



中性

铁路装备行业 2020 年度策略

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
中国中车	601766.SH	7.14	增持
中国通号	688009.SH	7.13	增持
交控科技	688015.SH	32.91	增持

资料来源：万得，中银国际证券
以 2019 年 12 月 20 日当地货币收市价为标准

铁路装备：业绩已反转，股价待催化

经济承压背景下，稳经济，逆周期，铁路基建有望加码，静待发力。2019 年铁路固定资产投资完成额呈现两头高，中间低的态势，整体投资额维持 8,000 亿左右高位，逆周期调控仍有提升空间。展望 2020 年，铁路投资加码预期仍在，行业景气度有望回升。同时我们认为轨交板块上市公司的市值相对于业绩拐点有所滞后，存在一定预期差，值得关注。我们推荐中国中车、中国通号、交控科技，关注中铁工业。

支撑评级的要点

- 回顾 2019 年，铁路固定资产投资维持 8,000 亿元高位水平，逆周期调控力度存加大空间。2019 年 Q1、Q2、Q3 全国铁路固定资产投资完成额分别为 1,012 亿元、2,208 亿元、2,326 亿元，同比增速分别为 10.02%、0.04% 和 -10.4%，我们预计四季度投资增速有望再次转正。全年投资额同比基本持平，保持 8,000 亿较高水平，完成进度呈现两头紧，中间慢格局。我们预计 2019 年高铁开通共计 11 条，里程达 3,660 公里。2019 年末，高铁通车总里程有望超过 3.27 万公里，提前 1 年实现 3 万公里目标值。
- 展望 2020 年，稳经济、逆周期调控，铁路基建仍受益。宏观经济下行压力仍在，逆周期调控稳经济的诉求仍在，2020 年铁路基建有望加码。“十三五”收官年份，铁路固定资产投资有望超过 8,000 亿元，同时我们预测 2020 年末全国铁路运行里程有望达到 15 万公里，其中高铁通车总里程有望超过 3.5 万公里，超规划 3 万公里 16.7%。铁路装备行业有望受益。
- 铁路装备行业整体业绩底部已反转，股价仍待催化。铁路设备 16 家上市公司 2019 年前 3Q 合计实现营业收入 2,063 亿元，同比增长 12.51%，合计归母净利润 131.5 亿元，同比增长 24.7%。整体业绩已走出底部，同比增长，且呈逐季加速态势。2019 年全年行业整体市值表现呈下跌趋势。展望 2020 年，随着铁路基建加码预期的兑现，铁路通车里程的持续增，铁路装备订单有望增加，看好铁路行业景气度有望恢复向上。

重点推荐

- 中国中车（核心资产，估值初具优势），中国通号（控制系统龙头，业绩稳步增长），交控科技（CBTC 自主化先锋，加速成长），建议关注中铁工业（TBM 设备龙头，稳健增长）。

评级面临的主要风险

- 逆周期调控力度不及预期，地方政府专项债发行使用不及预期，铁路固定资产投资不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备

陈祥

(8610)66229352

xiang.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519040001

杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001



目录

回顾 2019 年：轨交基建加码强度欠缺，铁路板块景气度适度	4
展望 2020 年：稳经济，逆周期，铁路基建要先行	9
城轨市场：被忽略的优质细分赛道，高景气度仍在持续	12
重点推荐：中国中车、中国通号、交控科技，关注中铁工业	14
风险提示：	17
中国中车	18
中国通号	20
交控科技	22



图表目录

图表 1. 铁路固定资产投资前 3Q 同比下滑 3%	4
图表 2. 中国中车近 1 年股价表现，跑输大盘	4
图表 3. 2019 年地方政府专项债数额可观	5
图表 4. 高铁通车里程 2020 年有望超过 35000 公里，超过规划值 30000 公里	5
图表 5. 2019 年高铁开通里程或将达到 3660 公里	6
续图表 5. 2019 年高铁开通里程或将达到 3660 公里	7
图表 6. 铁路行业上市公司（除中车和通号）2019 年前 3Q 收入增速止跌回增	7
图表 7. 铁路行业上市公司（除中车和通号）2019 年前 3Q 净利润增速持续增长	7
图表 8. 铁路行业 13 家零部件上市公司前 3Q 收入持续增长	8
图表 9. 铁路行业 13 家零部件上市公司前 3Q 净利润快速增长	8
图表 10. 中国中车 2019 年前 3Q 毛利率和净利率基本稳定	8
图表 11. 零部件公司 2019 年前 3Q 快速提升	8
图表 12. 2019 年历次中央政治局会议涉及逆周期内容	9
图表 13. 2008-2009 年和 2012-2013 年两次稳基建	9
图表 14. 铁路基建的可行性较优	10
图表 15. 2018 年上调固定资产投资，未来两年有望再上一台阶	10
图表 16. 2020 年铁路通车里程有望实现 15 万公里	11
图表 17. 2020 年高铁通车里程预计达 3.5 万公里	11
图表 18. 预计 2020 年开通的高铁路线 2785 公里左右	11
图表 19. 近年来，城轨建设数据总览	12
图表 20. 城轨投资完成额持续增长	12
图表 21. 城轨系列事件回顾梳理	13
图表 22. 2019 年通车总里程或将超过 6000 公里规划值	13
图表 23. 城轨通车里程逐年递增趋势	13
图表 24. 中国中车前 3Q 收入同比增长 14.15%	14
图表 25. 中国中车前 3Q 净利润同比增长 11.54%	14
图表 26. 中国通号前 3Q 收入同比增长	15
图表 27. 中国通号前 3Q 收入同比增长	15
附录图表 28. 报告中提及上市公司估值表	16

回顾 2019 年：轨交基建加码强度欠缺，铁路板块景气度适度

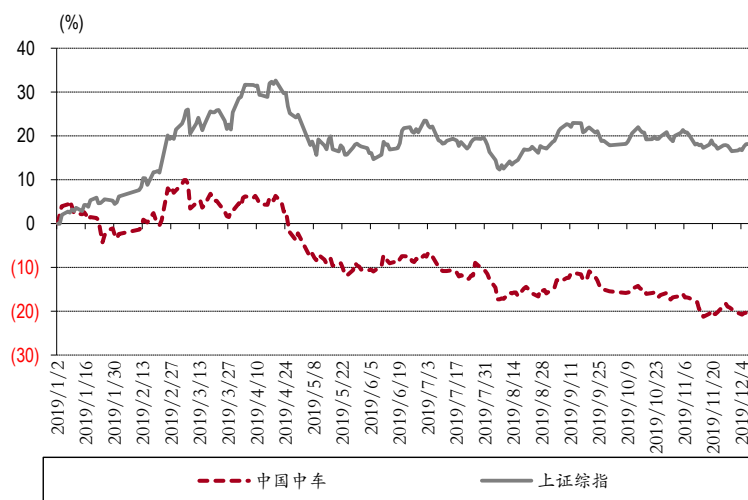
2019 年铁路投资有望维持 8,000 亿水平。2019 年固定资产投资有望同比基本持平，保持 8,000 亿较高水平，完成进度呈现两头紧，中间慢格局。据国家统计局公告，2019 年 Q1、Q2、Q3 全国铁路固定资产投资完成额分别为 1,012 亿元、2,208 亿元、2,326 亿元，同比增速分别为 10.02%、0.04% 和 -10.4%，我们预计四季度投资增速有望再次转正。2019 年 Q1 和 Q4 季度投资增速或将保持正增长，Q2 和 Q3 增长不及预期，我们跟踪全国铁路项目实施情况，认为主要由于年中中西部地区铁路项目建设进度不及预期，拖累整体投资进度。

图表 1. 铁路固定资产投资前 3Q 同比下滑 3%



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 中国中车近 1 年股价表现，跑输大盘

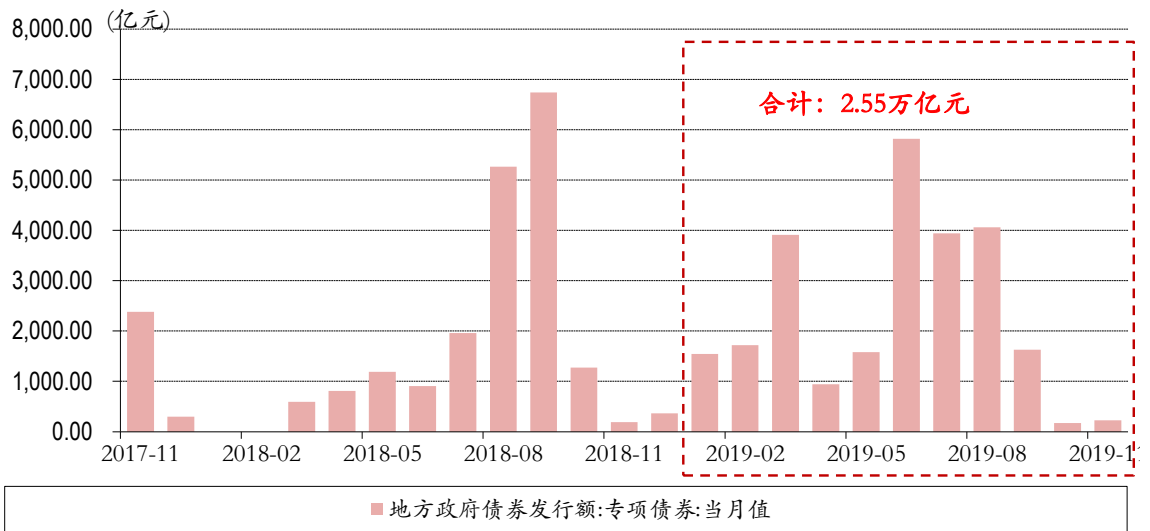


资料来源：万得，中银国际证券

基建加码为有源头活水来：2019 年专项债数额客观，效果有提高空间。2019 年地方政府专项债额度同比增幅可观，发行节奏较快，但未能如期实现拉动基建的效果。2019 年全年专项债额度预计在 2.55 万亿元，同比大幅增长，前 10 月已发行近乎完成，发行节奏较快，但并没有如期有效拉动基建，可能的原因包括：项目与资金的匹配度不高，未完全形成实物工作量。



