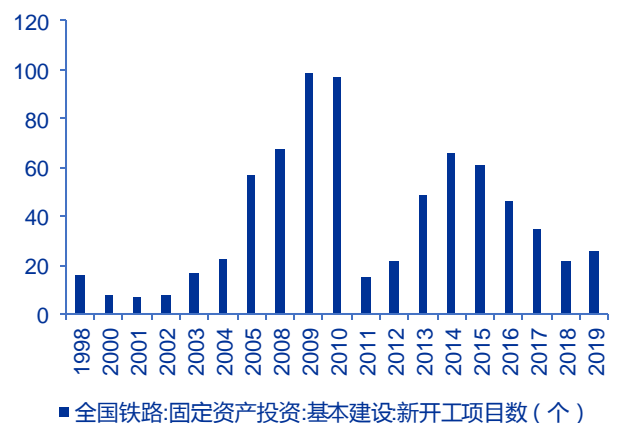
高速铁路建设周期长，控制系统建造处在周期后端，“十三五”铁路建设阶段性高峰或拉动轨交控制系统需求提升。以京沪高铁为代表的高速铁路为例，其建设主要包括六个阶段：前期工作、线下施工和制梁、制架梁与路基预压、轨道工程、站后工程以及联调，其中通信系统、信号系统、电力系统、电气化系统等控制系统的建设均属于站后工程。自高速铁路开始招标起算，站后工程的建设大概在第 20 月至第 38 月。轨道交通控制系统在轨道交通行业的中后周期属性，也导致其行业规模与轨道交通通车期有着密切关系。在铁路“十三五”建设的顺利推进下，国家铁路正从阶段性的建设高峰期，逐渐进入阶段性的通车高峰期，也将拉动与通车期密切相关的轨道交通控制系统行业的快速增长。

图 15：轨道交通控制系统建设处在周期中后段



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 16：“十三五”铁路建设高峰进入通车高峰



资料来源：Wind、申万宏源研究

预计新增铁路控制系统市场空间年均 97.5 亿元。根据《中长期铁路网规划(2016 年)》数据，预计到 2025 年铁路网规模达到 17.5 万公里，其中高速铁路 3.8 万公里。截至 2019 年末，我国铁路营业里程约为 14.0 万公里，其中高速铁路营业里程达到 3.5 万公里。基于以上数据，预计 2020 年至 2025 年期间我国铁路新建里程增长空间约为 3.5 万公里，其中高速铁路新建里程约为 0.3 万公里。根据公司公告，按照已实施的新建铁路控制系统合同估算，新建高速铁路控制系统项目造价约为 350 万元/公里，新建普速铁路控制系统项目造

价情况约为 150 万元/公里，则预计 2020 年至 2025 年期间新建铁路控制系统的市场容量约为 585 亿元，年均 97.5 亿元。

表 2：预计 2020-2025 年新增铁路控制系统空间 585 亿元

类型	2019	2025E	新增里程	每公里造价（万元）	合计空间（亿元）
高速铁路（万公里）	3.5	3.8	0.3	350	105
普速铁路（万公里）	10.5	13.7	3.2	150	480
铁路合计（万公里）	14	17.5	3.5	-	585

资料来源：Wind、国家铁路局、公司公告、申万宏源研究

控制系统进入更新周期，高铁+普铁控制系统年均更新需求近 100 亿。2008 年，中国首条设计时速达 350 公里/小时的高速铁路——京津城际铁路正式开通，自此，高速铁路进入了快速发展期。由于高铁轨道交通控制系统的生命周期一般在 10 年左右，因此 2018 年之前，铁路更新升级市场的需求主要来自普速铁路，而普速铁路在升级市场需求相对较小。自 2018 年开始，高铁轨道交通控制系统逐步进入更新升级周期，目前京津城际铁路已由公司完成升级改造，未来升级改造市场将大有可为。

1) 预计年均高铁控制系统更新需求在 73-88 亿元。根据公司公告，目前已实施的高铁控制系统更新升级项目收入估算，高铁控制系统每公里更新升级收入约为 250-300 万元，同时假设当年新增营业线路在十年后进入更新升级周期，则从 2020 年至 2028 年期间高铁更新升级市场容量合计约为 657.53-789.04 亿元，平均每年因更新升级带来的市场需求约为 73-88 亿元。

