

中国通号 (688009.SH)

轨交控制系统全球领先企业，2022 年归母净利润增长 10.96%

增持

核心观点

2022 年营收/归母净利润同比增长 4.81%/10.96%。公司 2022 年实现营收 402.20 亿元，同比增长 4.81%；归母净利润 36.34 亿元，同比增长 10.96%。**单季度看**，22Q4 营收 132.75 亿元，同比增长 1.93%；归母净利润 10.32 亿元，同比增长 19.29%。业绩增长亮眼主要系一是公司推进项目精益化、施工标准化管理，毛利率同比提升，二是新签外部合同额同比增长，带动营业收入提升所致。**分业务看**，系统交付/设计集成/设备制造/工程总承包分别实现营收 140.76/97.57/55.75/107.30 亿元，同比变动+9.38%/+1.43%/-0.33%/+5.07%。**盈利能力看**，22 年毛利率/净利率分别为 23.69%/10.20%，同比变动+1.50/+0.57 个 pct，公司盈利能力有所修复。

公司深耕轨道交通控制系统领域，收入占比 70%以上。公司现已形成系统交付、设计集成、设备制造三大轨道交通核心业务，稳定贡献总收入的 70%以上。2022 年，公司系统交付/设计集成/设备制造收入分别为 140.76/97.57/55.75 亿元，收入占比 35.00%/24.26%/13.86%，轨道交通控制系统业务贡献了总营收的 73.12%。海外市场方面，公司依托设计研发、设备制造及工程服务“三位一体”的全产业链独特优势，相继承揽国外重大项目，品牌力和影响力不断提升。

公司在手订单饱满，有望受益于轨交客流复苏。公司 2022 年全年新签合同总额 730.09 亿元，同比增长 1.01%，铁路领域/城轨领域/海外领域/工程总承包及其他领域分别为 239.15/126.85/25.76/338.33 亿元。截至 2022 年末，公司在手订单 1474.12 亿元，为近 7 年来最高水平。

国内外轨交市场持续增长，公司有望充分受益。“十四五”时期我国铁路市场总投资额预计达到 3.5 万亿元，国内铁路基础设施建设仍将处于较高水平。全球铁路行业方面，牛津经济研究院预测，全球铁路总投资额将从 2020 年的 3820 亿美元增长至 2040 年的 5650 亿美元，国际铁路基础设施建设将保持稳健增长。此外，中国城市轨道交通协会数据显示，“十四五”时期，我国城轨通信信号市场规模预计达到每年 220 亿元，信号控制系统市场规模预计每年约 100 亿元。受益于国内外轨交市场持续增长确定性强，公司业务需求有望实现稳中有增。

风险提示：下游景气度不及预期；行业竞争加剧；海外市场拓展不及预期

投资建议：公司是全球领先的轨道交通控制系统服务商，国内高速铁路及城市轨道交通市占率稳居龙头地位，国际影响力稳步提升不断打开海外市场。现阶段轨道交通客流量复苏、公司在手订单饱满，国内外轨交市场规模持续增长下公司有望充分受益。我们预计公司 23-25 年归母净利润为 39.34/42.80/46.03 亿元，对应 PE15/14/13 倍。公司合理目标价格区间为 5.51-6.71 元（对应 2023 年 PE15-18 倍），首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	38,358	40,220	42,061	44,092	46,358
(+/-%)	-4.4%	4.9%	4.58%	4.83%	5.14%
净利润(百万元)	3275	3634	3934	4280	4603
(+/-%)	-14.3%	11.0%	8.27%	8.80%	7.54%
每股收益(元)	0.31	0.34	0.37	0.40	0.43
EBIT Margin	9.7%	11.2%	11.2%	11.5%	11.8%
净资产收益率 (ROE)	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.4%
市盈率 (PE)	17.6	15.9	14.7	13.5	12.5
EV/EBITDA	28.1	25.1	23.7	22.7	21.4
市净率 (PB)	1.33	1.27	1.24	1.21	1.18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·轨交设备 II

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：李雨轩

0755-81981140

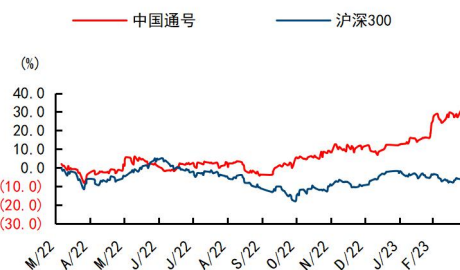
liyuxuan@guosen.com.cn

S0980521100001

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	
收盘价	5.42 元
总市值/流通市值	57397/57397 百万元
52 周最高价/最低价	5.81/4.08 元
近 3 个月日均成交额	108.54 百万元

