

中国通号（688009.SH）

公司报告 | 首次评级报告



王征宇
通信行业研究员

2026年1月29日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	5.6
总市值	593.03 亿
PE-TTM	17.34
PB-MRQ	1.29

估值结果

价值	514.74 亿
DDM估值	上行空间 -13%
状态	合理估值
价值	507.98 亿
动态估值	上行空间 -14%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

中国通号是全球领先的轨道交通控制系统解决方案提供商，为国务院国资委监管的中央企业。公司专注于轨道交通控制系统的设计集成、设备制造及系统交付，提供100%国产化列控系统，在国内高铁控制系统领域市占率超60%，业务覆盖铁路、城市轨道交通及海外市场，参与国内外众多重大轨道交通项目。

公司成长空间较小，主要因国内轨交骨干网络基本成型，新建需求有限，业绩增长依赖存量更新及海外突破。盈利趋势平稳，营收规模波动不大，毛利率稳中有升，但受国内轨交投资平稳期制约，缺乏高增长动能。产业格局较好，作为轨交列控系统“国家队”，拥有设计集成、设备制造、系统交付全产业链能力，在国内高铁控制系统市占率超60%，垄断性强。护城河较深，具备技术自主（列控系统100%国产化）、央企背景、全产业链服务能力及行业标准制定者地位，客户粘性极强。

基于铁路业务微幅增长、城市轨道交通业务小幅增长、工程总承包业务收缩、盈利能力平稳等假设，经测算公司目前处于合理估值水平。

我们区别于市场的观点

市场主流观点：国内铁路和城轨领域投资仍有向上空间，预计公司未来三年收入和利润实现较高增长。

我们的观点：国内铁路和城轨领域投资高峰期已过，增量市场需求偏饱和；后续增长主要看存量替换、技术升级迭代、低空经济等新场景的拓展，存在一定不确定性。预计公司未来三年收入和利润呈现缓慢增长态势。

风险提示

国内铁路及城轨固定资产投资规模不及预期；海外项目执行与回款存在不确定性；低空经济等新兴业务培育周期长、商业化进展存在不确定性；行业竞争加剧或导致毛利率下滑；应收账款规模较大等。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
3.4 人力资源高端度	6
3.5 客户集中度	6
3.6 供应商集中度	6
4. 历史经营绩效	6
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	7
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	7
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	8
5.1 成长空间	8
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	9
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

图表目录

图1：预测2025年收入占比	3
图2：预测2025年毛利占比	3
图3：近年公司盈利能力趋势图	4
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	5
图6：近年股东回报能力趋势图	5
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

中国通号是全球领先的轨道交通控制系统解决方案提供商，为国务院国资委监管的中央企业。公司历史可追溯至1953年中国铁道部设立通信信号工程公司，2015年在港交所上市，2019年成为首批登陆上交所科创板的A+H股企业。业务专注于轨道交通控制系统的设计集成、设备制造及系统交付，具备100%国产化列控系统技术，在国内高铁控制系统市场占有率超60%。公司参与国内全部重大高铁项目建设，业务覆盖铁路、城市轨道交通及海外市场，并积极布局低空经济领域，自主研发低空空域智能管控系统。截至2024年末，公司拥有授权专利超4800项，其中发明专利2400余项。

2. 业务介绍

对于中国通号公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

铁路业务：

公司最核心的业务板块，在国内高铁列控系统领域处于绝对垄断地位（市占率超60%）。业务专注于铁路列控系统的设计集成、设备制造及系统交付，提供100%国产化的CTCS系列列控系统（如CTCS-3级高铁自动驾驶系统），覆盖时速350公里高速铁路，技术达国际领先水平。产品涵盖轨道电路、列控中心、无线闭塞中心等核心设备，应用于京沪高铁、青藏铁路等国内全部重大高铁项目，并随“一带一路”输出至雅万高铁、匈塞铁路等海外项目。该业务服务于国家铁路干线安全高效运营，竞争市场以国内为主，海外加速拓展。