表 3：预计年均高铁控制系统更新需求在 73-88 亿元

新增年份	更新年份	新增/更新高铁营业里程（公里）	每公里收入下限（万元）	每公里收入上限（万元）	总收入下限（亿元）	总收入上限（亿元）
2010	2020E	2,434.70	250	300	60.87	73.04
2011	2021E	1,467.60	250	300	36.69	44.03
2012	2022E	2,755.00	250	300	68.88	82.65
2013	2023E	1,672.00	250	300	41.80	50.16
2014	2024E	5,428.00	250	300	135.70	162.84
2015	2025E	3,382.00	250	300	84.55	101.46
2016	2026E	3,142.00	250	300	78.55	94.26
2017	2027E	2,184.00	250	300	54.60	65.52
2018	2028E	3,836.00	250	300	95.90	115.08
合计					657.53	789.04

资料来源：Wind、公司公告、申万宏源研究

2) 预计每年普速列车控制系统更新需求在 18 亿元。普速列车控制系统更新周期长，一般在 15 年左右，根据公司公告，按照已实施的普速铁路控制系统更新升级项目估算，普速铁路控制系统每公里更新升级造价约为 100 万元以上，同时假设当年新增营业线路在十五年后进入更新升级周期，则从 2020 年至 2025 年期间普速铁路更新升级市场容量合计约为 105.56 亿元，年化约 18 亿元。

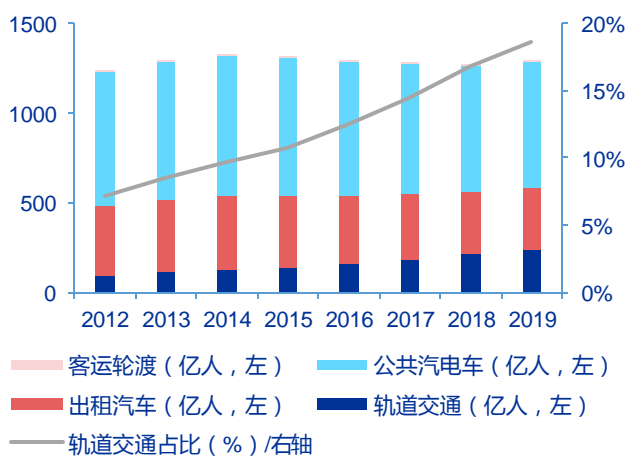
表 4：预计每年普速列车控制系统更新需求在 18 亿元

新增年度	更新年度	新增普速铁路营业里程（公里）	每公里收入（万元）	总收入（亿元）
2005	2020E	1,203.00	100	12.03
2006	2021E	1,605.00	100	16.05
2007	2022E	678	100	6.78
2008	2023E	1,047.50	100	10.48
2009	2024E	3,548.30	100	35.48
2010	2025E	2,473.70	100	24.74
合计				105.56

资料来源：Wind、公司公告、申万宏源研究

（二）城市轨道交通：预计城市轨道交通信号系统每年市场空间为 117-176 亿元

客运量提升拉动城市轨道交通投资稳定增长、运营线路及设备需求持续提升、拉动控制系统配套需求增长。
1) 客运量方面来看：城轨客运量在城市公共交通中占比持续提升，近年年度客运量累计同比增速保持在 14%左右；
2) 投资额方面来看：轨交建设融资方式主要有政府主导的负债型投融资和市场化投融资两种，近年全国城市轨道交通投资完成额有所波动，但 2011-2019 年年均复合增速仍保持在 15.25%；
3) 运营设备量方面来看：运营车辆数量同比增速保持在 18%左右，同时，最短发车间隔呈缩短趋势，降幅较大的城市有西安、苏州、郑州、长沙，2014-2018 年最小发车间隔分别缩短 164、150、190、176 秒，降幅均在 50%左右。我们分析认为，城市轨道交通快速增长，将牵引控制系统需求提升。