市场走势

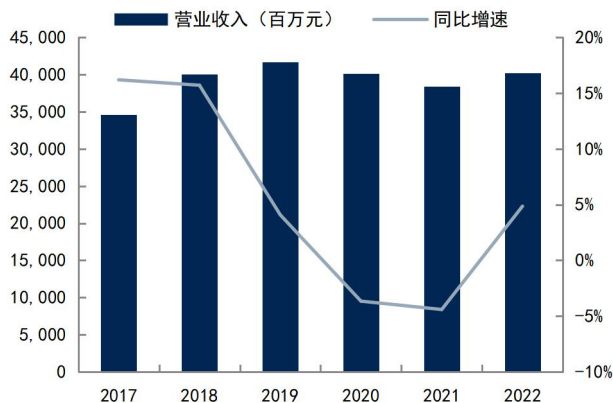


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

2022 年营收/归母净利润同比增长 4.81%/10.96%。公司 2022 年实现营收 402.20 亿元，同比增长 4.81%；归母净利润 36.34 亿元，同比增长 10.96%。业绩增长亮眼主要系一是公司推进项目精益化、施工标准化管理，毛利率同比提升，二是新签外部合同额同比增长，带动营业收入提升所致。**单季度看**，22Q4 公司实现营收 132.75 亿元，同比增长 1.93%；归母净利润 10.32 亿元，同比增长 19.29%。

图1：中国通号 2022 年营业收入同比+4.81%



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

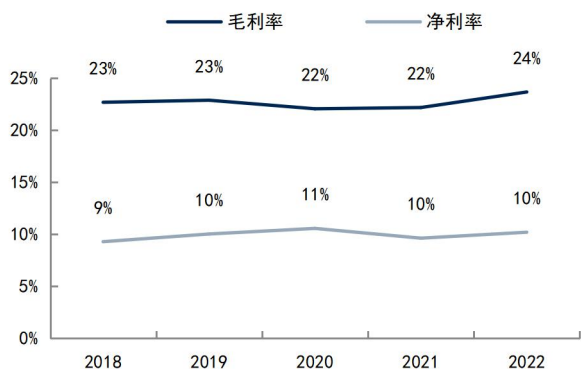
图2：中国通号 2022 年归母净利润同比+10.96%



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

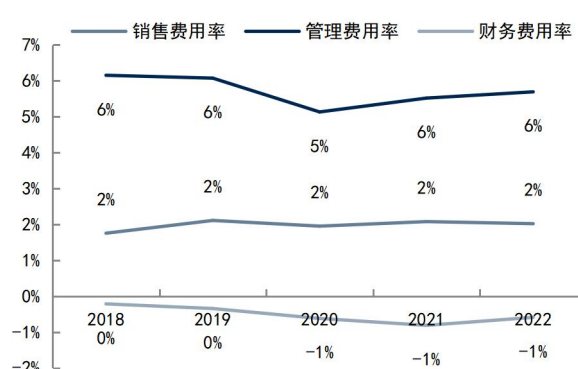
盈利能力显著修复，期间费用保持平稳。2022 年公司毛利率/净利率分别为 23.69%/10.20%，同比变动+1.50/+0.57 个 pct，公司盈利能力有所修复。**期间费用看**，销售/管理/财务费用率分别为 2.02%/5.69%/-0.59%，同比变动-0.06/+0.17/+0.22 个 pct，主要系一是人工、折旧费及计提的安全生产费用较上年有所增加，二是公司利息收入减少，手续费增加所致。22 年公司研发费用为 16.90 亿元，同比增长 3.13%，公司持续加大新产品研发投入巩固行业领先地位。

