

盈利水平持续改善, 有望受益设备更新+智能化升级

中国通号(688009)

推荐 (首次)

核心观点:

- 投资事件:** 公司披露 2023 年年报。2023 年公司实现营业收入 370.87 亿元, 同比下降 7.79%; 实现归母净利润 34.77 亿元, 同比下降 4.30%; 实现扣非净利润 32.66 亿元, 同比下降 4.41%。
- 业绩承压, 在手订单充足, 海外市场进展顺利。** 2023 年在宏观经济弱复苏背景下, 公司业绩有所下滑。全年新签订单金额 731.21 亿元, 同比增加 0.15%。其中, 铁路领域 251.12 亿元, 同比增长 5.01%; 城轨领域 131.80 亿元, 同比增长 3.91%; 海外领域 37.40 亿元, 同比增长 45.18%; 工程总承包及其他领域 310.89 亿元, 同比下降 8.11%。截至 2023 年末, 公司在手订单 1688.31 亿元, 同比增长 14.53%, 有力支撑未来业绩释放。海外市场方面, 公司具备设计研发、设备制造及工程服务的“三位一体”全产业链优势, 持续加强属地化经营, 在第三届“一带一路”国际合作高峰论坛上顺利完成马拉维班古拉-恩卡亚改造项目签约仪式, 相继承揽马来西亚、法国等地订单, 稳固逐年增长的良好态势。
- 收入结构优化, 盈利水平提升。** 分板块来看, 2023 年公司设计集成收入 117.24 亿元, 同比增长 20.16%, 收入占比提升 7.35pct 至 31.61%; 设备制造收入 61.13 亿元, 同比增长 9.64%, 收入占比提升 2.62pct 至 16.48%; 系统交付服务收入 114.25 亿元, 同比下降 18.83%; 工程总承包收入 76.74 亿元, 同比下降 28.48%。公司营收结构得以优化, 毛利率较高的设计集成 (39.68%) 和设备制造 (35.63%) 板块占比提升, 带动综合毛利率提高 2.10pct 至 25.76%。公司费用率控制较为良好, 全年销售/管理/财务费用率为 2.41%/6.30%/-0.81%, 同比分别 +0.39pct/+0.60pct/-0.22pct。2023 年公司净利率进一步回升至 9.40%, 同比增长 0.36pct。
- 持续加大研发投入, 有望受益设备更新及智能化升级。** 公司重视技术创新, 持续加大研发投入, 2023 年公司研发费用 18.62 亿元, 研发费用率达到 5.02%。公司在国内城市轨道交通控制系统占据 40% 左右市场份额; 高铁弱电系统集成领域, 公司相继承揽雄忻、西成、渝黔、襄荆、西十等 11 个项目, 市场占有率超 60%, 进一步扩大了市场领先优势; 城市轨道交通信号系统集成领域, 下属卡斯柯、城交公司稳居控制系统行业前列。2023 年中国通号在已开标的 33 个城轨信号控制系统项目中, 中标 12 个, 市场占有率约 37%, 继续蝉联榜首。“十四五”时期我国预计新增铁路营业里程约 2.37 万公里, 铁路市场总投资额预计达到 3.5 万亿元; 预计新增城市轨道交通运营里程 3000 公里, 均与“十三五”时期基本持平。按 15 年更新周期计算, 高铁控制系统更新周期或开启, 带动新增订单增长。叠加城轨智能化趋势下信号系统升级需求, 公司作为信号系统龙头厂商有望充分受益。
- 盈利预测与投资建议:** 预计公司 2024-2026 年将分别实现归母净利润 35.30 亿元、37.98 亿元、43.36 亿元, 对应 EPS 为 0.33、0.36、0.41 元, 对应 PE 为 16 倍、15 倍、13 倍, 首次覆盖给予推荐评级。
- 风险提示:** 经济复苏不及预期的风险, 新产品拓展不及预期的风险, 核心技术迭代迅速的风险, 市场竞争加剧的风险等。