图 17：城轨交通在城市公共交通中占比持续提升


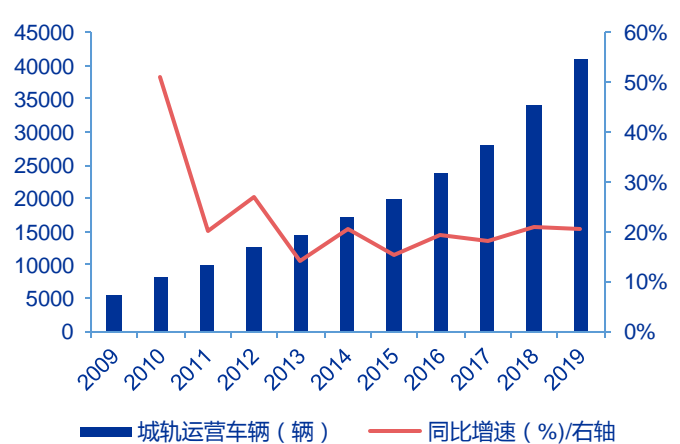
资料来源：历年交通运输行业发展统计公报、申万宏源研究

图 18：近年城轨年度客运量增速保持在 14%左右


资料来源：历年交通运输行业发展统计公报、申万宏源研究

**图 19：2011-2019 年，城轨交通投资完成额增
年均复合增速为 15.25%**


资料来源：中国城市轨道交通协会、Wind、申万宏源研究

图 20：近 5 年城轨交通运营车辆增速保持在 18%左右


资料来源：Wind、申万宏源研究

城市轨道交通信号系统每年市场空间为 117-176 亿元。根据中国城市轨道交通协会发布的《城市轨道交通 2019 年度统计和分析报告》，截至 2019 年末，全国各个城市规划建设的城市轨道交通线路长度（不含已经开通运营的线路）合计 7,339 公里。根据交控科技招股书数据，目前信号系统的单公里造价大约为 800-1200 万元/公里，预计新建城市轨道交通线路信号系统市场的容量约为 587-881 亿元，假设城轨建设周期为 5 年，则每年市场空间约为 117-176 亿元。

表 5：预计新增城轨控制系统空间 587-881 亿元

里程 (公里)	每公里造价下限 (万元)	每公里造价上限 (万元)	市场空间下限 (亿元)	市场空间上限 (亿元)
7,339	800	1200	587	881

资料来源：《城市轨道交通 2019 年度统计和分析报告》、交控科技招股说明书、申万宏源研究

2.3 新基建政策或拉动需求规模扩张、需求节奏加快

城际高速铁路和城际轨道交通是新基建七大重点领域之一。政府对于新基建部署日益深化，与传统基建相比，新型基础设施聚焦数字化、智能化的公用基础设施，建设内涵更加丰富，涵盖范围更广，也更能体现数字经济特征。其中，城际高速铁路和城际轨道交通与我国城镇化趋势相适应，关注出行方式的升级，将显著提高我国生产要素流动速度，是推进都市圈发展的基础，是新基建重要内容之一。

图 21：城际高速铁路和城际轨道交通是新基建七大重点领域之一


资料来源：央视网、搜狐网、凤凰网、中国城市轨道交通网、IDC 新闻网、新浪网等、申万宏源研究

新基建或拉动铁路投资规模扩大及投资速度加快，从而进一步促进轨交控制系统需求释放。2019 年 12 月，2020 年全国交通运输工作会议上，交通运输部提出 2020 计划完成铁路投资 8000 亿元左右，与往年水平基本持平。同时，我们分析认为，在当前经济增速放缓、国家加大对于基础设施建设背景下，国务院常务会议强调把推进重大项目开复工作为稳投资、扩内需的重要内容，推动在建项目施工进度，同时做好计划开工项目的前期准备工作，基建进度或提上日程，轨交行业为新基建政策的七大重点领域之一，我们认为，在新基建政策的驱动作用下，国内轨交建设或将提速、拉动轨交控制系统提升。

表 6：2020 年稳增长态度明确，逆周期调节持续加码

时间	部门/会议	主要内容
2020/2/7	央行	会同有关部门出台 30 项措施，提供流动性支持稳定金融市场，设立 3000 亿元专项再贷款。
2020/3/17	国务院常务会议	把推进重大项目开复工作为稳投资、扩内需的重要内容，推动 1.1 万个在建重点项目加快施工进度，同时要加快发行和使用按规定提前下达的地方政府专项债，抓紧下达中央预算内投资，督促加紧做好今年计划新开工的 4000 多个重点项目前期工作，加强后续项目储备。对重大项目审批核准等开设绿色通道，尽快实现开工建设。
2020/3/31	国务院常务会议	要在前期已下达一部分今年专项债限额的基础上，抓紧按程序再提前下达一定规模的地方政府专项债，按照“资金跟着项目走”原则，对重点项目多、风险水平低、有效投资带动作用大的地区给予倾斜，加快重大项目和重大民生工程建设。各地要抓紧发行提前下达的专项债，力争二季度发行完毕。
2020/5/17	国务院	强化基础设施规划建设。提高基础设施通达度、通畅性和均等化水平，推动绿色集约发展。加强横贯东西、纵贯南北的运输通道建设，拓展区域开发轴线。强化资源能源开发地干线通道规划建设。加快川藏铁路、沿江高铁、渝昆高铁、西（宁）成（都）铁路等重大工程规划建设。

资料来源：中国新闻网、国务院官网、中国政府网、申万宏源研究

3. 研发能力夯实公司地位，依托龙头优势持续领跑

3.1 注重研发以人为本，产品创新打破国外垄断

以研发为核心，每年研发投入 10 亿以上。轨交控制系统科技含量高，技术更新快，因此需要不断投入研发，公司十分注重研发投入，已投入大量资源进行技术研发，2016-2019 年度公司的研发投入分别为 10.50 亿元、11.80 亿元、13.80 亿元及 16.03 亿元，分别占公司同期营业收入的比重为 3.53%、3.41%、3.45%及 3.85%，此外，公司注重人才培养，截至 2019 年，共有 4,235 名员工从事科技研发工作，占员工总数的比例为 21%，公司的研发人员曾多次获得荣誉称号，其中 27 人获詹天佑铁道科学技术奖（包括 1 人获詹天佑贡献奖，5 人获詹天佑成就奖）及 72 人获茅以升铁道工程师奖。研发投入的不断提升助力公司维持领先的市场地位。