城市轨道交通业务：

公司第二大业务板块，在国内城轨列控系统市场占有率约40%，处于行业领跑地位。业务聚焦城市轨道交通CBTC系统（基于通信的列车控制），提供全自主研发的信号系统解决方案，实现列车自动防护、自动驾驶及智能调度功能。核心产品包括FZL300型CBTC系统、TRANAVI智能列控系统等，兼容地铁、有轨电车等多制式，已应用于北京、上海、深圳等50多个城市的地铁线路。业务以“设计+设备+施工”全链条服务能力参与项目总包，近年面临招标规则变化及竞争加剧，但通过技术升级维持毛利率稳步提升。竞争市场集中于国内，伴随城轨远期规划目标持续释放需求。

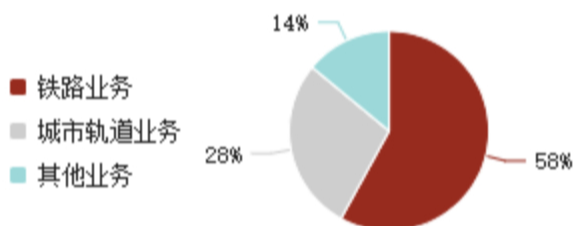
其他业务：

包括工程总承包业务、海外业务等。

工程总承包业务是公司配套业务板块，主要为轨道交通配套基础设施及市政工程等提供建设服务。该业务以市场化投标承接地方政府主导的项目，涵盖房建、智慧城市等领域，曾为系统主业提供协同支撑。公司正主动收缩此低毛利业务（毛利率约7%-10%），计划三年内退出市政房建类项目，以聚焦资源发展高附加值主业。当前业务占比已降至约10%，其竞争市场以国内为主。

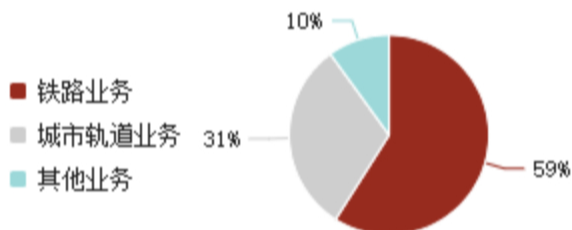
海外业务是公司战略性增长板块，专注于向“一带一路”沿线国家输出中国轨道交通控制系统标准与解决方案。业务以铁路、城轨列控系统为核心，凭借CTCS-3与欧洲ETCS-2标准兼容的技术优势，参与雅万高铁、匈塞铁路、中老铁路等标杆项目。竞争市场覆盖东南亚、中东欧、南美等地区。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司采用“三位一体全产业链+自主可控技术+双赛道协同”的商业模式，以“设计集成、设备制造、系统交付”的全链条服务能力为核心，坚持核心列控系统（如CTCS-3、CBTC）的100%自主研发与国产化，筑牢技术根基。在业务拓展上，公司深耕轨道交通主赛道，通过公开招标主导市场，并基于“智能控制”根技术优势，战略性开辟低空经济新赛道。在市场端，公司依托央企背景和自主技术标准，深度服务国内重大基建项目，并积极跟随“一带一路”战略推动中国技术和标准出海。

3.1 资产强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司截至2024年末、2025年三季度末的资产总额分别为1178.91亿元、1156.62亿元，其中非流动资产占比22.72%、22.75%，低于一般人力密集型产品的制造业水平（35%以上）。主要因其业务以技术密集的设计集成和系统交付为核心，而非依赖重资产。公司主动收缩低毛利工程总承包，聚焦高附加值控制系统，货币资金充裕但应收账款规模较大，资产周转率平稳，整体资产结构趋向轻量化。

3.2 研发强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司近5年研发费用率均在4%以上，且研发费用率持续攀升，研发强度较高。主要源于其技术驱动型企业的战略定位。为保持高铁列控系统（CTCS-3）及城轨系统（CBTC）的技术领先性，公司需持续投入以应对技术迭代需求；同时，积极布局低空经济等新赛道，前瞻性研发投入增加，以培育新增长点。