图3：中国通号盈利能力有所修复



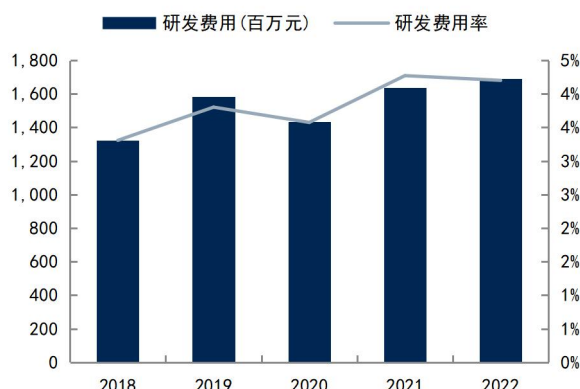
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：中国通号期间费用率基本稳定



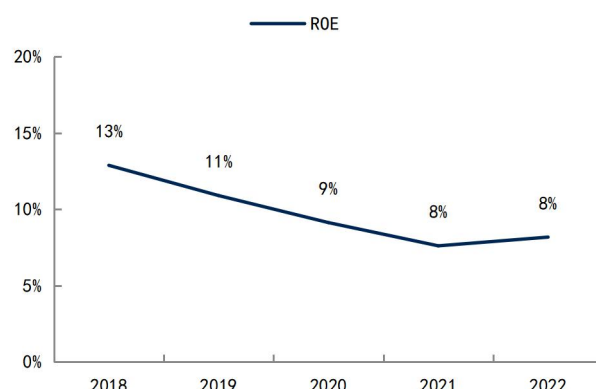
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图5：2022 年中国通号研发投入维持较高水平



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图6：中国通号 ROE 有所回升



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

全球领先的轨道交通控制系统提供商

公司前身为铁道部通信信号工程公司，于 1953 年成立，主要业务为轨道交通控制系统技术及其衍生应用，现已形成涵盖投融资、设计研发、系统集成、装备制造、工程服务、运营维护的全产业链服务能力，已发展成为全球一流的轨道交通控制系统解决方案提供商。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。此前公司参建的匈塞高铁、雅万高铁等海外项目的高质量开通，为推进海外业务赢得良好口碑，公司正逐步成为国际轨道交通控制系统领域的重要参与者。现阶段公司在手订单饱满，受益于轨交客流复苏以及海外业务发展有望加速成长。

表1：中国通号主要业务及简介

主要业务	主要业务简介	2022 年收入 (亿元) / 占比	2022 年毛利率
轨道交通控制系统领域	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。	97.57/24.26%	42.00%
相关业务	设备制造 生产和销售信号系统、通信信息系统产品及其他相关产品。	55.75/13.86%	38.60%
	系统交付 轨道交通控制系统项目施工、设备安装及维护服务。	140.76/35.00%	13.68%
工程总承包	基础设施项目承包及相关建设服务，主要包括市政公用工程、智慧城市建设等。	107.30/26.68%	12.13%

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

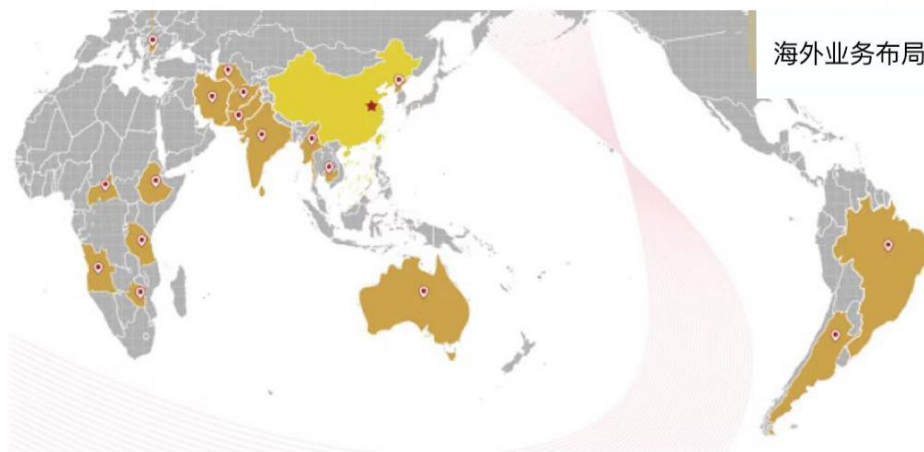
深耕轨道交通控制系统领域，收入占比 70%以上。公司始终专注于轨道交通控制系统技术及其衍生应用的研究与探索，现已形成系统交付、设计集成、设备制造三大轨道交通核心业务，稳定贡献总收入的 70%以上。此外，公司以“坚守主责、创新引领、突出主业、多元协同”为战略导向，亦提供有轨电车、智慧城市、电力电气化及工程总承包等相关产品和服务。2022 年，公司系统交付/设计集成/设备制造/工程总承包业务收入分别为 140.76/97.57/55.75/107.30 亿元，同比变动 +9.38%/+1.43%/-0.33%/+5.07%，占公司总收入比重分别为 35.00%/24.26%/13.86%/26.68%。

我国轨交建设主力军，在高铁和城市轨交市场均处领先地位。公司是我国轨道交通控制系统解决方案龙头。在高速铁路领域，截至 2022 年末，公司的高速铁路控制系统核心产品及服务所覆盖的总中标里程维持世界第一，并为我国 95%以上已

开通运营的高铁提供核心列控技术和装备。在城市轨道交通领域，2022 年数据显示，公司在我国已开标的 42 个地铁信号控制系统项目中中标 22 个，市占率超 50%，继续保持城市轨道交通控制系统解决方案领域的龙头地位。

加速布局海外市场，品牌影响力不断提升。公司依托设计研发、设备制造及工程服务“三位一体”的全产业链独特优势，持续向海外输出我国成熟的轨道交通控制技术。部分产品和技术出口至亚、非、拉美、欧洲等十多个国家和地区，与塞尔维亚、巴基斯坦、乌兹别克斯坦、埃塞俄比亚、安哥拉、阿根廷等国家和地区开展合作并进行系统交付，品牌力和国际影响力不断提升。

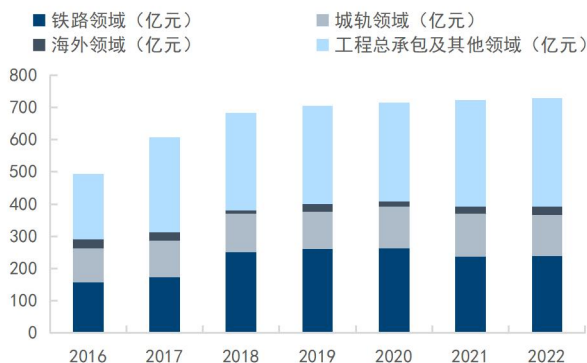
图 7：公司产品和技术出口至亚、非、拉美等十多个国家和地区



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司在手订单饱满，有望受益于轨交客流复苏。公司 2022 年全年新签合同总额 730.09 亿元，同比增长 1.01%。结构看，铁路/城轨/海外/工程总承包及其他领域新签合同金额分别为 239.15/126.85/25.76/338.33 亿元，同比分别变动 +0.76%/-4.81%/+17.23%/+2.45%。截至 2022 年末，公司在手订单 1474.12 亿元，达近 7 年以来最高水平。现阶段轨道交通客流量复苏，公司有望加速成长。

图 8：2016-2022 年公司新签合同金额持续增长



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 9：2022 年公司在手订单合同金额达 1474.12 亿元



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

表2: 公司 2022 年部分重大中标项目

项目名称	项目执行周期	合同金额 (亿元)
沈白高铁弱电工程	36 个月	5.45
杭温高铁弱电工程	22 个月	10.06
青藏铁路格尔木至拉萨段道岔更换和信号系统改造工程站前道岔更换及站后“四电”系统集成 GLYAZZSG 标段项目	13 个月	6.62
阳涉铁路电气化改造工程 EPC 总承包项目	6 个月	6.30
成都轨道交通第四期规划线路及资阳线信号系统集成采购与施工总承包项目 (第一批) 成都轨道交通 17 号线二期、18 号线三期及 19 号线二期工程信号系统集成采购与施工总承包项目	26、32、12 个月	1.37
厦门市轨道交通 4 号线 (后溪至翔安机场段) 工程及 6 号线 (龙江明珠至华侨大学段) 工程信号及综合监控系统集成采购项目	44、32 个月	9.75

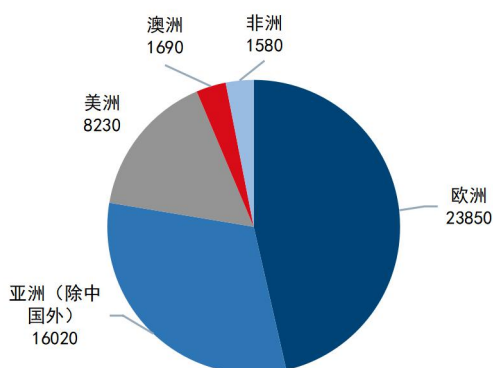
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