表 7：近三年公司研发投入均在 10 亿元以上

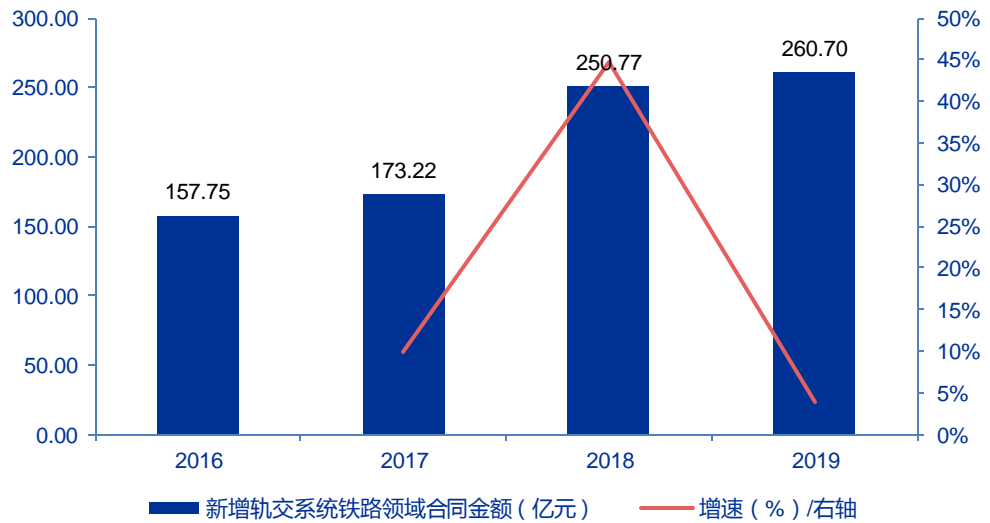
项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
费用化研发投入（亿元）	10.50	11.80	13.24	15.83
资本化研发投入（亿元）	-	-	0.56	0.19
研发投入合计（亿元）	10.50	11.80	13.80	16.03
营业收入（亿元）	297.70	345.86	400.13	416.46
研发投入占营业收入比例（%）	3.53%	3.41%	3.45%	3.85%

资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司产品不断创新，自主研发列控系统打破国外垄断。公司先后推出了全球首套时速 350 公里高铁自动驾驶系统、装备时速 160 公里以上的城际高铁自动驾驶系统。公司帮助我国实现了高铁、地铁列控技术的 100%国产替代。2020 年 11 月，中国通号子公司卡斯柯自主研发推出了业内首个商用 TACS 系统启骥™，此系统安全反应时间比 CBTC 减少了 30%，目前中国通号子公司卡斯柯 CBTC 系统已广泛运用到城市轨道交通中，CBCT 系统普及率的提高意味着我国对国际领先轨交系统水平的追赶，而启骥™TACS 将助力实现我国在该领域的领先地位。依托技术创新优势，公司产品拥有领先的市场覆盖率，其中轨道电路 99%、开通时速 300 公里以上的高铁 93%、无线闭塞中心 81%，列控中心 75.2%，截至 2018 年底，公司参与建设全国 65%的地铁。

3.2 公司享受广阔市场空间，铁路 + 城轨双领域领先

公司高铁领域覆盖里程世界第一，铁路控制系统销量预计持续提升。在高速铁路领域，公司的高速铁路控制系统核心产品及服务所覆盖的总中标里程居世界第一，且按照国内高速铁路控制系统集成项目累计中标里程统计，公司的中标里程覆盖率超过 60%。铁路轨交控制系统新增合同金额由 2016 年的 157.75 亿元增长到 2019 年的 260.70 亿元，年复合增长率为 18.23%，随着我国铁路营业里程不断提高，预计未来公司铁路领域营收将保持平稳增长。

图 22 : 2016-2019 年铁路控制系统新增合同金额 CAGR 达 18.23%


资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司作为国内规模第一的轨交控制系统解决方案供应商，市占率保持领先。根据交控科技招股书数据，通过中标线路条数计算市场占有率，2018 年公司城轨中标线路市占率高达 34.62%，在中国城轨交通市场拥有显著的领先地位。预计未来随着市场规模的扩大，公司控制系统业绩将继续提升。

