

## 公司研究

## 铁路投资节奏调整，积极应对保障后续成长

——中国通号（688009.SH）2021 年年报点评

## 要点

## 归母净利润下滑，业务结构优化，毛利率略有提升

中国通号发布 2021 年年报，全年实现收入 383.6 亿元，同比下降 4.4%；实现归母净利润 32.7 亿元，同比下降 14.3%（如剔除研发费用增加、由于国家取消社保减免导致的人工费用增加以及大额资产处置收益等因素，2021 年净利润与上年基本持平）。公司经营性现金净流入 27.7 亿元，同比下降 7.9%。公司毛利率为 22.2%，同比上升 0.1 个百分点，主要因为公司的业务结构调整优化，毛利率水平较低的工程总承包业务收入占比下降；净利率为 9.6%，同比下降 1.0 个百分点。

## 21 年业务受多重因素影响，饱满订单保障持续增长

公司 2021 年铁路/城市轨道交通/工程总承包分别实现收入 186.1/83.6/102.1 亿，同比分别减少 3.6%/1.3%/10.2%。公司收入下降主要由于国家减少铁路投资、项目开标滞后、大宗商品价格上涨导致设备原材料成本增加、研发费用增加等原因。公司积极应对不利因素影响，2021 年累计新签合同总额为 722.8 亿元，同比增长 1.2%；其中铁路领域新签合同 237.3 亿元，同比减少 9.6%；城市轨道交通领域新签合同 133.3 亿元，同比增长 2.0%；海外领域新签合同 22.0 亿元，同比增长 47.6%；工程总承包及其他领域新签合同 330.2 亿元，同比增长 7.8%。截至 2021 年底，公司在手订单共 1463.0 亿元，处于历史高位，保障未来业绩持续增长。

## 积极布局海外业务，保障业务成长

2021 年公司海外业务收入 11.0 亿元，同比增长 20.7%，主要由于公司积极推进匈塞铁路、埃及斋月十日城轻轨项目一期工程等海外项目的进度，收入确认较上年增加较多。公司努力克服疫情影响，在海外市场积极布局，承揽匈塞铁路旧诺段、诺苏段项目，成为进入欧洲第一单的中国高铁；承揽墨西哥地铁项目，扩展新的区域市场。公司依托“一带一路”沿线重点地区和国家，在现有市场和新建市场双向发力，海外业务承揽水平不断提升，为业务增长提供保障。

## 维持“买入”评级

2022 年城轨地铁投资仍然向好，但国铁投资受疫情影响，仍有较大不确定性。我们随之下调公司 22-23 年净利润预测 21.8%/22.6%至 35.2/37.9 亿元，引入 24 年净利润预测 40.9 亿元，对应 22-24 年 EPS 分别为 0.33/0.36/0.39 元。公司经营表现稳健，订单饱满，维持公司 A 股和 H 股“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧风险、下游景气度下行风险、海外疫情控制不力风险

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	40,124	38,358	40,488	43,038	45,453
营业收入增长率	-3.65%	-4.40%	5.55%	6.30%	5.61%
净利润（百万元）	3,819	3,275	3,521	3,789	4,088
净利润增长率	0.08%	-14.25%	7.52%	7.63%	7.87%
EPS（元）	0.36	0.31	0.33	0.36	0.39
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.97%	7.52%	7.78%	8.05%	8.34%
P/E（A 股）	12	14	13	12	12
P/E（H 股）	6	7	6	6	5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-03-28；汇率：按 1HKD=0.81407CNY 换算

## A 股：买入（维持）

当前价：4.47 元

## H 股：买入（维持）

当前价：2.53 港元

## 作者

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001

021-52523851

chenjianing@ebsecn.com

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

010-56513153

wangrui3@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	105.90
总市值(亿元):	473.37
一年最低/最高(元):	4.28/5.68
近 3 月换手率:	7.58%