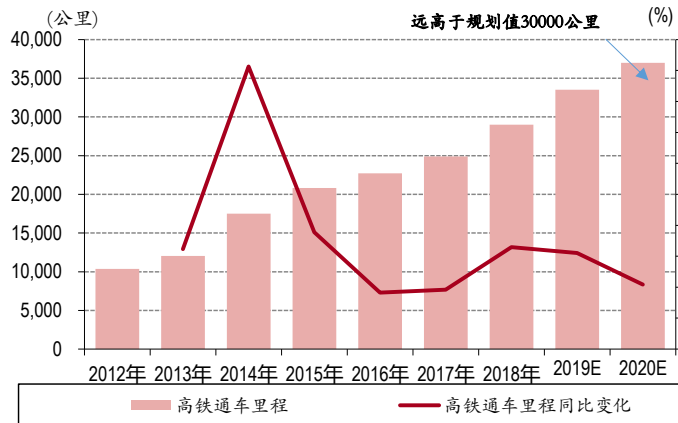
图表 3. 2019 年地方政府专项债数额可观



资料来源: 万得, 中银国际证券

2019 年高铁总里程或将突破 3 万公里, 提前 1 年实现“十三五”目标里程。高铁项目建设周期一般在 4-6 年, 2019-2020 年通车的项目集中在 2014-2016 年的岑岭期开工, 而这期间高铁建设正从“温甬事件”影响中走出, 提高固定资产投资, 集中开工阶段。我们预计 2019 年高铁开通共计 11 条, 里程达 3,660 公里。2019 年末, 高铁通车里程有望超过 3.27 万公里, 提前 1 年实现 3 万公里目标值。

图表 4. 高铁通车里程 2020 年有望超过 35000 公里, 超过规划值 30000 公里






资料来源: 万得, 铁路总公司, 中银国际证券

图表 5. 2019 年高铁开通里程或将达到 3660 公里

时间	线路	起止城市	公里数 (km)	设计时速 (km/h)	投资总额 (亿元)	等级类型	备注
2019/10/1	郑渝高铁	郑州-万州	818	350	1040	客运专线	
2019/10/11	梅汕高铁	梅州-潮汕	122	250	196	客运专线	
2019/11/26	日兰高铁	日照-曲阜	235	350	235	动车	
2019/11/29	汉十高铁	武汉-十堰	399.5	350	527.5	客运专线	
2019/12/1	商合杭高铁 (北段)	商丘-合肥	400	350	960.8	客运专线	
2019/12/1	张大高铁	张家口-大同	141.5	250	180.5	客运专线	
2019/12/1	昌赣高铁	南昌-赣州	145.165	350	532.5	客运专线	
2019/12/15	徐盐高铁	徐州-宿迁-淮安-盐城	316	250	428.25	城际	

资料来源: 全国铁路总公司, 轨道世界, 中银国际证券

续图表 5. 2019 年高铁开通里程或将达到 3660 公里

时间	线路	起止城市	公里数 (km)	设计时速 (km/h)	投资总额 (亿元)	等级类型	备注
2019/12/20	成贵高铁	成都-贵阳	632.6	250	780	客运专线	
2019/12/31	京张高铁 (京兰客运专线京张段)	北京北-张家口	174	350	580	城际	
2019 年 12 月	郑阜高铁	郑州南-阜阳西	276	300-350		高速铁路	
合计			3660				

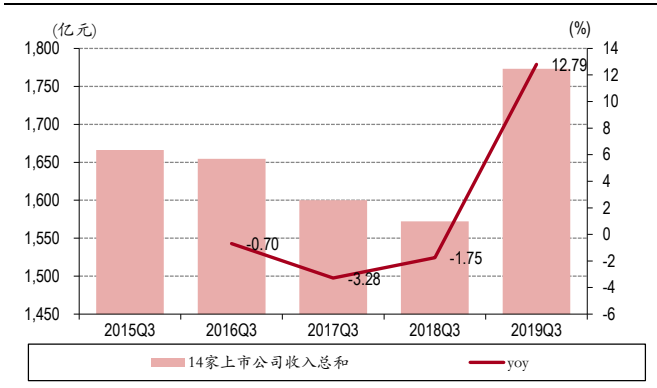
资料来源：全国铁路总公司，轨道世界，中银国际证券

轨交装备上市公司：收入业绩增速止跌回升，业绩拐点已现

轨交板块上市公司，加速增长，强化拐点。铁路设备 16 家上市公司（包括中国中车、中国通号、神州高铁、康尼机电、交控科技、鼎汉技术等）2019 年前 3Q 合计实现营业收入 2,063 亿元，同比增长 12.51%，2019 年 H1 收入同比增速为 10.15%；2019 年前 3Q 合计归母净利润 131.5 亿元，同比增长 24.7%。

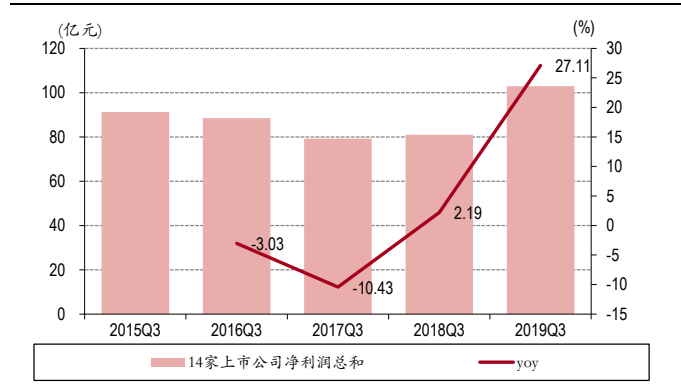
剔除大市值央企上市公司以外的零部件公司：业绩加速增长，达到近 5 年最高值。2019 年前 Q3 季度，剔除大市值央企公司（中国中车、中国通号）和次新上市公司（交控科技、天宜上佳），其他零部件公司收入总和为 228.05 亿元，同比增长 4.4%；归母净利润总和为 18.81 亿元，同比增长 232%。

图表 6. 铁路行业上市公司（除中车和通号）2019 年前 3Q 收入增速止跌回增



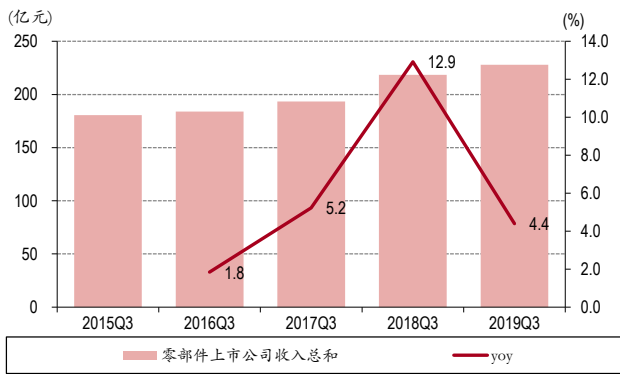
资料来源：万得，铁路总公司，中银国际证券

图表 7. 铁路行业上市公司（除中车和通号）2019 年前 3Q 净利润增速持续增长



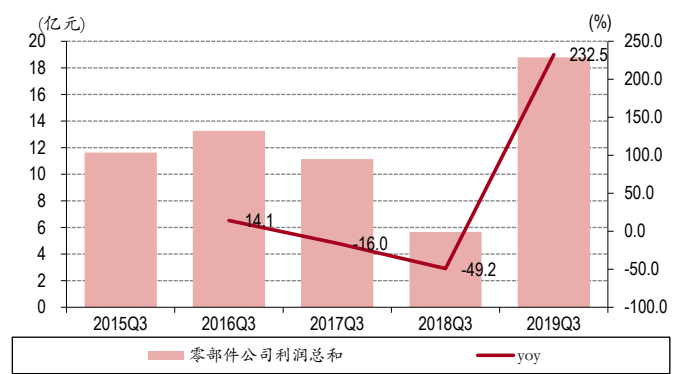
资料来源：万得，铁路总公司，中银国际证券

图表 8. 铁路行业 13 家零部件上市公司前 3Q 收入持续增长



资料来源: 万得, 铁路总公司, 中银国际证券

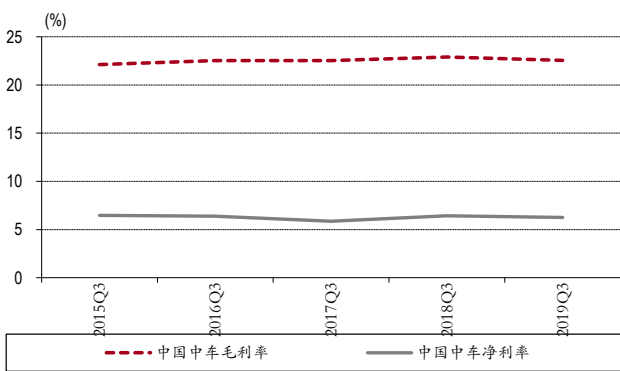
图表 9. 铁路行业 13 家零部件上市公司前 3Q 净利润快速增长



资料来源: 万得, 铁路总公司, 中银国际证券

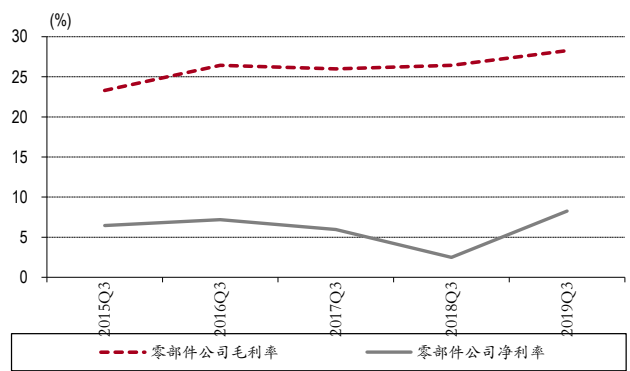
盈利能力方面, 行业毛利率、净利率大幅回升。中国中车 2019 前 Q3 季度毛利率为 22.5%, 净利率 6.3%, 保持基本稳定; 除中国中车以外的上市 13 家上市公司前 Q3 季度毛利率为 28.27%, 净利率 8.25%, 快速增长, 达到近 5 年来最高值。

