

2019年07月04日

# 中国通号（688009.SH）

## 新股覆盖研究

### 全球轨交控制系统龙头，行业景气向上继续受益

#### 主要看点

- ◆ **全球最大的轨道交通控制系统提供商，一元为主相关多元稳健增长：**中国通号是全球最大的轨道交通控制系统提供商，是国资委直接监管的国有企业，前身是铁道部通信信号工程公司，目前形成了以轨道交通控制系统为核心，工程总包等业务多元发展的格局。公司收入利润体量较大，近3年来稳步双增。在轨道交通方面，公司拥有轨道交通控制系统设计研发、设备制造及工程服务于一体的完整产业链，能为客户提供轨道交通控制领域系统集成、科研设计、设备制造、工程安装的一体式服务，使我国高铁列车运行控制系统技术走在世界前列。同时公司积极发展如智慧城市等配套工程总承包业务。
- ◆ **国铁城轨景气向上，设备龙头继续受益。**国铁方面，2015年后我国铁路进入平稳建设期，还将保持增长势头，国家也积极推进高铁“走出去”，行业面临广阔的全球市场空间。城铁方面，从2009年开始，国内建设步入迅猛发展时期，十三五后期还有望继续放量。轨交信息化系统已成熟应用，一般在铁路建设的后周期阶段，轨道交通控制系统行业具有定期升级换代的需求，2018年后高铁市场后进入更新周期。
- ◆ **募投项目：全方面提升公司核心竞争力：**此次公司拟募集105亿元，投向先进及智能技术研发项目、先进及制造项目基地项目信息化建设项目以及补充流动资金。募投项目如果能够顺利投产，将有助于公司稳固技术领先地位、保障收入增长动能、提升制造能力。
- ◆ **投资建议：**我们采用PE及PS两种方法来对公司进行估值。结合可比公司（世纪瑞尔、中国中车、中国中铁、中国通号（港股））PE（2018）及PS（2018）区间，我们给予公司PE（2018）区间为15~20x，PS（2018）区间为1.3~1.7x，我们认为公司IPO发行后的合理市值区间为520~680亿元，以现有总股份数与拟发行股份数量的合计值计算，对应每股合理价值区间为4.91~6.4元/股。
- ◆ **风险提示：**宏观经济及行业政策变化的风险；竞争加剧风险、进军海外市场风险、运营事故或技术人员流失的风险

#### 公司近3年收入和利润情况

| 会计年度      | 2016A   | 2017A   | 2018A   |
|-----------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万元) | 29770.2 | 34585.9 | 40012.6 |
| 同比增长(%)   | %       | 16.2%   | 15.7%   |
| 营业利润(百万元) | 3799.1  | 4186.1  | 4532.8  |
| 同比增长(%)   | %       | 10.2%   | 8.3%    |
| 净利润(百万元)  | 3045.0  | 3222.5  | 3408.5  |
| 同比增长(%)   | %       | 5.8%    | 5.8%    |
| 每股收益(元)   | 0.35    | 0.37    | 0.38    |

股价( ) 元

#### 交易数据

|           |          |
|-----------|----------|
| 总市值(百万元)  |          |
| 流通市值(百万元) |          |
| 总股本(百万股)  | 8,789.82 |
| 流通股本(百万股) |          |
| 12个月价格区间  | /元       |

#### 一年股价表现

单击此处输入文字。

资料来源：贝格数据

|     |    |    |     |
|-----|----|----|-----|
| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|-----|----|----|-----|

#### 分析师

 蔡景彦  
 SAC 执业证书编号：S0910516110001  
 caijingyan@huajinsc.cn  
 021-20377068

#### 分析师

 曾捷  
 SAC 执业证书编号：S0910518110001  
 zengjie@huajinsc.cn

#### 报告联系人

 胡朗  
 hulang@huajinsc.cn  
 021-20377062

#### 相关报告

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

|                            |           |
|----------------------------|-----------|
| <b>一、公司分析</b>              | <b>4</b>  |
| 全球最大的铁路信号控制系统提供商           | 4         |
| 业务格局：“一元为主，相关多元”           | 5         |
| <b>二、行业分析</b>              | <b>8</b>  |
| 国铁高铁：国内建设还将增长，积极推动“走出去”    | 8         |
| 城市轨道交通：处在周期向上的高景气发展阶段中     | 9         |
| 轨道交通信息化应用成熟偏后周期，后市场空间巨大    | 10        |
| <b>三、募投项目：全方面提升公司核心竞争力</b> | <b>10</b> |
| <b>四、公司估值与投资建议</b>         | <b>12</b> |
| <b>风险提示</b>                | <b>13</b> |