表 8 : 城市轨道交通信号系统国内企业市占率 (以中标线路计算)

公司	中标情况	2016 年	2017 年	2018 年
中国通号	中标线路 (条)	6	12	9
	中标率	35.29%	41.38%	34.62%
交控科技	中标线路 (条)	1	7	8
	中标率	5.88%	24.14%	30.77%
恩瑞特	中标线路 (条)	2	1	3
	中标率	11.76%	3.45%	11.54%
电气泰雷兹	中标线路 (条)	4	2	2
	中标率	23.53%	6.90%	7.69%
众合科技	中标线路 (条)	2	6	1
	中标率	11.76%	20.69%	3.85%
全国公开招标正线线路 (条)		17	29	26

资料来源：交控科技公告、申万宏源研究 注：中国通号中标线路包含通号国铁和卡斯柯

3.3 公司有效把握下游客户需求，海外业务进一步拓展

(一) 国内：客户相对集中且粘性强，保障公司业绩平稳增长

公司与华为合作，为客户打造联合创新方案，客户需求量有望持续增长。2020 年 10 月，中国通号与华为签订战略合作协议，华为是全球领先的信息与通信基础建设和智能终端供应商。双方进行技术交流，通力合作完善平台建设，携手为铁路、城市轨交、智慧城市等推出更优质服务。2016 年-2019 年，公司前五大客户收入分别占营业收入的 57.90%、46.76%、39.29%、43.34%，公司的主要客户为中国铁路总公司、各客专公司及各城市轨

道交通公司。公司竞争力强且不断完善产品质量，获得了诸多国内重要的大客户认可，未来营收增长值得期待。

图 23：公司与华为签订战略合作协议



资料来源：公司官网、申万宏源研究

表 9：下游客户相对集中且粘性较强

序号	2019 年		2018 年		2017 年		2016 年	
	客户名称	营收占比	客户名称	营收占比	客户名称	营收占比	客户名称	营收占比
1	中国国家铁路集团有限公司	28.04%	中国铁路总公司	24.21%	中国铁路总公司	33.18%	中国铁路总公司	39.92%
2	中国铁路工程集团有限公司	6.79%	中国铁道建筑集团有限公司	9.31%	中国铁道建筑集团有限公司	6.26%	中国铁道建筑集团有限公司	8.04%
3	中国铁路建筑集团有限公司	4.59%	中国铁路工程集团有限公司	2.46%	中国铁路工程集团有限公司	3.81%	中国铁路工程集团有限公司	4.73%
4	山东铁路投资控股集团有限公司	2.12%	郑州市城乡建设委员会	1.96%	六盘水梅花山生态文化旅游发展有限公司	1.82%	六盘水梅花山生态文化旅游发展有限公司	2.73%
5	深圳市地铁集团有限公司	1.80%	郑州发展投资集团有限公司	1.34%	郑州发展投资集团有限公司	1.68%	郑州发展投资集团有限公司	2.48%
前五大客户合计		43.34%		39.29%		46.76%		57.90%

资料来源：公司公告、申万宏源研究

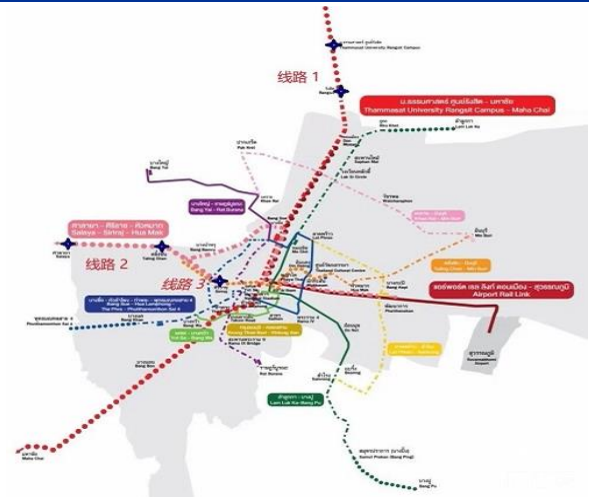
（二）海外：以“一带一路”为契机，进一步拓展海外市场

公司中标泰国、欧洲等地区项目，海外市场营收或迎来爆发式增长。公司的高速铁路控制系统核心产品及服务所覆盖的总中标里程居世界第一，且公司在 2019 海外市场新签合同金额达 24.10 亿元，同比增长 154%，海外布局已初见成效。海外市场业绩增长来源于公司连续中标重点项目。2019 年 12 月，公司签署泰国最大枢纽站调度集中中心项目通信信号分包合同，此项目将进一步巩固公司在泰国铁路市场的占有率。今年 9 月，公司自主研发的列控系统核心装备无线闭塞中心（RBC）、临时限速服务器（TSRS）成功中标中欧匈塞铁路贝旧段，匈塞高铁项目是国家“一带一路”提倡下的重点设施工程，该项目建成