图表 10. 中国中车 2019 年前 3Q 毛利率和净利率基本稳定



资料来源: 万得, 铁路总公司, 中银国际证券

图表 11. 零部件公司 2019 年前 3Q 快速提升



资料来源: 万得, 铁路总公司, 中银国际证券



展望 2020 年：稳经济，逆周期，铁路基建要先行

中央政治局多次定调：逆周期要加强。（新华社报道）2019 年 12 月最新会议中提出：要求全面做好“六稳”工作，提出“运用好逆周期调节工具”、尤其首次直接新增“加强基础设施建设”，为逆周期调控定下基调，具体需要后续财政和货币政策的具体部署。

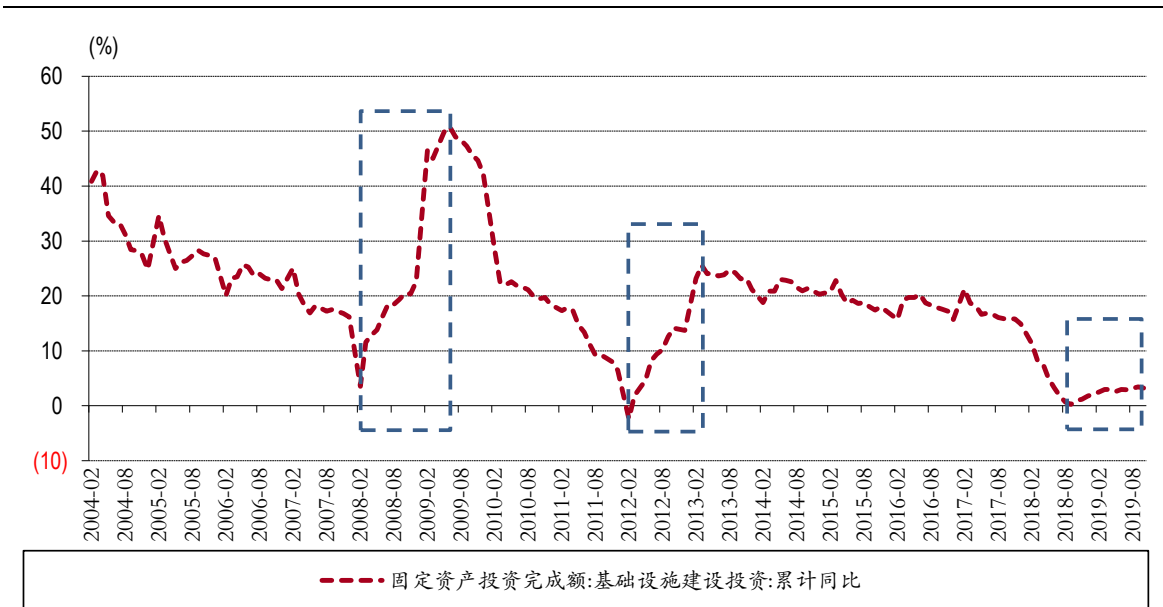
图表 12. 2019 年历次中央政治局会议涉及逆周期内容

时间	政策框架	逆周期内容
2018.12.13	保持战略定力，把握好节奏和力度，努力实现最优政策组合和最大整体效果	
2019.04.19	经济运行仍然存在不少困难和问题，外部经济环境总体趋紧，国内经济存在下行压力；积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度	加大基础设施等领域补短板力度
2019.07	稳中求进工作总基调，统筹做好稳增长、促改革、调实施适度实施宏观政策逆周期调节，有结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作；实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。	力推动高质量发展
2019.12.06	宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政运用好逆周期调节工具，加强基础设施策框架	建设

资料来源：新华社，中银国际证券

纵观过去 10 年，基建投资在宏观经济下行中能够起到“稳经济”的调控作用。比较明显的是 2008-2009 年全球金融危机的背景下，和 2012-2013 年欧债危机的背景下，基建稳经济的作用明显。2019 年基建投资增速中枢在 5% 低位水平，我们认为基建加码的预期或持续落地。

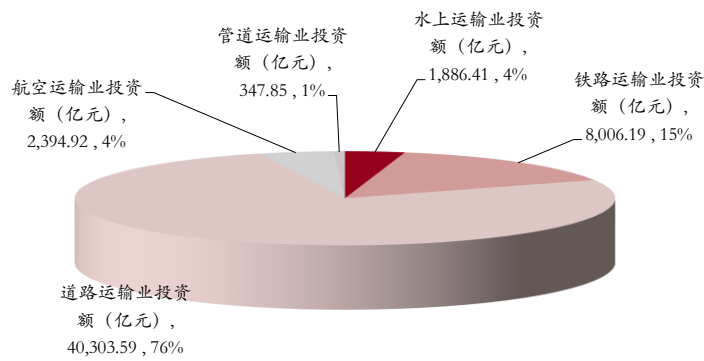
图表 13. 2008-2009 年和 2012-2013 年两次稳基建



资料来源：万得，中银国际证券

基建加码，铁路先行存条件。基建方向包括航空、铁路、水运、管道、公路等方向，我们认为最有潜力增长的是铁路基建，理由包括：1) 铁路“十三五”规划和中长期规划提供项目储备；2) 铁路投资涉及民生问题，减少中西部发展不平衡、补短板是要求；3) 铁路投资 8,000 亿元，加码的边际影响大。

图表 14. 铁路基建的可行性较优

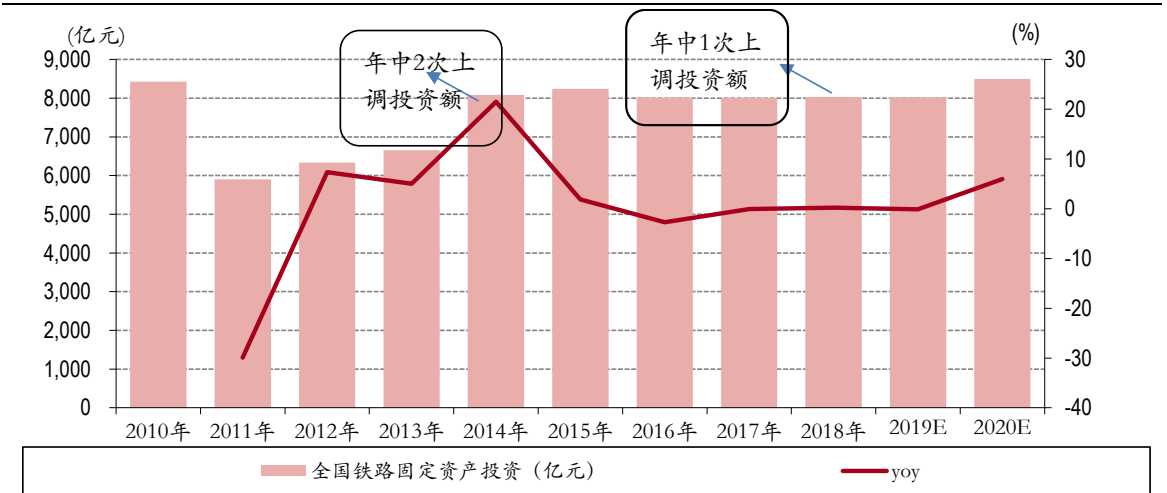


资料来源: 万得, 中银国际证券

展望 2020 年, 铁路投资保持 8,000+亿的高水平

2020 年, 铁路固定资产投资投资有望提高。在逆周期调控的大背景下, 2018 年年中铁路总公司上调投资额预算, “重返 8,000 亿”水平。我们判断, 今后几年投资额或有增无减。理由包括: 1) 稳经济, 逆周期调控的顶层设计在持续部署; 2) 2018 年以来, 发改委陆续批复大额铁路建设项目, 稳步推进, 逐步进入施工阶段; 3) “补短板”要求, 中西部项目加速推进。

图表 15. 2018 年上调固定资产投资, 未来两年有望再上一台阶



资料来源: 万得, 铁路总公司, 中银国际证券

展望 2020 年, 专项债质量与数量有望齐升

2019 年 11 月 27 日, 财政部发布信息: 近期已提前下达 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元, 占比 2019 年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%, 同时, 财政部要求各地尽快将专项债按规定落实到具体项目, 早发行, 早使用, 确保 2020 年初即可使用见效, 确保实物工作量, 尽早对经济的有效拉动。