分析师

鲁佩

☎: 021-20257809

✉: lupei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521060001

市场数据

2024-03-27

股票代码	688009
A 股收盘价(元)	5.48
上证指数	2,993.14
总股本万股	1,058,982
实际流通 A 股万股	862,102
流通 A 股市值(亿元)	472

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

表1: 主要财务指标预测

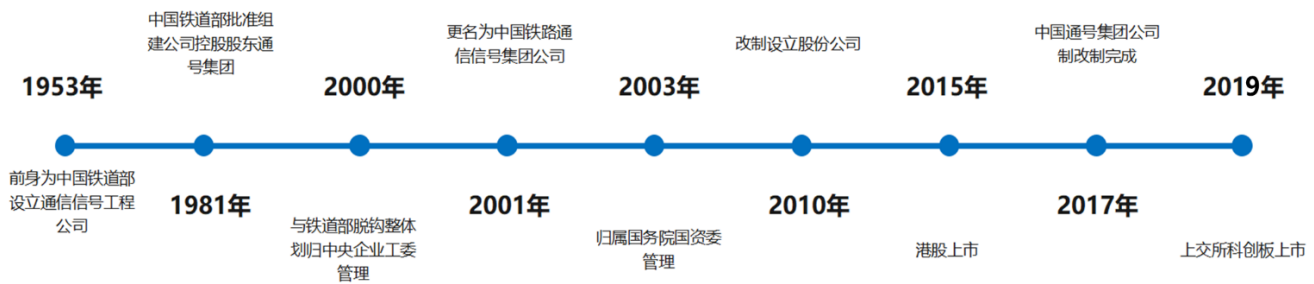
	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	37087.42	36994.64	39009.98	42640.56
收入增长率%	-7.79	-0.25	5.45	9.31
归母净利润(百万元)	3477.33	3530.00	3797.82	4336.17
利润增速%	-4.30	1.51	7.59	14.18
毛利率%	25.75	25.99	26.20	26.58
摊薄 EPS(元)	0.33	0.33	0.36	0.41
PE	16.20	15.96	14.83	12.99
PB	1.20	1.16	1.11	1.06
PS	1.52	1.52	1.44	1.32

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

一、公司概况：全球轨交信号系统龙头，科技创新助力市场开拓

中国通号是全球领先的轨道交通控制系统提供商。中国通号拥有投融资、设计研发、系统集成、装备制造、工程服务、运营维护完整产业链，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。公司前身为1953年铁道部设立的通信信号工程公司。1986年，公司与法国阿尔斯通合资成立中国铁路行业第一家中外合资企业卡斯柯，专注于轨道交通列车运行控制系统领域。2010年，中国铁路通信信号股份有限公司正式挂牌成立，并于2017年完成公司制改革。2015年和2019年，公司分别在港交所和上交所上市。

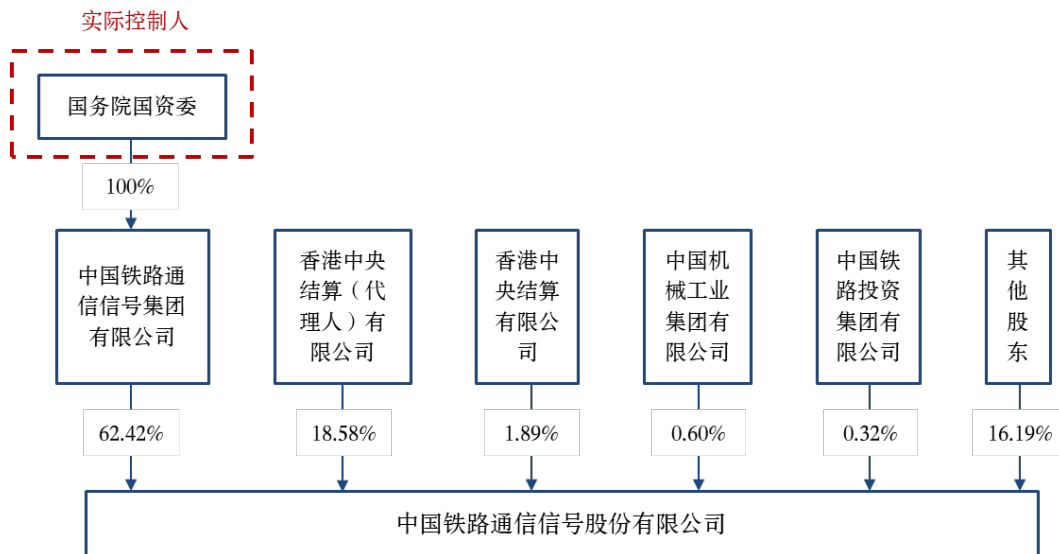
图1：中国通号发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究院