## 图表目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 1：公司历史沿革                     | 4  |
| 图 3：                           | 5  |
| 图 4：此处录入标题                     | 5  |
| 图 5：此处录入标题                     | 5  |
| 图 6：此处录入标题                     | 5  |
| 图 3：公司主营业务流程                   | 6  |
| 图 2：公司营业收入构成变化                 | 6  |
| 图 3：2018 年公司营业收入构成             | 6  |
| 图 1：公司轨道交通业务主要产品示意图            | 7  |
| 图 10：公司智慧城市综合管理平台              | 7  |
| 图 15：全国铁路固定资产投资                | 8  |
| 图 16：全国铁路固定资产投资                | 8  |
| 图 12：公司多项业务遍布全球                | 9  |
| 图 17：2010-2017 全国轨道交通及铁路运营长度   | 9  |
| 图 18：2010-2017 全国轨道交通条数及开通城市数目 | 9  |
| 图 19：铁路建设流程图                   | 10 |
| 表 1：公司募投项目明细                   | 11 |
| 表 3：可比公司估值情况                   | 12 |

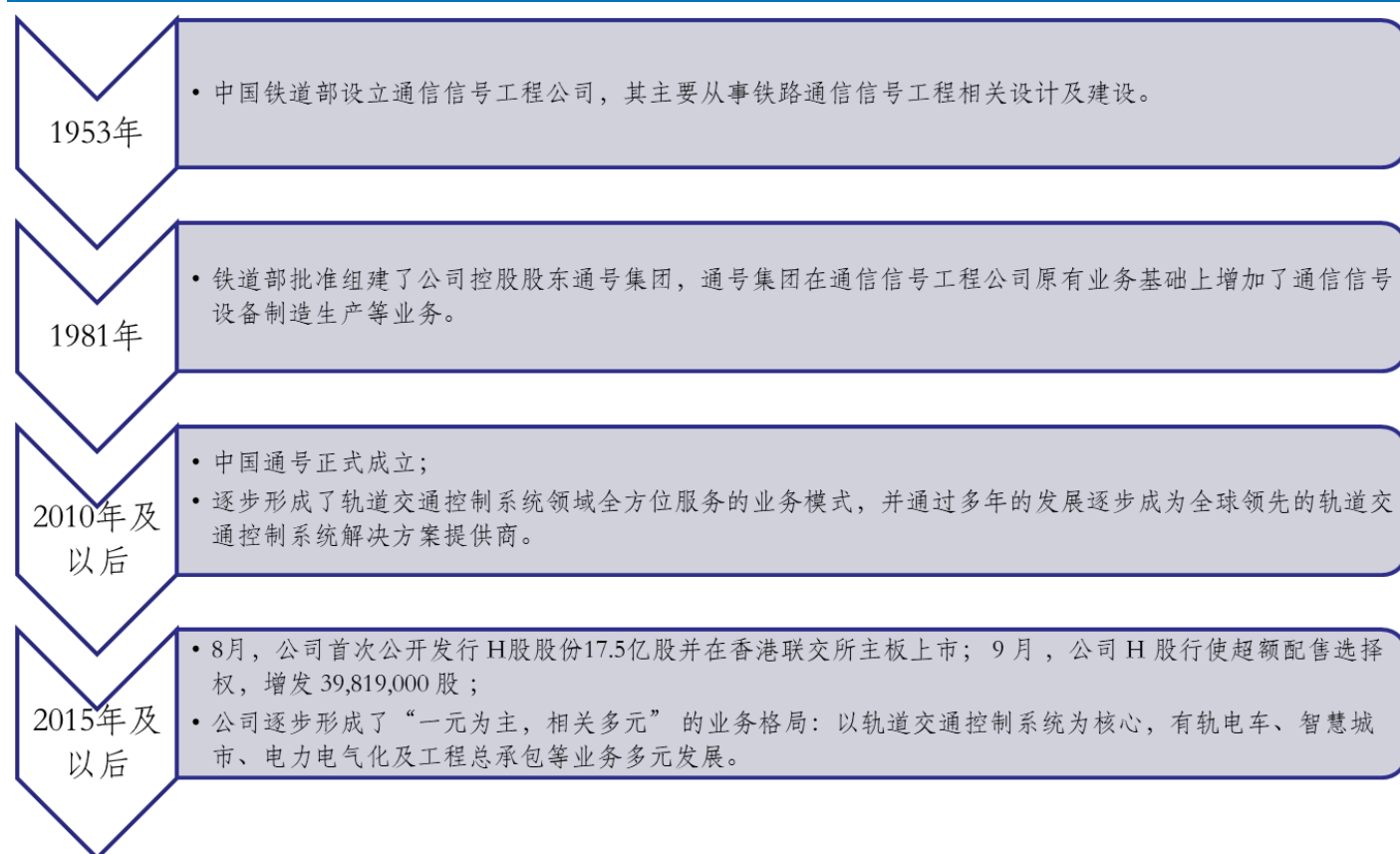
## 一、公司分析

### 全球最大的铁路信号控制系统提供商

**中国通号是全球轨道交通控制系统的龙头企业。**公司全程参与了我国铁路几十年来 6 次大提速发展，并提供了多代轨道交通控制系统，目前拥有 20 余家二级集团和子公司，员工总数达 1.9 万余人，拥有行业领先的研发和集成能力，能为客户提供轨道交通控制系统全产业链一体化服务。

**公司历史沿革：**前身为 1953 年成立的通信信号工程公司及电务设计事务所；1981 年控股股东中国通号集团被批准成立；2010 年公司正式成立，经过多年的发展逐步成为全球领先的轨道交通控系统解决方案提供商；2015 年后，公司逐步形成了以轨道交通控制系统为核心，有轨电车、智慧城市、电力电气化及工程总承包等业务多元发展的“一元为主，相关多元”的业务格局。

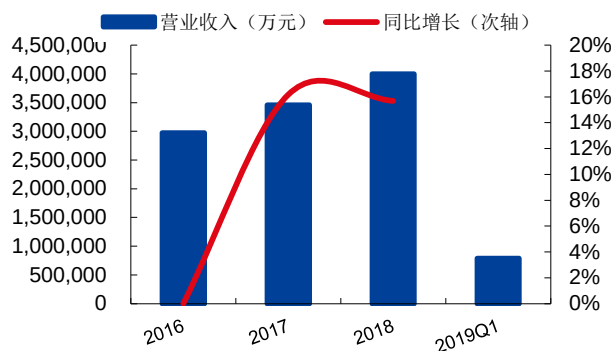
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司招股书，公司官网，华金证券研究所

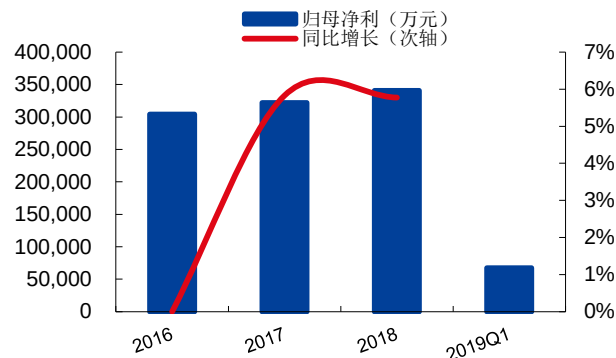
公司收入利润体量较大，近 3 年来稳步双增。2018 年公司实现收入 400 亿元，实现归母净利润 34 亿元，体量较大。2017-2018 年间，公司收入增速分别为 16.18%、15.69%；归母净利润增速分别为 5.81%、5.80%，增速较为稳定。