## 股价相对走势

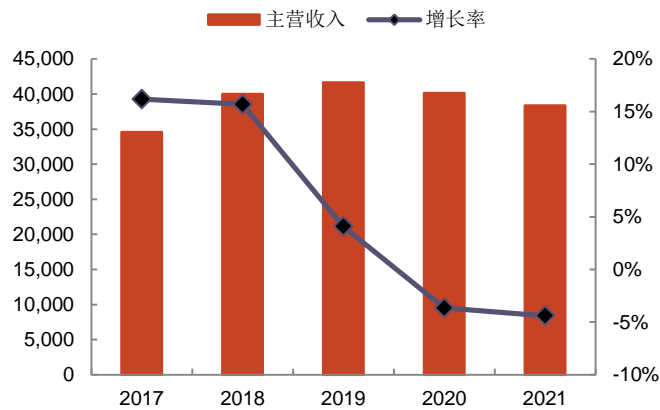


## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.62	6.05	-3.50
绝对	-7.84	-10.24	-18.39

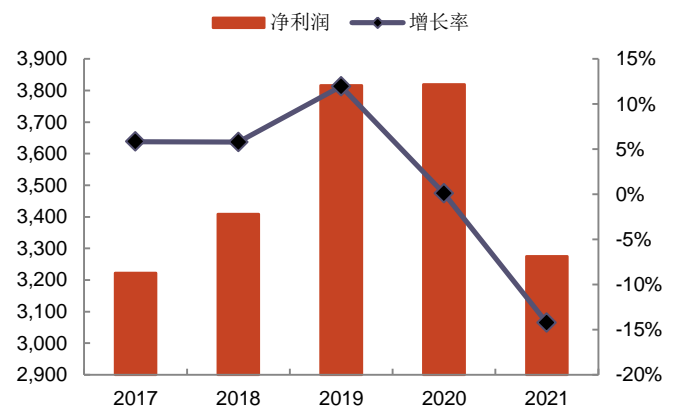
资料来源：Wind

图表 1: 公司收入变化 (单位:百万元人民币)



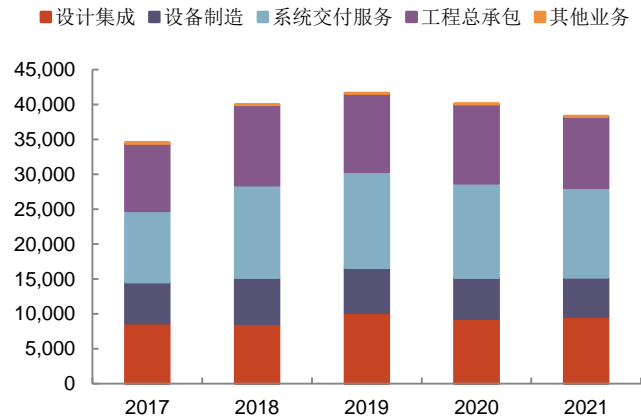
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司净利润变化 (单位:百万元人民币)



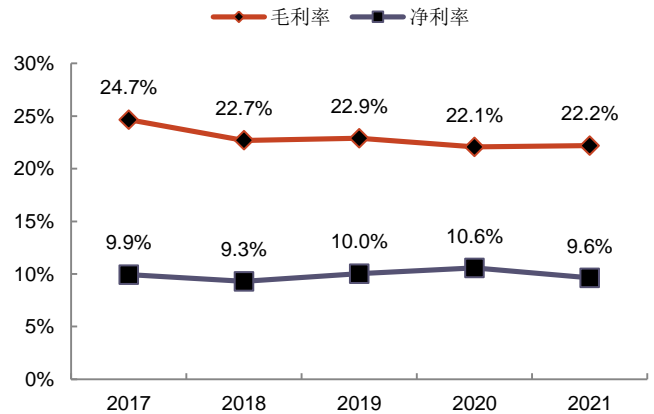
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司分业务收入结构 (单位:百万元人民币)



资料来源: 公司公告

图表 4: 公司盈利能力变化



资料来源: 公司公告

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	40,124	38,358	40,488	43,038	45,453
营业成本	31,269	29,847	31,384	33,274	35,017
折旧和摊销	530	610	570	610	655
税金及附加	230	254	243	258	273
销售费用	783	797	810	861	909
管理费用	2,060	2,117	2,227	2,324	2,454
研发费用	1,434	1,638	1,701	1,808	1,909
财务费用	-250	-312	-291	-294	-316
投资收益	59	114	100	100	100
营业利润	5,015	4,244	4,642	5,016	5,426
利润总额	5,036	4,274	4,672	5,046	5,456
所得税	796	581	701	757	818
净利润	4,239	3,693	3,971	4,289	4,638
少数股东损益	420	418	450	500	550
归属母公司净利润	3,819	3,275	3,521	3,789	4,088
EPS(按最新股本计)	0.36	0.31	0.33	0.36	0.39