中国通号是国务院国资委直管的大型中央企业。公司世界领先的列控技术为我国15万公里铁路、超4万公里高铁提供安全保障，建立完善了6万多个高铁测试案例，超过国外跨国企业的总和。近年来，中国通号成功研发时速200公里和350公里高铁自动驾驶技术，标志着我国高铁列车运行控制系统技术已经走在世界前列。中国铁路通信信号集团有限公司持有公司62.42%的股份，为公司的控股股东；公司实控人为国务院国资委。

图2：中国通号股权结构（截至2024年1月17日）












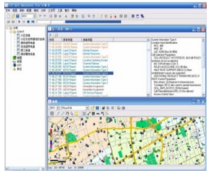




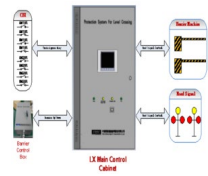
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公司可提供轨道交通控制系统全产业链一体化服务。公司轨道交通核心业务包括：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

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

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，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。具体产品包括铁路列控系统（CTCS）、城轨列控系统（CBTC）、货运自动化系统（CIPS）、通信及物联网系列产品、检测系统，以及机车和有轨电车相关产品等。公司实施“六核一体两翼”业务战略，立足轨道交通控制系统优势业务，围绕数字产业、新基建等国家重点战略方向，大力发展信息通信、电力电气化等重点业务，构建起“轨道交通+N”的多元产业格局。

表2：中国通号主要产品

产品类型	具体产品			
信号系统	 铁路列车运行控制系统	 车站计算机联锁系统	 自动闭塞系统设备	 行车调度指挥自动化
	 驼峰自动化系统	 城轨交通控制系统	 信号系统	 信号电缆系列产品
	 有线通信系列产品	 无线通信系列产品	 物联网系列产品	 智慧城市系列产品
	 信息化系列产品	 视频系列产品	 通信电缆系列产品	
测试产品	 GSM-R 无线网络服务质量测试系统	 轨旁电参量瞬态记录分析仪	 JX-ATTS 列车自动检测系统	 JX-ITIS 列车日常检测系统
	 其他产品	 机车车辆产品	 有轨电车	 DX-IW 型道口控制系统

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

中国通号在轨道交通控制系统科技创新能力突出，多项技术行业领先。高铁列控系统是中国高铁三大核心技术之一。中国通号坚持“引进消化吸收再创新”的技术路径，实现了我国高铁、地铁全套列车控制系统技术的完全自主化和产品的 100%国产化，完成了高铁列控系统(CTCS-3 级)、高铁自动

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

驾驶系统（CTCS-3+ATO）、地铁列控系统（CBTC）、城际铁路列控系统（CTCS-2+ATO）、中低速磁悬浮控制系统、货运编组站综合自动化系统、铁路综合智能运维系统、综合运输调度指挥系统等轨道交通核心自主技术的重大突破，为落实“一带一路”倡议和高铁“走出去”提供核心技术支撑。公司核心自主研发成果处于世界先进水平，并大规模应用于我国轨道交通控制系统市场。

