

中国通号 (688009)

信号系统新建与更新需求共振，列控先锋轻装再出发

买入 (首次)

2024 年 11 月 22 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	40220	37087	33266	35178	37946
同比 (%)	4.85	(7.79)	(10.31)	5.75	7.87
归母净利润 (百万元)	3634	3477	3569	3992	4462
同比 (%)	10.96	(4.30)	2.63	11.86	11.76
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.34	0.33	0.34	0.38	0.42
P/E (现价&最新摊薄)	19.29	20.16	19.64	17.56	15.71

关键词: #困境反转

投资要点

■ 中国通号: 全球轨交通信号系统先锋，列控系统国产替代亲历者

公司是轨交通信号系统龙头企业,是我国轨交通信号系统国产替代的先锋。2023 年公司实现营业收入 370.87 亿元,同比-7.79%,归母净利润 34.77 亿元,同比-4.30%,业绩短期承压。**分业务看**,轨交通信号系统主业基本盘稳健,工程总承包业务短期承压。2023 年铁路通信信号系统业务贡献了 52% 营收和 64% 毛利,城轨通信信号系统业务贡献了 23% 营收和 24% 毛利,海外业务贡献了 4% 营收和 3% 毛利,工程总承包业务贡献了 21% 营收和 8% 毛利。

公司的经营模式为订单交付制,在手订单量是公司业绩的前瞻指引。订单端:公司各下游新签订单量与下游景气度高度相关,展望后续铁路投资复苏与化债政策落地有望带动公司铁路/城轨下游订单上行;**收入端:**公司订单建设周期较长,普遍在 2 年以上,分批确认收入的模式平滑了公司的收入波动。

■ 铁路通信信号系统: 新建与更新需求共振,市场空间有望持续扩容

2024 年 1-9 月我国铁路固定资产投资完成 5612 亿元,同比+10%,步入复苏区间,信号系统作为重要投资去向将同步受益。铁路通信信号系统市场新建需求与更新需求共振,**新建需求方面:**2027 年我国高速铁路将达 5.3 万公里,高速铁路建设稳步推进将带动配套信号系统需求提升;**更新需求方面:**高速铁路信号系统更新周期为 10 年,2014-2015 年新增的高速铁路信号系统已经步入更新周期,信号系统更新需求有望逐步释放。预计 2024-2025 年铁路通信信号系统市场空间将达 216/256 亿元,分别同比+12%/+19%,实现较好增长。

■ 城轨通信信号系统: 新建需求短期承压,老旧线路更新需求提上日程

2020 年以来我国城轨建设放缓,城轨信号系统新建需求承压,我国目前运营 10 年以上的城轨线路里程接近 2000 公里,为保证列车行车安全信号系统更新提上日程。经测算,**新建需求方面:**我国规划新建的城轨里程共 2131 公里,对应 213 亿元信号系统新增需求;**更新需求方面:**我国运行 10 年以上的城轨线路里程共 1916 公里,对应 192 亿元信号系统更新需求,二者合计市场空间约为 405 亿元。城轨信号系统长期空间可观,未来有望逐步释放需求。

■ 工程总承包: 逐步退出市政房建市场,结构优化轻装再出发

2024 年前三季度公司新签工程总承包订单 57 亿元,同比-77%,同期工程总承包营收为 19 亿元,同比-68%,均有较大幅度下滑,主要系公司工程总承包业务结构调整,加快退出市政房建领域,进一步聚焦轨交控制系统配套领域。工程总承包业务结构优化导致业绩短期承压,长期看退出市政房建领域公司有望轻装上阵,专心深耕轨交信号系统主业并持续提升市场竞争力。

盈利预测与投资评级:业绩方面,铁路信号系统需求向好叠加城轨信号系统需求企稳保障公司盈利能力;估值方面,公司估值水平历来位于轨交板块前列。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 35.69/39.92/44.62 亿元,当前股价对应动态 PE 分别为 20/18/16 倍,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:铁路投资不及预期,城轨建设不及预期,宏观经济风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.62
一年最低/最高价	4.03/7.55
市净率(倍)	1.57
流通 A 股市值(百万元)	57,071.14
总市值(百万元)	70,104.60

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.21
资产负债率(% LF)	58.08
总股本(百万股)	10,589.82
流通 A 股(百万股)	8,621.02

相关研究

投资案件

1、关键假设、驱动因素：

- 1) **铁路运营里程规划指引下线路建设稳步推进，配套信号系统需求同步上行：**铁路固定资产投资复苏背景下，铁路运营里程建设有望按规划指引稳步推进，对应带动配套的铁路通信信号系统需求上行。
- 2) **2014-2015 年为新建高铁高峰期，对应里程已步入信号系统更新周期：**为保障行车安全，高速铁路信号系统更新周期为 10 年，2014-2015 年为高速铁路新建高峰期，对应信号系统更新需求有望逐步释放。
- 3) **城轨运营 10 年以上线路已近 2000 公里，信号系统更新需求提上日程：**目前我国运营 15 年以上城轨线路 562 公里，运营 10-15 年城轨线路 1354 公里，未来有望释放 192 亿元信号系统更新需求。
- 4) **工程总承包业务结构优化，未来有望轻装上阵：**公司未来将逐步退出市政房建领域，业务结构优化有望在中长期带来更强的盈利能力。

2、我们与市场不同的观点：

- 1) **后疫情时期铁路固定资产投资复苏加速，对应线路建设进度与信号系统需求兑现有望提速：**2020-2023 年我国铁路建设受疫情影响进展较慢，2024 年铁路投资持续复苏有望加快线路建设进度，进而带动通信信号系统需求加速释放。
- 2) **“化债”政策落地有望托底城轨建设节奏，线路新建与更新的市场空间比较可观：**2021 年以来城轨建设节奏放缓主要系管控地方政府隐性债务，“化债”政策落地预计贡献 12 万亿元资金用于缓解地方政府隐性债务，城轨建设有望同步改善。根据测算我国城轨信号系统新建与更新空间分别为 213 亿元和 192 亿元，整体需求空间仍比较可观，有望未来逐步释放。

3、股价驱动因素：

中国通号主业铁路通信信号系统业务表现是股价最核心的驱动因素。

- 1) **短期看：**铁路通信信号系统业务新签订单量与订单转化为业绩的节奏是重要的股价驱动因素
- 2) **长期看：**高速铁路运营里程建设进度、城轨整体建设企稳落地拐点、工程总承包结构转型完成时点需要重点关注

内容目录

1. 中国通号：中国轨道交通领域通信信号系统先锋	6
1.1. 前身为铁道部通信信号工程公司，70 年致力于通信信号系统自主可控.....	6
1.2. 央企股权架构稳定，子公司业务版图明晰.....	6
1.3. 业绩短期承压经营质量提高，主业订单稳步增长未来有望兑现业绩.....	7
1.4. 公司股利支付率较为稳定，是优质的红利资产.....	9
2. 通信信号系统：轨交安全之基石，线路更新市场空间广阔	10
2.1. 通信信号系统位于轨交产业链中游，是轨道交通的“大脑”	10
2.2. 铁路通信信号系统：铁路固定资产投资复苏，更新需求有望持续上行.....	12
2.3. 城轨通信信号系统：新建需求短期承压，更新需求提上日程.....	18
3. 工程总承包：业绩短期承压，业务结构调整有望困境反转	22
3.1. 公司工程总承包业务与主业协同效应强，利润率表现优于同行.....	22
3.2. 业务结构转型短期阵痛，海外订单表现优异.....	22
4. 盈利预测与投资建议	23
4.1. 核心假设.....	23
4.2. 盈利预测.....	24
4.3. 投资建议.....	26
5. 风险提示	26

图表目录

图 1:	中国通号发展历程.....	6
图 2:	中国通号股权结构图 (截至中国通号 2024 年三季报)	6
图 3:	2018-2024Q1-3 公司营业总收入 (亿元)	7
图 4:	2018-2024Q1-3 公司归母净利润 (亿元)	7
图 5:	2018-2024Q1-3 公司分业务营收情况 (亿元)	7
图 6:	2018-2024Q1-3 公司各业务营收增速 (%)	7
图 7:	2018-2024Q1-3 公司各业务营收占比 (%)	8
图 8:	2018-2024H1 公司各业务毛利率 (%)	8
图 9:	2018-2024Q1-3 公司毛利率/归母净利率 (%)	8
图 10:	2018-2024Q1-3 公司期间费用率 (%)	8
图 11:	2019-2024Q1-3 公司新签订单情况 (亿元)	9
图 12:	2019-2024Q1-3 公司新签订单增速 (%)	9
图 13:	2019-2024H1 公司期末在手总订单 (亿元)	9
图 14:	2019-2023 年公司每股收益与每股红利 (元)	10
图 15:	2019-2023 年公司现金分红 (亿元) 与股息率 (%)	10
图 16:	轨道交通行业产业链.....	10
图 17:	高速铁路建设周期示意图.....	11
图 18:	CTCS-3+ATO 通信信号系统示意图	12
图 19:	铁路通信信号系统的建设模式.....	13
图 20:	轨道交通产业链各环节成本占比 (%)	14
图 21:	2023H1 高铁通信信号系统市场竞争格局 (%)	14
图 22:	2019-2027E 铁路运营里程 (万公里)	14
图 23:	2021-2025E 铁路固定资产投资完成额 (亿元)	14
图 24:	铁路新签订单与铁路投资完成额 (亿元)	15
图 25:	铁路新签订单与铁路投资同比增速 (%)	15
图 26:	中国高速/普速铁路年度新增里程 (万公里)	15
图 27:	CBTC 通信信号系统示意图	18
图 28:	2020-2023 年我国城轨信号系统招标金额 (亿元)	19
图 29:	2020-2023 年城轨信号系统市场竞争格局 (%)	19
图 30:	2011-2023 年中国城轨投资完成额 (亿元)	19
图 31:	2011-2023 年城轨新增运营里程 (km)	19
图 32:	2018-2024Q3 公司新签城轨终端订单 (亿元)	20
图 33:	2018-2024Q3 公司城轨终端营业收入 (亿元)	20
图 34:	中国通号工程业务、中国中铁、中国铁建毛利率情况 (%)	22
图 35:	2018-2024Q3 公司新签工程总承包订单 (亿元)	23
图 36:	2018-2024Q3 公司工程总承包营收 (亿元)	23
表 1:	轨道交通通信信号控制系统的主要品类.....	11
表 2:	铁路通信信号系统市场空间测算.....	17
表 3:	城轨通信信号系统市场空间测算.....	21
表 4:	中国通号工程总承包业务领域新签海外订单情况.....	23