后，匈牙利与塞尔维亚两地之间铁路运行时间将从 8 小时缩短至 3 小时以内。随着“一带一路”的深入实施，未来公司产品海外市场认可度和中标率有望持续提升。

图 24：2019 年海外领域新签合同额同比增长 154%


资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 25：泰国项目全长 145 公里，共计 20 个车站


资料来源：公司官网、申万宏源研究

4. 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

根据我们对公司利润表的分析预测：预计 2020-2022 年营业收入分别为 398.02、414.22、443.03 亿元，对应增速-4.43%、4.07%、6.95%；归母净利润分别为 36.47、40.03、44.31 亿元，对应增速-4.42%、9.75%、10.70%。考虑到公司毛利率较低的工程承包业务占比下降，预计未来三年公司毛利率将略有提升，分别为 23.68%、24.34%、24.69%；预计 ROE 分别为 8.69%、8.71%、8.79%。

表 10：公司盈利预测简表

指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	41,646	39,802	41,422	44,303
同比增长率 (%)	4.08%	-4.43%	4.07%	6.95%
归母净利润 (百万元)	3,816	3,647	4,003	4,431
同比增长率 (%)	11.95%	-4.42%	9.75%	10.70%
每股收益 (元/股)	0.36	0.34	0.38	0.42
毛利率 (%)	22.89%	23.68%	24.34%	24.69%
ROE (%)	9.28%	8.69%	8.71%	8.79%
净利率 (%)	9.16%	9.16%	9.66%	10.00%

资料来源：Wind、申万宏源研究

根据各项业务情况拆分汇总得到公司财务预测数据。具体预测假设如下：

1) 轨道交通控制系统：

根据国家《中长期铁路规划 2020-2035》、《国家综合立体交通网规划纲要（2021—2050 年）》等相关文件，未来国家对轨道交通建设投资将保持稳定增长。公司在行业内凭借良好的口碑、较强的客户粘性，预计未来 3 年订单量将保持稳定增加，因此预计 2020-2022 年营收将以较为稳定的增速增长，保守假设增速为 5%、10%、10%。而基于公司在轨交行业中的龙头企业的地位，其具有较强的议价能力，因此预计毛利率在未来三年仍将保持较高水平，保守假设未来 3 年毛利率保持在 26.50%；

2) 工程总承包：

公司围绕高质量发展要求，进一步优化业务结构，预计将合理控制低毛利率的工程总承包业务规模，预计 2020 年-2022 年工程承包业务规模将出现一定幅度的下降，假设未来 3 年业务收入增速为-30%、-20%、-10%。工程承包业务毛利率比较稳定，预计未来毛利率仍将保持在 12%左右

3) 其他业务：由于其他业务占比较小，因此粗略假设增速为 0%，毛利率保持在 55%左右。

表 11：公司业务拆分明细

业务	项目	2019A	2020E	2021E	2022E
一、轨交控制系统	营业收入（百万）	30377.21	31896.07	35085.68	38594.25
	YOY（%）	6.88%	5.00%	10.00%	10.00%
	营业成本（百万）	22203.15	23444	25788	28367
	毛利（百万）	8174.06	8,452.46	9,297.70	10,227.48
	毛利率（%）	26.91%	26.50%	26.50%	26.50%
	营业收入占比（%）	72.94%	80.14%	84.70%	87.11%
	毛利占比（%）	85.73%	89.67%	92.21%	93.51%
二、工程总承包	营业收入（百万）	11,210.81	7847.57	6278.05	5650.25
	YOY（%）	-2.77%	-30.00%	-20.00%	-10.00%
	营业成本（百万）	9,882.28	6906	5525	4972
	毛利（百万）	1,328.53	941.71	753.37	678.03
	毛利率（%）	11.85%	12.00%	12.00%	12.00%
	营业收入占比（%）	26.92%	19.72%	15.16%	12.75%
	毛利占比（%）	13.93%	9.99%	7.47%	6.20%
三、其他	营业收入（百万）	58.28	58.28	58.28	58.28
	YOY（%）	-3.25%	0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本（百万）	26.67	26	26	26
	毛利（百万）	31.61	32.05	32.05	32.05
	毛利率（%）	54.24%	55.00%	55.00%	55.00%
	营业收入占比（%）	0.14%	0.15%	0.14%	0.13%
	毛利占比（%）	0.33%	0.34%	0.32%	0.29%