3.3 营销强度

低 **较低** 中等 较高 高

公司近5年销售费用率在2%左右，营销强度较低。主要因其在轨道交通控制系统领域处于垄断地位（国内高铁市占率超60%），客户集中为中国铁路总公司等大型国企，业务主要通过公开招标获取，客户粘性高，且技术品牌优势显著，依赖口碑而非大规模营销推广。

3.4 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

公司2024年末人均薪酬32.29万元，处于较高水平，且近年来持续增长。公司人力资源高端度较高，主要因其作为技术密集型央企，高度重视研发创新（技术人员占比接近50%），需以具竞争力的薪酬吸引和保留高端技术人才。同时，公司持续优化业务结构，提升高毛利控制系统业务占比，为薪酬增长提供了支撑。较高的人均创收（近200万元）也体现了人力资本投入的有效性。

3.5 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司近5年前五大客户销售占营业收入比例在50%左右，客户集中度较高。主要因其下游客户高度集中于中国国家铁路集团及各地轨道交通公司等大型国企。轨道交通行业具有天然垄断属性，公司作为控制系统核心供应商，业务来源高度依赖国铁等主要业主的基建投资，此结构属行业特性，虽存在客户依赖，但付款保障性强。

3.6 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司近3年前五大供应商采购占比均低于5%，供应商集中度低。主要因其业务所需原材料及设备（如电子元器件、硬件模块、软件等）种类繁多，市场供应充足且分散。公司作为大型央企，采购严格执行招标流程，倾向于多源供应以降低风险。同时，其全产业链布局具备较强自主生产能力，进一步降低了对单一外部供应商的依赖。

4. 历史经营绩效

公司成长能力较弱，盈利能力较好，业务控制力和财务健康情况一般，股东回报情况较好。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力较好，且历史表现较稳定。公司2024年毛利率29.22%，ROE和ROIC均为10%左右，处于较好水平。公司盈利能力近年来稳中有进，主要得益于业务结构持续优化，即主动收缩低毛利率的工程总承包业务，同时提升高毛利率的轨道交通控制系统业务占比。公司在优化利润结构的同时，有效提升了净资产和全部投入资本的运用效率，整体盈利能力稳健。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力较弱，近年来呈现低位平稳态势。公司所处轨道交通控制系统行业与国内铁路/城轨固定资产投资周期高度相关，当前国内高铁骨干网络基本成型，行业整体已由高速建设期转入稳步发展期，新建需求增长有限。公司营收与净利润规模长期在370亿元、35亿元左右波动，增长动能主要依赖存量线路的更新替换及“一带一路”海外项目的增量贡献。虽然公司积极培育低空经济等新业务，但目前尚处早期布局阶段，对整体业绩的拉动作用尚未显现。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力和财务健康情况一般。其下游客户高度集中于国铁集团等大型国企，虽保障了回款稳定性，但议价能力受限。截止2024年末，公司自由现金流占净利润的比例超过100%，自由现金流受工程款结算周期及存货影响波动较大。尽管货币资金充裕（超200亿元），但上下游净占款持续为负，应收账款规模持续较高，资产周转效率平平，整体财务表现稳健但缺乏弹性。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报情况较好。公司自上市以来每年现金分红占净利润的比例均在49%以上水平，股息率TTM为3%左右，稳居较好水平。

5. 四维评级

公司整体成长空间较小，盈利趋势平稳，产业格局较好，护城河较深。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间较小。国内高铁骨干网络基本成型，铁路投资从高速建设期转入稳步发展期，新建需求有限；城轨建设受地方政府财政约束，年新增里程平稳。公司营收规模长期在370亿元左右波动，业绩增长主要依赖存量线路更新替换及海外项目增量贡献，但海外业务占比仍低。低空经济等新业务尚处早期培育阶段，对整体收入拉动作用有限，预计中期内难以突破现有增长瓶颈。

铁路业务(1.5星):

成长空间有限。国内高铁骨干网络已基本成型，新建需求有限；铁路投资虽维持高位，但主要依赖存量线路的更新替换（2009-2015年建设高峰期的线路将陆续进入10-15年更换周期），增量贡献有限；海外业务虽依托“一带一路”有所突破（如雅万高铁），但整体占比仍低（约4%），且项目执行与回款存在不确定性。