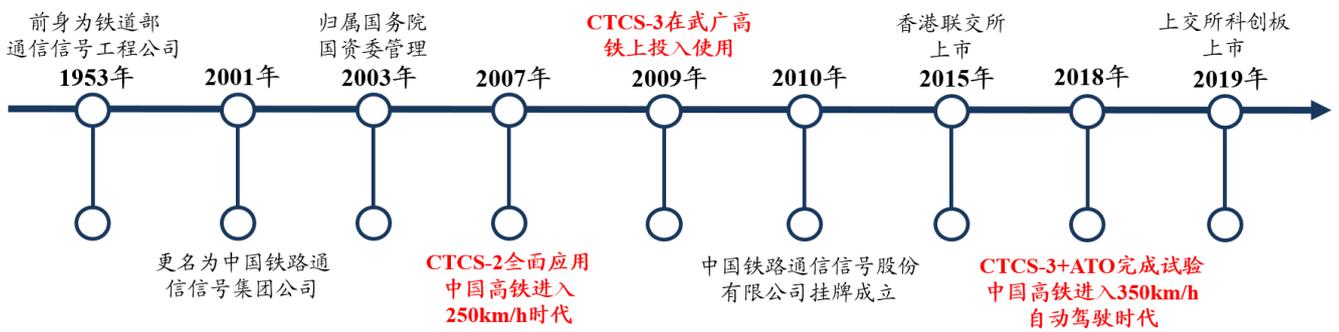
表 5: 公司分业务收入预测 (亿元)	24
表 6: 可比公司估值表 (截至 2024 年 11 月 20 日)	25

1. 中国通号：中国轨道交通领域通信信号系统先锋

1.1. 前身为铁道部通信信号工程公司，70 年致力于通信信号系统自主可控

公司从事轨道交通通信信号系统业务已有 70 年。中国通号前身可追溯至 1953 年成立的铁道部通信信号工程公司，2010 年中国通号挂牌成立，2015 年于港交所上市，2019 年于上交所科创板上市。公司深耕轨道交通通信信号系统 70 余年，实现了我国轨道交通通信信号系统的智能化与自主可控。2007 年全国铁路第六次大提速期间，公司自主研发的 CTCS-2 列控系统助力高铁干线提速至 250km/h，2018 年公司自主研发的 CTCS-3+ATO 投入使用，我国高速铁路迈入 350km/h 自动驾驶的时代。

图1：中国通号发展历程

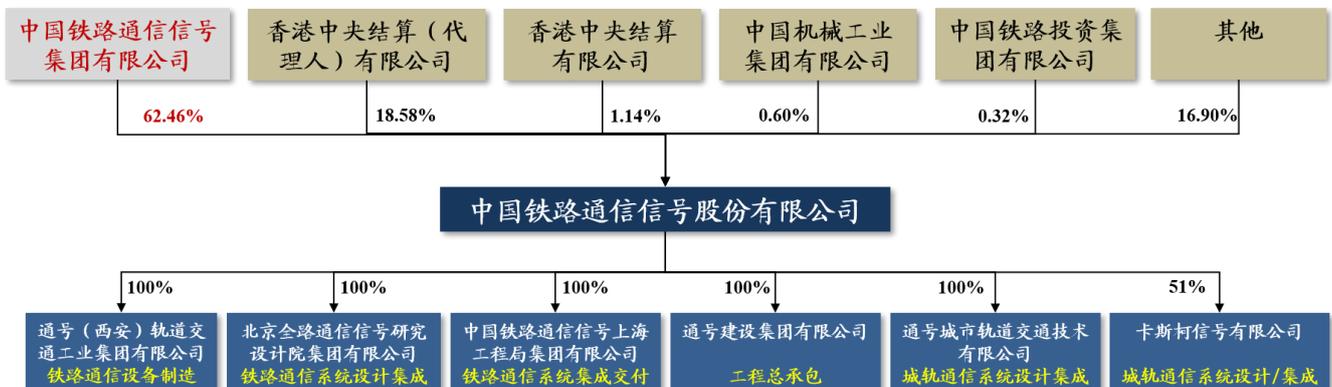


数据来源：公司官网，中国通号招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 大央企股权架构稳定，子公司业务版图明晰

公司控股股东为中国铁路通信信号集团有限公司，子公司众多业务分工明晰。公司控股股东为国务院国资委旗下的中国铁路通信信号集团有限公司，持有中国通号 62.46% 的股权，公司股权结构稳定，属于中央企业。公司下属子公司众多，分别从事铁路/轨交通信信号设备的制造、通信系统设计、通信系统集成、通信系统工程承包等业务，分工明晰。

图2：中国通号股权结构图（截至中国通号 2024 年三季报）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

1.3. 业绩短期承压经营质量提高，主业订单稳步增长未来有望兑现业绩

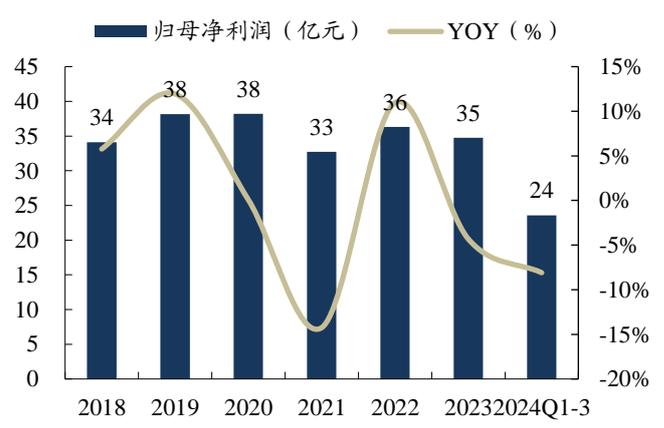
疫情影响通信工程建设，公司业绩短期承压。公司业务主要系铁路及城轨通信信号系统的设计、制造、集成、建设，2020年以来受疫情影响，公司在手订单项目建设略有受阻，对应确收节奏同步放缓。公司营收从2019年的416亿元降低至2023年的371亿元，归母净利润同步下滑，从2019年的38亿元降低至2023年的35亿元。2024年公司业绩承压，2024Q1-3共实现营业总收入/归母净利润209亿元/24亿元，同比分别-15%/-8%。

图3：2018-2024Q1-3 公司营业总收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

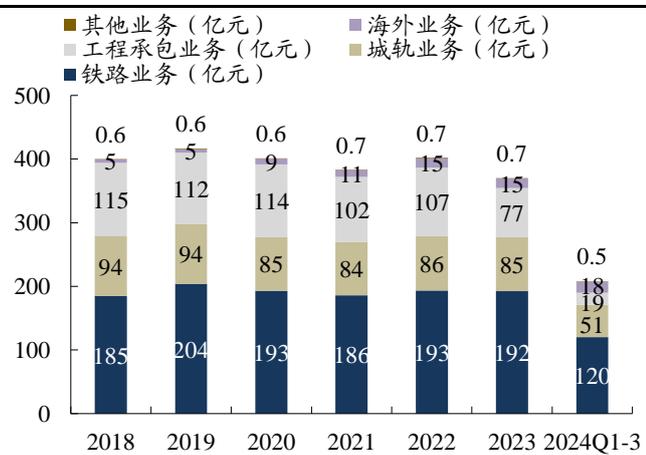
图4：2018-2024Q1-3 公司归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

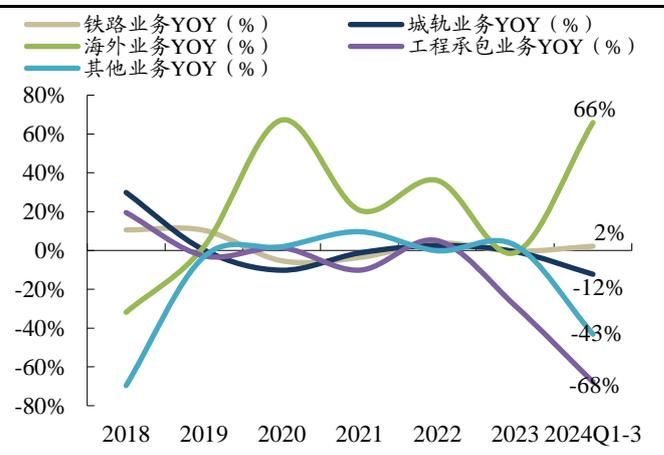
铁路业务与海外业务保持增长，城轨业务与工程总承包业务承压。拆分公司营收观察，2023年及之前公司各业务营收增速相对平稳，原因为公司各项业务均为订单交付制，从订单签订到确认收入周期跨度较长，分阶段确认收入的模式平滑了公司的业绩波动。进入2024年业务营收增速走势有所分化，2024Q1-3公司铁路业务与海外业务保持增长，分别实现120亿元和18亿元营收，同比+2%和+66%；城轨业务与工程总承包业务承压，分别实现51亿元和19亿元营收，同比-12%和-68%。营收占比较高的城轨与工程总承包营收下滑是公司总营收承压的主要原因。

图5：2018-2024Q1-3 公司分业务营收情况（亿元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

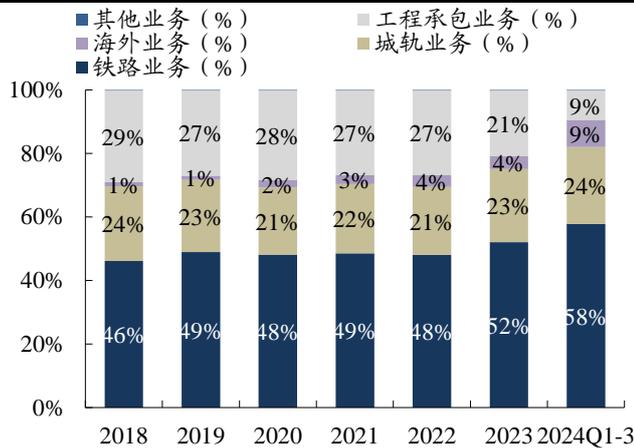
图6：2018-2024Q1-3 公司各业务营收增速（%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