图3：中国通号八大核心技术



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

高铁列控系统（CTCS-3）适用于时速 300 公里及以上高速铁路，具有自主知识产权，达到国际领先水平，并通过国际互联互通认证。公司在 CTCS-3 列控系统装备市场占有率第一，份额超过 90%。

公司研发的全球首套时速 350 公里高铁自动驾驶系统（CTCS-3+ATO），实现时速 350 公里高铁自动发车、自动停车、自动运行、超速防护和车门站台门联动控制，助力智能京沈、智能京张建设。

图4：中国高铁列控系统（CTCS-3）



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图5：中国高铁自动驾驶系统（CTCS-3+ATO）

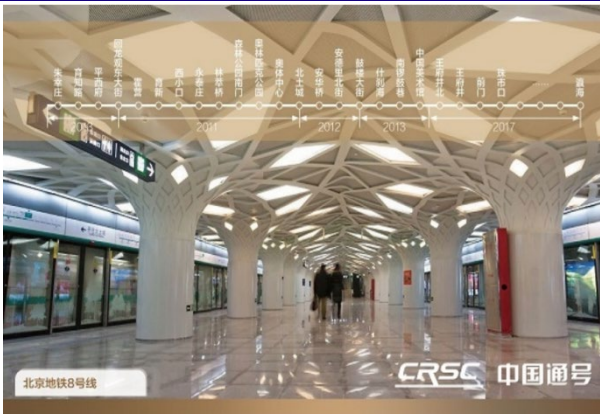


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

城市轨道交通列控系统（CBTC）彻底打破了国外公司的垄断，成功装备北京地铁 8 号线，全面替代国外设备，创新实现中国城市轨道交通的互联互通，支持不同车载设备列车的跨线运行。

城际铁路列控系统（CTCS-2+ATO）装备时速 160 公里以上的城际铁路，满足城市间高速度、高密度、公交化运营需求，在国际上首次实现高铁自动化驾驶，大大提升了运营效率。

图6: 城市轨道交通列控系统 (CBTC)



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

图7: 城际铁路列控系统 (CTCS-2+ATO)



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

自主研发的中低速磁悬浮列车运行控制系统 (MATC) 最短发车间隔 3 分钟, 实现列车的自动驾驶, 成功装备北京 S1 线。货运编组站自动化系统 (CIPS) 由中国通号首创, 拥有完全自主知识产权。CIPS 能够实现货运车站调车和编组作业智能化、自动化, 助力我国货运效率达到世界最高水平。已成功应用于亚洲最大编组站——郑州北站以及成都北、贵阳南、武汉北等大型货运车站, 市场占有率达 60% 以上。

图8: 中低速磁悬浮控制系统 (MATC)

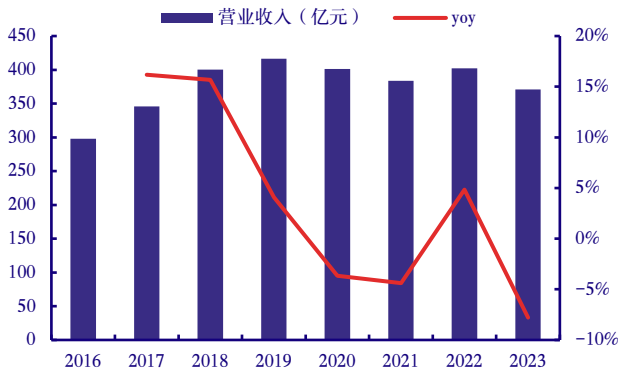


资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

二、公司财务情况: 收入结构优化, 盈利水平回升

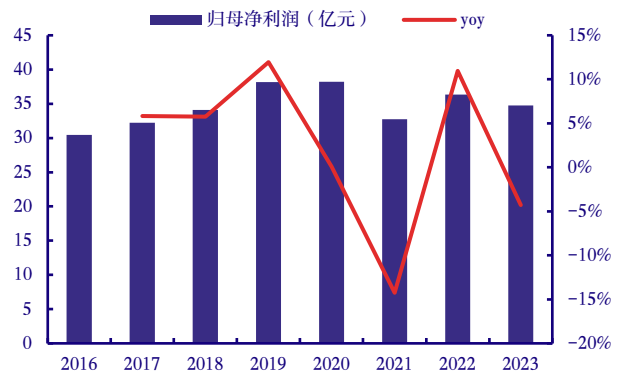
公司业绩随行业波动较为明显。2016-2019 年公司营收和归母净利润稳健增长, 年均复合增速分别为 11.84% 和 7.81%。2020 年起, 受疫情和高铁、城轨投资额下降影响, 公司业绩有所下滑。面对宏观经济环境的不利局面, 公司积极开拓海内外市场, 全力保障重点工程进度, 深入推进提质增效, 2016-2023 年公司营业收入年均增长 3.19%, 归母净利润年均增长 1.91%。

图9：2016-2023 年中国通号营业收入情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

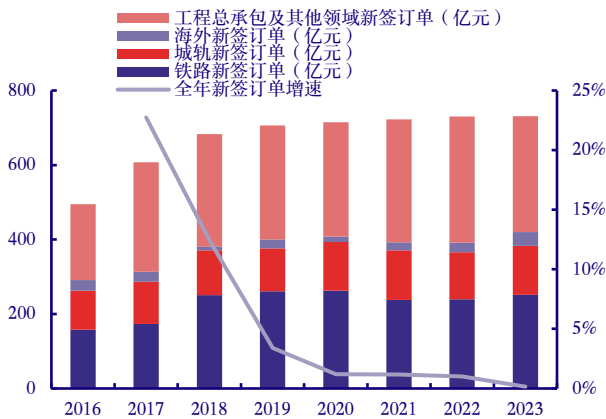
图10：2016-2023 年中国通号归母净利润情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

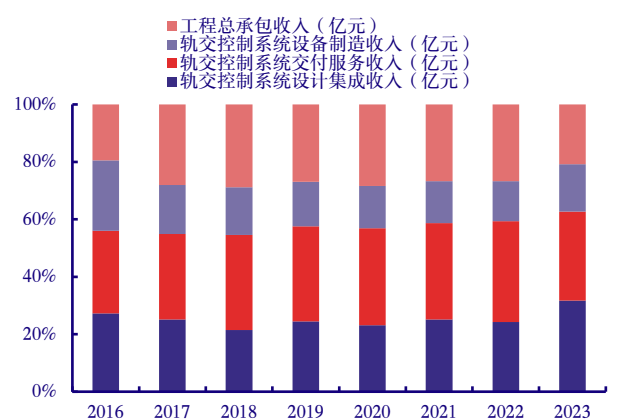
新签订单保持增长态势，核心业务轨交控制系统收入占比超 70%。公司注重科技创新，全球市场竞争力不断提升，2016-2023 年新签订单金额始终保持增长。分板块拆分来看，轨交控制系统设计集成在收入中占比约 30%，系统交付服务占比连续多年保持在 30%以上，设备制造占比约 15%；工程总承包收入占比超过 25%。