城市轨道交通业务(3星):

成长空间较好。国内城轨运营里程距远期3万公里规划目标尚有较大增长空间，财政增量政策有望托底地方政府投资，2025-2026年信号与通信系统新建及更新需求预计超260亿元。公司市占率约40%保持行业领跑。伴随存量线路进入10-15年更新周期及城镇化持续推进，公司凭借全产业链技术优势，有望持续受益于城轨市场的稳健扩容与结构升级。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势平稳。核心铁路业务受益于国产化列控系统的高毛利率（约30%），盈利贡献稳定；城轨业务市占率领先且毛利率持有所提升。公司主动收缩低毛利工程总承包业务，优化业务结构，带动综合毛利率稳步提升至29%以上。尽管营收规模增长有限，但通过业务结构优化与成本控制，净利润有望维持小幅增长，整体盈利情况表现平稳。

铁路业务(2.5星):

盈利趋势平稳。主要得益于其在国内高铁列控系统领域的垄断性地位（市占率超60%）及业务结构持续优化，下游客户高度集中于国铁集团等优质国企，回款保障性强。铁路固定资产投资维持高位，新建需求与存量线路更新替换需求（如2009-2015年建设高峰线路进入更换周期）共同支撑收入基本盘。公司通过成本管控和技术国产化维持盈利能力，预计中期内铁路业务盈利情况将保持平稳。

城市轨道交通业务(2.5星):

盈利趋势平稳。主要得益于其在国内城轨列控系统市场的领先地位（市占率约40%）及业务结构持续优化。公司凭借全产业链技术优势，聚焦高毛利的CBTC信号系统业务，毛利率稳中有升。下游需求稳健，财政增量政策托底城轨投资，公司通过成本管控与技术迭代维持盈利能力，虽面临招标规则变化带来的竞争压力，但业务规模与毛利率的平衡支撑其中期盈利稳定性。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好。公司市场地位稳固：在国内高铁控制系统市场的份额长期稳定在60%-70%，在时速300公里以上的高铁中，核心设备市场占有率超过90%；在城市轨道交通控制系统市场的份额也达到40%，均为行业第一。业务增长稳健且多元：公司深度受益于国内铁路投资高景气以及超过1.1万公里高铁线路进入更新改造周期带来的增量市场。同时，公司积极拓展海外业务和低空经济等新赛道，培育新的增长点。

铁路业务(4星):

产业格局较好。公司在国内高铁控制系统市场占有率超过60%，在时速300公里以上高铁中核心设备市占率更超过90%，稳居行业龙头。其核心竞争力在于完全自主知识产权的列控技术，实现了100%国产化，并建立了超过国外巨头总和的测试案例库，技术壁垒深厚。未来，公司不仅受益于国内铁路投资及超1.1万公里高铁线路进入更新改造周期带来的增量市场，还积极拓展海外业务，增长动力多元，行业领先地位持续巩固。

城市轨道交通业务(3.5星):