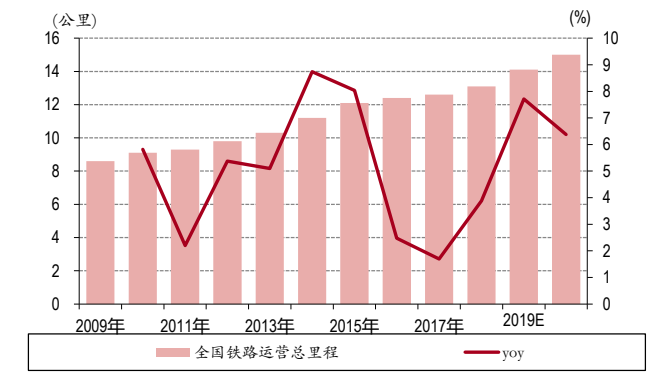
2020 年专项债新增额度有望提升。我们预计 2020 年地方政府专项债新增额有望超过 3 万亿元。2018 年 Q3 以来系列政策出台, 包括: 增加专项债额度、专项债用作资本金、以及降低资本金比例, 出发点都是撬动更大的基建投资规模, 起到“稳投资”的作用, 体现稳经济逆周期调控的顶层设计。

2020 年专项债质量有望同步提升。伴随中央对地方政府隐性债务排查力度加大，地方举债或将更加规范化、透明化，项目实施匹配度有望提升。国常会提出拓宽专项债用作资本金使用范围，由原有 4 大领域拓宽至 10 大领域，即重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施、能源项目、生态环保项目、民生服务、市政和产业园区基础设施等。铁路和城轨依然是重点支持方向。

展望 2020 年，高铁通车里程有望达到 3.5 万公里，超额完成 16.7%

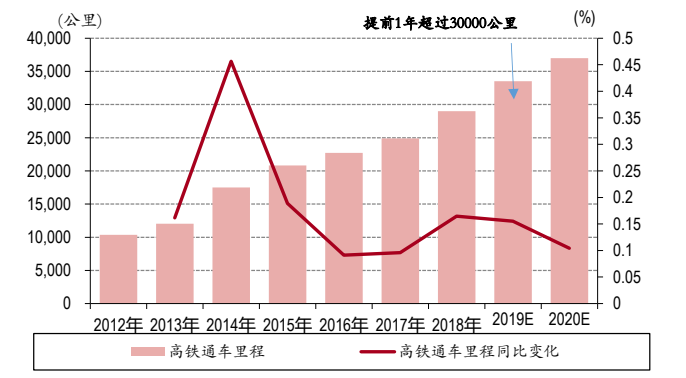
根据在建铁路的梳理，我们测算“十三五”收官之际，全国铁路运行里程有望达到 15 万公里，其中高铁通车总里程有望超过 3.5 万公里，远超规划值 3 万公里。我们测算国内高铁通车里程 2019-2020 年分别为 3,660 公里和 2,785 公里。我们自下而上梳理各线路预计开通情况：整理了 14 条预计在 2020 年开通的高铁线路，总里程为 2,785 公里左右。

图表 16. 2020 年铁路通车里程有望实现 15 万公里



资料来源：万得，铁路总公司，中银国际证券

图表 17. 2020 年高铁通车里程预计达 3.5 万公里



资料来源：万得，铁路总公司，中银国际证券

图表 18. 预计 2020 年开通的高铁线路 2785 公里左右

名称	高铁路线	起止城市	线路长度 (公里)	速度 (km/h)	等级类型
2020 年	福平铁路 (长平铁路)	福州~平潭	88.5	200	动车
2020 年	商合杭高铁 (南段)	合肥~杭州	416	350	客运专线
2020 年	京雄城际	北京~雄安	92.4	350	客运专线
2020 年	盐通铁路	盐城~张家港	187	350	客运专线
2020 年	沪通铁路一期	南通~安亭段	137.5	200	客运为主
2020 年	沈白客运专线	沈阳~长白山	436.5	350	客运专线
2020 年	京沈高铁	北京~承德段	186	350	高铁
2020 年	安顺至六盘水	安顺~六盘水	118	250	客专
2020 年	赤喀高铁	喀左~赤峰	157	250	客专
2020 年	太焦城际	太原~焦作	362	250	客专
2020 年	潍莱高铁	潍坊~莱西	122	350	高铁
2020 年	连徐高铁	徐州~连云港	180	350	高铁
2020 年	连镇客专	淮安~镇江段	200	250	客专
2020 年	敦白客专	敦化~白河镇	102	250	客专
合计:			2784.9		

资料来源：铁路总公司规划, 百度, 中银国际证券

城轨市场：被忽略的优质细分赛道，高景气度仍在持续

城轨建设正经历快速发展阶段，且在持续。从 2005-2018 年，中国内地拥有城市轨道交通的城市从 8 座发展为 35 座；运营线路数由 17 条增长为 185 条；运营线路总长由 381.6 公里增长至 5,761.4 公里，复合增长 CAGR 为 22%。

2020 年城轨运营里程 6,000 公里原目标，或将提前完成。2017 年 2 月国务院批准的《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》提出完善优化超大、特大城市轨道交通网络，推进城区常住人口 300 万以上的城市轨道交通成网。“十三五”时期，我国将进入城市轨道交通建设大发展阶段，2020 年规划线路里程将超过 9,000 公里，投产里程有望超过 6,000 公里。

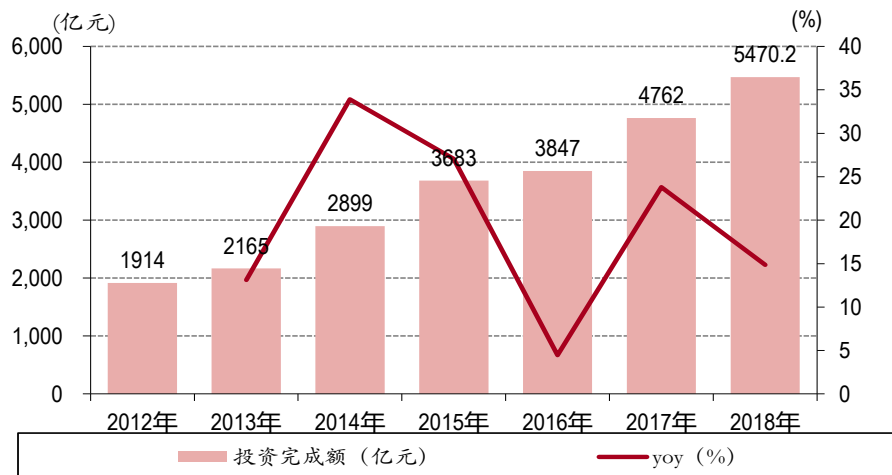
图表 19. 近年来，城轨建设数据总览

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
开通城市 (座)	17	19	22	26	30	34	35
开通线路 (条)	64			116	133	165	185
年度新增线路 (条)	10			17	17	32	20
运营总长度 (公里)	2286	2746	3173	3618	4152.8	5032.7	5761.4
地铁		2073	2361	2658	3168.7	3883.6	4354.3
轻轨		233	239	233	233.4	240.8	255.4
单轨		75	89	87	98.5	98.5	98.5
市域快轨		227	308	412	412.2	502	656.5
现代有轨电车		108	141	175	187.4	246.1	328.7
磁浮交通		30	30	49	48.6	57.9	57.9
APM			4	4	4	3.9	10.2
年度新增运营长度 (公里)	339	460	427	445	534.8	880	728.7
客运量 (亿人次)	87	110	126	138	160.9	185	210.7
同比增速 (%)		26%	15%	9.50%	16.60%	14.90%	14%
建设完成投资额 (亿元)	1914	2165	2899	3683	3847	4762	5470.2
在建线路 (公里)		3892	4073	4448	5636.5	6246	6374
可研批复投资额 (亿元)		16046		26337	34995.4	38756	42688.5
规划线路总里程 (公里)				4705	7305.3	7321	7611

资料来源：《城市轨道交通建设发展年报》，中银国际证券

2012-2018 年，城轨建设投资完成额持续增长。2012 年城轨建设投资 1,914 亿元，2018 年增长至 5,470.2 亿元，复合增速为 16%。2018 年全年共完成城轨交通建设投资 5,470.2 亿元，同比增长 14.9%。

图表 20. 城轨投资完成额持续增长



资料来源：中国城市轨道交通协会，中银国际证券

回顾 2019 年：城轨建设成绩可圈可点，强度和速度均超规划值。据城市轨道交通协会数据：2019 年全国城市轨道交通线路有望新增超过 800 公里，累计通车里程达 6,560 公里，其中地铁仍为主要制式。拥有 4 条及以上运营线路，且换乘站 3 座及以上，实现网络化运营的城市 16 个，占已开通城轨交通运营城市总数的 45.7%。

近 2 年，发改委批复项目超过万亿元。自 2018 年 7 月发改委发布“52 号文”，明确提高了城市对地铁和有轨电车的申报要求之后，发改委陆续集中批复多省市的城市轨道交通建设规划项目，批复轨道交通建设规划城市 10 个，批复投资额超过万亿元，城轨建设行业景气度重回高位。