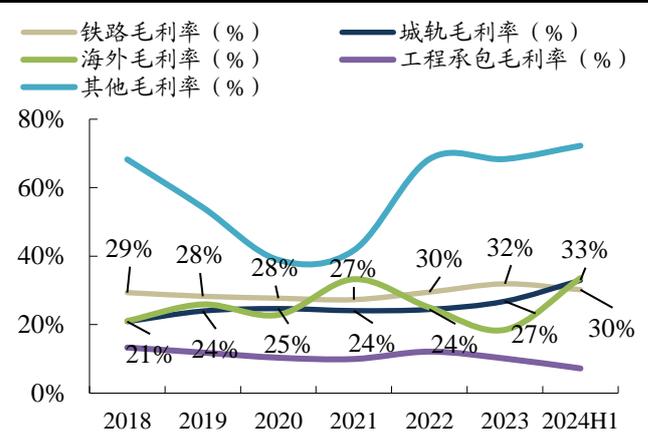
分业务营收走势分化带来业务结构优化，高毛利业务占比不断提高。2024 年以来公司各业务营收增速分化，导致公司整体收入结构同步变化。毛利率较高的铁路业务与海外业务营收占比分别从 2023 年的 52%和 4%提升至 2024Q1-3 的 58%和 9%；毛利率常年维持在 10%上下的工程总承包业务营收占比从 2023 年的 21%降低至 2024Q1-3 的 9%，降幅较大。公司整体营收结构正在逐步调整向好。

图7：2018-2024Q1-3 公司各业务营收占比 (%)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

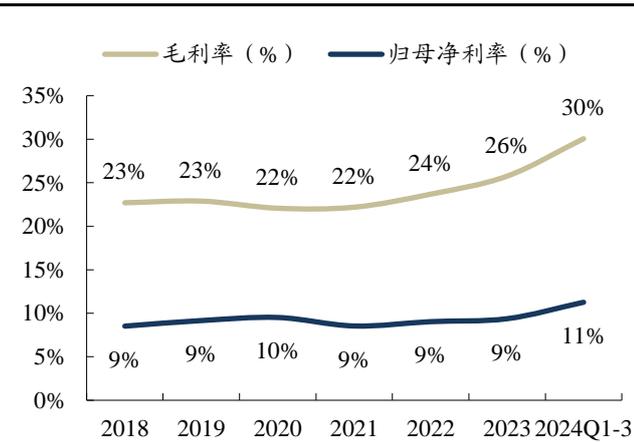
图8：2018-2024H1 公司各业务毛利率 (%)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

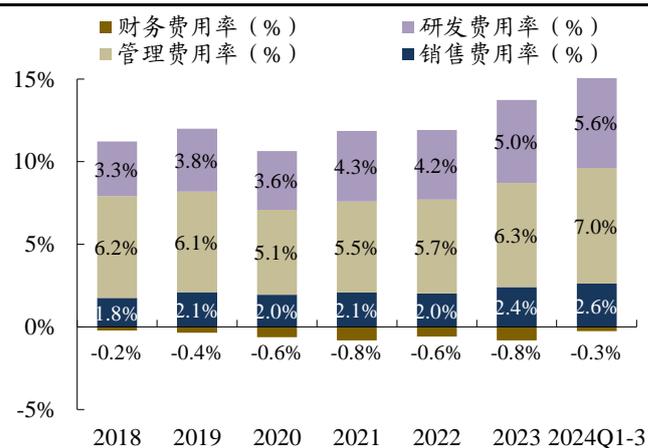
高毛利业务占比提升带动综合毛利率稳步走高，费用端增速可控经营整体稳健。2018-2024Q1-3 公司毛利率从 23%提升至 30%，提升 7pct，主要系公司毛利率较高的铁路业务与海外业务营收占比提高拉动所致；公司期间费用从 2018 年的 11%提升至 2024Q1-3 的 15%，提升 4pct，费用率整体增速可控经营稳健。由于公司毛利率增长幅度高于费用率增长幅度，公司近年来归母净利率也有所提高，从 2018 年的 9%提升至 2024Q1-3 的 11%，提升 2pct。公司整体盈利能力增长稳健表现出色。

图9：2018-2024Q1-3 公司毛利率/归母净利率 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2018-2024Q1-3 公司期间费用率 (%)

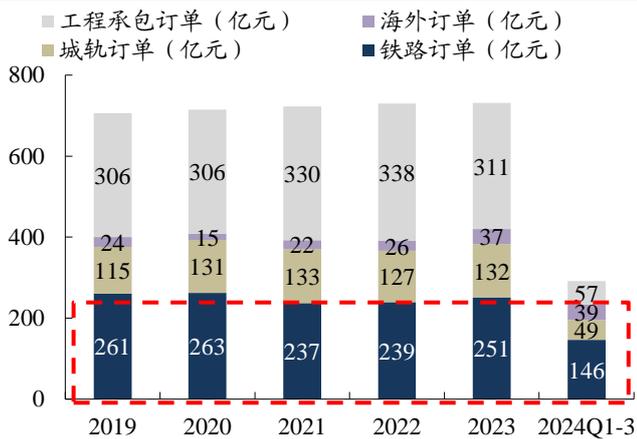


数据来源：Wind，东吴证券研究所

新签订单作为前瞻指标运营稳定，主业铁路装备签单有所复苏。2021-2023 年公司全年新签订单稳定在 730 亿元左右，业务开拓进展稳定，但细分下游订单增速走势不同。**铁路方面：**铁路业务为公司核心业务，历年营收占比在 50%左右。2021 年受疫情影响公

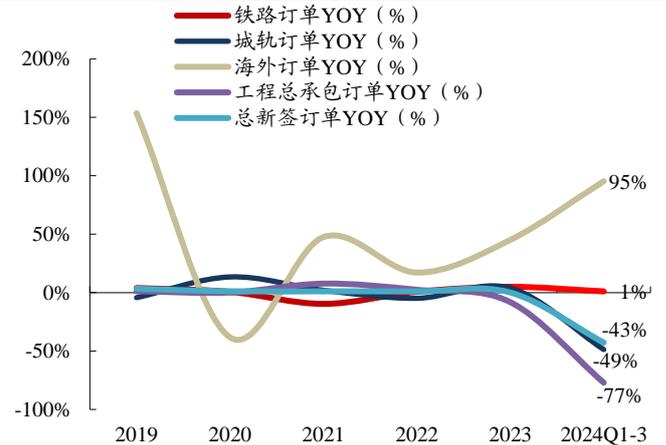
司铁路信号系统新签订单同比-10%，2023 年伴随铁路固定资产投资复苏，铁路终端订单重新实现 5% 的增长。**工程总承包方面：**2021-2022 年受益于基建行业景气上行，公司工程总承包订单连续实现+8%/+2% 的增长，有效拉平了同期铁路下游订单的下滑。2024Q1-3 新签订单短期承压，主要系城轨订单与工程总承包订单降幅较大，二者分别新签订单 49 亿元和 57 亿元，同比-49%和-77%。同期主业铁路业务新签订单 146 亿元，同比持平，海外业务进展迅猛，新签订单达 39 亿元，同比实现 95% 增长。

图11: 2019-2024Q1-3 公司新签订单情况 (亿元)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

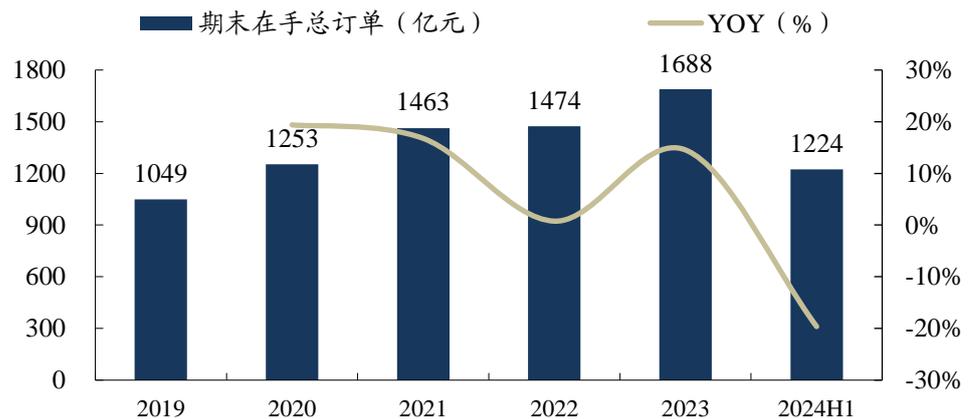
图12: 2019-2024Q1-3 公司新签订单增速 (%)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司充足的在手订单未来有望逐步兑现业绩。2019-2023 年公司期末在手订单稳步上行，期间 CAGR=13%，主要系 2019-2023 年公司新签订单体量稳定增长，但受疫情影响公司订单建设交付节奏放缓，导致在手订单积压。2024H1 公司在手订单同比-20%，我们判断系在手订单正在逐步收回并转化为收入，未来有望持续兑现业绩贡献利润。

图13: 2019-2024H1 公司期末在手总订单 (亿元)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.4. 公司股利支付率较为稳定，是优质的红利资产

公司保持稳定的股利支付比例，高股息率彰显红利资产性价比。2019-2023 年业绩承压背景下，公司仍保持 50% 以上的股利支付率，高度重视股东回报。另外公司股息率

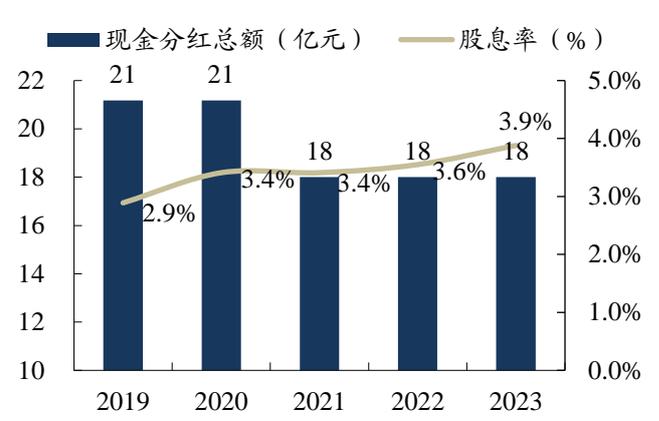
稳步走高，从2019年的2.9%提升至2023年的3.9%，公司持续提高的股息率证明公司是优质的红利资产。

图14: 2019-2023年公司每股收益与每股红利(元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2019-2023年公司现金分红(亿元)与股息率(%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 通信信号系统: 轨交安全之基石, 线路更新市场空间广阔

2.1. 通信信号系统位于轨交产业链中游, 是轨道交通的“大脑”

轨交产业链环节众多, 通信信号系统位于产业链中游。轨交产业链可以分为上中下游, 其中上游包括轨交装备设计与土地建设环节, 中游包括机械零配件、机电设备与系统和整车制造环节, 下游包括铁路运营以及安全检测维护。其中通信信号系统设计与制造环节位于产业链的中游, 归属机电设备与系统领域。