产业格局较好。公司在国内城市轨道交通控制系统市场占有率稳固在约40%，是行业龙头企业。其核心竞争力在于完全自主知识产权的列控技术，近期其深度自主化CBTC系统成功入选北京市首台（套）重大技术装备目录，实现了从底层芯片到操作系统的100%国产化，技术壁垒深厚。随着城轨新建市场增速放缓，更新改造和运维市场成为主要增量，公司凭借其早期布局和高市场占有率，在存量市场的竞争中优势明显。此外，公司还积极将成熟的轨道交通控制技术向低空经济等新赛道延伸，为未来发展注入新动能。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深。核心体现在其技术自主化、全产业链覆盖与高标准安全认证构成的综合壁垒。公司掌握列车运行控制核心技术并实现100%自主化，拥有超4800项注册专利，是全球唯一能提供从投融资、设计集成到装备制造、系统交付及运维全产业链服务的企业。其系统满足行业最高安全等级认证（事故概率低于十的负九次方），并依托此优势，在国内高铁核心设备市场占有率超90%，城轨市场占有率约40%。同时，公司正将地面列控技术向低空经济等新赛道延伸，持续拓宽护城河。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
铁路业务	(3星) 护城河宽度一般。其核心优势集中于国内高铁列控系统（市占率超60%），但下游客户高度集中于国铁集团，业务增长依赖国内铁路投资周期及存量更新需求，且海外市场拓展缓慢（收入占比约4%），技术应用场景扩展性有限，面临增长天花板。公司业务控制力一般；2024年毛利率30.0%，ROE（经过壹评级调整后）11.2%、ROIC（经过壹评级调整后）10.3%，超额收益一般（3个百分点左右）。	(4.5星) 护城河持续性良好。主要源于其技术自主性（列控系统100%国产化）及在国内高铁市场的垄断地位（市占率超60%）。下游客户高度集中于国铁集团等大型国企，业务通过公开招标获取，客户粘性强。公司作为行业标准制定者，持续受益于铁路固定资产投资高位及存量线路更新周期，技术壁垒与客户关系确保其长期竞争优势稳固。预计未来ROE、ROIC超额收益衰退程度有限（10年减弱25%左右），维持较好的超额收益。
城市轨道交通业务	(3星) 护城河宽度一般。其在国内城轨列控系统领域虽处领跑地位（市占率约40%），但市场竞争较铁路业务更为激烈，参与者较多。下游客户为地方轨道交通公司，项目招标受地方政府财政及规则变化影响较大，且技术门槛虽高但未能形成如铁路业务的绝对垄断格局，导致其定价权和客户粘性相对受限。公司业务控制力一般；2024年毛利率33.5%，ROE（经过壹评级调整后）12.4%、ROIC（经过壹评级调整后）11.4%，超额收益一般（4个百分点左右）。	(3星) 护城河持续性一般。主要源于其技术领先（CBTC系统100%国产化）、全产业链服务能力及约40%的市占率。行业准入壁垒高，客户粘性强，受益于城轨投资稳健及存量线路更新需求，预计未来ROE、ROIC超额收益衰退程度较大（10年减弱50%左右），维持较好的超额收益。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于铁路业务微幅增长、城市轨道交通业务小幅增长、工程总承包业务收缩、盈利能力平稳等假设，经测算公司目前处于合理估值水平。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括铁路业务、城市轨道交通业务、其他业务。

业务一：铁路业务

1. 收入假设：国内铁路投资高峰期已过，后续年固定资产投资额预计稳定在7500-8000亿元区间。根据我国的“交通强国”规划目标，预计“十五五”、“十六五”期间铁路年新增里程数平稳，到2035年铁路营业里程20万公里左右，其中高铁营业里程7万公里，对应年新增里程数在0.2-0.4万公里区间，节奏随具体项目落地进度。预计到2035年，国内高铁渗透率超过35%、铁路电气化率超过80%。

综合考虑国内铁路年新增里程数、高铁及电气化渗透率提升、10-15年存量替换、技术升级迭代、公司市占率稳定等因素，预计公司2025-2035年铁路业务收入的年复合增速为2%左右，其后收入保持1%左右的年复合增速。

2. 盈利能力假设：公司行业地位稳固，预计毛利率稳定在30%水平；三费费用率随着成本控制加强、运营效率提升而有小幅下降。

业务二：城市轨道交通业务

1. 收入假设：根据各城市的远期规划，预计到2035年国内城市轨道交通运营里程数合计将达到1.8万公里左右，2025-2035年年新增里程数为700公里左右，具体节奏随各地项目落地情况。

综合考虑国内城市轨道交通新增里程数、存量替换需求（15年左右）、技术升级迭代、公司市占率稳定等因素，预计公司2025-2035年城市轨道交通业务收入的年复合增速为4%左右，其后收入保持2%左右的年复合增速。

2. 盈利能力假设：公司行业地位稳固，预计毛利率稳定在30%水平；三费费用率随着成本控制加强、运营效率提升而有小幅下降。

业务三：其他业务

1. 收入假设：工程总承包业务受公司主动战略收缩影响，收入预计降至2022年高峰期的40%水平，并保持平稳；海外业务随着市场拓展预计2025-2035年收入年复合增速10%；其他预计2025-2035年收入年复合增速5%。合并后的其他业务预计2036-2040年收入年复合增速2%。