图11：2016-2023 年中国通号全年新签订单情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

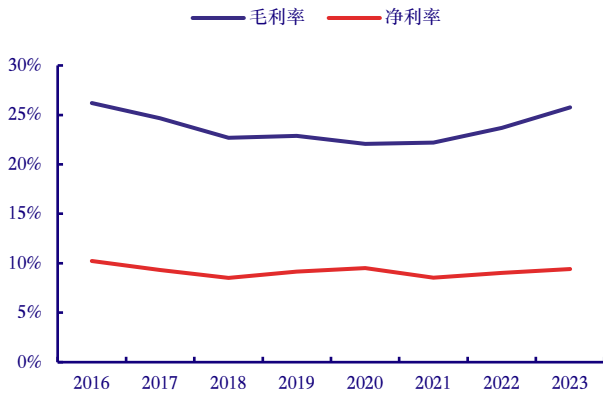
图12：2016-2023 年中国通号收入结构



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

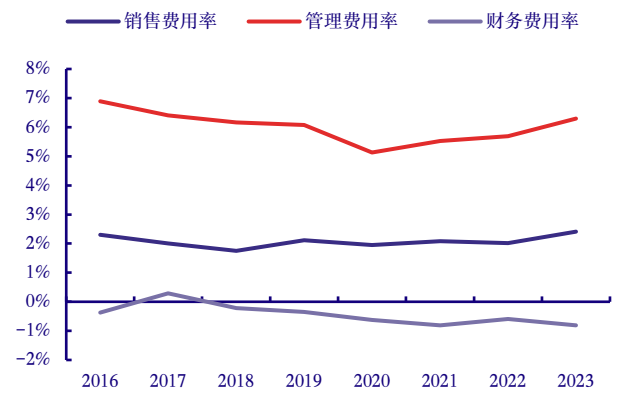
盈利水平显著回升，期间费用率较为稳定。2016-2020 年，公司综合毛利率整体呈下降趋势，主要系低毛利的工程总承包业务占比提升，同时高毛利的铁路业务占比下降。随着公司收入结构的改善，2021-2023 年公司毛利率逐步修复。公司期间费用率略有波动但整体较为稳定，随着近年来毛利率的回升，公司净利率也呈上升态势。

图13: 2016-2023 年中国通号利润率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

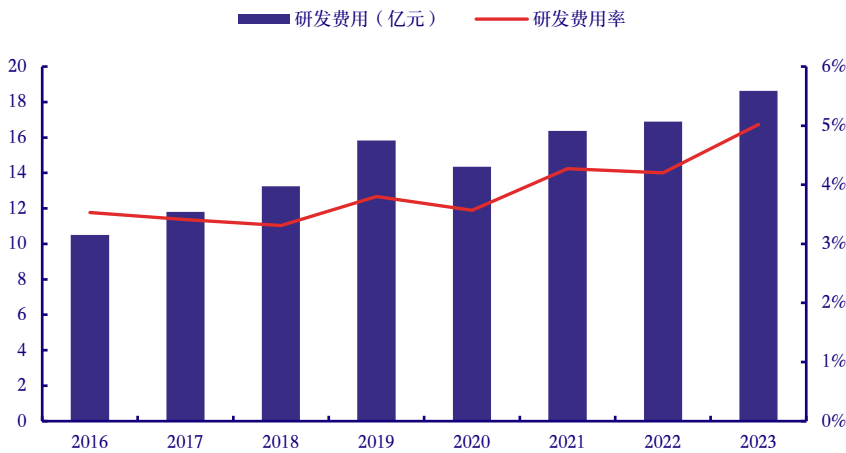
图14: 2016-2023 年中国通号期间费用率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

公司深耕轨道交通控制系统领域，以技术创新引领业务发展。公司持续加大研发投入，2016-2023 年研发费用年均复合增速为 8.53%，高于收入增速，研发费用率稳步提升，2023 年达到 5.02%。2023 年，公司新增申请专利 1510 件，其中申请发明专利 1281 件；新增授权专利 820 件，其中发明专利 667 件。2023 年，公司在前瞻性研究、立体交通领域系统、铁路行业技术、智慧城轨建设等方面，均取得了一系列产品和技术突破。