资料来源：Wind、申万宏源研究

4.2 相对估值

选取铁路和轨道交通产业链上市公司作为可比公司。公司为轨道交通控制系统行业领军企业，故我们选择国内同为主营轨交装备且市占率排名靠前的企业作为可比公司，如：中国中车、众合科技、交控科技、今创集团、威奥股份。

表 12：中国通号可比公司

代码	简称	公司简介
601766.SH	中国中车	从事有轨电车整车研发制造，产品已出口至全球近百个国家和地区，是全球规模领先、技术一流的轨道交通装备制造制造商
000925.SZ	众合科技	在国内提供以自主信号系统为核心的全球轨道交通整体解决方案、节能环保整体解决方案以及单晶硅材料制造商
688015.SH	交控科技	致力于提供高效、可靠、低耗能的轨道交通控制设备以及全生命周期的技术服务，产品涵盖基础的 CBTC 系统、兼容多种信号制式的互联互通系统、GOA4 等级的全自动运行系统等
603680.SH	今创集团	主要经营轨道交通车辆配套产品的研发、生产、销售及服务，在法国、印度等海外地区建有生产基地
605001.SH	威奥股份	公司主要产品覆盖了动车车辆内装配套产品的绝大多数类别，是行业内产品线最为丰富的企业之一，且与中国中车建立长期合作关系

资料来源：Wind、各公司官网、申万宏源研究

首次覆盖 给予“增持”评级。我们预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.34、0.38、0.42 元/股，目前股价（2020/12/29 收盘价）5.91 元，对应 PE 分别为 17、16、14 倍。选取与公司同为轨道交通产业链的企业为可比公司，进行对比参考，可比公司 2020-2022 年的 PE 平均值分别为 31、17、14 倍，公司 2021 年估值水平与可比公司估值均值水平比较低。考虑到公司是轨道交通控制系统龙头企业，未来成长潜力值得期待，因此，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 13：中国通号可比公司估值表

公司代码	公司简称	2020/12/29	EPS (元/股)				PE				PB
		收盘价 (元/股)	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
601766.SH	中国中车	5.32	0.41	0.40	0.45	0.50	13	13	12	11	1.1
688015.SH	交控科技	37.28	0.80	1.27	1.70	2.23	47	29	22	17	5.1
000925.SZ	众合科技	6.24	0.25	0.09	0.35	—	25	69	18	—	1.4
603680.SH	今创集团	14.08	0.50	0.54	0.69	0.79	28	26	20	18	2.5
605001.SH	威奥股份	17.18	0.78	0.93	1.19	1.44	22	18	14	12	1.9
	平均值						27	31	17	14	2.4
688009.SH	中国通号	5.91	0.36	0.34	0.38	0.42	16	17	16	14	1.6

资料来源：Wind、申万宏源研究 注：可比公司盈利预测及估值均来自 Wind 一致预测，由于众合科技 2022 年缺少 wind 一致预测故未列示

5. 风险提示

（一）公司优秀人才流失，研发水平下降及产品销量下滑的风险

公司所处的轨道交通控制系统行业是技术密集型的高新技术行业，需要不断根据技术发展趋势及客户需要改进现有产品及开发新产品。因此优秀的技术研发能力是公司长期保持竞争力的保证，对公司的发展至关重要。而要保证技术研发的竞争力，优秀的技术团队就显得尤为重要。随着轨道交通控制系统行业的迅速发展，技术人才需求大增，公司间对于人才的争夺也日益激烈，能否维持技术人员团队的稳定并不断吸引新的优秀人才加入是公司能否在行业内保持技术领先优势的关键。在激烈的人才竞争下，若是公司对于技术人才的招聘、培养以及对于现有员工的激励机制有效性下降，则存在着技术人员流失，研发水平下降的风险进而导致公司经营业绩出现下滑。

（二）产品质量出现安全问题，需求下滑风险

基于轨道交通本身作为民生事业的特殊性，公司涉及的轨道交通控制系统产品从研发到售后维修的一系列业务都是需要严格的质量把关，且可能因为质量问题造成重大事故而被追责赔偿甚至处罚的严苛工作。虽然公司向客户所提供的产品或服务的质量保证期有限，但即便是超过了质量保证期之后，公司仍需要在事故鉴定后为产品或服务的瑕疵引致的损失负责。如果公司的产品或服务被证实有质量问题、不符合国家或行业标准或对人身财产有潜在风险，公司或须召回有关产品或修改产品设计，这期间会产生庞大的额外成本。此外，召回产品或任何与产品瑕疵有关的负面新闻报道也可能影响公司声誉及品牌，导致产品需求下降。

