

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

中国通号 (3969 HK)

公司收入结构差于预期,但长期展望仍然乐观

■ 公司铁路和地铁订单虽然持续增长,但增长主要来自低毛利的系统交付业务,公司整体盈利能力转差;但成本控制卓有成效,对冲了一部分毛利下降的影响

■ 公司2018年铁路订单预计同比增长30%,同时政府加速基建投资及地铁新规有助于公司2019-20年盈利恢复增长

■ 我们下调公司2018-20年净利润预测13.8%-6.1%;维持11.9倍市盈率乘数,调整基期至19年,下调公司目标价至6.65港元,仍维持公司买入评级

2018年轨交业务仍是低谷,业务结构改变导致毛利率下降

2018年上半年核心业务设计集成、设备制造和系统交付的整体收入虽然同比提升8%,但高毛利率的设计集成和设备制造的收入分别同比下降17.7%和8.3%,导致核心业务毛利同比下降6.8%。但正面的是,如果剔除设计集成业务重新核算而产生的一次性影响,公司核心业务毛利率分别同比提升1.5/5.7/1.1个百分点。我们认为公司核心业务结构变化主要是由于轨交业务的整体景气度较差导致高铁运维收入不及预期,而增长相对快速的地铁订单中系统交付业务的占比又较高。我们预计公司全年铁路订单增速可达30%,地铁订单增速约为20%;铁路订单增速回升有助于公司高毛利产品结构占比的稳定。由于公司订单的周期一般在两年以内,且2017-18年新订单明显超过收入,我们预计公司2019-20年收入将会出现明显增长。

2019 预计景气回升,轨交设备弹性较差但长期增长更为稳定

2018年截至目前,基建固定资产投资仍低位运行,这也一定程度上导致公司运维业务增速不及预期。但目前政府反复强调补短板,2018年铁路固定资产投资目标也上调至8,000亿元人民币;同时发改委虽然提升了地铁修建门槛,但由于标准确定,暂停已久的地铁审批规划重启,长春和苏州先后获批新的地铁规划,其正面影响大于负面影响。但我们也需要强调,中国通号进场往往处于项目建设的后段,短期的政策刺激对公司的盈利影响有限,中国通号与大型基建企业相比短期的业绩弹性稍弱,但长期增长稳定性更高,且参与PPP项目较少,现金流更稳健。

下调盈利预测,长期看法正面,维持买入评级

我们分别下调公司2018-20年收入预测8.9%/3.4%/0.2%,但由于产品结构转差下调公司同期毛利预测22.1%/17.5%/14.2%,同时由于公司大幅压缩了销售和管理费用,最终我们下调公司2018-20年净利润预测13.8%/10.1%/6.1%。我们维持公司12倍市盈率乘数(基于2年平均估值),调整基期至2019年,并计入汇率影响,下调目标价7%至6.65港元。同业比较中,中车系公司的2019年预测市盈率平均值为13.3倍,中国通号为10.3倍;中国通号2019年预测PEG为0.7倍,中车系两家公司则均超过1倍。我们认为2018年对轨交设备类企业仍是低谷,但2018年订单层面持续好转,未来增长确定性提升,公司估值合理,我们维持公司买入评级。

盈利预测及估值

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额	29,402	34,434	37,938	46,159	54,593
同比增长 (%)	22.8%	17.1%	10.2%	21.7%	18.3%
净利润	3,049	3,310	3,649	4,293	4,977
同比增长 (%)	22.1%	8.5%	10.2%	17.7%	15.9%
每股盈利 (元)	0.35	0.38	0.42	0.49	0.57
每股股息 (元)	0.10	0.10	0.12	0.15	0.17
市盈率 (x)	14.43	13.29	12.17	10.34	8.92
市净率 (x)	1.96	1.76	1.59	1.42	1.26
ROE (%)	14.1%	13.8%	13.7%	14.5%	15.1%

资料来源:公司资料,招商证券(香港)预测

焦一丁

+86 755 8290 8475

jiaoyd@cmschina.com.cn

最新变动

下调盈利预测和目标价

买入

前次评级	买入
股价	HK\$5.78
12个月目标价 (上涨空间)	HK\$6.65 (+15%)
前次目标价:	HK\$7.15

股价表现



资料来源:贝格数据

%	1m	6m	12m
3969 HK	6.4	(1.8)	(2.7)
恒生指数	(0.5)	(14.0)	(3.8)

行业: 机械设备

恒生指数	27085
国企指数	10557

重要数据

52周股价区间(港元)	5.1-7.02
港股市值(百万港元)	11380
日均成交量(百万股)	4.87
每股净资产(港元)	2.81

主要股东

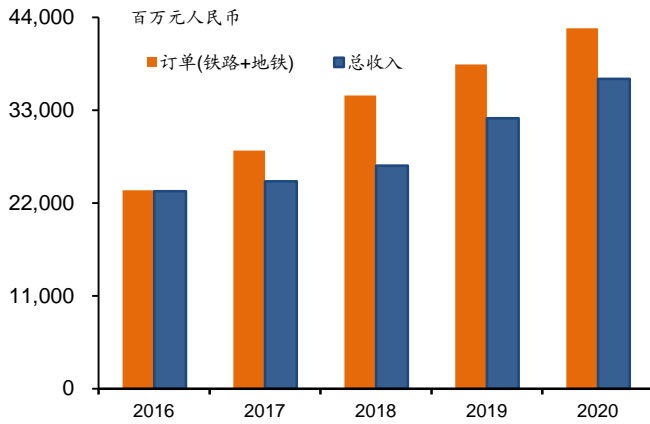
中国铁路通信信号集团公司	75.14%
全国社会保障基金理事会	2.04%
China Railway Group Limited	1.40%
中国海运(集团)总公司	1.40%
总股数(百万股)	8,789

相关报告

- 中国通号(3969 HK) - 2017年铁路竣工里程较低,2018年大环境向好,2018/04/06
- 中国通号(3969 HK) - 运维业务超预期,公司整体业务结构更健康,维持买入评级,2017/04/05

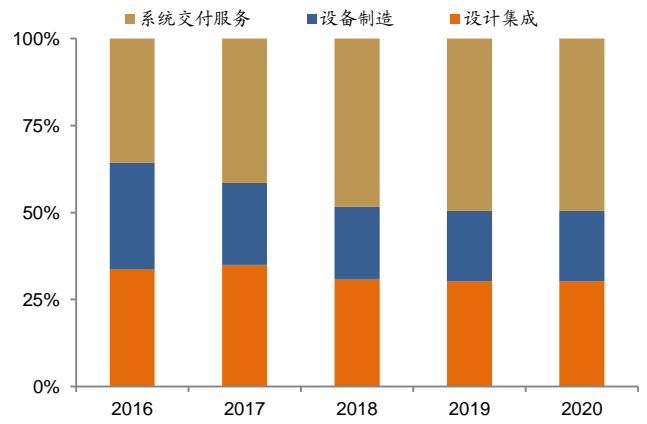
重点图表

图1: 订单与总收入对比



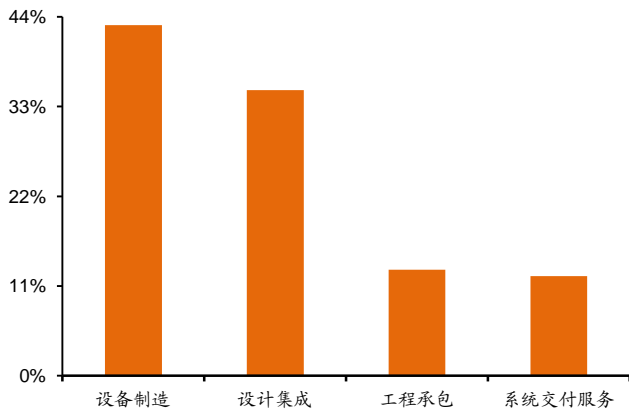
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图2: 公司各板块收入占比比较及预测



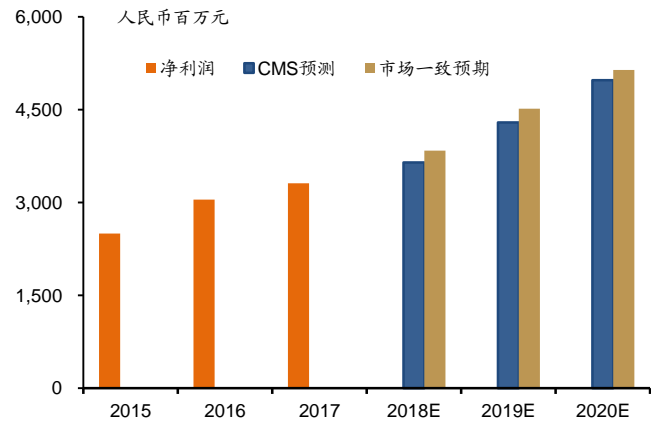
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图3: 公司各版块2018年预测毛利率



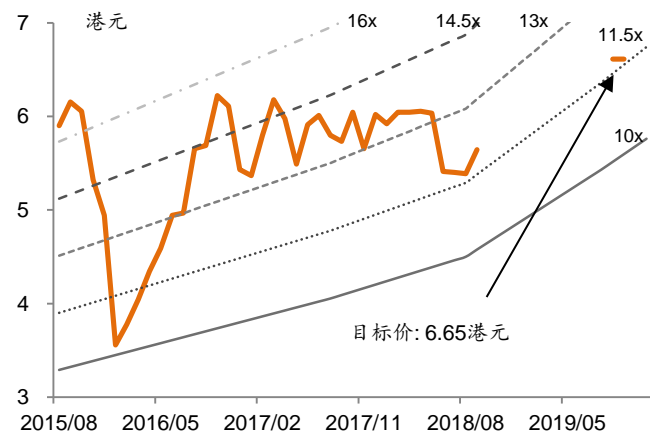
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 净利润预测及比较



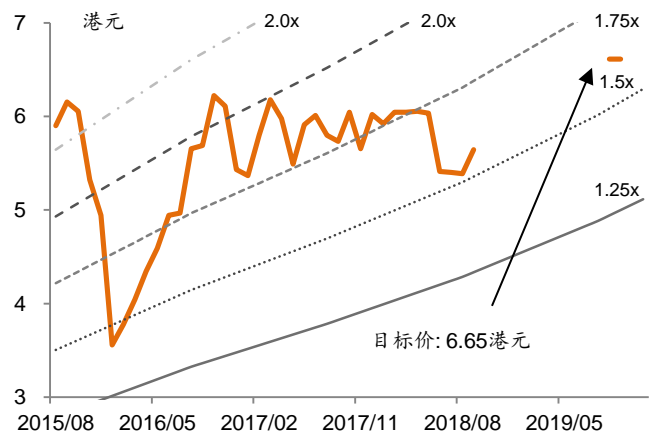
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图5: 前瞻市盈率



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图6: 前瞻市净率



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图7: 盈利预测假设及调整

人民币百万元	更新假设			原假设			变化		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
收入	37,938	46,159	54,593	41,644	47,787	54,711	-8.9%	-3.4%	-0.2%
毛利	8,289	9,895	11,467	10,635	11,996	13,367	-22.1%	-17.5%	-14.2%
销售及分销开支	-417	-485	-546	-838	-937	-1,046	-50.2%	-48.3%	-47.8%
行政开支	-3,414	-4,016	-4,586	-4,131	-4,597	-5,099	-17.3%	-12.6%	-10.1%
财务费用	-81	-81	-81	-46	-46	-46	74.2%	74.2%	74.2%
税前利润	4,724	5,608	6,517	5,499	6,228	6,911	-14.1%	-10.0%	-5.7%
所得税开支	-852	-1,011	-1,175	-991	-1,123	-1,246	-14.1%	-10.0%	-5.7%
净利润	3,649	4,293	4,977	4,231	4,774	5,300	-13.8%	-10.1%	-6.1%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图8: 板块收入结构调整

人民币百万元	更新假设			原假设			变化		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
设计集成	8,174	9,665	11,072	11,458	11,143	12,300	-28.7%	-13.3%	-10.0%
设备制造	5,503	6,506	7,453	8,436	11,143	12,300	-34.8%	-41.6%	-39.4%
系统交付服务	12,751	15,871	18,181	10,320	11,505	12,405	23.6%	37.9%	46.6%
工程承包	11,430	13,996	17,706	11,430	13,996	17,706	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图9: 同业比较

公司	彭博代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	市值 (百万美元)	EV/EBITDA (x)		市净率 (x)		市盈率 (x)		PEG (x)		ROE (%)		CAGR2018e-20e		
							2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	EPS	EBITDA	
大型基建																			
中国交建	1800 HK	HKD	买入	7.8	10.3	25,371	11.1	9.3	0.5	0.5	5.6	4.8	0.4	0.3	9.7%	10.2%	15.9%	20.3%	
中国中铁	390 HK	HKD	中性	6.8	7.3	24,657	6.8	6.2	0.8	0.8	7.5	6.8	0.8	0.7	11.4%	11.3%	9.3%	7.4%	
中国铁建	1186 HK	HKD	中性	9.5	12.6	20,724	6.2	5.4	0.7	0.6	5.8	4.9	0.5	0.4	11.6%	12.0%	11.2%	11.8%	
中国能建	3996 HK	HKD	中性	1.0	1.8	3,482	5.5	5.0	0.4	0.4	4.1	3.6	0.4	0.3	11.7%	12.3%	11.3%	9.8%	
行业平均						18,558	7.4	6.5	0.6	0.6	5.7	5.0	0.5	0.4	11.1%	11.4%	11.9%	12.3%	
中型基建																			
中建国际	3311 HK	HKD	买入	8.2	12.7	5,065	6.5	5.4	0.9	0.8	6.8	5.7	0.4	0.3	13.7%	14.6%	18.2%	16.8%	
中机工程	1829 HK	HKD	中性	3.8	4.3	1,956	-2.9	-2.1	0.7	0.7	5.3	4.2	0.3	0.2	13.8%	15.7%	18.4%	22.5%	
行业平均						3,511	1.8	1.7	0.8	0.7	6.0	4.9	0.3	0.3	13.8%	15.1%	18.3%	19.7%	
铁路设备																			
中国通号	3969 HK	HKD	买入	5.6	6.7	6,476	6.8	5.8	1.6	1.4	12.2	10.3	0.7	0.6	13.7%	14.5%	16.8%	16.0%	
城建设计	1599 HK	HKD	买入	3.5	4.7	578	4.4	3.6	0.9	0.8	6.5	5.3	0.3	0.3	13.1%	14.0%	20.5%	18.8%	
中国中车	1766 HK	HKD	中性	6.5	6.6	33,984	9.9	9.0	1.1	1.1	14.4	12.6	1.3	1.2	7.9%	8.4%	10.7%	7.6%	
时代电气	3898 HK	HKD	中性	42.4	40.5	6,601	10.8	10.5	2.2	2.0	15.8	15.4	2.2	2.2	14.1%	13.0%	7.1%	6.6%	
铁建装备	1786 HK	HKD	中性	1.8	2.0	382	1.8	1.6	0.5	0.4	10.8	8.8	0.8	0.6	4.3%	5.1%	13.6%	11.3%	
行业平均						9,604	6.8	6.1	1.3	1.1	11.9	10.5	1.1	1.0	10.6%	11.0%	13.7%	12.0%	
工程机械																			
中联重科	1157 HK	HKD	买入	2.9	5.3	3,939	14.3	12.9	0.5	0.5	11.3	8.9	0.5	0.4	4.4%	5.4%	23.7%	10.4%	
中国龙工	3339 HK	HKD	中性	2.7	3.9	1,369	4.5	4.2	1.0	0.9	6.6	5.9	0.7	0.6	15.5%	15.3%	9.1%	5.6%	
行业平均						2,654	9.4	8.5	0.8	0.7	8.9	7.4	0.6	0.5	10.0%	10.4%	16.4%	8.0%	
矿山及港口设备																			
三一国际	631 HK	HKD	买入	2.8	4.7	1,054	6.3	4.7	1.0	0.9	10.7	7.4	0.3	0.2	9.6%	12.4%	30.8%	25.3%	
钢铁																			
鞍钢股份	347 HK	HKD	买入	7.7	11.1	6,332	4.3	3.9	0.8	0.7	5.7	5.0	0.7	0.6	14.0%	14.2%	8.0%	5.2%	
马鞍山钢铁	323 HK	HKD	买入	4.1	6.2	4,158	3.5	3.4	0.8	0.7	3.9	3.9	2.3	2.3	22.6%	19.7%	1.7%	4.0%	
行业平均						5,245	3.9	3.7	0.8	0.7	4.8	4.5	1.5	1.4	18.3%	17.0%	4.9%	4.6%	
水泥																			
海螺水泥	914 HK	HKD	买入	47.8	64.0	27,872	4.6	4.4	1.9	1.6	7.8	7.6	2.5	2.4	25.0%	22.7%	3.1%	2.6%	

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测, 基于2018年9月18日收盘价

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	41,593	49,127	51,626	63,335	72,919
现金	15,521	12,879	9,148	11,503	9,514
贸易应收款项及应收票据	11,024	12,428	13,693	16,660	19,704
预付租赁款项	61	58	62	61	59
其他应收款项	11,562	20,238	24,887	30,444	38,121
存货	3,243	3,330	3,669	4,464	5,279
已抵押存款	172	188	162	198	235
其他	12	6	6	6	6
非流动资产	8,702	12,118	12,614	13,297	13,969
固定资产	3,755	4,335	4,803	5,245	5,663
预付租赁款项	2,292	2,137	2,081	2,032	1,989
长期应收款	661	3,033	1,323	1,609	1,903
其他	1,739	2,315	2,275	2,279	2,282
特许经营权	255	2,132	2,132	2,132	2,132
资产总计	50,295	61,245	64,240	76,632	86,887
流动负债	26,399	34,474	34,692	43,768	50,171
贸易应付款项	15,645	24,233	23,447	30,506	34,910
其他应付款项应计费用	9,460	8,444	8,885	10,702	12,518
短期负债	931	1,329	2,329	2,329	2,329
长期负债	362	468	32	232	414
长期负债	1,206	1,546	1,546	1,552	1,556
其它	240	568	567	573	577
负债合计	966	979	979	979	979
股本	27,605	36,020	36,238	45,320	51,726
股本溢价及储备	8,790	8,790	8,790	8,790	8,790
母公司拥有应占权益	12,867	15,229	17,784	20,789	24,273
少数股东权益	21,657	24,019	26,573	29,579	33,063
权益总额	1,034	1,206	1,429	1,733	2,098
负债及权益合计	22,690	25,225	28,002	31,312	35,161

现金流量表

人民币百万元	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2,935	-886	-1,345	4,391	280
税前盈利	3,816	4,286	4,724	5,608	6,517
折旧摊销	474	504	415	396	420
财务费用	30	52	81	81	81
投资收益	-36	-34	-48	-48	-48
经营活动现金流	9,031	-209	-615	5,249	1,329
营运资金变动	4,952	-5,030	-5,728	-723	-5,606
其它	-643	-673	-789	-924	-1,083
投资活动现金流	422	-1,729	-697	-667	-695
资本支出	-1,252	-1,252	-861	-862	-863
其他投资	1,834	-474	164	195	169
筹资活动现金流	-641	-140	-175	-1,369	-1,574
发债所得	463	821	1,000	0	0
已付利息	-30	-52	-81	-81	-81
已付股东股息	-915	-879	-1,095	-1,288	-1,493
其他	0	-31	0	0	0
现金净增加额	2,716	-2,755	-2,217	2,355	-1,988

利润表

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	29,402	34,434	37,938	46,159	54,593
收入成本	-21,974	-26,043	-29,650	-36,265	-43,126
毛利	7,428	8,390	8,289	9,895	11,467
其他收益及盈利	411	380	349	397	387
销售及市场推广开支	-684	-693	-417	-485	-546
一般及行政开支	-3,178	-3,416	-3,414	-4,016	-4,586
其他运营开支	-168	-359	-50	-150	-173
财务成本	-30	-52	-81	-81	-81
分占共同控制实体亏损	36	35	48	48	48
营业利润	3,816	4,286	4,724	5,608	6,517
所得税	-625	-773	-852	-1,011	-1,175
税后利润	3,191	3,513	3,872	4,597	5,343
少数股东权益	142	203	223	304	365
母公司所有者权益	3,049	3,310	3,649	4,293	4,977
EPS (元)	0.35	0.38	0.42	0.49	0.57

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	22.8%	17.1%	10.2%	21.7%	18.3%
营业利润	21.4%	12.3%	10.2%	18.7%	16.2%
净利润	22.1%	8.5%	10.2%	17.7%	15.9%
获利能力					
毛利率	25.3%	24.4%	21.8%	21.4%	21.0%
净利率	10.4%	9.6%	9.6%	9.3%	9.1%
ROE	14.1%	13.8%	13.7%	14.5%	15.1%
ROA	6.1%	5.4%	5.7%	5.6%	5.7%
偿债能力					
资产负债率	54.9%	58.8%	56.4%	59.1%	59.5%
净负债比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.58	1.43	1.49	1.45	1.45
速动比率	1.45	1.33	1.38	1.35	1.35
每股资料 (元)					
每股收益	0.35	0.38	0.42	0.49	0.57
每股经营现金	0.33	-0.10	-0.15	0.50	0.03
每股净资产	2.58	2.87	3.19	3.56	4.00
每股股利	0.10	0.10	0.12	0.15	0.17
营运能力					
存货周转率	7.41	7.92	8.47	8.92	8.85
资产周转率	0.64	0.62	0.60	0.66	0.67
应收账款周转率	2.53	2.58	2.58	2.58	2.58
应付账款周转率	0.96	0.90	0.91	0.99	0.97
估值比率					
P/E	14.43	13.29	12.17	10.34	8.92
P/B	1.96	1.76	1.59	1.42	1.26

资料来源: 公司报表, 招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项,请查阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或<http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
 香港中环交易广场一期 48 楼
 电话: +852 3189 6888
 传真: +852 3101 0828