图15: 2016-2023 年中国通号研发投入情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	92509.61	94750.90	100990.02	110870.51	营业收入	37087.42	36994.64	39009.98	42640.56
现金	22574.04	24604.81	27266.69	30546.53	营业成本	27473.12	27379.90	28789.97	31304.83
应收账款	22875.55	23235.47	24323.04	26442.58	营业税金及附加	256.69	258.96	273.07	298.48
其它应收款	1536.56	1541.44	1625.42	1776.69	营业费用	893.03	887.87	936.24	1023.37
预付账款	1082.59	1095.20	1151.60	1252.19	管理费用	2335.83	2293.67	2379.61	2601.07
存货	3206.18	3194.32	3358.83	3652.23	财务费用	-300.23	-181.63	-186.07	-189.41
其他	41234.68	41079.66	43264.44	47200.28	资产减值损失	-15.60	0.00	0.00	0.00
非流动资产	26480.88	27369.54	28108.58	28652.66	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1532.17	1532.17	1532.17	1532.17	投资净收益	145.01	184.97	78.02	127.92
固定资产	5122.69	5305.63	5336.03	5444.32	营业利润	4660.84	4735.05	5095.77	5824.51
无形资产	2587.64	2614.46	2642.71	2669.03	营业外收入	39.13	44.08	43.83	42.35
其他	17238.38	17917.28	18597.67	19007.14	营业外支出	9.69	11.63	10.40	10.57
资产总计	118990.49	122120.43	129098.60	139523.17	利润总额	4690.29	4767.50	5129.20	5856.29
流动负债	66243.85	67092.29	71485.25	78702.96	所得税	675.45	691.29	743.73	849.16
短期借款	2451.63	3104.98	4114.77	5399.30	净利润	4014.83	4076.21	4385.47	5007.12
应付账款	49669.51	49435.92	51981.89	56522.61	少数股东损益	537.51	546.21	587.65	670.95
其他	14122.71	14551.38	15388.59	16781.06	归属母公司净利润	3477.33	3530.00	3797.82	4336.17
非流动负债	3871.80	3871.80	3871.80	3871.80	EBITDA	4989.72	5410.85	5788.99	6557.94
长期借款	2979.94	2979.94	2979.94	2979.94	EPS (元)	0.33	0.33	0.36	0.41
其他	891.86	891.86	891.86	891.86					
负债合计	70115.65	70964.09	75357.05	82574.77	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	2062.78	2609.00	3196.65	3867.60	营业收入	-7.79%	-0.25%	5.45%	9.31%
归属母公司股东权益	46812.05	48547.35	50544.90	53080.80	营业利润	-0.92%	1.59%	7.62%	14.30%
负债和股东权益	118990.49	122120.43	129098.60	139523.17	归属母公司净利润	-4.30%	1.51%	7.59%	14.18%
					毛利率	25.75%	25.99%	26.20%	26.58%
					净利率	9.40%	9.54%	9.74%	10.17%
					ROE	7.43%	7.27%	7.51%	8.17%
					ROIC	6.61%	6.79%	6.89%	7.36%
					资产负债率	58.93%	58.11%	58.37%	59.18%
					净负债比率	143.46%	138.72%	140.22%	145.00%
					流动比率	1.40	1.41	1.41	1.41
					速动比率	0.74	0.77	0.77	0.78
					总资产周转率	0.31	0.31	0.31	0.32
					应收帐款周转率	1.62	1.60	1.64	1.68
					应付帐款周转率	0.55	0.55	0.57	0.58
					每股收益	0.33	0.33	0.36	0.41
					每股经营现金	0.19	0.47	0.49	0.51
					每股净资产	4.42	4.58	4.77	5.01
					P/E	16.20	15.96	14.83	12.99
					P/B	1.20	1.16	1.11	1.06
					EV/EBITDA	5.96	7.08	6.34	5.29
					P/S	1.52	1.52	1.44	1.32

资料来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

鲁佩，伦敦政治经济学院经济学硕士，证券从业 9 年，2021 年加入中国银河证券研究院。曾获新财富最佳分析师、IAMAC 最受欢迎卖方分析师、万得金牌分析师、中证报最佳分析师、Choice 最佳分析师、金翼奖等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn