

利润率提升，下半年有望进入订单集中交付期

——中国通号 (688009.SH) 2020 年中报点评

跨市场公司简报

◆扣非净利润小幅下滑，利润率提升

中国通号 2020 年上半年实现营业收入 146.2 亿，同比下降 28.7%；实现归母净利润 17.7 亿，较上年同期下降 21.7%；剔除上年同期剥离房地产业务的影响后，净利润同比下降收窄至 7.9%。每股收益 0.16 元。由于收入结构改善以及铁路业务毛利率上升，上半年公司毛利率为 24.4%，同比上升 1.1 个百分点；净利率 13.4%，同比上升 1.5 个百分点。海外业务毛利率为 35.6%，同比大幅上升 14.0 个百分点，主要由于产品以毛利率较高的信号设备为主。

◆疫情影响订单执行，收入确认延后，下半年订单有望集中交付

公司铁路/城市轨道交通/工程总承包业务分别实现收入 71.2/36.9/36.5 亿，同比下降 37.4%/3.1%/29.3%。收入下降主要由于疫情影响下，新中标的项目开工不足，在建项目施工进度缓慢，影响了收入确认。但进入二季度后，随着国内疫情得到有效控制，市场需求逐渐增加，公司加大复工复产力度，业务回暖。预计延误的订单在下半年有望进入集中交付期，招标的规模也有望提升。

◆订单饱满，保障后续增长

公司在手订单饱满，二季度开始项目执行复苏；下半年有望进入订单集中交付期，且招标规模也有望回升。根据中报，公司 2020 年上半年累计新签合同 322.1 亿，同比下降 5.3%。其中，铁路领域新签合同 162.7 亿元，同比下降 1.1%；城市轨道交通领域新签合同 60.1 亿，同比增长 10.1%。截至 2020 年 6 月末，公司在手订单 1200.2 亿元，仍处于历史高位，有力保障后续增长。

◆维持“买入”评级

我们下调盈利预测，以反映疫情对招标及项目执行延迟的影响；但我们强调公司的竞争优势仍然明显，随着国内外项目的逐渐复工，以及轨交“新基建”的增量拉动，未来成长空间仍然巨大。我们下调公司 20-22 年 EPS 预测至 0.33/0.39/0.43 元人民币，维持公司 A 股及 H 股“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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	40,013	41,646	39,260	42,235	45,101
营业收入增长率	15.69%	4.08%	-5.73%	7.58%	6.79%
净利润 (百万元)	3,409	3,816	3,546	4,110	4,517
净利润增长率	5.77%	11.95%	-7.07%	15.91%	9.89%
EPS (元)	0.39	0.36	0.33	0.39	0.43
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.79%	9.28%	8.33%	9.19%	9.62%
P/E (A 股)	16	17	19	16	15
P/E (H 股)	7.4	8.0	8.6	7.4	6.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 8 月 28 日，人民币对港币汇率为 0.89:1

A 股：买入 (维持)

H 股：买入 (维持)

分析师

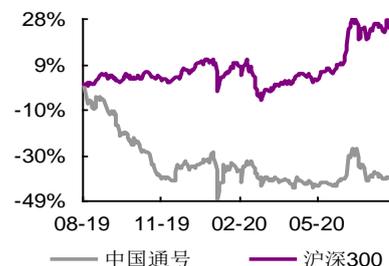
陈佳宁 (执业证书编号：S0930512120001)
021-52523851
chenjianing@ebsec.com

王锐 (执业证书编号：S0930517050004)
wangrui3@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：105.90
总市值(亿元)：656.57
一年最低/最高(元)：5.24/9.96
近 3 月换手率：26.58%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.97	-19.49	-59.98
绝对	-0.93	5.79	-32.49

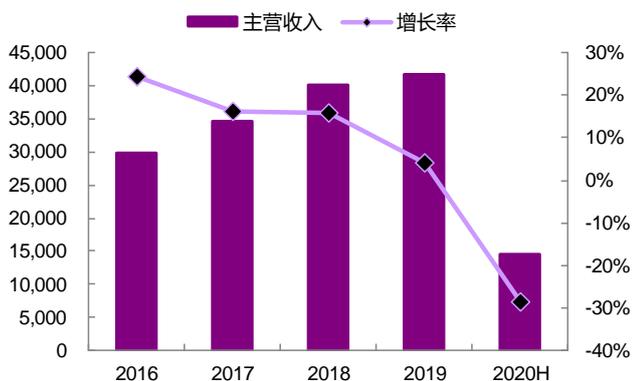
资料来源：Wind

相关研报

业绩稳健增长，受益于城轨“新基建”投资——中国通号 (688009.SH) 2019 年度业绩点评

.....2020-03-30

图表 1: 公司收入变化 (单位:百万元人民币)



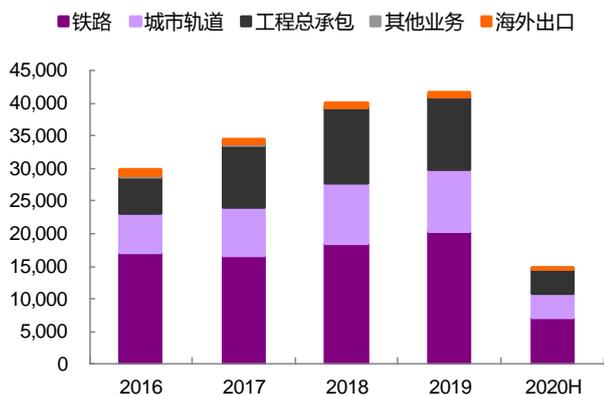
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司净利润变化 (单位:百万元人民币)



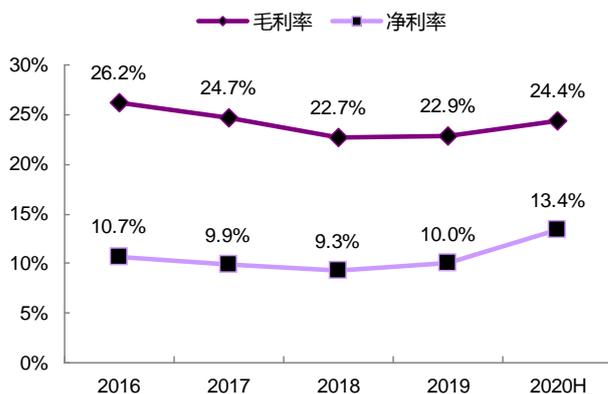
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司分市场收入结构 (单位:百万元人民币)



资料来源: 公司公告

图表 4: 公司盈利能力变化



资料来源: 公司公告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	40,013	41,646	39,260	42,235	45,101
营业成本	30,932	32,112	29,802	31,895	33,964
折旧和摊销	513	519	505	538	578
税金及附加	256	260	236	253	271
销售费用	702	878	824	887	947
管理费用	2,463	2,530	2,434	2,492	2,616
研发费用	1,324	1,583	1,649	1,689	1,804
财务费用	-86	-144	-162	-215	-270
投资收益	55	373	60	60	60
营业利润	4,533	4,979	4,706	5,455	6,012
利润总额	4,520	5,027	4,751	5,500	6,057
所得税	803	850	855	990	1,090
净利润	3,717	4,177	3,896	4,510	4,967
少数股东损益	308	361	350	400	450
归属母公司净利润	3,409	3,816	3,546	4,110	4,517
EPS(按最新股本计)	0.39	0.36	0.33	0.39	0.43

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-1,587	3,371	2,967	5,505	5,718
净利润	3,409	3,816	3,546	4,110	4,517
折旧摊销	513	519	505	538	578
净营运资金增加	-24,213	-3,658	276	448	633
其他	18,705	2,695	-1,360	409	-10
投资活动产生现金流	-642	-4,597	-1,167	-1,170	-1,170
净资本支出	-1,027	-810	-1,200	-1,200	-1,200
长期投资变化	1,006	982	-30	-30	-30
其他资产变化	-620	-4,769	63	60	60
融资活动现金流	1,622	8,247	-2,151	-1,733	-1,985
股本变化	0	1,800	0	0	0
债务净变化	423	93	-196	0	0
无息负债变化	12,963	5,289	-1,517	1,307	1,065
净现金流	-557	7,047	-351	2,602	2,563

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	22.7%	22.9%	24.1%	24.5%	24.7%
EBITDA 率	12.6%	12.1%	12.8%	13.7%	14.0%
EBIT 率	11.3%	10.8%	11.5%	12.4%	12.7%
税前净利润率	11.3%	12.1%	12.1%	13.0%	13.4%
归母净利润率	8.5%	9.2%	9.0%	9.7%	10.0%
ROA	4.7%	4.3%	4.0%	4.4%	4.7%
ROE (摊薄)	11.8%	9.3%	8.3%	9.2%	9.6%
经营性 ROIC	90.9%	148.9%	105.9%	93.0%	79.9%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	62%	56%	54%	54%	53%
流动比率	1.37	1.56	1.60	1.62	1.64
速动比率	1.29	1.51	1.55	1.57	1.60
归母权益/有息债务	12.33	16.87	18.99	19.95	20.96
有形资产/有息债务	32.62	38.72	42.06	43.71	45.33

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	79,679	97,513	97,578	101,447	105,223
货币资金	11,712	24,000	23,649	26,251	28,814
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	13,599	16,758	16,583	17,011	17,283
应收票据	1,845	0	0	0	0
其他应收款(合计)	1,341	1,148	1,036	1,115	1,191
存货	4,087	2,201	2,227	2,223	2,365
其他流动资产	780	2,419	2,419	2,419	2,419
流动资产合计	65,315	80,504	79,829	82,996	86,110
其他权益工具	654	806	806	806	806
长期股权投资	1,006	982	1,012	1,042	1,072
固定资产	3,936	4,329	4,290	4,342	4,447
在建工程	638	161	646	1,009	1,282
无形资产	2,507	2,417	2,566	2,713	2,857
商誉	305	305	305	305	305
其他非流动资产	63	661	661	661	661
非流动资产合计	14,363	17,008	17,749	18,451	19,113
总负债	49,406	54,788	53,075	54,382	55,447
短期借款	1,118	238	0	0	0
应付账款	35,119	39,943	38,743	39,869	40,757
应付票据	849	1,278	1,192	1,276	1,359
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	72	167	167	167	167
流动负债合计	47,632	51,759	50,044	51,351	52,416
长期借款	856	1,941	1,941	1,941	1,941
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	870	965	965	965	965
非流动负债合计	1,726	3,029	3,031	3,031	3,031
股东权益	30,272	42,725	44,503	47,065	49,777
股本	8,790	10,590	10,590	10,590	10,590
公积金	8,514	17,307	17,661	18,073	18,524
未分配利润	8,680	10,284	11,357	13,108	14,918
归属母公司权益	28,908	41,120	42,548	44,710	46,972
少数股东权益	1,364	1,605	1,955	2,355	2,805

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1.75%	2.11%	2.10%	2.10%	2.10%
管理费用率	6.16%	6.08%	6.20%	5.90%	5.80%
财务费用率	-0.22%	-0.35%	-0.41%	-0.51%	-0.60%
研发费用率	3.31%	3.80%	4.20%	4.00%	4.00%
所得税率	18%	17%	18%	18%	18%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.20	0.18	0.21	0.23
每股经营现金流	-0.18	0.32	0.28	0.52	0.54
每股净资产	3.29	3.88	4.02	4.22	4.44
每股销售收入	4.55	3.93	3.71	3.99	4.26

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	16	17	19	16	15
PB	1.9	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	12.5	12.5	12.5	10.7	9.7
股息率	0.0%	3.2%	3.0%	3.4%	3.8%

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、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，本公司的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，本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。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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