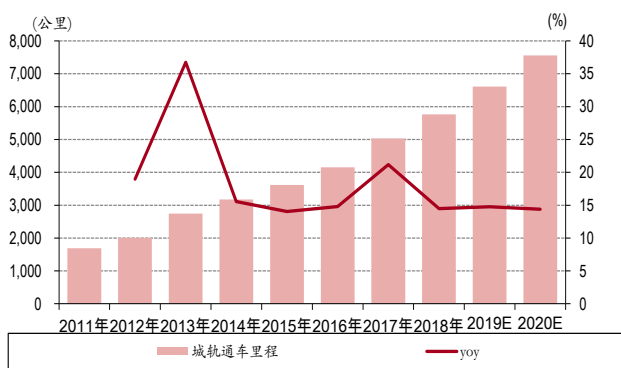
图表 21. 城轨系列事件回顾梳理

时间	事件	投资额 (亿元)
2018.07.13	《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》(国办发〔2018〕52 号)	
2018.07.17	国家发改委重新启动了规划审批工作	
2018.07.30	发改委审议通过长春市第三期城市轨道交通建设规划	711
2018.08.14	发改委审议通过苏州市第三期城市轨道交通建设规划	933
2018.12.06	发改委原则同意重庆市城市快速轨道交通建设规划 2012-2020 年的优化调整方案	456
2018.12.14	发改委原则同意济南市城市轨道交通建设规划 2015-2019 年的适当调整	29
2018.12.19	发改委同意调整杭州市第三期城市轨道交通建设规划	560
2018.12.19	发改委审议通过上海市第三期城市轨道交通建设规划	2983
2018.12.25	发改委审议通过武汉市城市轨道交通第四期建设规划 (2019~2024 年)	1469
2019 年 3 月	发改委批复郑州市城市轨道交通第三期建设规划 (2019~2024 年)	1139
2019 年 6 月	发改委批复成都市轨道交通第四期建设规划 (2019-2024 年)	1318
2019 年 7 月	发改委批复西安市城市轨道交通第三期建设规划调整方案(2019~2024 年)	969
合计:		10,567

资料来源：轨道世界、中银国际证券

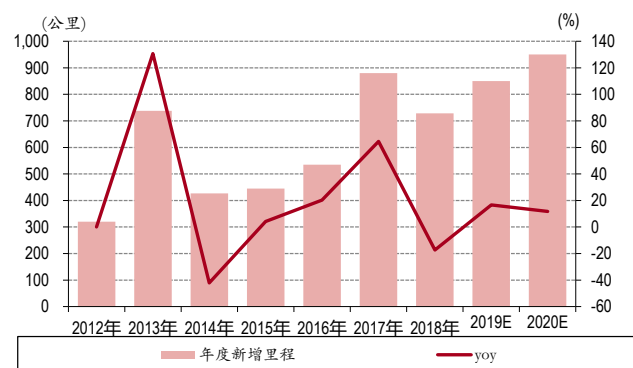
展望 2020 年：通车里程逐年提高，在建和规划里程保障长远。全国共有 63 个城市的城轨交通线网规划获批(含地方政府批复的 19 个城市)，其中，城轨交通线网建设规划在实施的城市共计 61 个，在实施的建设规划线路总长超过 7,500 公里(不含已开通运营线路)。

图表 22. 2019 年通车总里程或将超过 6000 公里规划值



资料来源：万得，铁路总公司，中银国际证券

图表 23. 城轨通车里程逐年递增趋势



资料来源：万得，铁路总公司，中银国际证券

重点推荐：中国中车、中国通号、交控科技，关注中铁工业

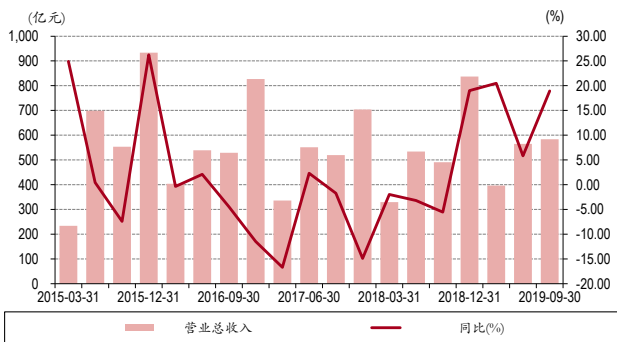
中国中车：核心资产，估值初具优势

行业：景气度或将好转。轨交板块的稳基建、逆周期调控作用正在实施，景气度向上趋势确立。1) 稳经济，逆周期：2020年基建投资增速有望提升；2) 地方政府专项债发行规模加大、发行节奏提速，有望实现量质齐升；3) 2019-2020年高铁通车里程超预期增长，对车辆设备需求有望提升。

公司：业绩稳步增长，股价仍未体现。公司2019年前Q3季度营业收入1,545.20亿元，比上年同期增加14.15%；实现归母净利润84.13亿元，比上年同期增加11.76%；基本每股收益0.29，比上年同期增加11.54%。公司2019年前Q3季度毛利率22.55%，比上年同期减少0.36%，比2018年全年增加了0.39%；净利率6.26%，比2018年全年增加了0.33%；四项费用的期间费用率为14.31%，比上年同期减少1.18%。根据三季报披露，公司前三季度新签订单约为1,770亿元，其中国际业务约为171亿元；目前在手订单为2,560亿元，同比下降13.9%。

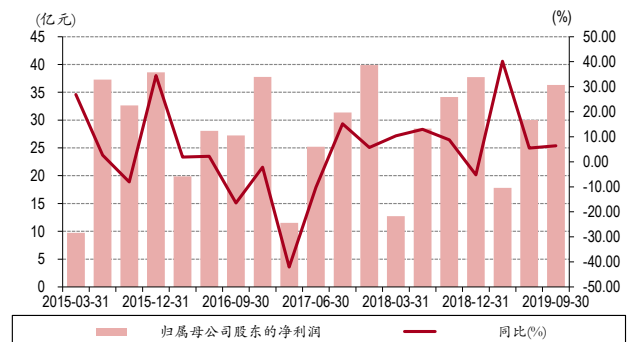
我们预计公司2019-2021年将实现营收分别为2,404亿元、2,629亿元、2,738亿元，实现归属母公司股东净利润分别为127.9亿元、135.2亿元、142.9亿元，对应PE估值15.5倍、14.6倍、和13.9倍，给予公司增持评级。

图表 24. 中国中车前 3Q 收入同比增长 14.15%



资料来源：万得，铁路总公司，中银国际证券

图表 25. 中国中车前 3Q 净利润同比增长 11.54%



资料来源：万得，铁路总公司，中银国际证券

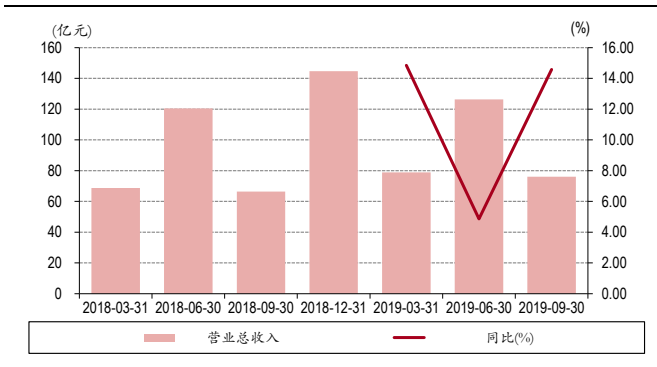
中国通号：轨交控制系统龙头，受益轨交景气度提升

公司深耕轨道交通控制系统领域，已成为全球领先的系统解决方案供应商。公司作为龙头企业，有望充分受益国家铁路建设和城轨建设景气度的提升，其原因主要在于：

- 1) 新建市场：下游铁路固定资产投资维持高位，景气度提升；
- 2) 存量市场：更新换代需求大有可为，高铁后市场已打开，未来有望贡献业绩增长点；
- 3) 切入“强电”领域，募投项目正在实施，或或将大幅提高市场天花板；
- 4) 公司盈利能力存提升空间，公司工程项目占比有所下降，综合盈利能力有提升空间。

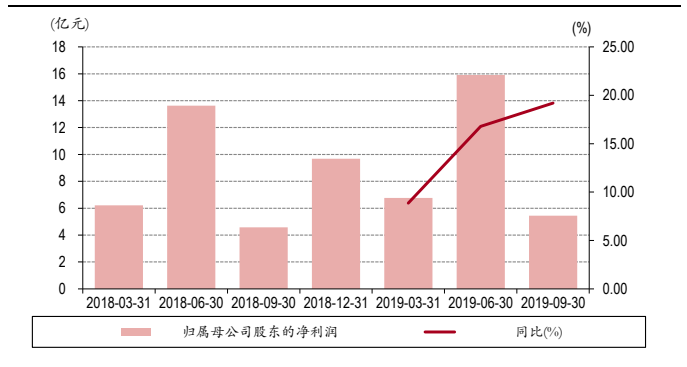
公司2019年前Q3季度营业收入281.2亿元，比上年同期增加10.07%；实现归母净利润28.12亿元，同比增长15.22%。公司2019年前Q3季度毛利率23.3%，比上年同期提高0.42pct，比2018年全年提高0.6pct；净利率10.82%，同比提升0.5pct。根据三季报披露，公司前三季度新签订单约为485亿元，同比增长6.3%；其中铁路板块新签订单增长23.9%，城轨板块订单增长1.5%，略低于预期。

图表 26. 中国通号前 3Q 收入同比增长



资料来源：万得，铁路总公司，中银国际证券

图表 27. 中国通号前 3Q 收入同比增长



资料来源：万得，铁路总公司，中银国际证券

我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 37.0 亿元、43.0 亿元和 48.7 亿元，对应 PE 估值 20 倍、17.4 倍、和 15.3 倍，给予公司增持评级。