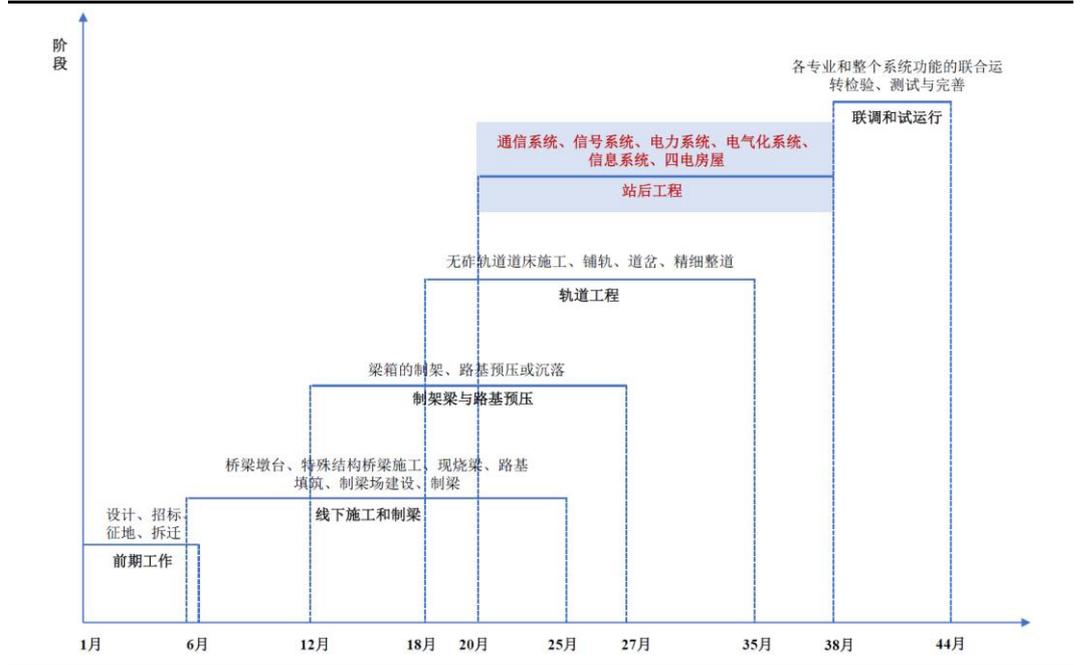
图16: 轨道交通行业产业链



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

通信信号系统属于轨道交通建设站后工程。以高速铁路建设为例，建设周期包括六个环节：前期工作、线下施工和制梁、制架梁与路基预压、轨道工程、站后工程、联调联试。其中通信信号系统建设位于倒数第二个环节，归属站后工程，因此通信信号系统投资处于铁路固定资产投资中的后周期。铁路轨道沿线需要配置对应的通信信号系统，以确保列车运行时能够通过信号系统与指挥调度中心及时协调，因此铁路沿线通信信号系统的建设与铁轨铺设基本同步进行。

图17：高速铁路建设周期示意图



数据来源：中国通号招股说明书，东吴证券研究所

铁路与城轨是轨交通信信号系统领域最主要的终端市场，目前我国已经实现自主可控。过往很长一段时间内，我国轨交通信信号系统依赖引进国外龙头（阿尔斯通、西门子、日立等）的先进技术，并且存在技术标准与规格混乱不互通的情况。在全国铁路六次大提速过程中，我国重点攻关轨交通信信号系统领域难题，逐步走向完全自主可控。铁路列控系统领域，我国的CTCS列控系统已实现时速160-350km/h铁路通信信号系统完全自主可控；城轨列控系统领域，我国的CBTC列控系统也已实现完全自主可控。

表1：轨道交通通信信号控制系统的主要品类

场景	我国现有系统	简介
铁路列控系统	CTCS-0 级列控系统	适用于 160km/h 普速铁路的铁路通信信号列控系统
	CTCS-2 级列控系统	适用于 250km/h 高速铁路的铁路通信信号列控系统
	CTCS-2+ATO 列控系统	CTCS-2 与车载 ATO（列车自动运行系统）配合可实现 250km/h 自动驾驶
	CTCS-3 级列控系统	适用于 350km/h 高速铁路的铁路通信信号列控系统
	CTCS-3+ATO 列控系统	CTCS-3 与车载 ATO（列车自动运行系统）配合可实现 350km/h 自动驾驶
城轨列控系统	FZL300: CBTC 系统	基于车地双向通信的移动闭塞城轨列控系统

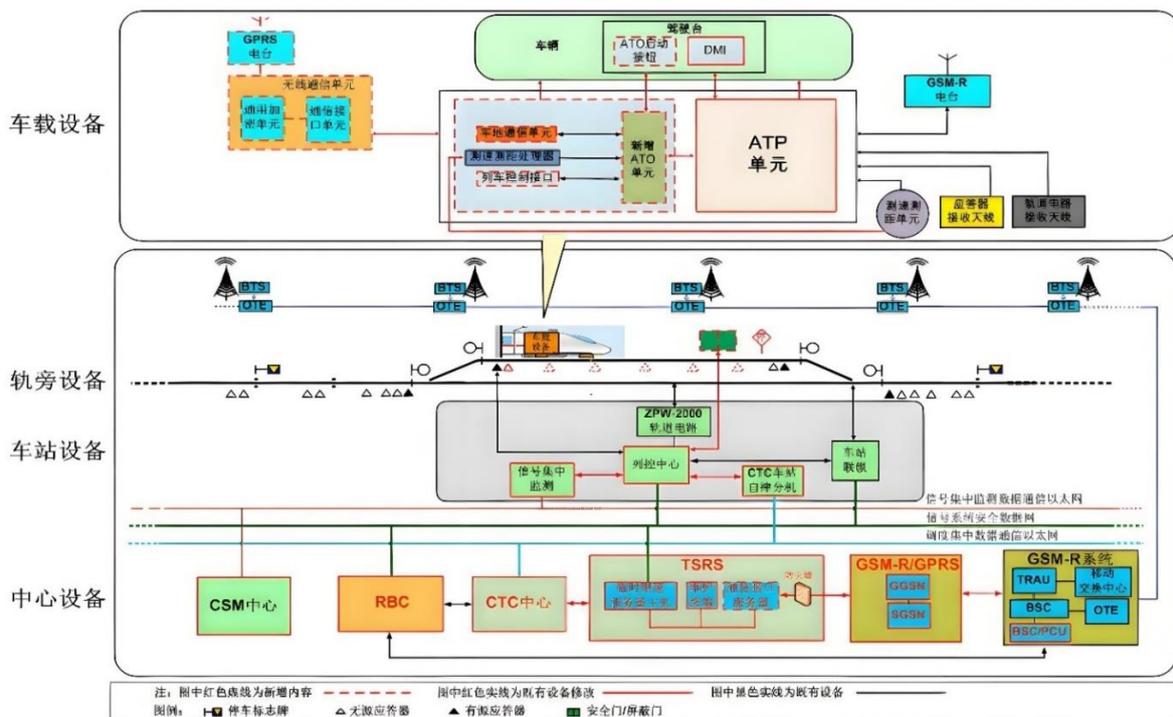
	TRANAVI: CBTC 系统	卡斯柯研制的中国完全掌握自主知识产权的城轨列控系统
	FZL200: MATC 系统	基于交叉感应环线双向通信的移动闭塞城轨控制系统
货运自动化系统	CIPS 编组站综合自动化系统	编组站内整体的企业管理信息系统和自动化控制系统
	驼峰自动化控制系统	编组站调车作业控制系统
	重载货车多机联控系统	控制不同机车保持同步输出从而提高牵引效率
调度指挥自动化及检测系统	综合调度指挥系统	将语音、视频、GIS 高度融合的指挥调度模式
	调度集中系统	集中监视区段内信号设备与遥控列车运行的系统
	铁路电务智能运行维护管理系统	辅助铁路电务设备检修、维护、管理的系统
通信信息系统	铁路综合视频监控系统	对各种场所实现本地及远程视频监控
	铁路旅客服务集成信息平台	铁路旅客服务信息综合管理平台
	机车综合无线通信系统	铁路机车专用无线通信系统
	城轨专用无线通信系统	城市轨道交通专用无线通信系统

数据来源：中国通号招股说明书，卡斯柯公司官网，地铁的真相，东吴证券研究所

2.2. 铁路通信信号系统：铁路固定资产投资复苏，更新需求有望持续上行

铁路通信信号系统组成可分为车载设备与地上设备。其中车载设备主要负责发出和接收来自地面设备的信号，并控制列车行进的速率。地上设备包括轨旁设备、车站设备以及中心设备，其中轨旁设备主要为与车载系统交互的基站，车站设备为小单元列控中心，负责控制列车进出站，中心设备为集中调度系统，负责集中控制某一区段内铁路信号设备并直接指挥管理列车运行。通信信号系统中地上设备需要经过设计、集成、施工建造等多个环节，是通信信号系统建设中的核心内容，价值量占比较大，而车载设备多为标准型产品，价值量占比较小。

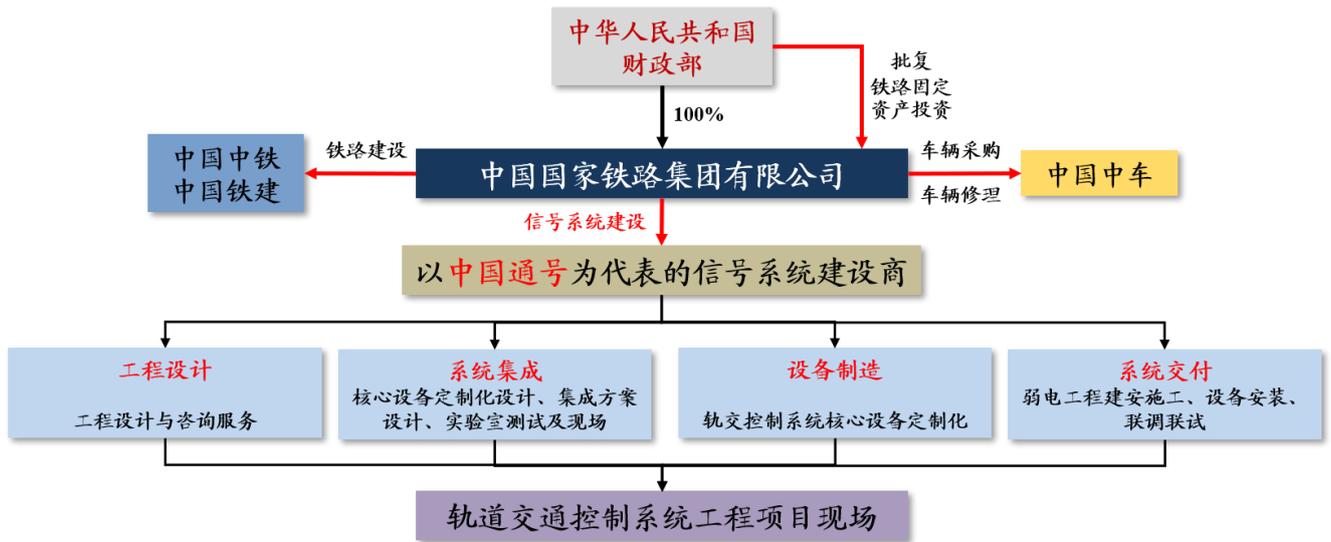
图18: CTCS-3+ATO 通信信号系统示意图



数据来源：中国通号招股说明书，东吴证券研究所

通信信号系统建设是铁路固定资产投资建设的一部分，由国铁集团统筹规划。铁路固定资产投资规划是我国国民经济计划的一部分，由国家财政部批复出资，国铁集团代为实施执行。铁路固定资产投资主要投向线路及车站建设、通信信号系统建设与车辆购置三个方向。其中通信信号系统建设实行项目制，以公开招标的模式招揽有相应资质的建设商承包建设。通信信号系统的建设主要包括工程设计、系统集成、设备制造与系统整体交付四大环节。

图19：铁路通信信号系统的建设模式

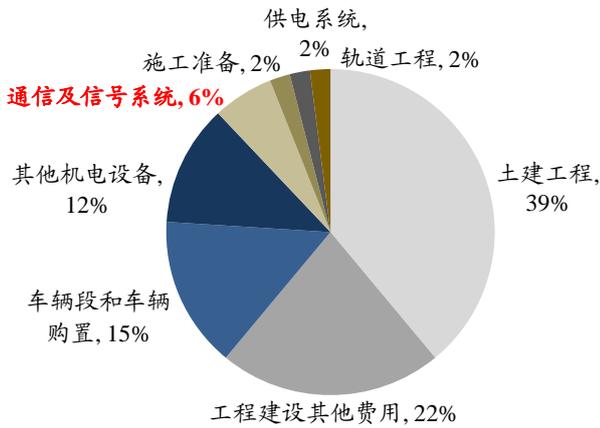


数据来源：Wind，中国通号招股说明书，东吴证券研究所

通信信号系统建设是轨交产业链的重要环节，约占总成本的6%。从轨交产业链各环节成本占比来看，土建及工程建设占比较高，二者合计占比达61%。作为线路的配套设施，通信信号系统成本占比为6%。

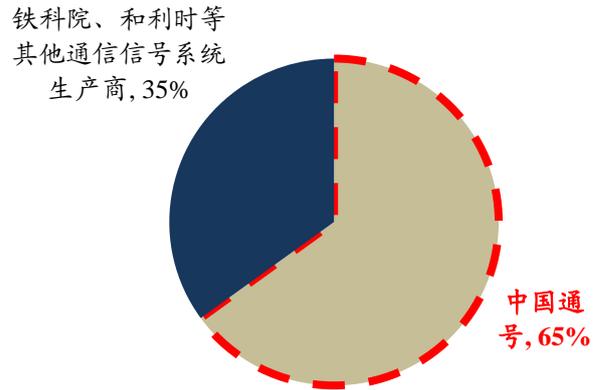
铁路通信信号系统行业合格供应商较少，竞争格局优良。由于铁路通信信号系统技术难度高，因此具备合格资质的企业较少，行业竞争格局优良。根据中国通号2023年半年报数据，中国通号在高速铁路通信信号系统领域以65%的市占率位居行业第一，整体竞争实力强于铁科院、和利时等竞对，是国内当之无愧的通信信号系统龙头。

图20: 轨道交通产业链各环节成本占比 (%)



数据来源: 未来智库, 东吴证券研究所

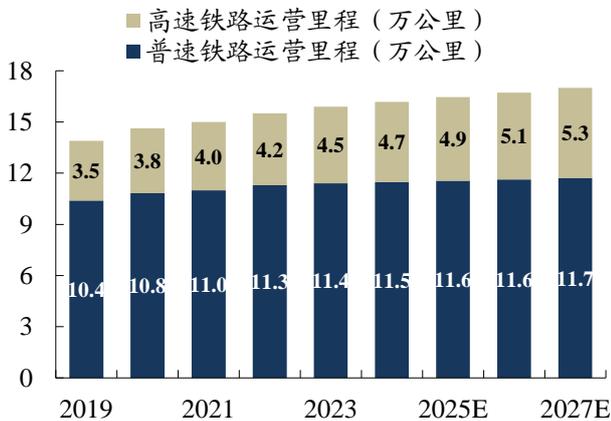
图21: 2023H1 高铁通信信号系统市场竞争格局 (%)



数据来源: 中国通号 2023 年半年报, 东吴证券研究所

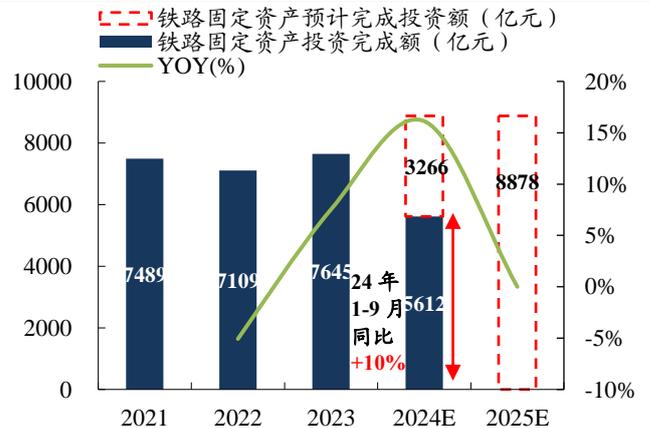
铁路里程建设具有强规划属性, 铁路固定资产投资复苏保障计划落地。《加快建设交通强国五年行动计划(2023-2027 年)》指出, 到 2027 年我国铁路运营里程将达到 17 万公里, 其中高速铁路 5.3 万公里, 普速铁路 11.7 万公里, 铁路运营里程的稳步提升将催生配套通信信号系统的需求。另外, 铁路建设需要有固定资产投资作为支撑, “十四五”规划在 2021-2025 年间共完成 3.99 万亿铁路固定资产投资, 受疫情影响 2021-2023 年铁路投资较为低迷, 为完成规划目标, 预计 2024-2025 年均铁路固定资产投资完成额为 8878 亿元。铁路固定资产投资复苏向好是铁路运营里程建设稳步推进的重要保障, 有望带动配套通信信号系统需求上行。

图22: 2019-2027E 铁路运营里程 (万公里)



数据来源: Wind, 《加快建设交通强国五年行动计划(2023-2027 年)》, 东吴证券研究所

图23: 2021-2025E 铁路固定资产投资完成额 (亿元)

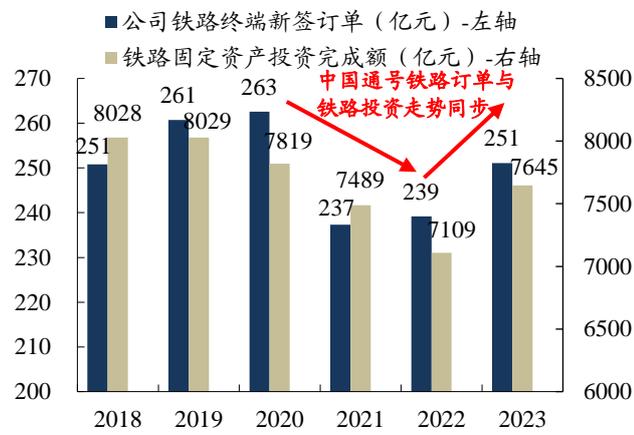


数据来源: Wind, 《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》, 东吴证券研究所

中国通号铁路终端新签订单伴随铁路固定资产投资复苏同步反弹。复盘近五年中国通号铁路终端新签订单量与铁路固定资产投资的表现, 发现二者同比增速走势高度重合相关性较高。2021-2022 年新签订单量与铁路固定资产投资同步走弱, 2023 年我国铁路固定资产投资完成额为 7645 亿元, 同比+8%, 铁路固定资产投资复苏带动通信信号系统招标复苏, 2023 年中国通号铁路终端新签订单为 251 亿元, 同比+5%。2024 年铁路固定

资产投资复苏提速，公司 2024 年前三季度铁路终端新签订单同步保持增长态势，同比 +1% 提升至 146 亿元。铁路固定资产投资的持续复苏有望带动公司铁路订单同步增长。

图24: 铁路新签订单与铁路投资完成额 (亿元)



数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

图25: 铁路新签订单与铁路投资同比增速 (%)



数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

为保障列车运行安全，老旧铁路信号系统更新提上日程。铁路通信信号系统是铁路交通的“眼”和“耳”，通信信号系统的正常运行事关行车安全。根据中国通号招股说明书，高铁/普铁通信信号系统生命周期一般在 10 年/15 年，2014-2016 年为我国高速铁路新增里程高峰期，2009-2011 年为我国普速铁路新增里程高峰期，以其生命周期计算 2024-2026 年为更新需求集中释放年份。通信信号系统更新招标未来有望进入上升通道。

图26: 中国高速/普速铁路年度新增里程 (万公里)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

新建需求与更新需求共振，2024 年铁路通信信号系统市场需求有望高增。我们按照地上设备与车载设备分类，分别测算了新增需求与更新需求的市场规模，预计 2024 年铁路通信信号系统市场空间将达 216 亿元，同比+12%。

1) 地上设备新增需求: 根据《加快建设交通强国五年行动计划 (2023-2027 年)》指引，到 2027 年我国普速铁路运营里程将达 11.7 万公里，高速铁路运营里程将达 5.3 万公里，由此可以计算 2024-2027 年均需要新建 0.07 万公里普速铁路与 0.20 万公里高

速铁路。根据中国通号招股说明书数据，我国新建普速铁路信号系统项目造价约为 150 亿元/万公里以上，新建高速铁路信号系统项目造价约为 350 亿元/万公里以上。因此预计 2024-2027 年我国年均普速铁路新建信号系统市场空间约为 11 亿元，高速铁路新建信号系统市场空间约为 70 亿元。

2) 地上设备更新需求：根据中国通号招股说明书，高速铁路控制系统更新周期约为 10 年，更新升级造价约为 250 亿元/万公里以上；普速铁路控制系统更新周期约为 15 年，更新升级造价约为 100 亿元/万公里以上。考虑我国过往铁路建设进程，2014-2015 为铁路建设高峰时期，2024-2025 年有望集中释放更新需求。假设 10 年前的高速铁路/15 年前的普速铁路需更新的信号系统有 50% 里程在当年更新，另外 50% 里程在次年更新，由此测算出 2024-2027 年我国普速铁路更新信号系统市场空间分别约为 24/35/41/39 亿元，高速铁路更新信号系统市场空间分别约为 89/110/82/67 亿元。

3) 车载设备需求：通信信号车载设备相比地上设备价值量较小，动车组车载设备单价约为 273 万元/组。考虑动车组新造与五级修均需要安装新车载设备，预计 2024-2027 年车载设备市场空间分别为 21/29/20/22 亿元。

综合以上数据，预计 2024-2027 年我国铁路通信信号系统市场空间将分别达到 216/256/224/208 亿元。其中 2024 与 2025 年增速较高，预计分别同比+12%和+19%。铁路通信信号系统新建需求与更新需求共振有望带动中国通号铁路终端订单在 2024-2025 年实现较好增长。

表2: 铁路通信信号系统市场空间测算

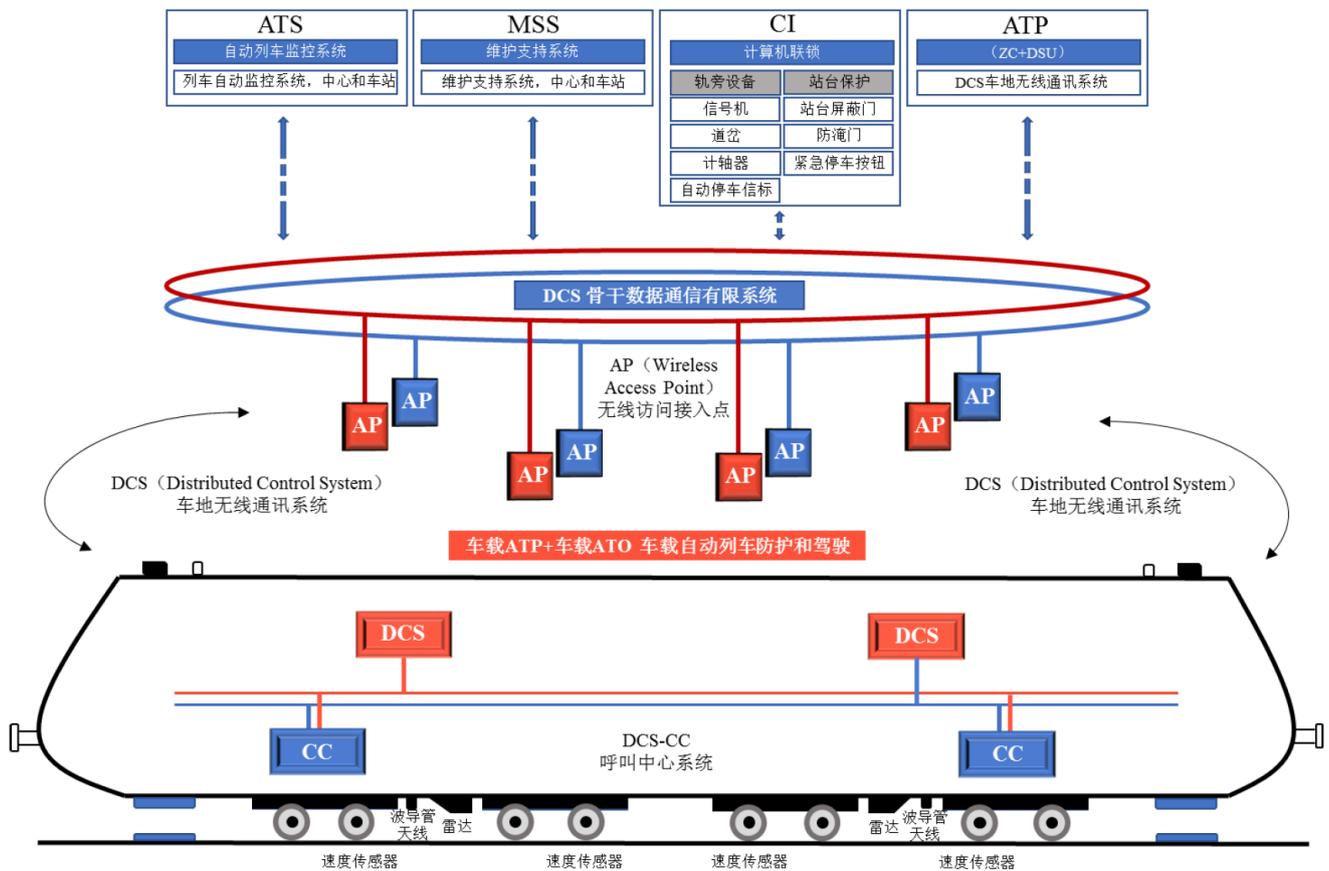
	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
地上设备: 新增需求									
普速铁路运营里程 (万公里) (1)	10.45	10.84	11.06	11.27	11.40	11.48	11.55	11.63	11.70
普速铁路新增里程 (万公里) (2)= Δ (1)	0.28	0.39	0.22	0.21	0.13	0.07	0.07	0.07	0.07
普铁信号系统新建造价 (亿元/万公里) (3)	150	150	150	150	150	150	150	150	150
普速铁路新建信号系统空间 (亿元) (4)=(2)*(3)	42	58	33	31	20	11	11	11	11
YOY (%)		38%	-43%	-6%	-35%	-44%	0%	0%	0%
地上设备: 更新需求									
高速铁路运营里程 (万公里) (5)	3.54	3.79	4.01	4.22	4.50	4.70	4.90	5.10	5.30
高速铁路新增里程 (万公里) (6)= Δ (5)	0.55	0.25	0.22	0.21	0.28	0.20	0.20	0.20	0.20
高铁信号系统新建造价 (亿元/万公里) (7)	350	350	350	350	350	350	350	350	350
高速铁路新建信号系统空间 (亿元) (8)=(6)*(7)	192	89	77	74	97	70	70	70	70
YOY (%)		-54%	-13%	-5%	31%	-28%	0%	0%	0%
地上设备: 更新需求									
普速铁路信号系统更新周期 (年) (9)	15	15	15	15	15	15	15	15	15
普速铁路信号系统更新需求 (万公里) (10)	0.13	0.12	0.13	0.13	0.10	0.24	0.35	0.41	0.39
普铁信号系统更新造价 (亿元/万公里) (11)	100	100	100	100	100	100	100	100	100
普速铁路更新信号系统空间 (亿元) (12)=(10)*(11)	13	12	13	13	10	24	35	41	39
YOY (%)		-4%	12%	-4%	-24%	150%	45%	17%	-6%
地上设备: 更新需求									
高速铁路信号系统更新周期 (年) (13)	10	10	10	10	10	10	10	10	10
高速铁路信号系统更新需求 (万公里) (14)	0.13	0.22	0.20	0.21	0.22	0.36	0.44	0.33	0.27
高铁信号系统更新造价 (亿元/万公里) (15)	250	250	250	250	250	250	250	250	250
高速铁路更新信号系统空间 (亿元) (16)=(14)*(15)	34	56	49	53	55	89	110	82	67
YOY (%)		65%	-13%	8%	5%	60%	24%	-26%	-18%
车载设备: 新增&更新需求									
动车组配套车载设备单价 (万元/组) (17)	273	273	273	273	273	273	273	273	273
动车组新造招标量 (组) (18)	235	220	93	135	263	270	270	270	270
动车组五级修招标量 (组) (19)	0	0	0	15	108	509	807	472	522
信号系统车载设备空间 (亿元) (20)=(17)*[(18)+(19)]	6	6	3	4	10	21	29	20	22
YOY (%)		-6%	-58%	61%	147%	110%	38%	-31%	7%
铁路通信信号系统市场空间 (亿元) (21)=(4)+(8)+(12)+(16)+(20)	287	221	175	174	192	216	256	224	208
YOY (%)		-23%	-21%	0%	10%	12%	19%	-12%	-7%

数据来源: Wind, 轨道世界, 中国通号招股说明书, 东吴证券研究所

2.3. 城轨通信信号系统：新建需求短期承压，更新需求提上日程

城轨通信信号系统原理与铁路通信信号系统较为相似。与铁路通信信号系统技术演进相似，我国城轨通信信号系统也经历了从技术演进到独立自主的过程。过往我国城轨通信信号系统主要进口阿尔斯通与西门子的产品，2014年中国通号自主研发的CBTC系统首次应用于北京地铁八号线，宣告我国城轨通信信号系统迈入自主可控时代。城轨通信信号系统原理与铁路通信信号系统原理相近，同样分为地上设备与车载设备，其中地上设备价值量占比高。

图27：CBTC 通信信号系统示意图



数据来源：中国通号招股说明书，东吴证券研究所

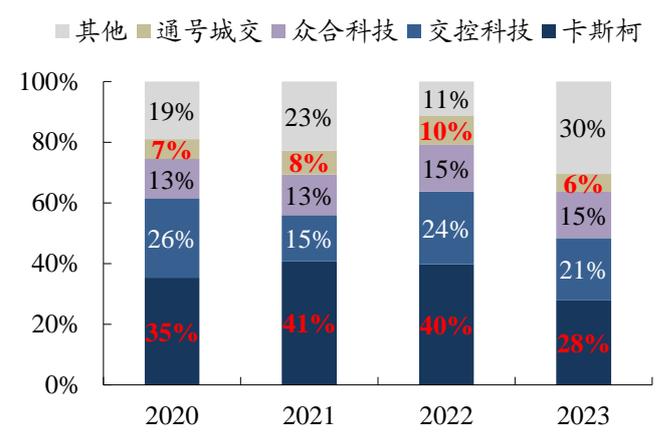
城轨通信信号系统市场竞争格局相对分散。2021-2023年我国城轨通信信号系统招标运行平稳，年招标金额维持在110亿元上下。不同于铁路通信信号系统市场相对集中的竞争格局，城轨通信信号系统经营主体较多，市场竞争更加激烈。2023年中国通号子公司卡斯柯与通号城交市占率分别为28%和6%，中国通号合计占据城轨通信信号系统34%市场份额，交控科技与众合科技分别为21%和15%的市占率分列二、三位。

图28: 2020-2023年我国城轨信号系统招标金额(亿元)



数据来源: RT 轨道交通, 东吴证券研究所

图29: 2020-2023年城轨信号系统市场竞争格局(%)



数据来源: RT 轨道交通, 东吴证券研究所

2020年以来我国城轨建设速度有所放缓。根据中国城市轨道交通协会数据, 2011-2020年我国城轨建设处于快速发展阶段, 城轨建设年投资完成额从1628亿元增长至6286亿元, CAGR=16%, 同期城轨年新增运营里程从258km增长至1234km, CAGR=19%。但2020年后城轨建设速度有所放缓, 2023年城轨建设投资下滑至5214万元, 城轨新增运营里程下滑至937km。城轨建设速度放缓主要系国家政策收紧了城轨建设的规划与审批, 目的是防控地方政府隐性债务。

图30: 2011-2023年中国城轨投资完成额(亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 2011-2023年城轨新增运营里程(km)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

城轨建设整体进程放缓, 公司订单端与营收端双双承压。受国家政策管控影响, 城轨领域新建项目批复收紧, 在建项目进程放缓, 公司城轨信号系统业务同步承压。2024年前三季度公司城轨终端新签订单49亿元, 同比-49%, 同期公司城轨终端营业收入为51亿元, 同比-12%。

“化债”政策落地有望为城轨建设提供托底支撑。2024年11月8日, 全国人大常委会审议批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》, 从2024年开始, 我国将增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务; 同时, 连

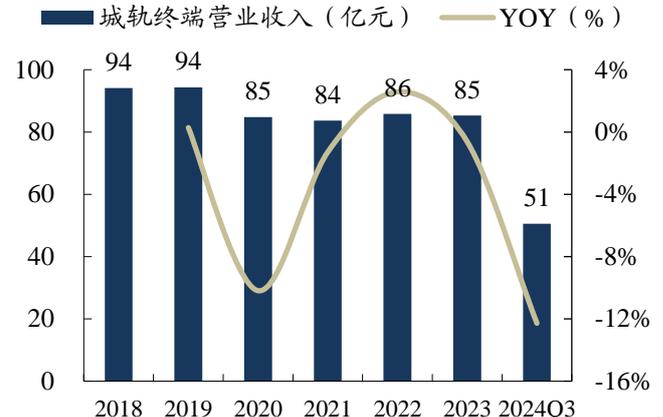
续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元专门用于化债，两项政策累计直接增加地方化债资源 10 万亿元。2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。本次地方化债政策支持共计 12 万亿元，有望大大缓解地方政府隐性债务压力。城轨建设审批收紧主要系国家为防控地方政府隐性债务问题，“化债”政策落地助力地方政府债务脱困，城轨建设有望迎来托底支撑。

图32: 2018-2024Q3 公司新签城轨终端订单 (亿元)



数据来源: 中国通号年报, 东吴证券研究所

图33: 2018-2024Q3 公司城轨终端营业收入 (亿元)



数据来源: 中国通号年报, 东吴证券研究所

自下而上测算，我国城轨通信信号系统需求空间约为 400 亿元。我们选取自下而上的分析方法，统计了各城市城轨规划新建里程与运营 10 年以上线路里程，测算了城轨通信信号系统市场潜在需求空间。其中新建需求市场空间约为 213 亿元，运营 10 年以上线路通信信号系统更新需求市场空间约为 192 亿元，合计 405 亿元。

1) 城轨信号系统新增需求: 根据 RT 轨道交通数据，预计 2024-2025 年我国将有 2131 公里新建城轨信号系统招标。CBTC 信号系统造价约为 0.1 亿元/公里，由此计算我国城轨新建信号系统市场空间约为 213.1 亿元。

2) 城轨信号系统更新需求: 根据 RT 轨道交通数据，目前我国运营 15 年以上的城轨线路共 562 公里，运营 10-15 年的城轨线路共 1354 公里，以 0.1 亿元/公里更新价格计算，运行 10 年以上的城轨线路更新将带来 191.6 亿元的通信信号系统需求。

综合考虑新建线路与更新线路通信信号系统需求，我国城轨通信信号系统需求空间为 404.7 亿元。

表3: 城轨通信信号系统市场空间测算

城市	城轨信号系统 造价 (亿元/公里)	城轨信号系统新建需求		城轨信号系统更新需求		城轨信号系统 合计市场空间 (亿元)
		2024-2025年 预期新增里程 (公里)	2024-2025年 新增信号系统需求 (亿元)	运营年限10年 以上线路里程 (公里)	10年以上线路信 号系统更新需求 (亿元)	
上海	0.1	286	28.6	376	37.6	66.2
深圳		211	21.1	187	18.7	39.8
广州		135	13.5	229	22.9	36.4
北京		54	5.4	289	28.9	34.2
重庆		92	9.2	138	13.8	23.0
成都		130	13.0	49	4.9	17.9
苏州		102	10.2	52	5.2	15.4
济南		146	14.6	-	-	14.6
天津		4	0.4	140	14.0	14.3
沈阳		32	3.2	92	9.2	12.5
无锡		121	12.1	-	-	12.1
武汉		34	3.4	73	7.3	10.7
南京		27	2.7	77	7.7	10.4
杭州		44	4.4	52	5.2	9.6
雄安		86	8.6	-	-	8.6
南浔		85	8.5	-	-	8.5
青岛		78	7.8	-	-	7.8
佛山		55	5.5	19	1.9	7.4
台州		67	6.7	-	-	6.7
厦门		48	4.8	-	-	4.8
合肥		48	4.8	-	-	4.8
西安		-	-	46	4.6	4.6
湖州		42	4.2	-	-	4.2
昆明		-	-	39	3.9	3.9
温州		33	3.3	-	-	3.3
常州		31	3.1	-	-	3.1
南宁		28	2.8	-	-	2.8
大连		28	2.8	-	-	2.8
徐州		26	2.6	-	-	2.6
郑州		-	-	26	2.6	2.6
丽江		23	2.3	-	-	2.3
东莞	17	1.7	-	-	1.7	
石家庄	17	1.7	-	-	1.7	
哈尔滨	-	-	17	1.7	1.7	
长春	-	-	16	1.6	1.6	
南宁	4	0.4	-	-	0.4	
总计	-	2131	213.1	1916	191.6	404.7

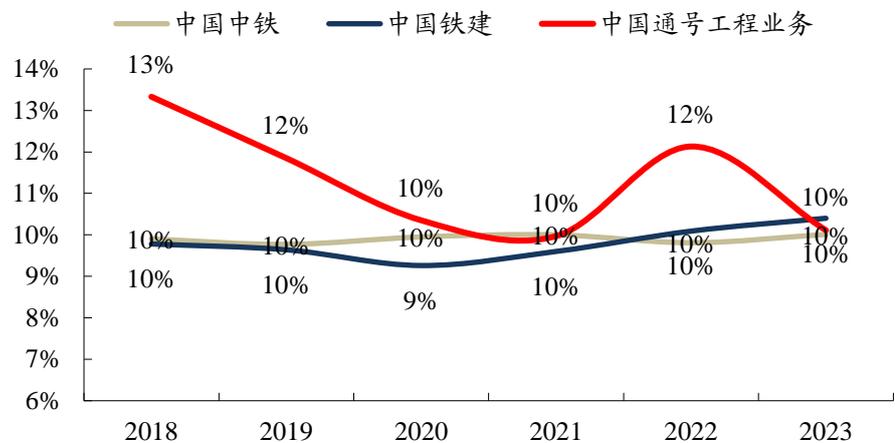
数据来源: RT 轨道交通, 中国通号招股说明书, 东吴证券研究所

3. 工程总承包：业绩短期承压，业务结构调整有望困境反转

3.1. 公司工程总承包业务与主业协同效应强，利润率表现优于同行

工程总承包是公司重要业务之一，盈利能力优于同行。公司工程总承包业务面向四大方向：轨交控制系统配套、有轨电车、智慧城市、市政工程。其中轨交控制系统工程承包业务是公司通信信号业务向施工场景的产业链纵向延伸，协同效应强。选取铁路工程总承包业务领域的中国中铁和中国铁建与公司进行对比，公司工程总承包业务毛利率略高于中国中铁与中国铁建的综合毛利率。

图34：中国通号工程业务、中国中铁、中国铁建毛利率情况（%）

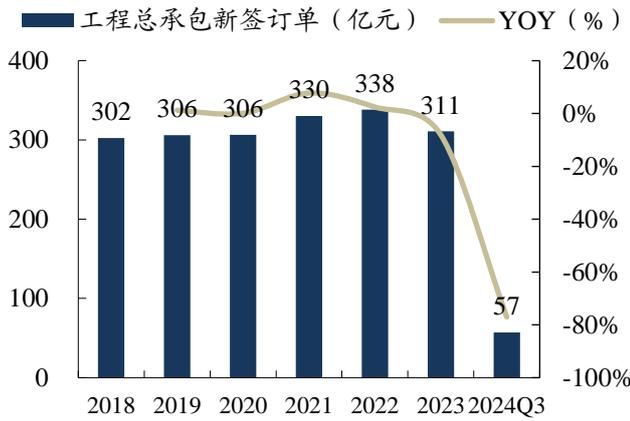


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 业务结构转型短期阵痛，海外订单表现优异

公司工程总承包业务进入结构调整期，订单与营收短期阵痛。2024Q3 公司新签城轨终端订单 57 亿元，同比-77%，同期工程总承包业务营收为 19 亿元，同比-68%。公司工程总承包业务订单与营收同步出现较大下滑，主要系公司围绕战略发展规划，加快退出市政房建业务，工程总承包业务进一步向轨交控制系统配套领域聚焦。经业务结构调整后，公司有望进一步减少经营风险，进一步聚焦深耕轨道交通信号产业链，业务协同效应有望进一步增强。

图35: 2018-2024Q3 公司新签工程总承包订单 (亿元)



数据来源: 中国通号年报, 东吴证券研究所

图36: 2018-2024Q3 公司工程总承包营收 (亿元)



数据来源: 中国通号年报, 东吴证券研究所

轨交通信总承包业务连签海外订单, 出海前景广阔未来可期。2024年4月1日, 中国通号中标几内亚马西铁路MXSD-2标段“三电”系统集成工程, 项目订单金额12.45亿元; 2024年8月12日, 中国通号中标巴西圣保罗城际铁路北轴线项目信号系统供货集成安装工程, 美洲市场开拓又取得突破。中国通号连续签订海外工程订单, 彰显过硬的产品与技术能力, 未来有望持续打开海外市场。

表4: 中国通号工程总承包业务领域新签海外订单情况

项目名称	签约时间	线路长度 (公里)	订单金额 (亿元)
几内亚马西铁路MXSD-2标段“三电”系统集成工程	2024年4月1日	552.5	12.45
巴西圣保罗城际铁路北轴线项目信号系统供货集成安装工程	2024年8月12日	101	-

数据来源: 蔚蓝轨迹 Rail, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设

- 1) 铁路通信信号系统新建与更新需求共振:** 2021-2022年受疫情影响铁路固定资产投资放缓, “十四五”规划指引下铁路固定资产投资有望在2024-2025年实现较好的复苏增长。高速铁路建设稳步推进带动信号系统需求上行, 2014-2015年建设的高速铁路步入信号系统更新周期, 新建与更新需求共振有望带动公司铁路通信信号系统业务收入上行。
- 2) 城轨信号系统更新需求有望逐步释放:** 新建城轨线路短期承压, 老旧线路步入更新周期带来信号系统新需求。目前运营时长在10年以上的城轨线路里程已达1916公里, 为保证运行安全, 通信信号系统更新提上日程。公司城轨通信信号系统业务有望同步受益。

3) **工程总承包业务结构调整长期释放协同效应**: 2024 年公司对工程总承包业务进行战略调整, 加速退出市政房建业务, 导致订单与营收短期承压。长期看公司工程总承包业务聚焦轨交信号系统配套有望发挥协同效应, 助力公司在通信信号领域持续深耕。

4) **分业务预测**:

- ① **铁路通信信号系统**: 铁路通信信号系统是公司的核心业务, 在铁路固定资产投资复苏、高速铁路建设指引明确、老旧线路信号系统更新提上日程三重背景下, 公司铁路通信信号系统业务有望进入上升通道。我们预计 2024-2026 年公司铁路通信信号系统收入增速分别为 5.51%/13.32%/8.61%, 毛利率分别为 31.00%/31.00%/31.00%。
- ② **城轨通信信号系统**: 城轨通信信号系统业务受国家收紧城轨项目审批影响短期承压, 运营 10 年以上线路通信信号系统更新提上日程打开城轨信号系统新空间。我们预计 2024-2026 年公司城轨通信信号系统收入增速分别为 -11.73%/-13.86%/-7.35%, 毛利率分别为 32.00%/32.00%/32.00%。
- ③ **海外业务**: 海外业务基数较小但增长速度较快, 公司通信信号技术目前全球领先, 公司产品在全球市场都有较强的竞争力。另外公司具备设计、制造、集成、施工全产业链的服务能力, 能够为客户提供全套解决方案。依托强大的技术储备与服务能力, 公司海外业务有望持续高增。我们预计 2024-2026 年公司海外业务收入增速分别为 69.83%/52.47%/47.11%, 毛利率分别为 33.00%/33.00%/33.00%。
- ④ **工程总承包**: 工程总承包业务正处于结构转型期, 公司加速清退市政房建业务, 订单与营收短期将会承压。长期看, 工程总承包业务聚焦轨交信号系统配套有望发挥协同效应, 助力公司在通信信号领域持续深耕。我们预计 2024-2026 年公司工程总承包收入增速分别为 -63.34%/-38.22%/-32.00%, 毛利率分别为 7.00%/7.00%/7.00%。

4.2. 盈利预测

基于以上假设, 我们预计公司 2024-2026 年的营业总收入分别为 332.66/351.78/379.46 亿元, 分别同比-10.31%/+5.75%/+7.87%。公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 35.69/39.92/44.62 亿元, 分别同比+2.63%/+11.86%/+11.76%。

表5: 公司分业务收入预测 (亿元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
铁路通信信号系统	186.12	193.25	192.49	203.10	230.16	249.98
YoY	-3.61%	3.83%	-0.39%	5.51%	13.32%	8.61%

毛利率	27.31%	29.51%	31.93%	31.00%	31.00%	31.00%
城轨通信信号系统	83.65	85.80	85.26	75.26	64.83	60.07
YoY	-1.29%	2.57%	-0.63%	-11.73%	-13.86%	-7.35%
毛利率	24.08%	24.44%	26.83%	32.00%	32.00%	32.00%
海外业务	11.05	15.03	14.87	25.25	38.50	56.64
YoY	20.72%	36.07%	-1.11%	69.83%	52.47%	47.11%
毛利率	33.28%	25.02%	18.51%	33.00%	33.00%	33.00%
工程总承包	102.12	107.30	76.74	28.13	17.38	11.82
YoY	-10.17%	5.07%	-28.48%	-63.34%	-38.22%	-32.00%
毛利率	9.97%	12.13%	10.11%	7.00%	7.00%	7.00%
其他（含利息收入）	0.65	0.81	1.52	0.91	0.91	0.96
YoY	9.66%	25.04%	86.62%	-40.00%	0.00%	5.00%
毛利率	41.72%	74.72%	86.10%	70.00%	70.00%	70.00%
收入合计	383.58	402.20	370.87	332.66	351.78	379.46
YoY	-4.40%	4.85%	-7.79%	-10.31%	5.75%	7.87%
毛利润合计	85.11	95.39	96.15	97.99	106.65	116.90
综合毛利率	22.19%	23.72%	25.93%	29.46%	30.32%	30.81%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

可比公司方面，公司主营业务为轨道交通信号系统，我们选取与公司业务和商业模式相近的交控科技（688015.SH）、时代电气（688187.SH）、思维列控（603508.SH）作为可比公司。2024-2026年可比公司PE均值为55/24/17，公司估值水平低于可比公司估值水平。

表6：可比公司估值表（截至2024年11月20日）

2024/11/20		货币	收盘价 (LC)	市值 (亿)	归母净利润（亿元）				PE			
代码	公司				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
688015.SH	交控科技	CNY	22.33	42.13	0.89	0.33	0.99	1.64	47	128	43	26
688187.SH	时代电气	CNY	48.85	689.54	31.06	37.07	43.88	50.72	22	19	16	14
603508.SH	思维列控	CNY	24.13	92.00	4.12	5.24	6.29	7.43	22	19	15	13
平均									31	55	24	17
688009.SH	中国通号	CNY	6.73	712.69	34.77	35.69	39.92	44.62	20	20	18	16

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：中国通号盈利预测来自东吴证券研究所，交控科技/时代电气/思维列控盈利预测来自Wind一致预期

4.3. 投资建议

中国通号是全球轨交通信信号系统龙头企业，核心业务地位突出，市场认可度高。公司铁路通信信号系统业务基本盘稳健，我国铁路新建需求与更新需求明确，伴随建设进度推进配套通信信号系统有望同步受益；城轨通信信号系统短期承压，但未来运营 10 年以上线路信号系统更新需求将逐步释放，带动公司城轨信号系统业务趋稳向好；海外业务近年来高速发展，在公司技术优势与服务优势的双重加持下未来有望持续高增；工程总承包业务结构调整短期承压，未来进一步聚焦主业有望带来更好的协同效应。整体而言公司业绩基本盘稳固，业绩可预见性较高。综合考虑下，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 35.69/39.92/44.62 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 20/18/16 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1. 铁路固定资产投资不及预期：**公司业务与铁路建设密切相关，而铁路建设与铁路固定资产投资密切相关。若铁路固定资产投资不及预期，铁路通信信号系统业务将同步受损。
- 2. 城轨建设不及预期：**城轨建设与国家政策指引以及地方政府债务健康程度相关度较高，如果地方政府城轨投资建设不及预期，公司城轨通信信号系统业务收入可能承压。
- 3. 宏观经济波动风险：**通信信号系统的建设主要由国家与地方政府统筹规划，国家财政支出则与宏观经济高度相关。公司业务的健康成长与宏观经济走势有一定的相关性。

中国通号三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	92,510	85,029	89,111	95,126	营业总收入	37,087	33,266	35,178	37,946
货币资金及交易性金融资产	22,574	25,877	27,586	29,706	营业成本(含金融类)	27,473	23,467	24,512	26,256
经营性应收款项	25,989	20,970	21,646	22,880	税金及附加	257	216	229	247
存货	3,206	2,607	2,383	2,188	销售费用	893	865	879	911
合同资产	38,229	33,266	35,178	37,946	管理费用	2,336	2,329	2,392	2,467
其他流动资产	2,511	2,310	2,318	2,406	研发费用	1,862	1,830	2,005	2,239
非流动资产	26,481	26,422	27,070	27,695	财务费用	(300)	(320)	(406)	(459)
长期股权投资	1,532	1,532	1,532	1,532	加:其他收益	411	333	246	190
固定资产及使用权资产	5,247	5,388	5,511	5,617	投资净收益	145	133	106	76
在建工程	400	450	495	536	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,588	2,588	2,588	2,588	减值损失	(462)	(550)	(550)	(550)
商誉	283	263	243	223	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	56	56	56	56	营业利润	4,661	4,795	5,368	6,003
其他非流动资产	16,375	16,145	16,645	17,145	营业外净收支	29	30	30	30
资产总计	118,990	111,451	116,181	122,821	利润总额	4,690	4,825	5,398	6,033
流动负债	66,244	56,636	59,101	63,173	减:所得税	675	676	756	845
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,890	2,398	1,898	1,398	净利润	4,015	4,150	4,642	5,188
经营性应付款项	51,086	43,544	46,165	50,178	减:少数股东损益	538	581	650	726
合同负债	7,826	6,653	7,036	7,589	归属母公司净利润	3,477	3,569	3,992	4,462
其他流动负债	4,442	4,041	4,003	4,008	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.33	0.34	0.38	0.42
非流动负债	3,872	3,596	3,286	2,976	EBIT	4,231	4,505	4,992	5,573
长期借款	2,980	2,680	2,380	2,080	EBITDA	4,990	5,164	5,674	6,278
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.75	29.46	30.32	30.81
租赁负债	74	64	54	44	归母净利率(%)	9.40	10.73	11.35	11.76
其他非流动负债	817	851	851	851	收入增长率(%)	(7.79)	(10.31)	5.75	7.87
负债合计	70,116	60,232	62,387	66,149	归母净利润增长率(%)	(4.30)	2.63	11.86	11.76
归属母公司股东权益	46,812	48,575	50,500	52,652					
少数股东权益	2,063	2,644	3,294	4,020					
所有者权益合计	48,875	51,219	53,794	56,672					
负债和股东权益	118,990	111,451	116,181	122,821					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,058	6,507	5,893	6,556	每股净资产(元)	4.16	4.32	4.50	4.71
投资活动现金流	(1,823)	(460)	(1,194)	(1,224)	最新发行在外股份(百万股)	10,590	10,590	10,590	10,590
筹资活动现金流	(1,462)	(2,744)	(2,988)	(3,212)	ROIC(%)	6.77	6.97	7.50	8.10
现金净增加额	(1,222)	3,303	1,710	2,119	ROE-摊薄(%)	7.43	7.35	7.91	8.47
折旧和摊销	759	659	682	704	资产负债率(%)	58.93	54.04	53.70	53.86
资本开支	(679)	(817)	(800)	(800)	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.16	19.64	17.56	15.71
营运资本变动	(2,904)	1,133	43	127	P/B (现价)	1.59	1.53	1.47	1.41

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>