图 2：中国通号营业收入稳定增长



资料来源：wind，华金证券研究所

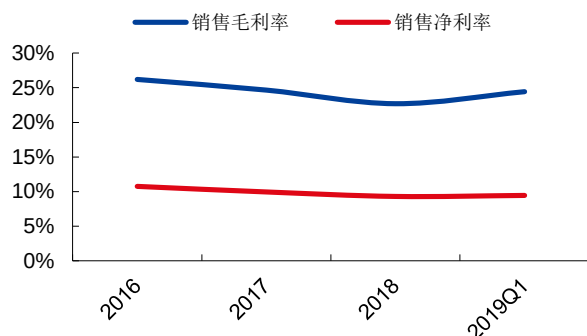
图 3：中国通号归母净利润稳定增长



资料来源：wind，华金证券研究所

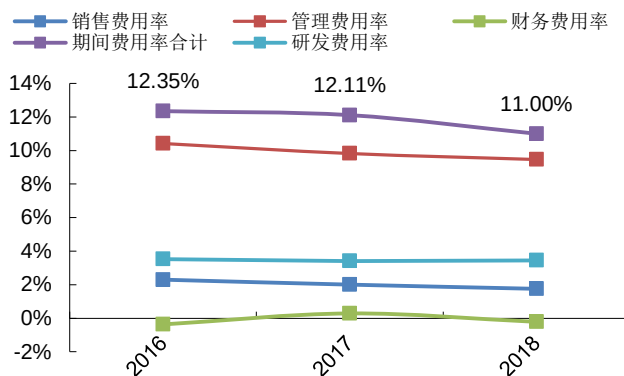
近三年，公司盈利能力保持稳定水平。2018 年公司毛利率为 22.70%，净利率为 9.29%。2016-2018 年期间，公司毛利率、净利率整体波动幅度不大，但均呈缓慢下滑态势，主要系随着毛利率水平较低的两块业务系统交付服务、工程总承包业务占比的增长。公司期间费用率呈下降趋势，其中销售费用、财务费用以及研发费用率较为平稳，管理费用率呈下降趋势。

图 4：公司近三年毛利率及净利率



资料来源：wind，华金证券研究所

图 5：公司近三年费用率



资料来源：wind，华金证券研究所

## 业务格局：“一元为主，相关多元”

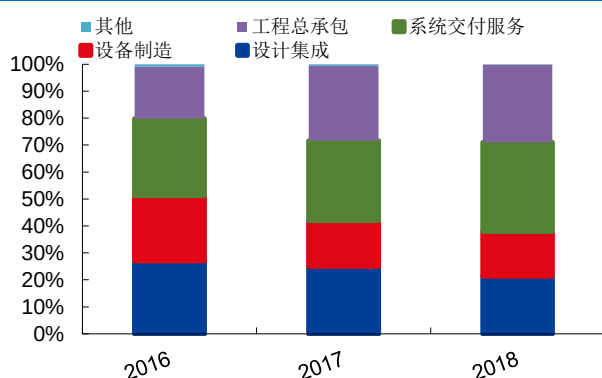
**“一元为主，相关多元”的业务格局：**公司目前形成了以轨道交通控制系统为核心，工程总包等业务多元发展的格局。2018 年，公司轨道交通业务、工程总包分别占比 71.03%和 28.82%，2018 年，公司轨道交通控制系统（收入占比 71%，毛利占比 83%）和工程总承包业务（收入占比 29%，毛利占比 17%），轨道交通控制系统仍是公司目前收入和毛利的主要来源，轨道交通控制系统又分为三个板块，分布为设计集成、设备制造和系统交付服务。

图 6：公司主营业务流程



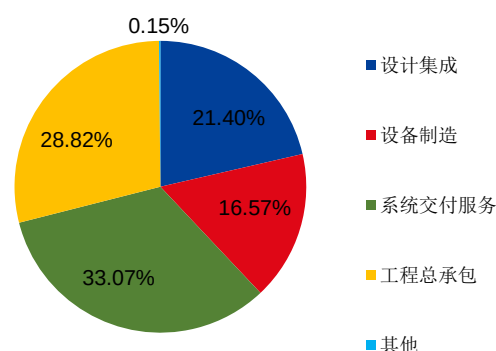
资料来源：公司招股书，华金证券研究所

图 7：公司营业收入构成变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 8：2018 年公司营业收入构成



资料来源：wind，华金证券研究所

公司在国内铁路控制系统领域居领先地位。公司轨道交通控制系统全产业链上的产品及服务主要包括：1) 设计集成，主要包括提供轨道交通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，主要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，主要包括轨道交通控制系统项目施工、设备安装及维护服务。产品形态可分为信号产品、通信产品、测试产品等；技术服务包括实验检测和售

后运维等。公司是中国轨道交通控制系统设备制式、技术标准及产品标准的归口单位，拥有在铁路信号控制领域的领导地位。

图 9：公司轨道交通业务主要产品示意图



资料来源：公司官网，华金证券研究所

**积极发展配套工程总承包业务：**公司先后承建了铜仁市智慧城市及相关路网工程、铜仁市新城区规划馆、湖南吉首高铁 新城路网工程、广西贺州装配式建筑产业基地、云南滇中新区安宁工业园区基础 配套设施、江苏泰兴智慧城市等重点工程。2018 年，公司工程总承包业务实现收入 115.17 亿元，同比增长 19.5%，占总收入的比重约 29%。

图 10：公司智慧城市综合管理平台



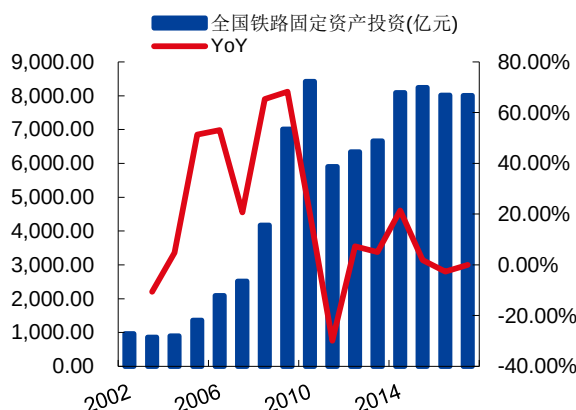
资料来源：公司招股书，华金证券研究所

## 二、行业分析

### 国铁高铁：国内建设还将增长，积极推动“走出去”

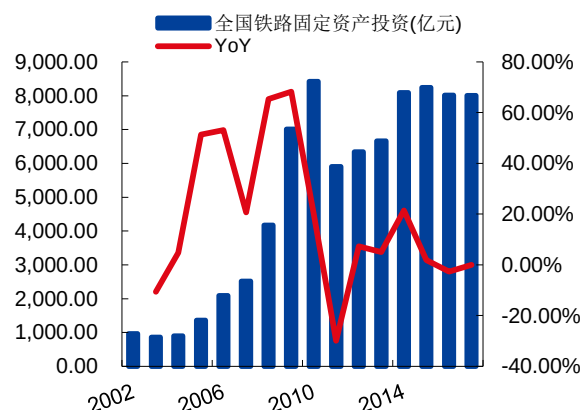
**2015 年后我国铁路进入平稳建设期，还将保持增长势头。**未来较长时间内，我国铁路建设行业还将保持较快的发展势头。“十三五”期间，我国将持续构建铁路帝国，铁路快速网将延续“四纵四横”的规划进行扩充。全国铁路里程将由“十二五”末的约 12 万公里提升至“十三五”末的 15 万公里，新增 3 万公里里程，延续“十二五”的里程增速（“十二五”新增里程为 3.05 万公里）。其中，“十三五”新增里程中，高铁线路占比较重，新增约 1.1 万公里。至 2020 年末，全国铁路营业里程将达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里，复线率和电气化率分别达到 60% 和 70% 左右，基本形成布局合理、覆盖广泛、层次分明、安全高效的铁路网络。到 2030 年，全国铁路将基本实现内外互联互通、区际多路畅通、省会高铁连通、地市快速通达、县域基本覆盖。

图 11：全国铁路固定资产投资



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 12：全国铁路固定资产投资



资料来源：wind, 华金证券研究所

国家积极推进高铁“走出去”，行业面临广阔的全球市场空间。随着“一带一路”建设的持续推进，以铁路为代表的设施联通已成为“一带一路”建设的重要主题。在轨道交通领域，中国加强与“一带一路”沿线国家的合作，已与包括东欧、中东以及非洲等在内的多个地区洽谈合作开发铁路及其他交通基础设施项目，同时中国积极推动成立丝路基金、金砖国家开发银行、亚洲基础设施投资银行等，为亚太及全球发展中国家基础设施建设提供资金支持。未来，轨道交通行业将呈现明显的全球化趋势，行业面临广阔的全球市场空间。