交控科技：CBTC 系统自主化先锋，技术和市场优势明显

公司主要致力于城轨自主化 CBTC 系统的研制和应用。近年来城轨行业发展迅速，景气度持续高位。公司作为城轨设备纯正标的，有望充分受益，其原因主要在于：

- 1) 公司所处赛道优质，信号系统细分市场空间大，且预期景气度时间长；
- 2) 技术优势保障宽护城河，国内首家实现自主化 CBTC 系统研制和应用，具备先发优势；
- 3) 市场拓展成果显著，横向应用市场拓展和纵向销售区域拓展同步进行，新增市场市占率仍在提升；
- 4) 公司盈利能力有提高空间，核心设备自制率提升可提高整体毛利率，规模效应可降低费用率。

考虑到公司目前体量较小、赛道优质、竞争格局好的特征，我们认为公司可享有高成长性带来的高估值溢价，给予增持评级。



附录图表 28. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净
			(元)	(亿元)	2019E	2020E	2019E	2020E	资产 (元/股)
601766.SH	中国中车	增持	7.14	1,961.00	0.45	0.48	15.9	14.9	4.62
688009.SH	中国通号	增持	7.13	693.27	0.35	0.4	20.4	17.8	3.59
688015.SH	交控科技	增持	32.91	52.66	0.87	1.5	37.8	21.9	6.28
600528.SH	中铁工业	未有评级	10.72	238.15	0.81	0.93	13.2	11.5	7.55

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 12 月 19 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



风险提示:

1. 经济下行周期，稳基建力度不及预期，铁路固定资产投资不及预期；
2. 地方政府专项债使用效果不及预期，地方政府基建资金束缚；
3. 轨交装备产业各环节降价风险；
4. 中美贸易摩擦升级，影响整车场海外市场增长。



601766.SH

增持

市场价格：人民币 7.14

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(17.6)	2.9	(5.8)	(21.1)
相对上证指数	(40.0)	0.1	(6.4)	(39.4)

发行股数(百万)	28,699
流通股(%)	80
总市值(人民币 百万)	204,910
3个月日均交易额(人民币 百万)	223
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
中国中车集团有限公司	50

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年12月20日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备

陈祥
(8610)66229352
xiang.chen@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519040001

杨绍辉
(8621)20328569
shaohui.yang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

中国中车

高端制造名片，货增行动贡献业绩增长

高端轨交装备龙头公司，掌握自主知识产权，具备全球竞争力。受益于国内“十三五”末期的高铁、普速、城际、和城轨的多制式轨交的集中通车，装备需求的增长，未来三年公司有望迎来新的增长周期。中车各项分产品需求呈向上趋势：机车+货车受益于“货增行动”而确定性增长，客车新线通车和更新换代需求，也从底部回升，城轨车辆伴随地铁通车里程逐年增加而稳定性增长，动车组需求具备托底需求，年交付量300-350组，相对稳定。此外海外业务也由地铁车辆逐步导入，全球竞争力明显，市场有待深入挖掘，打开更高市场天花板。

支撑评级的要点

- 稳经济，逆周期，轨交固定资产投资维持8,000亿高水平。轨交基建投资是逆周期调控的主要手段之一，2020年有望继续发力，全年固定资产投资额有提升空间。1) 2020年为“十三五”收官年份，“十三五”规划铁路总里程超过15万公里有望完成，目前仍有差距；2) 专项债加量加速发行，提供资金来源之一；3) 中西部地区项目陆续具备开工条件，投资额有望提升。
- “十三五”收官，高铁通车里程远超规划值，动车组需求增长。高铁在2018年通车里程超预期，2019年有望超过3,600公里，2020年末通车总里程有望达到3.5万，超规划16.7%。随之动车组需求量有望维持高位，我们认为年需求在300-350组之间，相对稳定，安全边际高，贡献公司主要业绩。
- 城轨在“十三五”期间集中通车，需求量逐年递增。2019年城轨通车里程有望超过850公里，呈逐年递增的趋势。2019年城轨车辆订单量超过8,000组，交付量有望超过6,000组；预计几年新增车辆需求，预计保持年30%的增长速度。

估值

- 我们预计公司2019-2021年净利润依次为128/135/143亿元，对应2018-2021年的PE估值为15.8/15/14.2倍，重新首次覆盖，给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 国内铁路固定资产投资不及预期，海外中美贸易摩擦不确定性影响。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	211,013	219,083	240,402	262,949	273,784
变动(%)	(8)	4	10	9	4
净利润(人民币 百万)	9,009	11,305	12,791	13,516	14,288
全面摊薄每股收益(人民币)	0.376	0.394	0.451	0.475	0.502
变动(%)	(4.4)	4.7	14.5	5.4	5.6
全面摊薄市盈率(倍)	19.0	18.1	15.8	15.0	14.2
价格/每股现金流量(倍)	12.6	10.9	9.8	11.0	9.0
每股现金流量(人民币)	0.56	0.66	0.73	0.65	0.79
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.9	9.0	7.6	5.6	5.2
每股股息(人民币)	0.150	0.001	0.134	0.150	0.145
股息率(%)	2.1	0.0	1.9	2.1	2.0

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	211,013	219,083	240,402	262,949	273,784
销售成本	(165,26)	(172,56)	(186,54)	(202,48)	(211,18)
经营费用	(27,475)	(26,953)	(32,184)	(34,729)	(38,617)
息税折旧前利润	18,271	19,566	21,677	25,739	23,987
折旧及摊销	(6,428)	(6,529)	(6,535)	(6,570)	(7,090)
经营利润 (息税前利润)	11,843	13,037	15,142	19,169	16,897
净利息收入/(费用)	(1,254)	(1,279)	(1,407)	(1,548)	(1,703)
其他收益/(损失)	3,020	3,081	3,475	1,271	3,840
税前利润	13,610	14,839	17,209	18,892	19,034
所得税	(2,388)	(2,344)	(2,565)	(3,121)	(2,755)
少数股东权益	2,213	1,693	1,853	2,255	1,991
净利润	9,009	11,305	12,791	13,516	14,288
核心净利润	9,124	10,897	12,940	13,640	14,402
每股收益 (人民币)	0.376	0.394	0.451	0.475	0.502
核心每股收益 (人民币)	0.318	0.380	0.451	0.475	0.502
每股股息 (人民币)	0.150	0.001	0.134	0.150	0.145
收入增长(%)	(8)	4	10	9	4
息税前利润增长(%)	(18)	10	16	27	(12)
息税折旧前利润增长(%)	(13)	7	11	19	(7)
每股收益增长(%)	(4)	5	14	5	6
核心每股收益增长(%)	(21)	19	19	5	6

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	81,574	80,596	161,718	172,290	178,478
应收帐款	107,997	82,596	104,383	107,437	114,632
库存	55,222	55,122	64,520	66,677	69,081
其他流动资产	10,678	9,199	11,288	13,104	11,212
流动资产总计	255,471	227,512	341,909	359,509	373,403
固定资产	65,918	65,489	59,451	53,343	46,734
无形资产	18,019	16,937	16,076	15,217	14,358
其他长期资产	29,904	44,768	44,768	44,768	44,768
长期资产总计	113,841	127,193	120,294	113,328	105,860
总资产	375,171	357,523	464,932	476,326	482,140
应付帐款	127,646	121,169	132,219	154,491	142,273
短期债务	32,429	8,634	50,289	50,729	57,654
其他流动负债	43,415	58,549	68,218	56,708	75,796
流动负债总计	203,490	188,351	250,726	261,927	275,724
长期借款	13,585	4,380	37,735	25,550	6,250
其他长期负债	16,226	15,107	15,713	15,682	15,501
股本	28,699	28,699	28,699	28,699	28,699
储备	92,494	100,024	108,978	119,133	128,640
股东权益	121,193	128,723	137,677	147,832	157,339
少数股东权益	20,311	21,227	23,080	25,335	27,326
总负债及权益	375,171	357,523	464,932	476,326	482,140
每股帐面价值 (人民币)	4.22	4.49	4.80	5.15	5.48
每股有形资产 (人民币)	3.60	3.90	4.24	4.62	4.98
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.84)	(1.00)	(1.39)	(2.16)	(2.75)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	13,610	14,839	17,209	18,892	19,034
折旧与摊销	6,428	6,529	6,535	6,570	7,090
净利息费用	1,254	1,279	1,407	1,548	1,703
运营资本变动	(1,681)	(1,524)	8,668	414	1,278
税金	1,615	(147)	(2,565)	(3,121)	(2,755)
其他经营现金流	(5,016)	(2,106)	(10,337)	(5,691)	(3,595)
经营活动产生的现金流	16,209	18,869	20,918	18,612	22,755
购买固定资产净值	357	(1,083)	(364)	(396)	(378)
投资减少/增加	(3)	31	2,054	2,054	2,054
其他投资现金流	(3,329)	(3,282)	1,296	2,203	(487)
投资活动产生的现金流	(2,975)	(4,333)	2,986	3,861	1,189
净增权益	(4,305)	(32)	(3,837)	(4,296)	(4,157)
净增债务	7,592	(20,102)	58,931	(5,326)	(11,294)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	3,463	(11,857)	2,979	(1,680)	(3,296)
融资活动产生的现金流	6,749	(31,964)	58,126	(11,199)	(18,526)
现金变动	19,984	(17,428)	82,030	11,274	5,417
期初现金	45,595	60,886	38,171	120,201	131,474
公司自由现金流	13,234	14,536	23,904	22,473	23,943
权益自由现金流	22,080	(4,286)	84,242	18,695	14,352