（三）政府对基础建设投资下降，公司中标项目减少风险

轨道交通控制系统行业的发展很大程度上依赖于政府对轨道交通项目的投入和中国国家铁路集团有限公司招投标总体规划。行业环境方面，国家铁路集团基础建设投资有逐步降低的趋势；城市轨道交通市场也会受整体经济政策调控的影响产生一定范围的波动。如未来政府对行业的有利政策出现变动，政策红利出现消减，或中国国家铁路集团有限公司的招投标计划出现临时性变更，则可能对公司业务发展产生不利影响。另外我国目前正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，经济下行压力加大，可能造成基础建设整体投资下降等风险。

（四）投资期限过长，现金流不足的风险

国内轨道交通建设多采取公私合营模式（PPP 模式），投资期限较长，占用公司资金较多，因此有可能存在不能满足生产经营所需资金的风险。对于中国通号而言，由于产量不均衡，当产品市场发生变化，特别是生产高峰期资金需求量较大时，有可能存在不能满足生产经营所需资金的风险。部分客户在经济增速放缓背景下，经营可能受到较大影响，导致公司应收账款回款难度加大，也会给公司的现金流造成压力。

6. 附表

表 14 : 中国通号利润表简表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	40,013	41,646	39,802	41,422	44,303
营业收入	40,013	41,646	39,802	41,422	44,303
营业总成本	35,702	37,220	35,304	36,490	38,861
营业成本	30,932	32,112	30,376	31,339	33,365
税金及附加	256	260	249	259	277
销售费用	702	878	876	953	1,063
管理费用	2,463	2,530	2,388	2,402	2,481
研发费用	1,324	1,583	1,592	1,740	1,949
财务费用	-86	-144	-176	-203	-275
其他收益	172	213	188	191	198
投资收益	55	373	158	195	242
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-113	-34	0	0	0
资产减值损失	0	2	6	0	0
资产处置收益	-4	-1	-1	-1	-1
营业利润	4,533	4,979	4,850	5,317	5,881
营业外收支	-13	48	0	0	0
利润总额	4,520	5,027	4,850	5,317	5,881
所得税	803	850	857	936	1,030
净利润	3,717	4,177	3,992	4,382	4,850
少数股东损益	308	361	345	379	419
归属于母公司所有者的净利润	3,409	3,816	3,647	4,003	4,431

资料来源：Wind、申万宏源研究

表 15 : 中国通号资产负债表简表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	65,315	80,504	82,648	87,664	93,086
现金及等价物	11,712	24,000	22,087	29,992	33,670
应收款项	15,846	20,309	17,454	18,540	19,936
存货净额	4,087	2,201	9,112	5,138	5,486
合同资产	30,941	33,035	33,035	33,035	33,035
其他流动资产	2,728	959	959	959	959
长期投资	1,660	2,061	2,061	2,061	2,061
固定资产	4,574	4,490	4,971	5,335	5,734
无形资产及其他资产	8,129	10,457	10,443	10,428	10,414
资产总计	79,679	97,513	100,122	105,489	111,294
流动负债	47,600	51,759	52,091	51,991	51,861
短期借款	1,488	496	828	728	598
应付款项	37,672	42,725	42,725	42,725	42,725
其它流动负债	8,440	8,538	8,538	8,538	8,538

非流动负债	1,807	3,029	4,114	5,199	6,284
负债合计	49,406	54,788	56,205	57,190	58,145
股本	8,790	10,590	10,590	10,590	10,590
其他权益工具	2,800	2,800	0	0	0
资本公积	7,409	15,964	15,964	15,964	15,964
其他综合收益	-248	-273	-273	-273	-273
盈余公积	1,104	1,342	1,570	1,820	2,096
未分配利润	8,680	10,284	13,703	17,456	21,611
少数股东权益	1,364	1,605	1,950	2,329	2,749
股东权益	30,272	42,725	43,917	48,299	53,149
负债和股东权益合计	79,679	97,513	100,122	105,489	111,294

资料来源：Wind、申万宏源研究

表 16：中国通号现金流量表简表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,717	4,177	3,992	4,382	4,850
加：折旧摊销减值	645	577	380	476	567
财务费用	-53	1	-176	-203	-275
非经营损失	-115	-368	-157	-194	-241
营运资本变动	18,201	189	-4,050	2,887	-1,743
其它	-23,982	-1,204	0	0	0
经营活动现金流	-1,587	3,371	-11	7,348	3,158
资本开支	1,027	810	854	827	952
其它投资现金流	-385	1,348	158	195	242
投资活动现金流	-642	-4,597	-696	-631	-710
吸收投资	2,852	10,569	0	0	0
负债净变化	526	139	1,417	985	955
支付股利、利息	1,728	2,338	-176	-203	-275
其它融资现金流	-28	-122	-2,800	0	0
融资活动现金流	1,622	8,247	-1,206	1,187	1,230
净现金流	-557	7,047	-1,913	7,904	3,678

资料来源：Wind、申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。