图 13：公司多项业务遍布全球

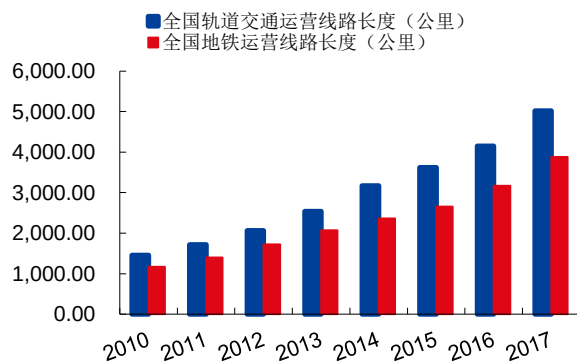


资料来源：公司官网，华金证券研究所

## 城市轨道交通：处在周期向上的高景气发展阶段中

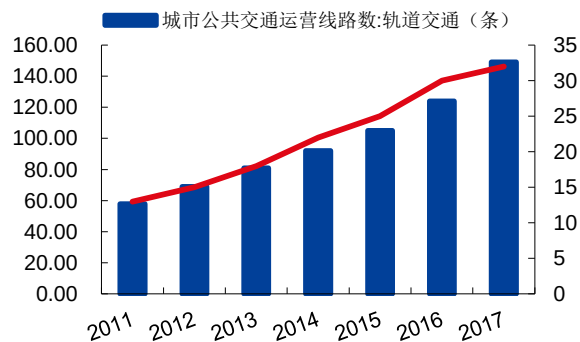
从 2009 年开始，国内城市轨道交通的建设步入迅猛发展时期。2017 年全国新增 33 条运营线路，运营线路长度达 868.9 公里，新增线路再创历史新高，同比增幅达 62.5%，其中新增地铁线路 713.07 公里，拥有两条及以上城市轨道交通运营线路的城市已增加至 21 个，2017-2018 年上半年总计有 34 个城市的地铁项目正在建设。

图 14：2010-2017 全国轨道交通及铁路运营长度



资料来源：wind，华金证券研究所

图 15：2010-2017 全国轨道交通条数及开通城市数目



资料来源：wind，华金证券研究所

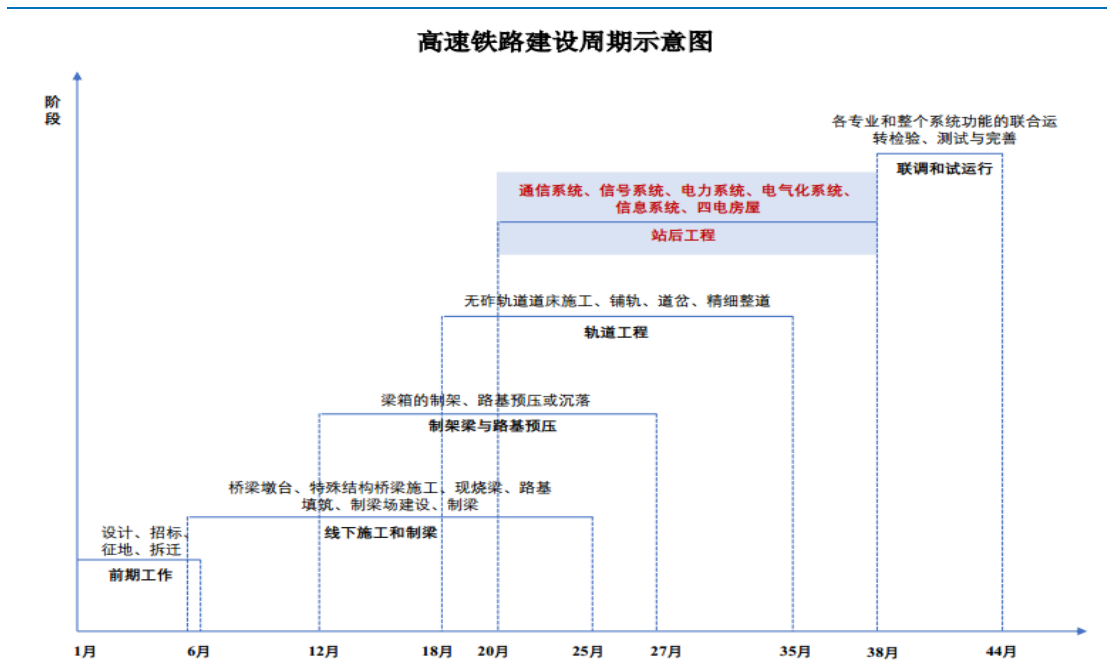
十三五后期，城轨建设有望继续放量。在经济发展新常态下，轨道交通作为国家重要的基础设施，是国家重要投资方向，将继续发挥拉动经济发展的关键作用。预计 2018 年，中国将有 26