2. 盈利能力假设：预计毛利率稳定在20%水平，费用率平稳。

表2：公司整体业绩预测

中国通号	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	402.2	370.9	326.4	338.3	352.1	363.3	378.7	395.2
归母净利润(亿)	36.3	34.8	34.9	33.3	34.1	34.2	35.2	36.7
归母净利润增速(%)	11.0	-4.3	0.5	-4.6	2.3	0.2	3.0	4.1
经营性净利润(亿)	37.1	35.9	37.3	36.8	37.7	37.8	39.0	40.6
经营性净利润增速(%)	14.6	-3.2	3.9	-1.2	2.4	0.2	3.1	4.2
经营性归母净利润(亿)	32.8	31.1	32.0	32.4	33.2	33.2	34.3	35.7
经营性归母净利润增速(%)	14.6	-5.4	3.1	1.1	2.4	0.2	3.1	4.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

铁路业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	193.3	192.5	188.9	196.2	200.2	203.2	213.3	230.4
收入增速(%)	3.8	-0.4	-1.9	3.9	2.0	1.5	5.0	8.0
经营性净利润(亿)	22.2	22.9	21.9	22.3	22.9	22.8	23.7	25.6
经营性净利率(%)	11.5	11.9	11.6	11.4	11.4	11.2	11.1	11.1
经营性净利润增速(%)	14.8	3.5	-4.6	2.1	2.5	-0.5	4.0	8.1
城市轨道交通业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	85.8	85.3	82.2	95.0	102.6	108.2	110.9	107.6
收入增速(%)	2.6	-0.6	-3.6	15.6	8.0	5.5	2.5	-3.0
经营性净利润(亿)	8.1	8.5	10.6	11.1	11.7	11.8	12.0	11.6
经营性净利率(%)	9.5	10.0	12.9	11.7	11.4	10.9	10.8	10.7
经营性净利润增速(%)	6.5	4.8	24.6	4.8	4.7	1.1	1.4	-3.3
其他业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	123.1	93.1	55.3	47.0	49.4	51.9	54.5	57.2
收入增速(%)	8.2	-24.4	-40.6	-15.0	5.0	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	6.8	4.4	4.8	3.3	3.1	3.2	3.3	3.4
经营性净利率(%)	5.5	4.7	8.6	7.1	6.3	6.2	6.1	6.0
经营性净利润增速(%)	25.6	-34.9	8.4	-30.1	-6.0	2.6	2.6	4.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
铁路业务	1.2%	中低	较好	强	7.5%	13.96	24.7
城市轨道交通业务	0.8%	中低-	较好	较强	7.5%	12.73	13.7
其他业务	2.0%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	3.7
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
铁路业务(亿)	175.7	180.0	355.7	-	47.3	9.7	318.1
城市轨道交通业务(亿)	65.8	90.9	156.6	-	18.5	3.8	142.0
其他业务(亿)	29.0	23.2	52.3	-	5.5	1.1	47.9
公司整体测算(亿)	270.5	294.1	564.6	-	71.3	14.7	508.0

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
铁路业务(亿)	222.2	131.1	353.3	—	47.3	9.7	315.7
城市轨道交通业务(亿)	90.8	75.0	165.8	—	18.5	3.8	151.1
其他业务(亿)	34.4	17.9	52.3	—	5.5	1.1	47.9
公司整体测算(亿)	347.4	224.0	571.4	—	71.3	14.7	514.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性较高。公司主营轨道交通控制系统行业成熟，市场规模较稳定，政策支持明确；国内高铁市占率超60%，城轨市占率约40%，龙头地位稳固。受益于铁路投资稳健及超1.1万公里高铁线路进入更新周期，新增与存量需求叠加，公司订单可见性强；公司加速退出低毛利工程业务聚焦主业，成本控制优化，且信息披露规范，业绩能见度较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。