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	8.7	8.9	9.0	9.8	8.8
息税前利润率 (%)	5.6	6.0	6.3	7.3	6.2
税前利润率 (%)	6.4	6.8	7.2	7.2	7.0
净利率 (%)	4.3	5.2	5.3	5.1	5.2
流动性					
流动比率 (倍)	1.3	1.2	1.4	1.4	1.4
利息覆盖率 (倍)	9.4	10.2	10.8	12.4	9.9
净权益负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率 (倍)	1.0	0.9	1.1	1.1	1.1
估值					
市盈率 (倍)	19.0	18.1	15.8	15.0	14.2
核心业务市盈率 (倍)	22.5	18.8	15.8	15.0	14.2
市净率 (倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
价格/现金流 (倍)	12.6	10.9	9.8	11.0	9.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	9.9	9.0	7.6	5.6	5.2
周转率					
存货周转天数	121.1	116.7	117.0	118.3	117.3
应收帐款周转天数	174.3	158.8	141.9	147.0	148.0
应付帐款周转天数	207.0	207.3	192.4	199.0	197.8
回报率					
股息支付率 (%)	47.8	0.3	30.0	31.8	29.1
净资产收益率 (%)	8.0	9.0	9.6	9.5	9.4
资产收益率 (%)	2.7	3.0	3.1	3.4	3.0
已运用资本收益率 (%)	1.6	1.6	1.6	1.4	1.4

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



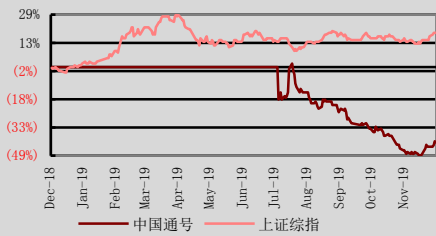
688009.SH

增持

市场价格：人民币 7.13

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(41.9)	7.2	(24.0)	0.0
相对上证指数	(64.3)	4.4	(24.6)	(18.3)

发行股数(百万)	8,790
流通股(%)	81
总市值(人民币 百万)	62,671
3个月日均交易额(人民币 百万)	261
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
中国铁路通信信号集团有限公司	62

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年12月20日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备

陈祥

(8610)66229352

xiang.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519040001

杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

中国通号

深耕轨交控制系统主业，多元业务协同绽放

公司深耕轨道交通控制系统领域，已成为全球领先的系统解决方案供应商。公司作为龙头企业，有望充分受益国家铁路建设和城轨建设景气度的提升，其原因主要在于：1) 新建市场：下游铁路固定资产投资维持高位，景气度提升；2) 存量市场：更新换代需求大有可为，高铁后市场已打开，未来有望贡献业绩增长点；3) 切入“强电”领域，募投项目正在实施，或将大幅提高市场天花板；4) 公司盈利能力存提升空间，公司工程项目占比有所下降，综合盈利能力有提升空间。我们预计公司2019-2021年净利润分别为：37.4亿、42.7亿和47.2亿元，对应PE为20倍、17.5倍和15.8倍。首次覆盖，给予增持评级。

支撑评级的要点

- **基建加码，铁路先行，增量市场景气度仍在。**“十三五”期间，轨交行业景气度有望呈现前低后高的趋势。国家铁路固定资产投资，自2014年以来连续5年保持在8,000亿元以上，持续高位。结合当前宏观经济发展情况，稳经济、逆周期调控价值突出，铁路投资作为逆周期调控的方向之一，或将稳中有升。近年来，城轨建设如火如荼，通车里程持续增长，未来几年景气度有望延续。
- **铁路保有量全球第一，更新改造需求强烈，存量市场大有可为。**自2008年“京津城际”开通以来，国内高铁已开通2.9万公里（2018年底），保有量居世界第一。高铁通信信号系统设计寿命10年，已陆续进入更新换代周期。国内城轨通车里程已达到5,761公里（2018年底城市轨道交通协会），城轨信号系统设计寿命在15年左右，部分线路或将产生升级换代需求。此外普速铁路和货运铁路的更新改造需求在延续。
- **“弱电”切入“强电”市场，有望提高市场天花板。**公司主营业务主要针对通信信号等“弱电”市场，未来规划瞄准电力电气化市场，有效扩展市场空间。主要举措包括：1) 由既有线“强电”改造市场切入，向新建市场延伸；2) 由普速铁路市场，向高铁和城轨延伸；3) 由电力电气化施工安装工程，向电力电气化核心设备市场延伸；4) 募投项目包括“强电”核心设备研制和生产，打开进口替代空间。

估值

- 我们预计公司2019-2021年净利润分别为：37.4亿、42.7亿和47.2亿元，对应PE为20.2倍、17.7倍和16倍。首次覆盖，给予增持评级。

评级面临的主要风险

- 铁路固定资产投资不及预期；地方政府对城轨建设资金的支持不及预期，影响公司城轨业务；公司工程项目的经营和退出风险。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	34,586	40,013	44,066	48,720	53,032
变动(%)	16	16	10	11	9
净利润(人民币 百万)	3,222	3,522	3,740	4,272	4,724
全面摊薄每股收益(人民币)	0.367	0.388	0.353	0.403	0.446
变动(%)	5.8	5.8	(8.9)	14.2	10.6
全面摊薄市盈率(倍)	19.4	18.4	20.2	17.7	16.0
价格/每股现金流量(倍)	(70.7)	(39.5)	84.1	62.9	28.3
每股现金流量(人民币)	(0.10)	(0.18)	0.08	0.11	0.25
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.2	10.9	8.9	7.9	7.0
每股股息(人民币)	0.113	0.203	0.106	0.121	0.134
股息率(%)	1.6	2.8	1.5	1.7	1.9

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	34,586	40,013	44,066	48,720	53,032
销售成本	(26,279)	(31,187)	(34,089)	(37,468)	(40,738)
经营费用	(3,737)	(3,956)	(4,677)	(5,179)	(5,519)
息税折旧前利润	4,570	4,869	5,300	6,073	6,774
折旧及摊销	(513)	(532)	(599)	(674)	(748)
经营利润 (息税前利润)	4,057	4,337	4,702	5,398	6,026
净利息收入/(费用)	(99)	86	64	123	121
其他收益/(损失)	252	210	215	225	217
税前利润	4,210	4,633	4,980	5,747	6,364
所得税	(773)	(803)	(871)	(1,027)	(1,127)
少数股东权益	215	308	370	448	513
净利润	3,222	3,522	3,740	4,272	4,724
核心净利润	3,227	3,520	3,742	4,273	4,724
每股收益 (人民币)	0.367	0.388	0.353	0.403	0.446
核心每股收益 (人民币)	0.367	0.400	0.353	0.404	0.446
每股股息 (人民币)	0.113	0.203	0.106	0.121	0.134
收入增长(%)	16	16	10	11	9
息税前利润增长(%)	15	7	8	15	12
息税折旧前利润增长(%)	13	7	9	15	12
每股收益增长(%)	6	6	(9)	14	11
核心每股收益增长(%)	6	9	(12)	14	11

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	4,210	4,633	4,980	5,747	6,364
折旧与摊销	513	532	599	674	748
净利息费用	99	(86)	(64)	(123)	(121)
运营资本变动	3,342	1,247	(6,139)	(1,072)	1,802
税金	(558)	(608)	(871)	(1,027)	(1,127)
其他经营现金流	(8,492)	(7,304)	2,392	(3,000)	(5,003)
经营活动产生的现金流	(886)	(1,587)	898	1,200	2,664
购买固定资产净值	(261)	(21)	1,550	1,050	1,050
投资减少/增加	(324)	15	50	51	52
其他投资现金流	(1,144)	(636)	(3,100)	(2,100)	(2,100)
投资活动产生的现金流	(1,729)	(642)	(1,500)	(999)	(998)
净增权益	(997)	(1,788)	(1,122)	(1,282)	(1,417)
净增债务	725	423	(2,118)	55	12
支付股息	997	1,788	1,122	1,282	1,417
其他融资现金流	(865)	1,198	6,516	(1,158)	(1,296)
融资活动产生的现金流	(140)	1,622	4,398	(1,103)	(1,284)
现金变动	(2,755)	(607)	3,795	(903)	382
期初现金	15,692	13,067	11,712	15,508	14,605
公司自由现金流	(2,615)	(2,229)	(603)	200	1,666
权益自由现金流	(1,792)	(1,892)	(2,785)	132	1,556

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	13,067	11,712	15,508	14,605	14,987
应收帐款	12,365	15,444	19,982	21,891	26,634
库存	21,016	35,028	32,586	35,535	40,486
其他流动资产	628	907	770	1,073	931
流动资产总计	49,069	65,315	71,070	75,329	85,262
固定资产	4,323	4,574	5,731	6,298	6,777
无形资产	2,557	2,537	2,359	2,182	2,005
其他长期资产	4,860	6,905	6,905	6,905	6,905
长期资产总计	11,740	14,016	14,996	15,385	15,687
总资产	61,245	79,679	86,385	91,019	101,254
应付帐款	24,187	35,969	33,401	33,553	39,244
短期债务	1,129	1,118	0	0	0
其他流动负债	9,158	10,546	11,230	12,273	12,998
流动负债总计	34,474	47,632	44,631	45,826	52,241
长期借款	547	856	0	0	0
其他长期负债	999	919	919	919	919
股本	8,790	8,790	10,590	10,590	10,590
储备	15,194	17,194	28,512	31,502	34,809
股东权益	23,984	25,984	39,102	42,092	45,399
少数股东权益	1,206	1,364	1,734	2,182	2,695
总负债及权益	61,245	79,679	86,385	91,019	101,254
每股帐面价值 (人民币)	2.73	2.96	3.69	3.97	4.29
每股有形资产 (人民币)	2.44	2.67	3.47	3.77	4.10
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.30)	(1.11)	(1.46)	(1.38)	(1.42)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.2	12.2	12.0	12.5	12.8
息税前利润率(%)	11.7	10.8	10.7	11.1	11.4
税前利润率(%)	12.2	11.6	11.3	11.8	12.0
净利率(%)	9.3	8.8	8.5	8.8	8.9
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.4	1.6	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	41.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.6	0.9	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	19.4	18.4	20.2	17.7	16.0
核心业务市盈率(倍)	19.4	17.8	20.2	17.7	16.0
市净率(倍)	2.6	2.4	1.9	1.8	1.7
价格/现金流(倍)	(70.7)	(39.5)	84.1	62.9	28.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.2	10.9	8.9	7.9	7.0
周转率					
存货周转天数	233.8	328.0	362.0	331.8	340.6
应收帐款周转天数	122.0	126.8	146.7	156.9	167.0
应付帐款周转天数	210.0	274.4	287.3	250.8	250.5
回报率					
股息支付率(%)	30.9	50.8	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	14.1	14.1	11.5	10.5	10.8
资产收益率(%)	5.9	5.1	4.7	5.0	5.2
已运用资本收益率(%)	3.2	3.0	2.7	2.5	2.6

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



688015.SH

增持

市场价格：人民币 32.91

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(13.2)	2.9	(23.6)	0.0
相对上证指数	(35.6)	0.1	(24.2)	(18.3)

发行股数(百万)	120
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	3,949
3个月日均交易额(人民币 百万)	86
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
北京市基础设施投资有限公司	17

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年12月20日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备

陈祥

(8610)66229352

xiang.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519040001

杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

交控科技

CBTC 系统自主化先锋，技术和市场优势明显

公司成立于2009年，主要致力于城轨自主化CBTC系统的研制和应用。近年来城轨行业发展迅速，景气度持续高位。公司作为城轨设备纯正标的，有望充分受益，其原因主要在于：1) 公司所处赛道优质，信号系统细分市场空间大，且预期景气度时间长；2) 技术优势保障宽护城河，国内首家实现自主化CBTC系统研制和应用，具备先发优势；3) 市场拓展成果显著，横向应用市场拓展和纵向销售区域拓展同步进行，2019年新增市场市占率持续提升；4) 公司盈利能力有提高空间，核心设备自制率提升可提高整体毛利率，规模效应可降低费用率。考虑到公司目前体量较小、赛道优质、竞争格局好的特征，我们认为公司可享受高成长性带来的高估值溢价。

支撑评级的要点

- **城轨行业快速发展，长建设周期拉长景气度周期。** 1) 国内城轨发展起步较晚，近年来正经历快速发展阶段，且景气度仍在持续。2) “52号文”新政明确城市建设标准，保障行业长远健康发展；3) 地方政府专项债和PPP项目等多渠道为城轨建设注入资金活力；4) 据城市轨道交通协会数据，2018年底在建里程达6,374公里，规划建设里程达7,611公里，平均建设周期4-6年，拉长行业景气度。公司作为城轨纯正标的，有望充分受益。
- **信号系统市场空间大，赛道优质。** 以当前城轨在建里程测算，城轨信号系统的市场空间总计可达千亿元规模，平均每年市场空间在150-200亿元之间。公司由新建市场入手，正在向既有线改造和重载铁路市场扩展，提高公司有效市场天花板。1) **新建市场**作为主要市场，未来5-8年平均投资额100亿元/年；2) **既有线改造市场**：更换需求对应的市场空间分别为30亿元-50亿元/年；3) **货运重载市场**：设备升级（固定闭塞-移动闭塞）需求催生新增市场。
- **公司自主化技术优势明显，竞争格局好。** 公司是国内12家系统供应商中，最早实现自主化CBTC系统研制和应用的本土企业（竞争对手多以合资形式，采用国外技术），具备技术优势和先发优势。公司研发费用保持行业较高水平，持续引领国内CBTC技术升级，I-CBTC和FAO技术已成熟应用，VBTC系统在研中，紧跟全球技术发展脚步。
- **公司市场开拓成果显著，市占率快速提升，发展势头持续向上。** 公司市场拓展正在实施，横向：产品线拓展由城轨新建市场向既有线改造和重载货运市场扩展；纵向：市场区域由华北（北京为主）切入，扩展至西南区域，进而渗透全国市场。2019年H1公司新增中标项目8个，总金额超过23亿元，市占率进一步提升。

估值

- 我们预计公司2019-2021年净利润分别为1.04/1.80/2.5亿元，对应PE分别为38/22/16倍，首次覆盖，给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 城轨建设进度不及预期，地方政府建设资金配套不到位。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	880	1,163	1,376	1,805	2,188
变动(%)	(1)	32	18	31	21
净利润(人民币 百万)	537	742	104	180	250
全面摊薄每股收益(人民币)	0.374	0.553	0.869	1.497	2.086
变动(%)	(16.4)	48.0	57.1	72.2	39.4
全面摊薄市盈率(倍)	88.0	59.5	37.9	22.0	15.8
价格/每股现金流量(倍)	192.2	34.9	72.2	23.8	4.5
每股现金流量(人民币)	0.17	0.94	0.46	1.38	7.33
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.0	24.6	25.9	15.5	8.9
每股股息(人民币)	0.000	0.267	0.261	0.449	0.626
股息率(%)	n.a.	0.8	0.8	1.4	1.9

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	880	1,163	1,376	1,805	2,188
销售成本	(611)	(858)	(1,003)	(1,270)	(1,503)
经营费用	(144)	(162)	(234)	(304)	(362)
息税折旧前利润	124	143	139	231	324
折旧及摊销	(17)	(24)	(26)	(27)	(52)
经营利润 (息税前利润)	107	119	113	203	272
净利息收入/(费用)	(0)	(3)	5	(1)	10
其他收益/(损失)	(4)	(2)	0	0	0
税前利润	103	114	118	203	283
所得税	(5)	(7)	(14)	(23)	(33)
少数股东权益	1	(0)	0	0	0
净利润	537	742	104	180	250
核心净利润	99	106	104	180	250
每股收益 (人民币)	0.374	0.553	0.869	1.497	2.086
核心每股收益 (人民币)	0.823	0.884	0.869	1.497	2.086
每股股息 (人民币)	0.000	0.267	0.261	0.449	0.626
收入增长(%)	(1)	32	18	31	21
息税前利润增长(%)	(13)	11	(5)	81	34
息税折旧前利润增长(%)	(9)	15	(3)	66	41
每股收益增长(%)	(16)	48	57	72	39
核心每股收益增长(%)	(27)	7	(2)	72	39

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	103	114	118	203	283
折旧与摊销	17	24	26	27	52
净利息费用	0	3	(5)	1	(10)
运营资本变动	27	23	14	279	396
税金	(56)	(49)	(14)	(23)	(33)
其他经营现金流	(70)	(2)	(85)	(321)	192
经营活动产生的现金流	21	113	55	166	880
购买固定资产净值	(1)	1	113	106	110
投资减少/增加	(12)	(19)	0	0	0
其他投资现金流	(36)	(22)	(227)	(213)	(220)
投资活动产生的现金流	(50)	(40)	(113)	(106)	(110)
净增权益	0	(32)	(31)	(54)	(75)
净增债务	(11)	73	182	191	(458)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(12)	(4)	(48)	(104)	(211)
融资活动产生的现金流	(23)	63	156	136	(523)
现金变动	(52)	136	97	196	248
期初现金	393	367	530	628	824
公司自由现金流	(29)	73	(58)	60	771
权益自由现金流	(40)	149	119	251	302

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	369	532	630	825	1,073
应收帐款	517	937	425	667	596
库存	405	425	485	824	631
其他流动资产	21	7	18	23	22
流动资产总计	1,312	1,902	1,558	2,339	2,323
固定资产	100	96	190	276	341
无形资产	28	29	21	14	7
其他长期资产	43	66	66	66	66
长期资产总计	171	191	278	357	414
总资产	1,491	2,100	1,840	2,699	2,739
应付帐款	670	989	521	832	1,202
短期债务	0	74	180	234	0
其他流动负债	348	501	480	696	650
流动负债总计	1,019	1,565	1,181	1,762	1,853
长期借款	12	10	88	224	0
其他长期负债	115	120	94	110	108
股本	120	120	120	120	120
储备	225	279	352	478	653
股东权益	345	399	472	598	773
少数股东权益	0	6	6	6	6
总负债及权益	1,491	2,100	1,840	2,699	2,739
每股帐面价值 (人民币)	2.87	3.33	3.93	4.98	6.44
每股有形资产 (人民币)	2.64	3.09	3.76	4.86	6.39
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.96)	(3.72)	(3.00)	(3.05)	(8.93)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.1	12.3	10.1	12.8	14.8
息税前利润率(%)	12.1	10.2	8.2	11.3	12.4
税前利润率(%)	11.7	9.8	8.6	11.2	12.9
净利率(%)	61.1	63.9	7.6	10.0	11.4
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	831.1	37.0	n.a.	247.6	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	88.0	59.5	37.9	22.0	15.8
核心业务市盈率(倍)	40.0	37.2	37.9	22.0	15.8
市净率(倍)	11.5	9.9	8.4	6.6	5.1
价格/现金流(倍)	192.2	34.9	72.2	23.8	4.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.0	24.6	25.9	15.5	8.9
周转率					
存货周转天数	222.1	176.7	165.7	188.2	176.8
应收帐款周转天数	201.7	228.3	180.7	110.4	105.4
应付帐款周转天数	251.7	260.5	200.3	136.8	169.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	4.3	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	164.1	199.6	24.0	33.6	36.5
资产收益率(%)	7.2	6.2	5.1	7.9	8.9
已运用资本收益率(%)	3.3	3.9	4.2	5.0	6.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371