座城市新增开工 55 条（段）轨道交通开工线路，合计里程 1,339.45 公里，车站 778 座，总投资额约 7,700 亿元。发改委《三年行动计划》为城轨投资奠定了大基调。根据《三年行动计划》，城轨投资 1.6 万亿，目前已批复建设里程达 8600 公里。2016 为“十三五”的开官之年，国家大力倾斜城市轨道交通建设，在城市轨道交通建设方面，则重点推进 103 个项目，新建城市轨道交通 2385 公里，投资金额 16579 亿。

## 轨道交通信息化应用成熟偏后周期，后市场空间巨大

轨交信息化系统已成熟应用，一般在铁路建设的后周期阶段。轨道交通信息化已经在铁路运输调度、营销体系、列车运行控制、安全监控等信息化领域广泛应用，其占固定资产投资的 3%-4% 左右，时间一般分布在铁路建设的 1/2~3/5 周期阶段。

图 16：铁路建设流程图



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

轨道交通控制系统行业具有定期升级换代的需求，2018 年后高铁市场后进入更新周期。轨道交通系统的生命周期一般在 10 年左右，之后便有更新需求。2018 年之前，限于高铁尚未进入升级换代周期，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。从 2018 年开始，高铁轨道交通控制系统已逐步进入更新升级周期，升级改造市场前景广阔，也将成为轨道交通控制系统行业重要的增长贡献来源。

## 三、募投项目：全方面提升公司核心竞争力

此次公司拟募集 105 亿元，投向先进及智能技术研发项目、先进及制造项目基地项目信息化建设项目以及补充流动资金。募投项目如果能够顺利投产，将有助于公司稳固技术领先地位、保障收入增长动能、提升制造能力。

表 1：公司募投项目明细

| 项目名称        | 拟投入金额（亿元）                                                                       |
|-------------|---------------------------------------------------------------------------------|
| 先进及智能技术研发项目 | 46                                                                              |
| 包括：         | 先进轨道交通控制系统及关键技术研究、轨道交通智能综合运维系统和技术研究、智慧城市及行业通信信息系统研究、适用于轨道交通的芯片技术研究、轨道交通智能建造技术研究 |
| 先进及智能制造基地项目 | 25                                                                              |
| 长沙产业园（一期）项目 |                                                                                 |
| 信息化建设项目     | 3                                                                               |
| 补充流动资金      | 31                                                                              |
| 合计          | 105                                                                             |

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

## 四、公司估值与投资建议

我们选取在主营业务、主要产品构成方面与公司较为接近的公司世纪瑞尔、中国中车、中国中铁、中国通号（港股）作为可比公司。可比公司 PE（2018）波动范围在 9.2~30x 之间，平均 PE 约 18.9x 左右，PS（2018）波动范围在 0.2~4.06x 之间，平均 PS 约 1.6x 左右。

表 2：可比公司估值情况

| 代码        | 个股   | 市值（亿元）   | 净利润(亿元) | PE(2018) | PB(2018) |
|-----------|------|----------|---------|----------|----------|
| 300150.SZ | 世纪瑞尔 | 27.09    | 0.88    | 30.70    | 4.06     |
| 601766.SH | 中国中车 | 2254.18  | 113.05  | 19.94    | 1.09     |
| 601390.SH | 中国中铁 | 1458.18  | 171.98  | 9.21     | 0.20     |
| 3969.HK   | 中国通号 | 532.6630 | 35.0125 | 15.80    | 1.17     |
|           | 平均   |          |         | 18.91    | 1.63     |

资料来源：Wind，华金证券研究所

**基于 PE 估值方法：**公司 2018 年归母净利润为 34.08 亿元，结合可比公司 PE（2018）区间，并考虑到中国通号体量和科创板属性，我们给予公司 PE（2018）区间为 15~20x，对应公司 IPO 发行后合理市值区间为 511~681.6 亿元。

**基于 PS 估值方法：**公司 2018 年营业收入为 400.1 亿元，结合可比公司 PS（2018）区间，并考虑到中国通号的体量和科创板属性，我们给予公司 PS（2018）区间为 1.3~1.7x，对应公司 IPO 发行后合理市值区间为 520~680 亿元。

综上，我们认为公司 IPO 发行后的合理市值区间为 520~680 亿元，以现有总股份数与拟发行股份数量的合计值计算，对应每股合理价值区间为 4.91~6.42 元/股。

## 风险提示

1. 宏观经济及行业政策变化的风险；
2. 竞争加剧风险
3. 进军海外市场风险
4. 运营事故或技术人员流失的风险

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

蔡景彦、曾捷声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)