国内外轨道交通市场规模持续增长

全球铁路建设基础设施投资额将持续增长。国内铁路行业方面, 公司年报表示, “十四五”时期我国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, 国内铁路基础设施建设仍将处于较高水平。此外, 经过多年发展, 我国铁路投资从新建向改造、运维转移趋势明显。前期开通运营的高速铁路陆续进入大修改造期、普速铁路新建里程逐渐增多, 有望带来更多增量业务需求。全球铁路行业方面, 根据牛津经济研究院 (Oxford Economics) 预测, 全球铁路总投资额将从 2020 年的 3820 亿美元增长至 2040 年的 5650 亿美元, 国际铁路基础设施建设将保持稳健增长。

轨道交通市场规模稳定增长。根据中国城市轨道交通协会数据, “十四五”时期, 我国将新增城市轨道交通运营里程 3000 公里, 维持较高投资水平。其中, 城轨通信信号市场规模预计达到每年 220 亿元, 信号控制系统市场规模预计每年 100 亿元左右。公司是我国城市轨交控制系统解决方案龙头, 稳定占据国内城市轨道交通控制系统 40% 左右市场份额, 受益于我国城轨交通里程确定性增长, 公司城轨业务需求有望实现稳中有增。

图 10: 2020-2040 年全球除中国外铁路投资累计规模达 51370 亿美元



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 11: 2021 年中国内地城轨交通运营总里程达 9206.8 公里



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 国信证券经济研究所整理

盈利预测假设基础及结果

按假设前提,我们预计公司 23-25 年归母净利润为 39.34/42.80/46.03 亿元,同比增长 8.27%/8.80%/7.54%,对应 PE15/14/13 倍。

我们对盈利预测模型做出如下假设:

轨道交通控制系统: 公司是我国轨道交通控制系统龙头,为我国 95%以上已开通运营的高铁提供核心列控技术和装备,占据国内城市轨道交通控制系统 40%左右市场份额。超高市场占有率为公司发力更新改造和运营维护业务奠定了坚实基础。受益于国内外轨道交通投资总量增长确定性强,预计公司 2023-25 年轨道交通控制系统收入分别为 306.97/321.45/337.96 亿元,同比增长 4.38%/4.72%/5.13%。

工程总承包: 公司工程总承包业务主要为承接地方政府主导的轨道交通配套基础设施工程及智慧城市等建设工程。伴随我国城市化进程加快、智慧城市规划建设持续推进,公司工程总承包业务需求有望稳定增长,预计 2023-25 年工程总承包收入分别为 112.67/118.30/124.21 亿元,同比增长 5%/5%/5%。

表3: 中国通号业务拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1. 轨道交通控制系统					
收入	280.81	294.08	306.97	321.45	337.96
增速	-2.15%	4.73%	4.38%	4.72%	5.13%
成本	206.16	212.32	222.39	232.54	243.83
毛利率(%)	26.59%	27.80%	27.55%	27.66%	27.85%
1.1 铁路					
收入	186.12	193.25	199.05	205.02	211.17
增速	-3.61%	3.83%	3.00%	3.00%	3.00%
成本	135.28	136.22	141.32	145.36	149.51
毛利率(%)	27.31%	29.51%	29.00%	29.10%	29.20%
1.2 城市轨道交通					
收入	83.65	85.80	88.37	91.03	93.76
增速	-1.28%	2.57%	3.00%	3.00%	3.00%
成本	63.50	64.83	66.81	68.90	70.89
毛利率(%)	24.08%	24.44%	24.40%	24.31%	24.39%
1.3 海外业务					
收入	11.05	15.03	19.54	25.41	33.03
增速	20.72%	36.07%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	7.37	11.27	14.26	18.28	23.43
毛利率(%)	33.27%	25.02%	27.05%	28.05%	29.05%
2. 工程总承包					
收入	102.12	107.30	112.67	118.30	124.21
增速	-10.16%	5.07%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	91.93	94.28	99.15	103.87	108.81
毛利率(%)	9.97%	12.13%	12.00%	12.20%	12.40%
3. 其他业务					
收入	0.65	0.81	0.97	1.17	1.40
增速	10.17%	24.62%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	0.38	0.21	0.47	0.55	0.65
毛利率(%)	41.72%	74.07%	51.57%	52.57%	53.57%
合计					
总营收(亿元)	383.58	402.19	420.60	440.92	463.57
增速	-4.40%	4.81%	4.58%	4.83%	5.14%
营业成本(亿元)	298.47	306.81	322.00	336.95	353.30
毛利率(亿元)	22.19%	23.72%	23.44%	23.58%	23.79%
毛利(亿元)	85.11	95.38	98.60	103.96	110.27
增速	-3.88%	12.07%	3.37%	5.44%	6.07%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

根据上述假设,我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 420.60/440.92/463.57 亿元,同比增长 4.58%/4.83%/5.14%,毛利率分别为 23.44%/23.58%/23.79%,毛利 98.60/103.96/110.27 亿元,同比增长 3.37%/5.44%/6.07%。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

未来 3 年业绩预测

表4：未来 3 年盈利预测表（亿元）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	402	421	441	464
营业成本	307	322	337	353
销售费用	8	8	9	9
管理费用	23	22	23	24
研发费用	17	18	19	20
财务费用	-2	-3	-4	-4
营业利润	47	52	56	60
利润总额	47	52	56	60
归属于母公司净利润	36	39	43	46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 420.60/440.92/463.57 亿元，同比增长 4.58%/4.83%/5.14%，归母净利润分别为 39.34/42.80/46.03 亿元，同比增长 8.27%/8.80%/7.54%。

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：5.51-6.71 元

公司深耕轨道交通控制系统领域多年，已形成轨交控制领域完整的产业链，是全球唯一可提供从投融资到研发设计、装备制造、工程服务与运营维护全产业链一站式服务的企业，在国内拥有较高市占率，并在国际市场上拥有较强竞争力。我们预计公司未来收入业绩端保持稳定增长，未来五年估值假设条件见下表：

表5：FCFF 估值中公司经营活动主要假设

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入增长率	-4.4%	4.9%	4.6%	4.8%	5.1%	5.0%	4.0%	3.0%	3.0%	2.0%	1.5%	1.5%
营业成本/营业收入	77.8%	76.3%	76.6%	76.4%	76.2%	76.0%	75.8%	75.6%	75.4%	75.2%	75.0%	74.8%
销售费用/营业收入	5.0%	5.2%	5.1%	5.0%	4.9%	5.0%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
管理费用/营业收入	4.3%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
研发费用/销售收入	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
营业税及附加/营业收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
所得税税率	13.6%	13.5%	14.5%	13.9%	14.0%	14.1%	14.0%	14.0%	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%
股利分配比率	80.4%	63.9%	70.9%	71.7%	68.8%	70.5%	70.3%	69.9%	70.2%	70.2%	70.1%	70.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

表6：绝对估值法假设条件

无杠杆 Beta	0.79	T	14.52%
无风险利率	2.86%	Ka	9.00%
股票风险溢价	7.77%	有杠杆 Beta	0.84
公司股价（元）	5.62	Ke	9.37%
发行在外股数（百万股）	10590	E/(D+E)	93.47%
股票市值(E)（百万元）	59515	D/(D+E)	6.53%
债务总额(D)（百万元）	4161	WACC	8.98%
Kd	4.00%	永续增长率（10年后）	1%

资料来源：国信证券经济研究所预测

表7：FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	4,717.4	5,048.8	5,462.5	5,787.5	6,140.5	6,439.1	6,732.2	6,983.2	7,201.1	7,421.6	
所得税税率（%）	14.52%	13.88%	13.98%	14.13%	14.00%	14.03%	14.05%	14.03%	14.04%	14.04%	
EBIT*(1-所得税税率)	4,032.6	4,347.9	4,698.9	4,970.0	5,281.1	5,535.4	5,786.2	6,003.7	6,190.3	6,379.7	
折旧与摊销	592.1	656.2	711.4	763.2	813.7	864.0	914.3	964.9	1,015.9	1,067.3	
营运资金净变动	444.8	226.5	(549.8)	(109.9)	(221.2)	(353.9)	(324.9)	(389.5)	(391.7)	(400.3)	
资本性投资	(716.1)	(723.2)	(730.4)	(737.7)	(745.1)	(752.5)	(760.1)	(767.7)	(775.3)	(783.1)	
FCFF	4,353.4	4,507.4	4,130.1	4,885.6	5,128.5	5,293.0	5,615.6	5,811.5	6,039.2	6,263.7	79,310.4
PV(FCFF)	3,994.8	3,795.4	3,191.3	3,464.0	3,336.7	3,160.1	3,076.5	2,921.6	2,786.0	2,651.5	33,573.5
核心企业价值	65,951.5										
减：净债务	2,005.7										
股票价值	63,945.8										
每股价值	6.04										

资料来源：国信证券经济研究所预测

根据以上假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 5.51-6.71 元。

绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表8：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.6%	8.8%	8.98%	9.2%	9.4%
永续 增长 率 变 化	1.6%	6.71	6.51	6.32	6.14	5.96
	1.4%	6.60	6.40	6.22	6.04	5.88
	1.2%	6.49	6.30	6.13	5.96	5.80
	1.0%	6.39	6.21	6.04	5.88	5.72
	0.8%	6.29	6.12	5.95	5.80	5.65
	0.6%	6.20	6.03	5.88	5.72	5.58
	0.4%	6.12	5.95	5.80	5.65	5.51

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：5.57-6.69 元

中国通号主要提供轨道交通控制系统全产业链一体化服务，选取主营产品、业务结构、经营模式、营收规模及行业上下游产业与公司相同或相近的中国中车（601766.SH）、众合科技（000925.SZ）作为同行业可比上市公司，可比公司 2023 年 PE 均值为 21.01 倍，给予公司 2023 年 PE 15-18 倍，合理目标价格区间为 5.57-6.69 元。

表9：可比公司估值表

公司	投资评级	市值（亿元）	股价（元） 20230328	EPS				PE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
中国中车	未评级	1,611.24	5.97	0.36	0.31	0.34	0.39	16.63	19.44	17.40	15.45
众合科技	未评级	49.26	8.81	0.36	0.23	0.36	\	24.55	38.18	24.63	\
							平均值	20.59	28.81	21.01	15.45
中国通号	增持	521.57	5.45	0.31	0.34	0.37	0.40	17.62	15.88	14.67	13.48

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注：未评级公司系 WIND 一致预期

投资建议

公司是全球领先的轨道交通控制系统服务商，国内高速铁路及城市轨道交通市占率稳居龙头地位，国际影响力稳步提升不断打开海外市场。现阶段轨道交通客流量复苏、公司在手订单饱满，国内外轨交市场规模持续增长下公司有望充分受益。我们预计公司 23-25 年归母净利润为 39.34/42.80/46.03 亿元，对应 PE15/14/13 倍。公司合理目标价格区间为 5.51-6.71 元（对应 2023 年 PE 15-18 倍），首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的 2022 年合理估值在 15-18 倍之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期营业收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.78%、风险溢价 7.77%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的中国中车（601766.SH）、众合科技（000925.SZ）的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，最终给予公司 22 年 15-18 倍 PE 估值，可能存在可比公司可参考性不足、未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对业务增长和盈利能力假设，其中涉及新业务收入增速、毛利率、期间费用率等假设均带有一定主观性，可能和实际结果有所偏差，导致对公司的盈利预测高于实际情况。

经营风险

技术研发未取得预期成果的风险：公司所处的轨道交通控制系统行业处于快速发展阶段，行业内公司需要不断改进、设计和开发紧贴技术发展趋势及客户需要的新技术与产品。若公司出现技术研发延误、未能迎合市场需求、未能紧贴技术趋势等情况，公司可能存在技术研发成果未达预期的风险。

产品或服务质量及其导致的生产或运营事故造成损失或处罚的风险：公司为保障国家轨道交通安全运营的核心企业，可能涉及轨道交通控制系统产品或服务的设计、研发、制造、安装、测试、维修及销售引致的责任赔偿或来自政府的处罚。如公司的产品或服务被证实有瑕疵而导致轨道交通旅客遭受人身伤害、财产损失或其他损失，公司将面临按照相应法律承担赔偿责任的风险。

开拓新业务及新市场的风险：公司正积极拓展海外市场，如公司未能有效或如预期般拓展新业务及新市场，则可能对公司的经营业绩及财务状况造成不利影响。若现有或潜在竞争对手通过技术创新、经营模式创新、扩大经营规模、低价竞争等方式不断渗透公司的主要业务领域和客户，可能导致公司市场份额下滑、收入下降，公司可能面临新市场开拓的风险。

政策风险

轨道交通及相关工程总承包行业一定程度上受宏观经济、相关行业政策以及

中国铁路总公司招投标计划的影响。根据《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，到“十四五”末，全国铁路营业里程将达到 16.5 万公里，其中高铁(含部分城际)5 万公里左右。如未来行业政策变动，或中国铁路总公司招投标计划出现临时性变更，则可能产生宏观经济及行业政策变化的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	22983	22215	23321	25031	26440	营业收入	38358	40220	42061	44092	46358
应收款项	20941	25956	22682	22932	24111	营业成本	29847	30681	32201	33696	35330
存货净额	2493	2379	2576	2699	2791	营业税金及附加	254	242	257	275	284
其他流动资产	41563	41766	43707	46460	48386	销售费用	797	812	841	882	927
流动资产合计	88033	92420	92387	97224	101828	管理费用	2117	2290	2235	2294	2361
固定资产	5490	5473	5725	5917	6042	研发费用	1638	1690	1809	1896	1993
无形资产及其他	2530	2564	2462	2361	2259	财务费用	(312)	(238)	(343)	(391)	(425)
投资性房地产	11512	14845	14845	14845	14845	投资收益	114	122	89	118	120
长期股权投资	1378	1505	1679	1870	2033	资产减值及公允价值变动	65	(37)	22	21	2
资产总计	108943	116807	117099	122217	127007	其他收入	(1591)	(1813)	(1809)	(1896)	(1993)
短期借款及交易性金融负债	404	1498	870	924	1097	营业利润	4244	4704	5172	5579	6009
应付款项	48756	52148	51660	54374	56302	营业外净收支	30	38	30	33	34
其他流动负债	10335	11596	11430	12073	12786	利润总额	4274	4743	5201	5612	6043
流动负债合计	59495	65242	63960	67370	70185	所得税费用	581	642	755	779	845
长期借款及应付债券	3128	3291	3291	3291	3291	少数股东损益	418	467	512	553	595
其他长期负债	948	996	965	964	970	归属于母公司净利润	3275	3634	3934	4280	4603
长期负债合计	4076	4286	4256	4255	4260	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	63571	69529	68215	71625	74445	净利润	3275	3634	3934	4280	4603
少数股东权益	1817	1954	2415	2912	3448	资产减值准备	51	(102)	(5)	(3)	(2)
股东权益	43555	45324	46469	47679	49114	折旧摊销	610	554	592	656	711
负债和股东权益总计	108943	116807	117099	122217	127007	公允价值变动损失	(65)	37	(22)	(21)	(2)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(312)	(238)	(343)	(391)	(425)
每股收益	0.31	0.34	0.37	0.40	0.43	营运资本变动	(1547)	(3838)	445	227	(550)
每股红利	0.25	0.22	0.26	0.29	0.30	其它	31	271	466	500	537
每股净资产	4.11	4.28	4.39	4.50	4.64	经营活动现金流	2356	556	5410	5639	5298
ROIC	10%	11%	11%	12%	13%	资本开支	0	(187)	(716)	(723)	(730)
ROE	8%	8%	8%	9%	9%	其它投资现金流	93	(51)	3	0	0
毛利率	22%	24%	23%	24%	24%	投资活动现金流	(176)	(366)	(887)	(913)	(894)
EBIT Margin	10%	11%	11%	11%	12%	权益性融资	(27)	130	0	0	0
EBITDA Margin	11%	13%	13%	13%	13%	负债净变化	1132	163	0	0	0
收入增长	-4%	5%	5%	5%	5%	支付股利、利息	(2633)	(2321)	(2789)	(3070)	(3168)
净利润增长率	-14%	11%	8%	9%	8%	其它融资现金流	1091	3228	(628)	54	173
资产负债率	60%	61%	60%	61%	61%	融资活动现金流	(1937)	(958)	(3417)	(3016)	(2995)
息率	4.6%	4.0%	4.8%	5.3%	5.5%	现金净变动	242	(767)	1105	1710	1409
P/E	17.6	15.9	14.7	13.5	12.5	货币资金的期初余额	22741	22983	22215	23321	25031
P/B	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	货币资金的期末余额	22983	22215	23321	25031	26440
EV/EBITDA	28.1	25.1	23.7	22.7	21.4	企业自由现金流	0	424	4353	4507	4130
						权益自由现金流	0	3815	4019	4898	4669

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032