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,007	2,769	2,522	3,630	3,682
净利润	3,819	3,275	3,521	3,789	4,088
折旧摊销	530	610	570	610	655
净营运资金增加	-3,891	-990	1,265	5	1,081
其他	2,549	-126	-2,834	-774	-2,141
投资活动产生现金流	-137	-1,258	-1,047	-1,050	-1,050
净资本支出	-1,552	-777	-1,100	-1,100	-1,100
长期投资变化	1,109	1,378	-50	-50	-50
其他资产变化	305	-1,859	103	100	100
融资活动现金流	-2,467	-2,073	-1,614	-1,691	-1,829
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	267	829	-104	0	0
无息负债变化	5,976	1,712	762	1,705	1,292
净现金流	330	-589	-139	889	804

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	22.1%	22.2%	22.5%	22.7%	23.0%
EBITDA 率	12.8%	12.4%	12.1%	12.4%	12.7%
EBIT 率	11.4%	10.7%	10.7%	11.0%	11.3%
税前净利润率	12.6%	11.1%	11.5%	11.7%	12.0%
归母净利润率	9.5%	8.5%	8.7%	8.8%	9.0%
ROA	4.0%	3.4%	3.6%	3.7%	3.9%
ROE (摊薄)	9.0%	7.5%	7.8%	8.0%	8.3%
经营性 ROIC	233.2%	401.1%	135.6%	124.2%	90.8%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	58%	58%	57%	57%	56%
流动比率	1.46	1.48	1.50	1.51	1.54
速动比率	1.42	1.44	1.46	1.47	1.49
归母权益/有息债务	15.74	12.33	13.21	13.73	14.30
有形资产/有息债务	37.74	29.86	31.57	32.72	33.80

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	105,328	108,943	111,771	115,780	119,564
货币资金	22,741	22,983	22,844	23,733	24,536
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	18,291	19,854	20,945	22,218	23,416
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1,476	1,094	1,141	1,212	1,280
存货	2,489	2,493	2,503	2,652	2,789
其他流动资产	3,277	3,330	3,330	3,330	3,330
流动资产合计	85,069	88,033	90,254	93,693	96,952
其他权益工具	1,020	1,125	1,125	1,125	1,125
长期股权投资	1,109	1,378	1,428	1,478	1,528
固定资产	4,204	4,690	4,746	4,845	4,961
在建工程	1,421	800	1,125	1,369	1,552
无形资产	2,507	2,530	2,578	2,626	2,672
商誉	305	305	305	305	305
其他非流动资产	343	5,177	5,177	5,177	5,177
非流动资产合计	20,259	20,910	21,517	22,087	22,612
总负债	61,031	63,571	64,229	65,934	67,226
短期借款	492	76	0	0	0
应付账款	44,706	46,455	47,076	48,248	49,024
应付票据	1,974	2,301	2,197	2,329	2,451
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	297	443	443	443	443
流动负债合计	58,068	59,495	60,157	61,862	63,153
长期借款	1,996	3,128	3,128	3,128	3,128
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	847	822	822	822	822
非流动负债合计	2,962	4,076	4,072	4,072	4,072
股东权益	44,297	45,371	47,542	49,846	52,339
股本	10,590	10,590	10,590	10,590	10,590
公积金	17,562	17,775	18,128	18,506	18,915
未分配利润	11,513	12,308	13,677	15,102	16,636
归属母公司权益	42,563	43,555	45,275	47,079	49,022
少数股东权益	1,734	1,817	2,267	2,767	3,317

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.95%	2.08%	2.00%	2.00%	2.00%
管理费用率	5.13%	5.52%	5.50%	5.40%	5.40%
财务费用率	-0.62%	-0.81%	-0.72%	-0.68%	-0.70%
研发费用率	3.57%	4.27%	4.20%	4.20%	4.20%
所得税率	16%	14%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.20	0.17	0.19	0.20	0.22
每股经营现金流	0.28	0.26	0.24	0.34	0.35
每股净资产	4.02	4.11	4.28	4.45	4.63
每股销售收入	3.79	3.62	3.82	4.06	4.29

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE (A 股)	12	14	13	12	12
PB (A 股)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	8.9	9.6	9.6	8.8	8.4
股息率	4.5%	3.8%	4.2%	4.5%	4.9%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE