

中国中车 (601766)

证券研究报告

2024年04月29日

维修周期需求释放，机车更新量级可期

中国中车：轨交设备全球龙头，未来产业多元布局

坚持“一核两商一流”的战略定位和“一核三极多点”的业务结构，全面打造轨道交通装备和清洁能源装备“双赛道双集群”产业发展新格局。

轨交设备：周期将至，政策加持

政策规划：多部门多频次发声，国家铁路局联合多部门印发《推动铁路行业低碳发展实施方案》提出2030年实现铁路电气化率达到78%以上，电力机车占比力争达到70%以上的明确目标。

资本开支：23年全国铁路完成固定资产投资7645亿元，同比+7.5%；23年实现净利润121亿元，同比大幅扭亏，有望带动铁路投资恢复；根据《中长期铁路网发展规划》，2024-25年需新增高铁营业里程约5000公里。

更新替换：中国动车组列车和地铁车辆都在2014年开始进入加速配置，随着动车组拥有量增长和服役年限增长，动车组高级修业务需求或将放量，从而推动高铁设备行业维修替换需求。根据国铁集团官网和中国中车公告，我们测算在机车均价3000万元+50%替换率情境下，老旧燃油车替换市场规模约为1170亿元。

城轨市场：23年全年共完成建设投资5214.03亿元，中国城市轨道交通协会预计未来24-25年新投运线路与23年基本持平；RT轨道交通预计2024年城轨车辆招标总额将为618.5亿元。

逻辑聚焦：维修周期需求释放，国际市场空间广阔

高级修需求释放：2024年动车组高级修第一次采购项目共招标约360组，按照动车组数量口径计算，五级修占比为57.4%；中国中车2023年12月到2024年3月期间与国铁集团签订高级修合同总计约147.8亿元。

坚持全球化布局：中国中车坚持走国际化道路，雅万高铁实现了中国高速动车组出口国外第一单，标志着中国高铁首次全系统、全要素、全产业链在海外落地；2023年海外新签订单创近7年来海外签约额最高值。

高股息红利资产：公司股息率2018-2023年呈现波动上升趋势，分红率亦从2019年36.5%提升到2023年49%，重视股东回报。

盈利预测：我们预计公司2024-2026年实现归母净利润分别为126.8/140.3/165.4亿元，对应PE分别为16.04X/14.50X/12.30X，给予“持有”评级！

风险提示：战略风险、市场风险、汇率风险、境外经营风险、主观测算风险等

投资评级

行业 机械设备/轨交设备 II

6个月评级 持有（首次评级）

当前价格 7.09元

目标价格 元

基本数据

A股总股本(百万股) 24,327.80

流通A股股本(百万股) 24,327.80

A股总市值(百万元) 172,484.09

流通A股市值(百万元) 172,484.09

每股净资产(元) 5.61

资产负债率(%) 58.35

一年内最高/最低(元) 8.08/5.03

作者

朱晔 分析师
SAC执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国中车-年报点评报告:业绩低点已过，盈利能力提升如期而至，2018年值得期待》2018-03-29
- 《中国中车-公司深度研究:轨交龙头正值当年，全球布局+多元发展迈向高端装备之巅》2017-10-30
- 《中国中车-年报点评报告:一季度业绩大幅下滑，期待全年恢复性增长》2017-04-28

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	222,938.64	234,261.51	250,883.08	272,265.37	294,819.47
增长率(%)	(1.24)	5.08	7.10	8.52	8.28
EBITDA(百万元)	33,263.05	36,660.38	25,648.88	27,485.20	30,853.34
归属母公司净利润(百万元)	11,653.45	11,711.58	12,681.71	14,033.69	16,540.33
增长率(%)	13.11	0.50	8.28	10.66	17.86
EPS(元/股)	0.41	0.41	0.44	0.49	0.58
市盈率(P/E)	17.46	17.37	16.04	14.50	12.30
市净率(P/B)	1.31	1.26	1.22	1.17	1.11
市销率(P/S)	0.91	0.87	0.81	0.75	0.69
EV/EBITDA	2.59	2.27	5.25	3.97	3.50

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 中国中车：轨交设备全球龙头，未来产业多元布局.....	5
1.1. 深耕轨交设备，深化创新发展.....	5
1.2. 盈利能力稳定，重视股东回报.....	7
1.3. 铁路装备回暖，维修增量可期.....	8
2. 轨交设备：周期将至，政策加持.....	10
2.1. 政策规划：多重利好政策，加持轨交行业.....	10
2.2. 资本开支：需求修复回暖，投资或将回升.....	11
2.3. 更新替换：维修周期将至，关注维保增量.....	14
2.4. 城轨市场：客运需求回升，都市圈促发展.....	17
3. 逻辑聚焦：维修周期需求释放，国际市场空间广阔.....	20
3.1. 轨交后服务周期，高级修需求释放.....	20
3.2. 坚持全球化布局，提升欧亚影响力.....	21
3.3. 培育新质生产力，开拓增长新引擎.....	23
3.4. 高股息红利资产，估值性价比凸显.....	25
4. 盈利预测.....	26
5. 风险提示.....	27

图表目录

图 1：中国中车发展历史.....	5
图 2：中国中车股权结构图（截止 2024 年 4 月 18 日）.....	5
图 3：中国中车“一核三极多点”业务结构.....	6
图 4：全球首列氢能源智轨电车.....	7
图 5：国内首套高温超导电动悬浮全要素试验系统.....	7
图 6：公司归母净利润情况.....	7
图 7：公司营业收入情况.....	7
图 8：公司盈利能力情况.....	8
图 9：公司费用率情况.....	8
图 10：主营业务营收占比情况.....	8
图 11：主营业务营收同比增速情况.....	8
图 12：铁路装备各车型营收占比情况.....	9
图 13：铁路装备各车型营收同比增速情况.....	9
图 14：各车型销量变化情况.....	9
图 15：各车型单价变化情况（万元）.....	9
图 16：城轨车辆营收情况.....	9
图 17：铁路装备维修业务营收情况.....	9
图 18：公司新签订单情况（亿元）.....	10

图 19: 公司在手订单情况 (亿元)	10
图 20: 2010-2023 年铁路客运量情况	11
图 21: 2019-2023 年铁路逐月客运量情况 (亿人次)	11
图 22: 2010-2023 年铁路货运量情况	12
图 23: 2019-2023 年铁路逐月货运量情况 (亿吨)	12
图 24: 高铁新增营业里程及同比增速	12
图 25: 高铁新增营业里程占比情况	12
图 26: 全国铁路固定资产投资情况 (亿元)	13
图 27: 国铁集团营业收入情况	13
图 28: 国铁集团资产负债率情况	13
图 29: 国铁集团净利润情况	14
图 30: 京沪高铁盈利情况	14
图 31: 动车组新增量 (组)	14
图 32: 地铁新增配置车辆数 (建成, 辆)	14
图 33: 2020-2030 年中国动车组五级维修数量预测情况 (组)	16
图 34: 2017-2027 年中国动车组四级维修数量预测情况 (组)	16
图 35: 2018-2025 年城轨架修车辆情况 (辆)	16
图 36: 2023-2030 年城轨大修车辆情况 (辆)	16
图 37: 2012-2023 年城轨客运情况	17
图 38: 2019-2023 年城轨单月客运情况 (亿人次)	17
图 39: 城轨新增运营线路长度情况	18
图 40: 城轨年度完成投资及在建线路长度情况	18
图 41: 2023 年轨交在建线路制式结构	18
图 42: 2020 年至 2023 年城轨车辆市场对比	18
图 43: 2020-2023 年城轨车辆中标数量和价格情况	19
图 44: 2020-2023 年城轨车辆中标总金额情况	19
图 45: 2023-2024 年部分动车组高级修招标项目情况 (组)	20
图 46: 2021 年全球轨交设备竞争格局	21
图 47: 海外营收情况	21
图 48: 国内/海外营收增速情况	21
图 49: 公司国际新签订单情况	22
图 50: 公司国际在手订单情况	22
图 51: 雅万高铁情况	23
图 52: 首列出口欧盟城轨列车——葡萄牙波尔图地铁	23
图 53: 中国中车与哈萨克斯坦国铁公司签署了合作框架协议	23
图 54: 哈萨克斯坦主权财富基金与中国中车签署战略合作协议	23
图 55: 新兴产业营收情况	24
图 56: 风电业务营收情况	24
图 57: 风电与高铁技术同源示意图	24
图 58: 10MW 级别陆上大功率风力发电机组整机产品	25
图 59: 20MW 漂浮式风电机组	25

图 60: 公司股息率情况	25
图 61: 公司分红率情况	25
图 62: 市净率 (MRQ) 情况	25
图 63: 市盈率 (TTM) 情况	25
表 1: 主要产品	6
表 2: 2024 年轨交行业政策	10
表 3: 相关会议落实情况	11
表 4: 铁路规划投产时间表	14
表 5: 不同铁路动车/地铁车辆零部件维修替换周期统计	15
表 6: 动车组检修周期	15
表 7: 老旧燃油车更新替换市场规模(亿元)敏感性分析	17
表 8: 首批国家级都市圈轨道交通规划情况	19
表 9: 2023 年部分高级修招标成交结果	20
表 10: 中国中车 2023 年高价值量海外订单	22
表 11: 业绩预测情况	26

1. 中国中车：轨交设备全球龙头，未来产业多元布局

1.1. 深耕轨交设备，深化创新发展

中国中车：全球轨交设备龙头。中国中车是经国务院同意，国务院国资委批准，由中国北车股份有限公司、中国南车股份有限公司按照对等原则合并组建的 A+H 股上市公司。公司规模效益指标持续位居全球轨道交通装备制造制造业前列，轨道交通装备业务收入稳居全球第一。

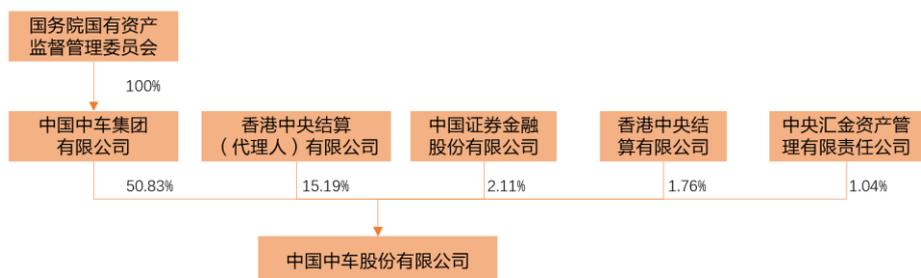
图 1：中国中车发展历史



资料来源：中国中车官网，天风证券研究所

国资背景雄厚，股权结构稳定：母公司中国中车集团有限公司持有公司 50.83% 股份，公司最终实控方为国务院国有资产监督管理委员会，国务院国资委持有中国中车集团 100% 股份。

图 2：中国中车股权结构图（截止 2024 年 4 月 18 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

向新而动，优化布局：坚持“一核两商一流”战略定位，着力构建现代化产业体系，推动轨交产业持续升级、战新产业不断壮大、未来产业快速布局，全面打造轨道交通装备和清洁能源装备“双赛道双集群”产业发展新格局。

“一核两商一流”：以轨道交通装备为核心，具有全球竞争力的世界一流高端装备制造和系统解决方案提供商。

“一核三极多点”：以轨道交通装备为核心，风电装备、新能源客车、新材料为重要增长极以及若干业务增长点的业务结构。

图 3：中国中车“一核三极多点”业务结构



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

公司业务主要布局四大板块：铁路装备业务、城轨与城市基础设施业务、新产业业务和现代服务业务；其中铁路装备业务主要包括机车业务、动车组（含城际动车组）和客车业务、货车业务、轨道工程机械业务。

表 1：主要产品

产品结构	主要产品功能
动车组	主要包括时速 200 公里及以下、时速 200 公里-250 公里、时速 300 公里-350 公里及以上各类电动车组，内燃动车组，主要用于干线铁路和城际铁路客运服务；以“复兴号”为代表的系列动车组产品具有自主知识产权。
机车	主要包括最大牵引功率达 28800KW、最高时速达 200 公里的各种直流传动、交流传动电力机车和内燃机车，这些机车作为牵引动力主要用于干线铁路客运和货运服务。
客车	主要包括时速 120-160 公里座车、卧车、餐车、行李车、发电车、特种车、高原车及双层铁路客车等。
货车	主要包括各类铁路敞车、棚车、平车、罐车、漏斗车及其他特种货物运输货车，主要用于干线铁路或工矿企业货物运输。
城市轨道交通车辆	主要包括地铁车辆、轻轨车辆、市域（通勤）车辆、单轨车、磁浮车及有轨电车、电子导向胶轮车、自导向胶轮车等，主要用于城市内和市郊通勤客运服务。
机电	主要包括牵引电传动与网络控制系统、柴油机、制动系统、冷却与换热系统、列车运控系统、旅客信息系统、供电系统、

齿轮传动装置等。

主要包括风电整机及零部件（风力发电机、叶片、齿轮箱、塔筒、变频器、风电弹性支撑、风电超级电容等）、新材料（减振降噪材料、轻量化材料、膜材料、芳纶等），及新能源汽车电驱动系统、光伏、储能、氢能、环保、工业数字、重型机械、船舶海工等多产业整机、部件、零件产品。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

坚持科技自立自强，深化科创体系改革：强化科研能力建设，培育形成由工程院院士、中车科学家领衔的梯次化科技人才队伍，拥有 11 个国家级研发机构，18 家海外研发中心。公司推进重大产品研制，CR450 动车组创交会时速 891 公里的世界新纪录，全球首辆氢能智轨电车在马来西亚开启试跑，600 公里超长续航的全球首列氢能源市域列车成功发布，国内首套高温超导电动悬浮全要素试验系统首次悬浮运行。

图 4：全球首列氢能源智轨电车



资料来源：国务院国有资产监督管理委员会官网，天风证券研究所

图 5：国内首套高温超导电动悬浮全要素试验系统



资料来源：广州科普公众号，天风证券研究所

1.2. 盈利能力稳定，重视股东回报

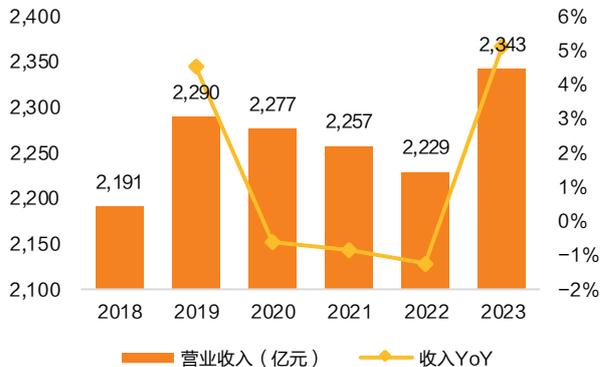
营收重回增长，利润同比持平：2023 年，公司实现营业收入 2,342.62 亿元，同比增幅为 5.08%，主要系铁路装备收入增长所致；归属于上市公司股东的净利润 117.12 亿元，同比增幅为 0.50%。

图 6：公司归母净利润情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

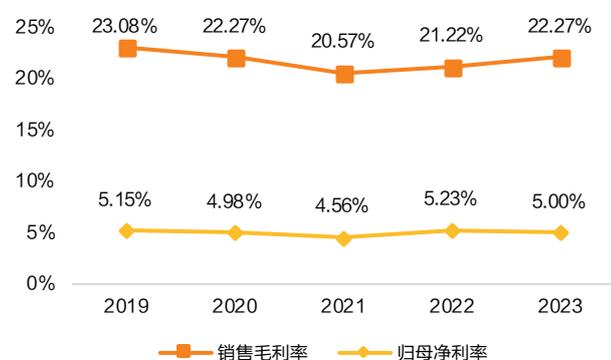
图 7：公司营业收入情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

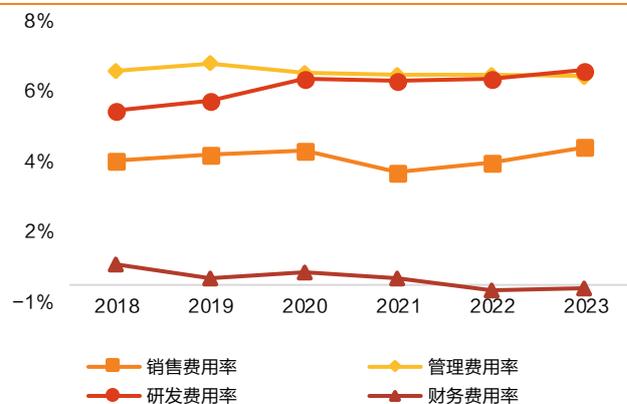
盈利能力稳定，研发费率逐年攀升：公司 2019-2023 年期间毛利率和净利率都维持稳定态势，盈利能力稳定；费用率曲线态势亦平缓稳定，研发费用率呈现增长趋势；23 年公司毛利率改善主要系因产品结构不同，使营业成本增长幅度略低于营业收入的增长幅度。

图 8：公司盈利能力情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：公司费用率情况

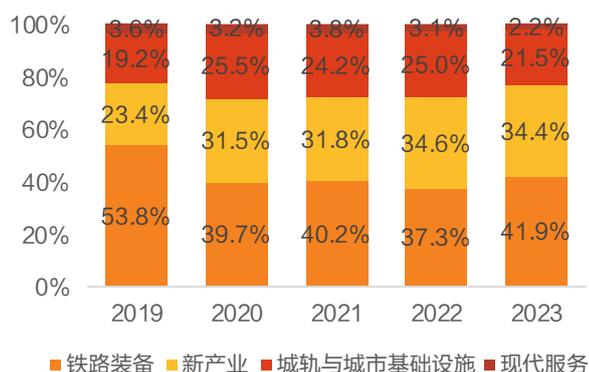


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 铁路装备回暖，维修增量可期

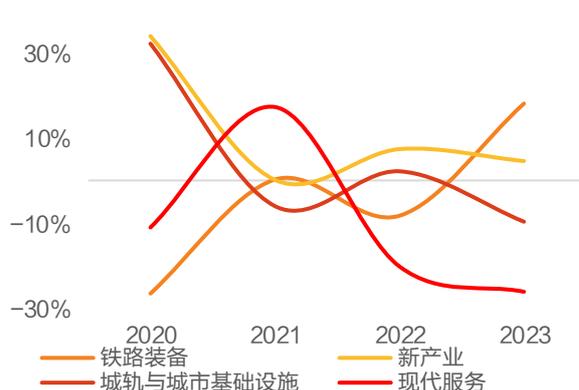
铁路装备营收回升，城轨营收同比下降：2023 年铁路装备业务营收同比增长 18.05%，主要是动车组和客车业务收入大幅度增长所致；城轨与城市基础设施业务营收同比减少 9.68%，主要是城市轨道交通车辆的收入减少所致；新产业业务营收同比增长 4.56%，主要是 23 年储能设备和通用零部件的收入增加所致；现代服务业务营收同比减少 26.12%，主要是 23 年物流业务规模减少所致。

图 10：主营业务营收占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

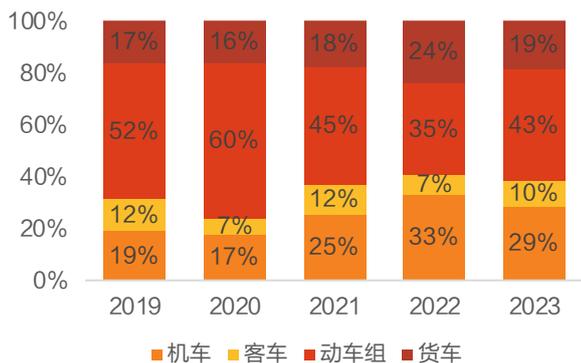
图 11：主营业务营收同比增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

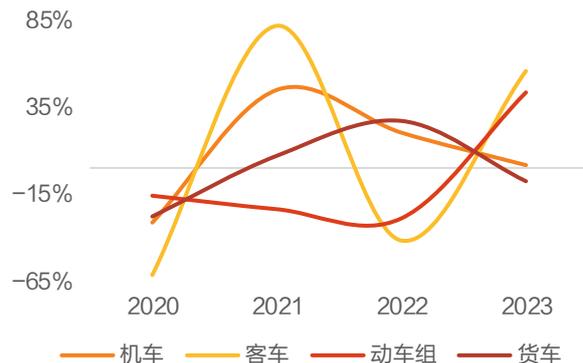
动车组营收占比位居首位，销量大幅回升：2023 年动车组和客车营业收入增长迅速，分别同比+43.4%和 55.7%，主要系销量大幅回升。

图 12：铁路装备各车型营收占比情况



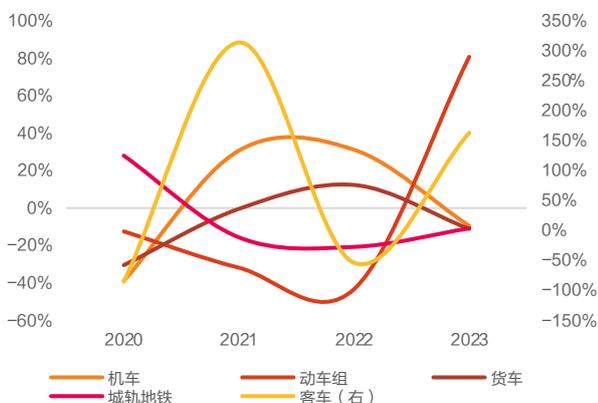
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：铁路装备各车型营收同比增速情况



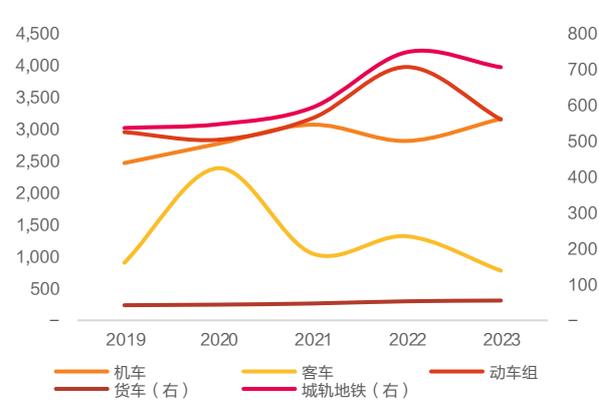
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：各车型销量变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

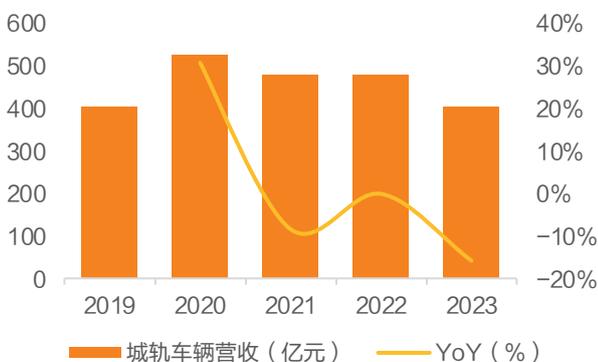
图 15：各车型单价变化情况 (万元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

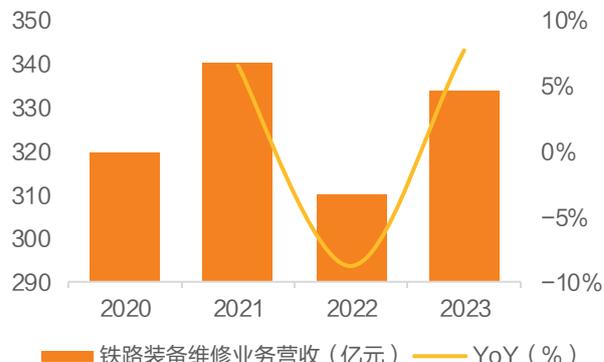
城轨车辆表现较弱，维修业务增量可期：2023 年城轨车辆业务占城轨与城市基础设施营收占比约 80%，受城轨投资弱势影响，城轨车辆营收连续三年负增长；我们认为随着存量动车组进入高级修维修周期，维修业务有望实现大幅增长。

图 16：城轨车辆营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

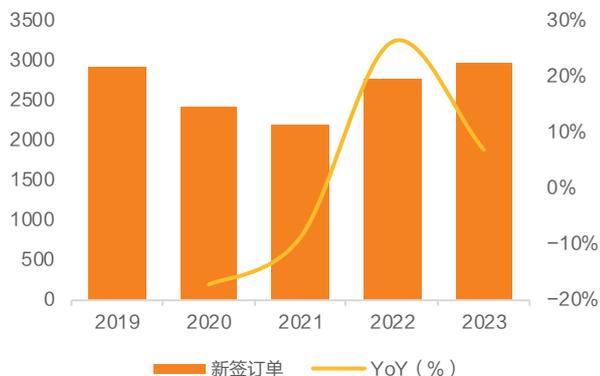
图 17：铁路装备维修业务营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

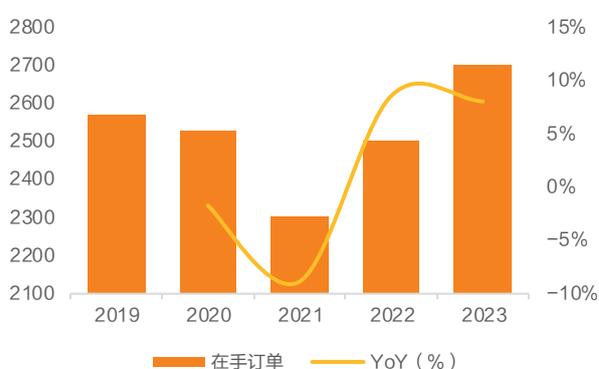
在手订单充足，连续两年增长：2023年，公司新签订单约2,986亿元，同比增长7.0%，其中国际业务新签订单约584亿元；2023年年末在手订单约2,703亿元，同比增长8.1%，其中国际业务在手订单约1,127亿元。

图 18：公司新签订单情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：公司在手订单情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 轨交设备：周期将至，政策加持

2.1. 政策规划：多重利好政策，加持轨交行业

多部门多频次发声：2024年以来，国家层面多个部门在不同文件或会议中提及轨交行业，主要涉及推动运输装备低碳转型并推动新一轮大规模设备更新，提高铁路承运比重，构建以铁路为主体绿色低碳经济物流网络，目标到2035年实现铁路货运周转量占比比例达25%左右。

表 2：2024 年轨交行业政策

时间	文件/会议	相关主要内容
2024.1.1	中共中央、国务院 《关于全面推进美丽中国建设的意见》	大力推进“公转铁”、“公转水”，加快铁路专用线建设，提升大宗货物清洁化运输水平。推进铁路场站、民用机场、港口码头、物流园区等绿色化改造和铁路电气化改造，推动超低和近零排放车辆规模化应用、非道路移动机械清洁低碳应用。 到 2027 年，老旧内燃机车基本淘汰；到 2035 年，铁路货运周转量占总周转量比例达到 25%左右。
2024.2.6	国家铁路局、国家发展改革委、生态环境部、交通运输部、国铁集团联合印发 《推动铁路行业低碳发展实施方案》	推动既有客站绿色改造，推进既有铁路电气化改造；推动运输装备低碳转型，加快机车更新换代，推动超低和近零排放车辆规模化应用，推进高耗能高排放机车新能源化提升替换，降低内燃机车排放水平；优化调整运输结构，提高铁路承运比重，加强铁路与其他运输方式衔接，大力推进多式联运发展。 明确到 2030 年，铁路单位运输工作量综合能耗和单位运输工作量二氧化碳排放较 2020 年下降 10%，铁路电气化率达到 78%以上，沿海港口重要港区铁路进港率达到 80%以上，电力机车占比力争达到 70%以上。
2024.2.23	中央财经委员会第四次会议	会议强调，实行大规模设备更新和消费品以旧换新，将有力促进投资和消费，既利当前、更利长远。降低全社会物流成本是提高经济运行效率的重要举措；优化运输结构，强化“公转铁”、“公转水”，深化综合交通运输体系改革，形成统一高效、竞争有序的物流市场。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

国务院提出明确目标，国铁集团强化落实力度：国家铁路局联合多部门印发《推动铁路行业低碳发展实施方案》提出 2030 年实现铁路电气化率达到 78%以上，沿海港口重要港区铁路进港率达到 80%以上，电力机车占比力争达到 70%以上的明确目标。

表 3：相关会议落实情况

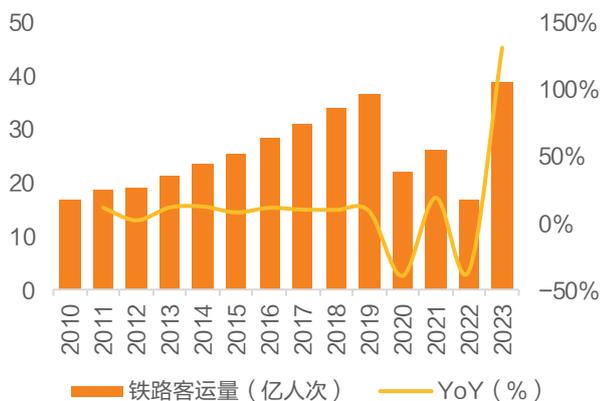
时间	会议	相关主要内容
2024.2.26	国铁集团党组会议	1) 落实“优化运输结构”的部署要求，强化“公转铁”落实力度，不断提升铁路货运的市场竞争力； 2) 落实“优化主干线大通道”的部署要求，进一步强化普速铁路、货运通道能力建设，加快推进联网补网强链工程，打通主要干线能力堵点和多式联运断点； 3) 落实“统筹规划物流枢纽”的部署要求，加大重点区域铁路专用线和物流基地建设力度； 4) 会议要求要认真落实中央财经委员会第四次会议对推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新作出的部署，结合铁路实际，扎实推动铁路生产设备、服务设备更新和技术改造，为促进投资和消费贡献铁路力量。
2024.2.28	国务院新闻办就交通运输高质量发展服务中国式现代化举行发布会	1) 进一步发挥铁路运输骨干作用：推进煤炭、矿石等大宗货物运输“公转铁”。加快铁路专用线建设，降低建设和使用成本，完善铁路集疏运系统。大力发展铁路集装箱运输，提高集装箱铁水联运比重； 2) 大力推广应用铁路新能源装备：制定内燃机车排放标准和管理办法，完善更新补贴政策，加快推动新能源机车推广应用，力争到 2027 年实现老旧内燃机车基本淘汰； 3) 推进铁路建造、运维全面绿色转型：提升铁路工程绿色建造水平，推动铁路运输组织、调度指挥智慧化，大力发展列车智能调度和编组技术，提升铁路运维管理、运营检修的数字化、智能化水平。
2024.3.7	国务院常务会议	印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》

资料来源：中国政府网，国铁集团官网，天风证券研究所

2.2. 资本开支：需求修复回暖，投资或将回升

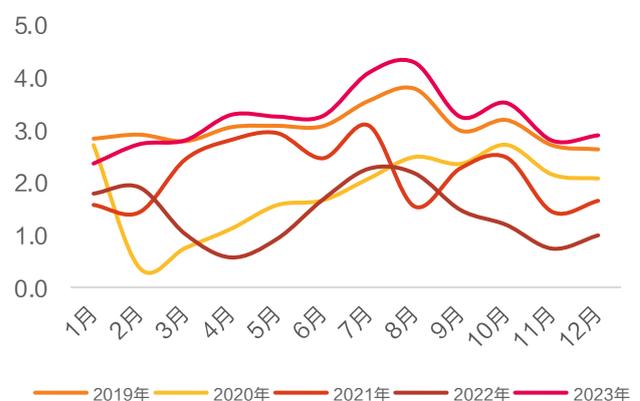
2023 年客运需求显著回升，超越 2019 年同期水平：2015-2019 年期间铁路客运量 CAGR $\approx 9.6\%$ ，保持平稳增长态势；2023 年全国铁路全年客运量达 38.5 亿人次，同比增长 130.4%；从 2023M3 开始，2023 年约铁路客运量均超 2019 年同期客运量，2023 年全年客运量相比 2019 年同期增长 5.3%。

图 20：2010-2023 年铁路客运量情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2019-2023 年铁路逐月客运量情况 (亿人次)



资料来源：Wind，天风证券研究所

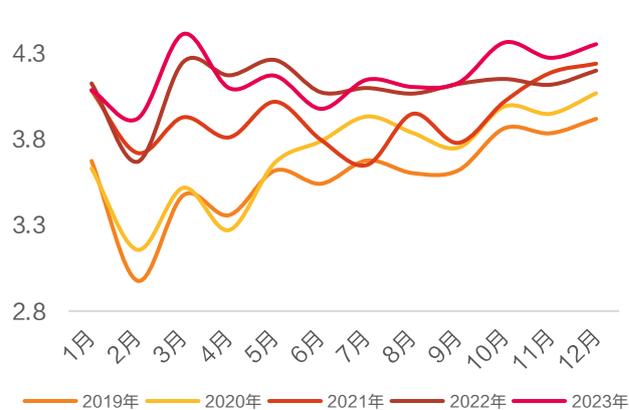
货运需求维持增长态势：全国铁路货运量实现 2017 年以来连续 7 年增长，期间 CAGR ≈ 5.2%，但增长速度呈现下滑趋势。

图 22：2010-2023 年铁路货运量情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：2019-2023 年铁路逐月货运量情况 (亿吨)



资料来源：Wind，天风证券研究所

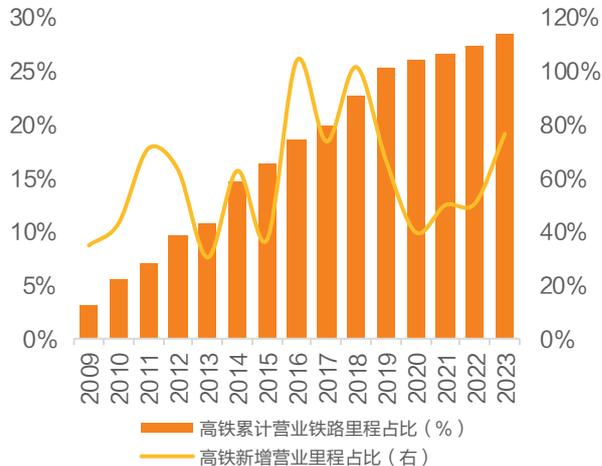
高铁新增里程回升，里程占比不断提升：2023 年，铁路新线里程增加 3637 公里，其中高铁 2776 公里，占比超过七成，高铁网持续延展。截至 24 年 1 月，国家《中长期铁路网规划》提出的“八纵八横”高速铁路主通道已建成投产 3.64 万公里，约占设计总规模的 80%。

图 24：高铁新增营业里程及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：高铁新增营业里程占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

固定资产投资回归正增：2023 年，国铁集团优质高效推进铁路建设，全国铁路完成固定资产投资 7645 亿元，同比增长 7.5%，结束 2020-2022 连续三年负增长阶段。

图 26：全国铁路固定资产投资情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

国铁集团经营改善，有望带动铁路投资：2023 年国家铁路完成运输总收入 9641 亿元、同比增长 39%，利润总额创历史最好水平。2023 年前三季度，国铁集团实现营业总收入 9080 亿元，同比增长 16.1%；实现净利润 121 亿元，同比大幅扭亏。国铁集团盈利状况改善叠加资产负债率下降，有望带动铁路投资活动。

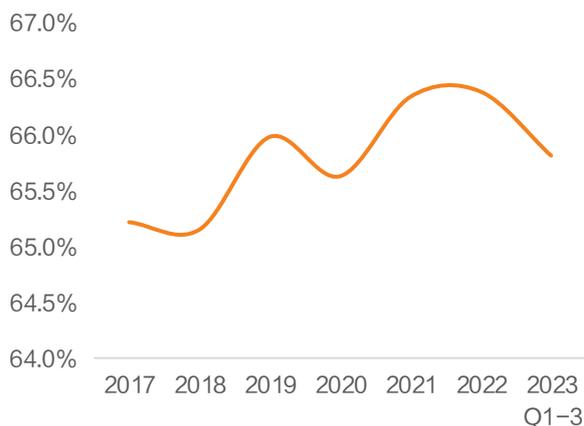
根据国铁集团工作会议，2024 年国家铁路将完成旅客发送量 38.55 亿人次，完成货物发送量 39.31 亿吨；投产新线 1000 公里以上；完成运输总收入 1 万亿元，同比增收 359 亿元、增长 3.7%。

图 27：国铁集团营业收入情况



资料来源：国铁集团年报，天风证券研究所

图 28：国铁集团资产负债率情况



资料来源：国铁集团年报，天风证券研究所

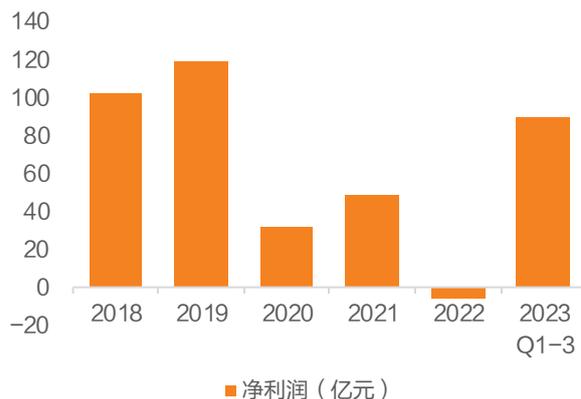
盈利情况扭亏为盈，有望加持铁路投资：国内客运形势向好，京沪高铁 23 年前三季度公司营业收入向好恢复，归母净利润较同期大幅增长，同比增加 87.65 亿元。

图 29：国铁集团净利润情况



资料来源：国铁集团年报，天风证券研究所

图 30：京沪高铁盈利情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

规划新增里程支撑中长期需求：截至 2023 年年底，我国高速铁路营业里程达 4.50 万公里，普速铁路营业里程达 11.35 万公里；根据《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，2025 年路网规模达到 16.5 万公里，高速铁路达 5 万公里，则 2024-25 年需新增高铁营业里程约 5000 公里，普速铁路营业里程约 1500 公里。

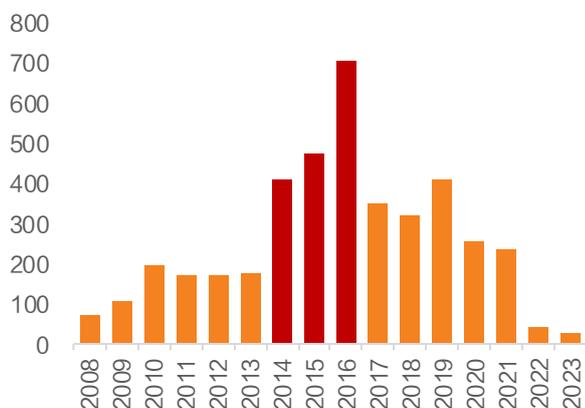
表 4：铁路规划投产时间表

分类	2023	2025E	2035E
路网里程 (万公里)	15.85	16.5	20.0
普速铁路 (万公里)	11.35	11.5	13.0
年均需求 (公里)		750 (24-25 年)	1500 (26-35 年)
高速铁路 (万公里)	4.50	5.0	7.0
年均需求 (公里)		2500 (24-25 年)	2000 (26-35 年)

资料来源：中国网，新华社，天风证券研究所

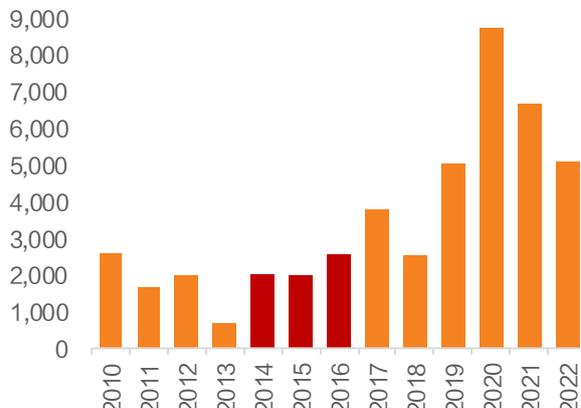
2.3. 更新替换：维修周期将至，关注维保增量

图 31：动车组新增量 (组)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：地铁新增配置车辆数 (建成, 辆)



资料来源：Wind，天风证券研究所

轨交设备即将进入维修替换高峰期：中国动车组列车和地铁车辆都在 2014 年开始进入加速配置，随着动车组拥有量增长和服役年限增长，将存在大量高铁逐步进入维修期，或将推动高铁设备行业维修替换需求。

表 5：不同铁路动车/地铁车辆零部件维修替换周期统计

产品系统分类	产品名称	铁路动车维修替换周期	地铁车辆维修替换周期
车身系统	门系统	每 6-8 年更新 30%-40%	每 5-8 年更新 30%-40%
	空调	每 5 年维修一次	每 3-5 年维修一次
	座椅	每 5-7 年维修	每 5-7 年维修
	给水卫生系统	每 6 年更新 20%	-
电气系统	辅助电源	6 年更换一次	10 年以上
	电缆	20 年以上	20 年以上
	连接器	每 6-8 年更换一次	每 8-10 年更换一次
	受电弓滑板	每 1 年换六次	每 1 年换四次
牵引系统	牵引系统	每 6 年更换 40%	每 6 年更换 40%
控制系统	列车控制系统	每 8-10 年更新升级	每 8-10 年更换升级
	刹车片	每 1 年换 2.5 次	每 1 年换 1.2 次
	车轴	8 年更换一次	8 年更换一次
转向系统	车轮	每 2-3 年更换一次	每 4 年更换一次
	齿轮箱	每 5-7 年维修一次	每 5-7 年维修一次
	齿轮箱	每 5-7 年维修一次	每 5-7 年维修一次

资料来源：智研咨询，天风证券研究所

动车组维修分为日常维修和高级维修，中国中车或将受益于高级维修：根据国铁集团的《铁路动车组运用维修规程》，动车组以里程周期为主，时间期为辅进行检修。动车组维修共五级，其中一、二级为日常维修，在动车所内进行；三、四、五级为高级修，需返厂维修；检修周期分别为 120 万公里、240 万公里、480 万公里，或 3 年、6 年、12 年。**目前三级修已基本实现由铁路局动车段承担，四级修由动车段和中车动车组造修企业共同承担，五级修全部由中车动车组造修企业承担。**

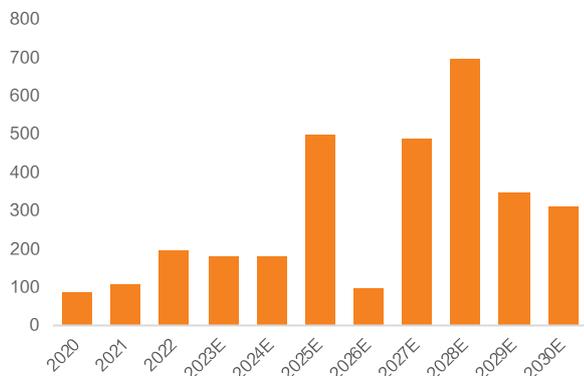
表 6：动车组检修周期

车型	一级检修	二级检修	三级检修	四级检修	五级检修
CRH1A/CRH1B/CRH1E	≤(4000+400)km 或运用 48 h	另行公布	(120±10)万 km 或 3 年	(240±10)万 km 或 6 年	(480±10)万 km 或 12 年
CRH5A	≤(5000+500)km 或运用 48 h	另行公布	(120±12)万 km 或 3 年	(240±12)万 km 或 6 年	(480±12)万 km 或 12 年
CRH3C/CRH380B/ CRH380BL/CRH380CL	≤(4000+400)km 或运用 48 h	另行公布	(120±12)万 km 或 3 年	(240±12)万 km 或 6 年	(480±12)万 km 或 12 年
CRH2A/CRH2A 统/ CRH2B/CRH2E/CRH2C/ CRH380A/CRH380AL	≤(4000+400)km 或运用 48 h	另行公布	55-62.5 万 km 或 1.5 年	110-125 万 km 或 1.5 年	(240±10)万 km 或 6 年

资料来源：《动车组运用与管理》_朱喜峰等，天风证券研究所

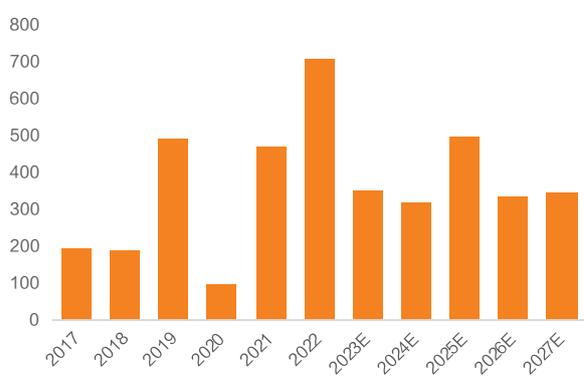
动车组或将进入高级修维保周期：动车组四级修在 2019 年进入密集检修阶段，2023-2027 年维保需求有望集中释放，每年平均有 370 组左右需要四级维修；动车组五级修有望在 2025-2030 年需求集中释放，每年平均约有 400 组五级修车辆。

图 33：2020-2030 年中国动车组五级维修数量预测情况（组）



资料来源：观研天下，天风证券研究所

图 34：2017-2027 年中国动车组四级维修数量预测情况（组）

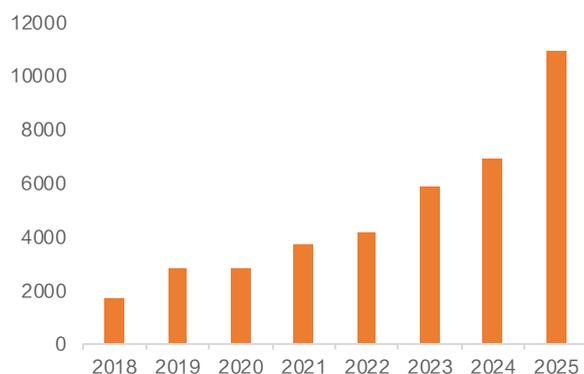


资料来源：观研天下，天风证券研究所

高级维修为维保市场打开新的增长空间：长期来看，随着轨道交通市场有序恢复，其维保行业规模增长空间明确。根据中国中车公告，四、五级维修费用约为动车组新车成本的 10% 和 20%，假设动车每辆为 2700 万元/辆，8 辆动车为一组，则 2018-2021 年四、五级修市场规模年均 97.7 亿元，预计 2022-2025 年将超过 200 亿元，2022-2025 年动车组四、五级修市场规模累计有望超过 800 亿，动车高级修已进入新的阶段。

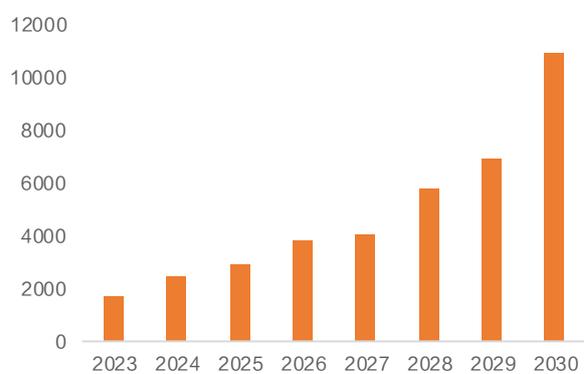
城轨车辆陆续进入架修、大修周期：根据《中华人民共和国国家标准：地铁设计规范》，城轨维修周期可分为架修及大修，检修周期分别为 60 万公里/5 年、120 万公里/10 年。根据 2010-2021 年城轨车辆新增量及维修周期测算，2021-2025 年架修车辆年复合增长率约 31%，为架修的密集周期；2023-2030 年大修车辆从 1755 辆增长至 11232 辆，年复合增长率为 30.4%。

图 35：2018-2025 年城轨架修车辆情况（辆）



资料来源：观研报告网，天风证券研究所

图 36：2023-2030 年城轨大修车辆情况（辆）



资料来源：观研报告网，天风证券研究所

老旧燃油机车存在更新替换需求:《关于全面推进美丽中国建设的意见》指出,到2027年,老旧内燃机车基本淘汰;《推动铁路行业低碳发展实施方案》明确到2030年电力机车占比力争达到70%以上,因此老旧燃油机车存在更新替换需求。

根据国铁集团,截至2023年底,全国铁路机车拥有量为2.24万台,其中内燃机车0.78万台,占34.7%;根据中国中车2023年年报,机车平均售价为3169万元/台,因此我们测算老旧燃油车更新替换累计市场规模为:

表 7: 老旧燃油车更新替换市场规模(亿元)敏感性分析

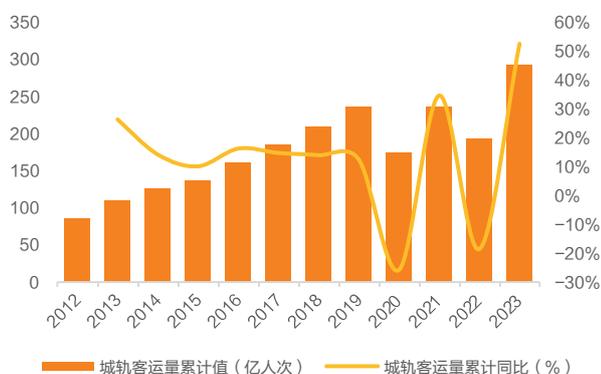
单价(万元)/替换率	30%	40%	50%	60%	70%
2400	562	749	936	1123	1310
2600	608	811	1014	1217	1420
2800	655	874	1092	1310	1529
3000	702	936	1170	1404	1638
3200	749	998	1248	1498	1747

资料来源:国铁集团官网,中国中车公告,天风证券研究所

2.4. 城轨市场: 客运需求回升, 都市圈促发展

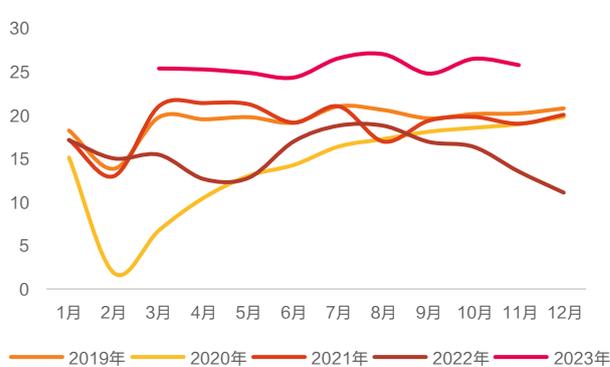
运营规模持续扩大, 客运需求大幅回升:2023年全年累计完成客运量294.66亿人次,同比增长52.66%,总客运周转量为2450.53亿人次公里,同比增长54.67%;日均客运量突破8000万人次大关,创历史新高;2023年较2022年同期相比全年客运水平整体提升。

图 37: 2012-2023 年城轨客运情况



资料来源: Wind, 中国城市轨道交通协会, 天风证券研究所

图 38: 2019-2023 年城轨单月客运情况 (亿人次)

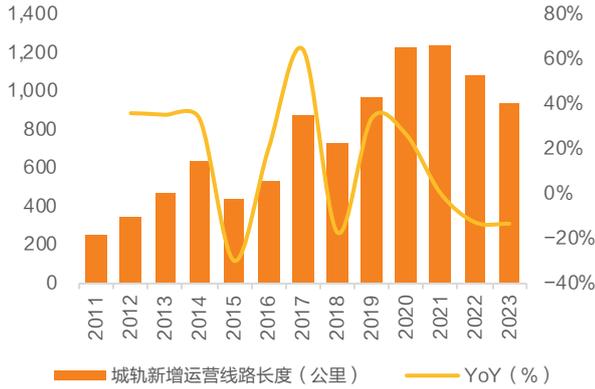


资料来源: Wind, 天风证券研究所

城轨投资连续三年回落:2023年在建线路总长度5671.65公里,在建项目的可研批复投资累计43011.21亿元,2023年全年共完成建设投资5214.03亿元,同比下降4.22%,连续三年下滑;全年完成车辆购置投资共计283.72亿元,同比增加12.96%。截至2023年底,城轨在实施的建设规划线路总长6118.62公里。

城轨建设进入平稳期:据中国城市轨道交通协会,截至2023年底,城轨运营线路总长度达11224.54公里,预计未来24-25年新投运线路与2023年基本持平,“十四五”末城轨交通投运线路总规模趋近13000公里。

图 39：城轨新增运营线路长度情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

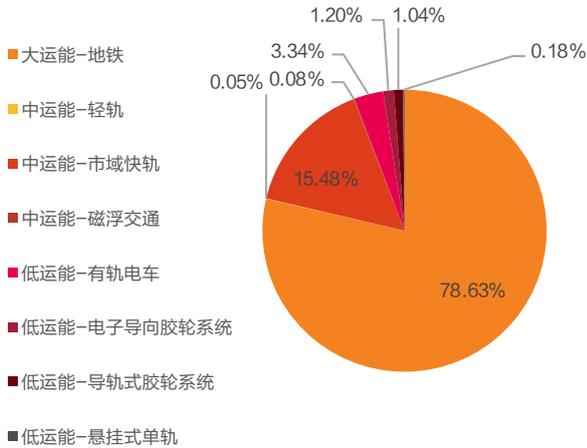
图 40：城轨年度完成投资及在建线路长度情况



资料来源：中国城市轨道交通协会，天风证券研究所

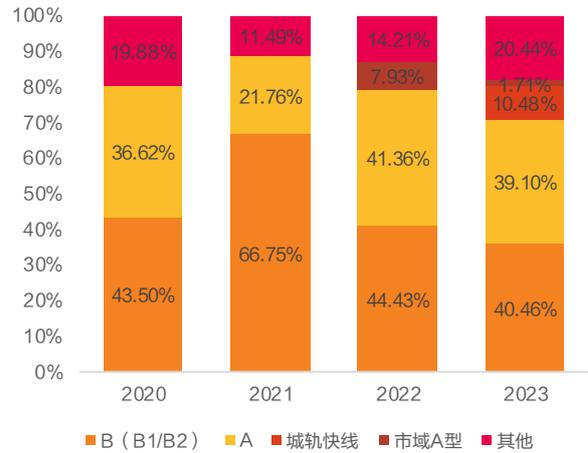
大/中运能系统稳扎稳打，低运能系统蓄势待发：截至 2023 年底，从在建线路运输能力看，大运能系统（地铁）占比为 78.63%；随着新型低运能系统如电子导向胶轮系统、导轨式胶轮系统在各地的落地实施和推广应用，低运能系统占比呈平缓上升趋势。

图 41：2023 年轨交在建线路制式结构



资料来源：中国城市轨道交通协会，天风证券研究所

图 42：2020 年至 2023 年城轨车辆市场对比

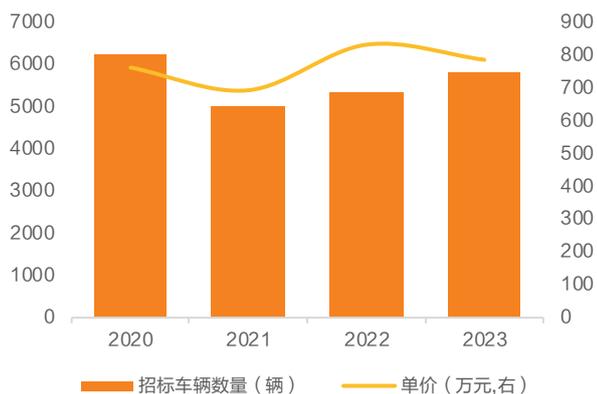


资料来源：RT 轨道交通公众号，天风证券研究所

中标数据量价齐升：根据 RT 轨道交通统计数据显示，从中标车辆数量来看，2023 年城轨车辆需求较 2022 年略有上涨，中标金额的增幅达 3.1%。

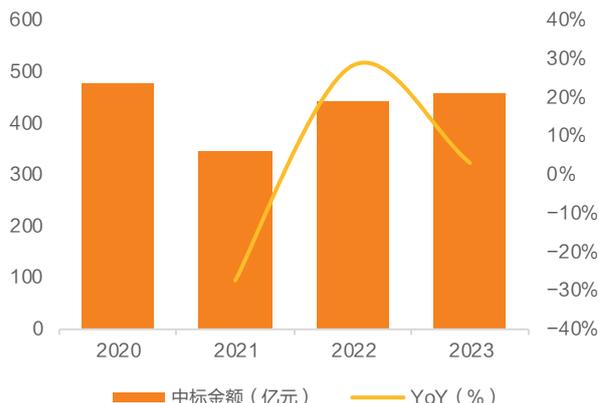
车辆招标或有提升：据 RT 轨道交通不完全统计预测，2024 年预计有 48 条线路将进行车辆的招标，共计线路长度将达到 1230.58 公里，线路建设总投资额达到 7731.75 亿元。如不考虑其他因素，按照车辆投资一般占城轨建设总投资额的 8%来测算，预计 2024 年城轨车辆招标总额将为 618.5 亿元，总体水平将优于 2023 年。

图 43：2020-2023 年城轨车辆中标数量和价格情况



资料来源：RT 轨道交通公众号，天风证券研究所

图 44：2020-2023 年城轨车辆中标总金额情况



资料来源：RT 轨道交通公众号，天风证券研究所

都市圈带动发展，区域效应显现：从 2021 年开始，国家发改委先后批复了南京、福州、成都、长株潭、西安、重庆和武汉等 7 个国家级都市圈；2023 年，国家级都市圈快速扩容，沈阳、杭州、郑州、广州、深圳、青岛和济南等 7 个都市圈获批；国家级都市圈扩容有望带动城轨交通发展。根据城市轨道交通协会不完全统计，2023 年有 5 个城市新一轮交通建设规划或建设规划方案获批，共涉及新增建设规划线路长度约 550 公里，新增项目计划投资额约 4500 亿元，同比增加超 30%。

表 8：首批国家级都市圈轨道交通规划情况

城市	规划
南京	“十四五”期间规划新建改建铁路约 422 公里，到 2025 年，南京铁路运营里程将达到 510 公里，其中高速铁路 268 公里；到 2030 年，南京铁路运营里程将达到 840 公里，其中高速铁路约 600 公里，彻底实现南京与省内设区市 1.5 小时高铁通达，进一步凸显了南京铁路枢纽辐射中心功能。
西安	2025 年年底，西安市轨道交通运营线路将达到 12 条，开通里程 422 公里，轨道交通对全市公共交通分担率将达到 60%，努力建成“轨道上的西安都市圈”。
重庆	《重庆市城市轨道交通建设“十四五”规划(2021-2025 年)》提出将加速 7 条线路建设，计划新开工 8 条线路，开展 15 条轨道交通线路前期研究；到 2025 年，重庆轨道交通力争实现运营及在建里程“1000+”。
成都	预计至“十四五”末，全市轨道交通建成运营里程将达到 800 公里以上；力争到 2025 年实现轨道交通在建及运营里程达到 850 公里以上。
长株潭	按照长株潭都市圈发展规划关于构建多层次轨道交通的总体设计，到 2027 年，长株潭都市圈轨道交通总规模将达到 1460 公里左右，覆盖所有 10 万人以上重点片区。
福州	根据《福州市综合立体交通发展战略规划(2021-2035)》，至 2035 年，福州将投资约 4000 亿元，建成“轨道上的枢纽群”，轨道交通总里程突破 1300 公里，其中高快速铁路里程 600 公里、城市和市域轨道交通里程达 600 公里。
武汉	2025 年，城市轨道交通运营里程达到 600 公里，公共交通占机动化分担率超过 62%。

资料来源：轨道科技网、南京交通公众号等，天风证券研究所

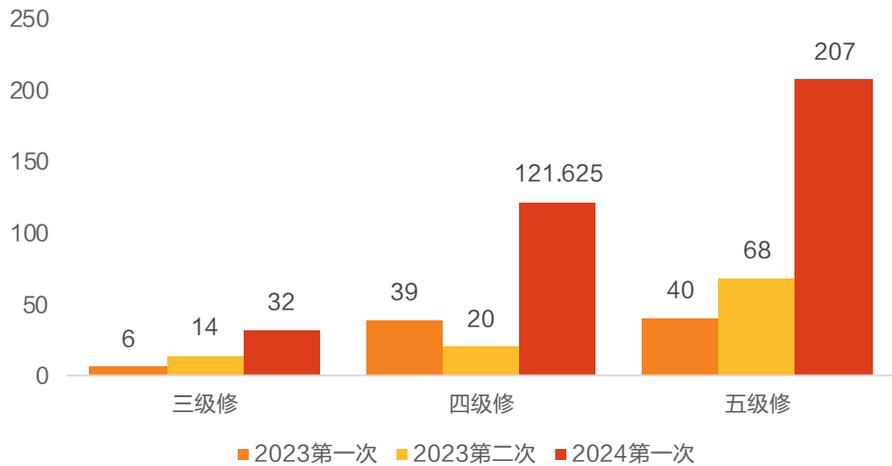
3. 逻辑聚焦：维修周期需求释放，国际市场空间广阔

3.1. 轨交后服务周期，高级修需求释放

动车组高级修数量开始放量：2024年初至3月4日，国铁采购平台数据共发布了30条“高级修”项目公告；其中2024年动车组高级修第一次采购项目共招标约360组，按照动车组数量口径计算，五级修占比为57.4%。

根据ST华铁旗下子公司业务负责人，动车运行时间越长维保叠加量越大，和谐号目前保有量是CRH380为主，该批车投运时间是2010-2015年，2020年前后已经进入维保高峰期了；五级修需求近年来陆续释放，**预计2024年是四级修和五级修的大年。**

图 45：2023-2024 年部分动车组高级修招标项目情况（组）



资料来源：RT 轨道交通公众号，天风证券研究所

中国中车超百亿维修订单或传递信号：根据公司公告，2023年12月到2024年3月期间，公司下属动车企业与中国国家铁路集团有限公司下属各路局公司分别签订了总计约147.8亿元人民币的动车组高级修合同（2023年两次公告披露高级修合同金额分别为70.1亿元和72.7亿元）。

表 9：2023 年部分高级修招标成交结果

型号	修程	数量（组）	成交供应商
2023 年动车组高级修第一次公开竞争性谈判采购项目			
CRH380D	三级修	6	青岛四方阿尔斯通铁路运输装备有限公司
CRH1A-A	四级修	10	青岛四方阿尔斯通铁路运输装备有限公司
CRH2A	四级修	13	中车青岛四方机车车辆股份有限公司
CRH3A	四级修	8	中车长春轨道客车股份有限公司/中车唐山机车车辆有限公司
CR400BF-A	四级修	8	中车唐山机车车辆有限公司
CRH380B	五级修	40	中车长春轨道客车股份有限公司
2023 年动车组高级修第二次公开竞争性谈判采购项目			
CRH2E	三级修	2	中车青岛四方机车车辆股份有限公司
CRH380D	三级修	12	青岛四方阿尔斯通铁路运输装备有限公司
CRH1A-A	四级修	2	青岛四方阿尔斯通铁路运输装备有限公司
CRH2A	四级修	7	中车青岛四方机车车辆股份有限公司

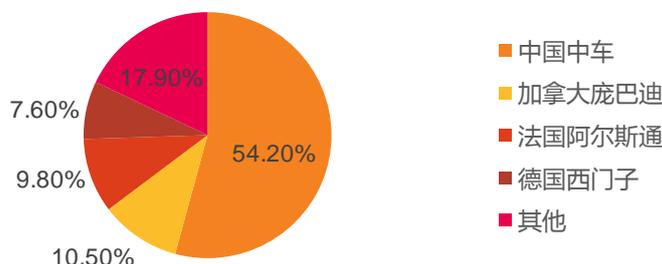
CRH3A	四级修	10	中车长春轨道客车股份有限公司
CRH3A	四级修	1	中车唐山机车车辆有限公司
CRH380B	五级修	68	中车长春轨道客车股份有限公司/中车唐山机车车辆有限公司

资料来源：RT 轨道交通公众号，天风证券研究所

3.2. 坚持全球化布局，提升欧亚影响力

中国中车占据主导地位，产品力奠定国际化基础：根据华经产业研究院，2021 年中国中车在全球市场占有率超过 50%，加拿大庞巴迪、法国阿尔斯通和德国西门子市场份额合计为 27.9%。

图 46：2021 年全球轨交设备竞争格局



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

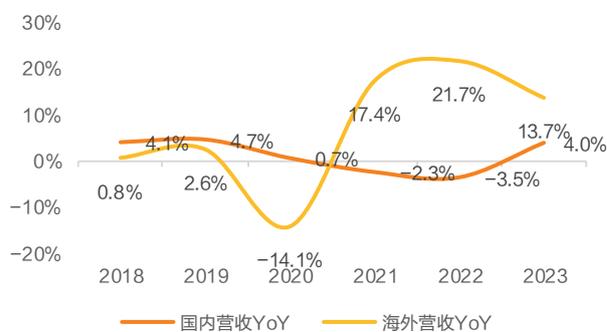
坚持国际化道路，拓宽国际市场：中国中车坚持走国际化道路，以“一带一路”基础设施互联互通和国际产能合作为契机，紧抓多双边区域投资贸易合作新趋势，努力拓宽国际市场空间，积极应对全球化新常态、行业竞争加剧等挑战，全力推动“一核三极多点”业务全产业链“走出去”，打造受人尊敬的国际化公司，实现了国际化经营转型升级和稳步健康发展。

图 47：海外营收情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 48：国内/海外营收增速情况

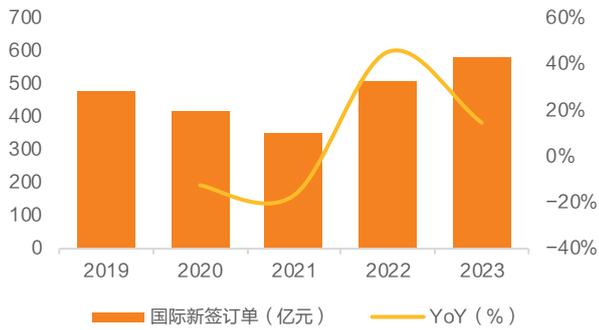


资料来源：Wind，天风证券研究所

轨道交通出口业务持续巩固：公司海外营收高速增长，2021-2023 年连续三年实现两位数同比增长，海外业务占比不断提升，从 2020 年 7.5%提升到 2023 年 11.8%；2023 年海外新

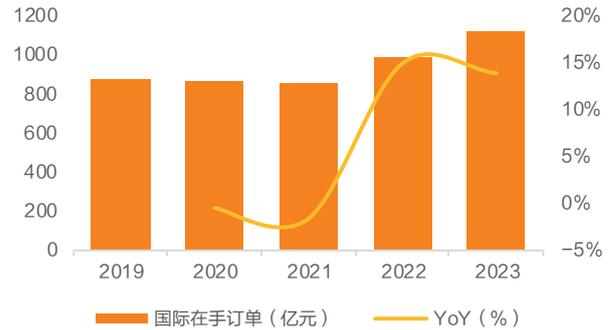
签订单创近 7 年来海外签约额最高值。

图 49：公司国际新签订单情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 50：公司国际在手订单情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

持续创新国际业务商业模式：按照“整机带动部件、制造带动服务、轨道交通带动战略新兴、总包带动产业链”原则，发挥优势企业牵引带动作用，不断扩大海外经营规模 and 市场份额。公司具有轨道交通特色的系统解决方案在全球逐步获得认可与落地，实现国际市场可持续拓展。

表 10：中国中车 2023 年高价值量海外订单

序号	事件
1	2023 年 1 月 4 日，中国中车旗下的中车资阳机车有限公司与土库曼斯坦铁路用户通过线上签署价值高达 3000 余万美元的机车备件合同；是中土两国建交 31 周年以来双方签订的最大一笔机车备件合同。
2	2023 年 1 月 13 日，中车大连公司与中国山东高速国际经济合作有限公司签订了刚果（金）5 台干线机车设计制造供货及服务合同，实现了刚果（金）市场的成功复签。
3	2023 年 2 月 17 日，中车资阳宣布与刚果民主共和国签署了 6 台窄轨交流传动内燃机车设计制造及 10 年维保服务合同；这是我国交流传动内燃机车首次出口中非地区。
4	2023 年 5 月 9 日，中车株机子公司福斯罗机车与德国杜伊斯堡物流公司签署一项意向书（LOI），将于 2025 年向客户交付最多 2 台 Modula EBB 型氢动力调车机车。
5	2023 年 6 月 14 日，新加坡陆路交通管理局（LTA）已将为跨岛线（CRL）提供 44 列 6 编组新车的合同授予中车四方，合同价值 5.89 亿新元（4.39 亿美元），预计将于 2027 年开始逐步交付。
6	澳大利亚谷物有限公司 CBH 已与中车眉山公司达成协议，购买 200 辆标轨粮食漏斗车和 450 辆窄轨粮食漏斗车；将从 2024 年 9 月开始分 7 批交付给 CBH，最后一批预计将于 2025 年 6 月交付和验收。
7	中车全资子公司马来西亚中车轨道交通装备有限公司与马来西亚交通部签订约 7.1 亿元人民币的电动车组销售合同。
8	中车四方和智利特蒙英撒组成的联合体中标智利国家铁路公司历史上最大的车辆招标项目（32 列电动车组），合同约 1.71 亿美元。
9	2023 年 10 月 17 日，中国中车与哈萨克斯坦铁路国有股份公司签署了合作框架协议，哈萨克斯坦将从中国中车采购 200 台机车。
10	2023 年 11 月，阿根廷国家铁路客运公司和基础设施公司与中国中车在阿根廷正式签订 50 列内燃动车组合同，并进一步确认布宜诺斯艾利斯市城际铁路圣马丁线 24 台机车维保项目合同。
11	2023 年 11 月，中车齐车与澳大利亚力拓公司在珀斯举行车辆采购项目长期框架协议签约仪式，签订第一批 120 辆矿车合同。
12	阿根廷国家客运铁路公司 SOFSE 宣布将布宜诺斯艾利斯市圣马丁线 24 台中车戚机制造的 SDD7 机车的维保项目授予中国中车。
13	2023 年 12 月 15 日，新加坡地铁公司（SMRT）宣布，将与新加坡陆路交通管理局（LTA）和中车四方进行密切合作，对拥有 37 年历史的碧山车厂（BSD）进行升级改造，提高维护效率和检修能力，成为地铁重型维修设施的典范。

资料来源：蔚蓝轨迹 Rail 公众号，天风证券研究所

雅万高铁成功开通，动车组出海实现 0-1：2023 年 10 月雅万高铁投入商业运营，标志着中国高铁首次全系统、全要素、全产业链在海外落地。雅万高铁是东南亚第一条高铁，实现了中国高速动车组出口国外第一单，由中国中车旗下的四方股份公司完成。随后，中国

中车斩获匈塞铁路项目订单，标志着中国高铁动车组即将进入轨道交通标准最高、要求最严的欧洲市场。

图 51：雅万高铁情况



资料来源：人民铁道公众号，天风证券研究所

图 52：首列出口欧盟城轨列车——葡萄牙波尔图地铁



资料来源：中国经济时报公众号，天风证券研究所

“一带一路”建设再接再厉：中老铁路持续安全运营，快捷舒适的“澜沧号”成为老挝当地民众的出行首选；公司于 2023 年 10 月份“一带一路”高峰论坛期间，签署塞尔维亚高速动车组车辆采购商务合同，标志着中国高端轨道交通装备“走出去”的重大突破。

图 53：中国中车与哈萨克斯坦国铁公司签署了合作框架协议



资料来源：蔚蓝轨迹 Rail 公众号，天风证券研究所

图 54：哈萨克斯坦主权财富基金与中国中车签署战略合作协议

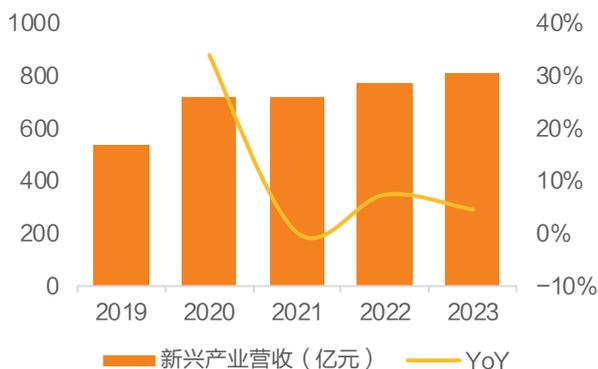


资料来源：蔚蓝轨迹 Rail 公众号，天风证券研究所

3.3. 培育新质生产力，开拓增长新引擎

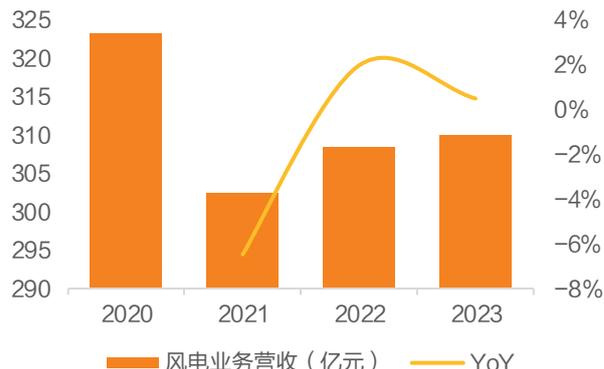
发挥技术优势，建设清洁能源装备产业集群：按照“相关多元、高端定位、行业领先”原则，强化资源配置，发挥核心技术优势，建设清洁能源装备产业集群；已形成以风电装备、新材料等业务为重要增长极，新产业稳步发展，已成为公司业务的重要组成部分。

图 55: 新兴产业营收营收情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 56: 风电业务营收情况

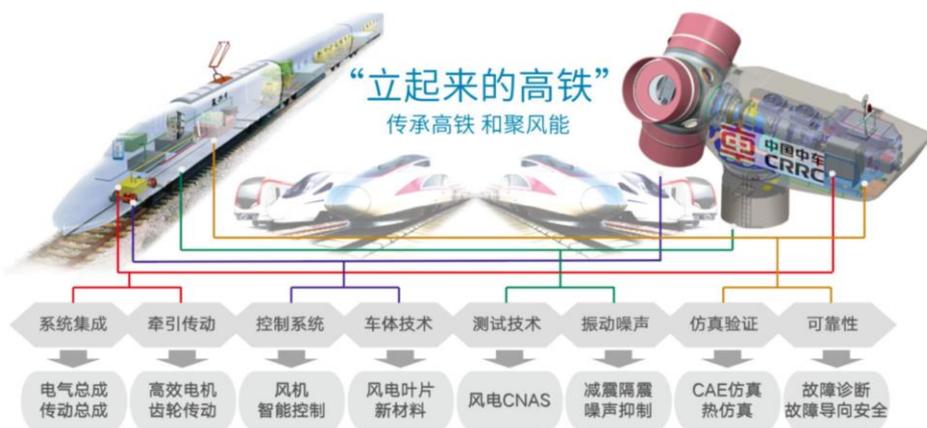


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

风电全产业链优势，打造“第二张名片”：作为中国最早进入风电行业的企业之一，中国中车风电和高铁的主传动、电气总成等核心技术同源，并同时起步。目前形成了从发电机、叶片、塔筒、齿轮箱、变频器、超级电容、变桨系统等核心部件，到资源开发、项目EPC、整机制造、智能运维等风电全产业链优势，正致力于将被誉为“立起来的高铁”——风电装备打造成“第二张名片”。

2021年，中车风电发电机销量排名国内第一，叶片销量排名国内第二，塔筒销量排名国内第三，风电整机陆上新增装机排名国内第四。

图 57: 风电与高铁技术同源示意图



资料来源: 中国中车公众号, 天风证券研究所

技术同源，构筑双赛道双集群绿色发展新格局：面对“后平价时代”，中国中车统筹多种资源协调开发、科学配置，发挥新能源富集地区优势，不断探索风光储氢多能互补的融合发展，不断以技术的创新突破支撑“高质量跃升发展”。

图 58：10MW 级别陆上大功率风力发电机组整机产品



资料来源：中国中车公众号，天风证券研究所

图 59：20MW 漂浮式风电机组

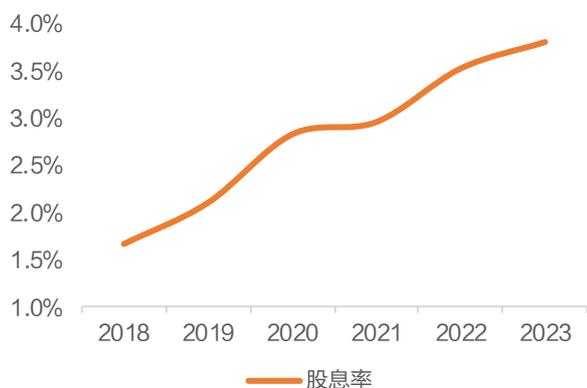


资料来源：每日风电公众号，天风证券研究所

3.4. 高股息红利资产，估值性价比凸显

分红率稳步提升，重视股东回报：公司股息率 2018-2023 年呈现波动上升趋势，分红率亦从 2019 年 36.5% 提升到 2023 年 49%，重视股东回报，充分保护中小投资者合法权益。

图 60：公司股息率情况



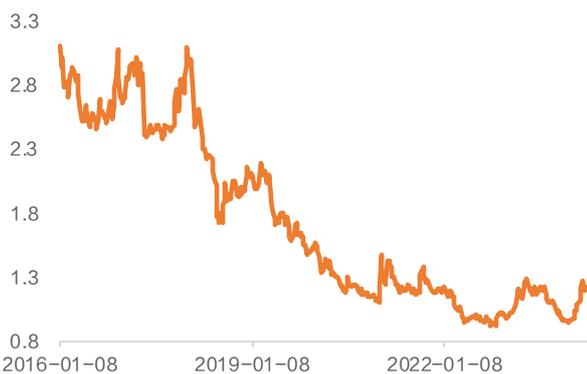
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 61：公司分红率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 62：市净率 (MRQ) 情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 63：市盈率 (TTM) 情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 盈利预测

1. 铁路装备：

铁路装备或将受益于铁路固定资产投资回升及更新维修需求释放，叠加设备更新政策加持；因此我们预计公司 2024-2026 年铁路装备业务营收增速为 10.0%/10.0%/7.5%；因公司铁路装备产品较为成熟，我们预计 2024-2026 年铁路装备业务毛利率维持 25%。

2. 城轨与城市基础设施：

城市轨道交通固定资产投资已经在 2021-2023 年连续三年下降，中国城市轨道交通协会预计未来 24-25 年新投运线路与 2023 年基本持平；因此我们预计公司 2024-2026 年城轨与城市基础设施业务营收增速为 5.0%/7.5%/7.5%，预计 2024-2026 年城轨与城市基础设施业务毛利率保持逐年上升趋势，分别为 21.5%/21.8%/22.0%。

3. 新产业：

公司新产业涉及方向较多且多为具有一定成长性，因此我们预计公司新产业业务营收增速和毛利率从 2024 年开始都呈现逐年上升趋势，2024-2026 年该板块营收增速预计为 5.0%/7.5%/10.0%，毛利率对应为 19.0%/19.5%/20.0%。

4. 现代服务：

我们预计公司现代服务 2024-2026 年该板块营收增速预计为 5.0%/5.0%/5.0%，毛利率维持 23.5%水平。

综上所述，我们预计公司 2024-2026 年实现营收分别为 2508.8/2722.7/2948.2 亿元，对归母净利润分别为 126.8/140.3/165.4 亿元。

表 11：业绩预测情况

	2022	2023	2024	2025	2026
总营收（亿元）	2,229.4	2,342.6	2508.8	2722.7	2948.2
YoY	-1.2%	5.1%	7.1%	8.5%	8.3%
毛利率	21.2%	22.3%	22.2%	22.5%	22.7%
铁路装备					
营收（亿元）	831.8	981.9	1080.1	1188.1	1277.2
YoY	-8.3%	18.0%	10.0%	10.0%	7.5%
毛利率	24.5%	25.3%	25%	25%	25%
城轨与城市基础设施					
营收（亿元）	557.3	503.3	528.5	568.1	610.8
YoY	2.2%	-9.7%	5.0%	7.5%	7.5%
毛利率	20.7%	21.3%	21.5%	21.8%	22.0%
新产业					
营收（亿元）	771.1	806.2	846.6	910.0	1,001.0
YoY	7.4%	4.6%	5.0%	7.5%	10.0%
毛利率	17.6%	19.1%	19%	19.50%	20%
现代服务					
营收（亿元）	69.2	51.1	53.7	56.4	59.2
YoY	-20.2%	-26.1%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	25.7%	23.5%	23.50%	23.50%	23.50%

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

1) 战略风险

随着国铁运输改革的持续深化，用户对产品和技术均提出了基于效益的更高层面要求，全寿命周期、全产业链、全成本要素的综合要求以及标准化、平台化、智能化的产品要求都在不断升级，铁路修程修制改革，动车组高级修、客车厂修检修周期延长，对动车组“检修+服务”带来挑战。城际铁路公司已倾向于市域铁路模式替代城际铁路建设模式。国家对基础设施建设出台了一系列的政策文件，主要目的是规范基础设施领域投资行为，化解地方政府债务风险，推动实现高质量发展,对我国城市轨道交通发展影响较大。

2) 市场风险

轨道交通装备市场、干线铁路建设、铁路运营权全面放开，社会资本投资轨道交通装备领域的意愿明显增强，国资、民资、外资企业纷纷进军轨道交通领域，跨界竞争成为常态，行业竞争更加激烈。新技术新业态的蓬勃发展，国内铁路客货运输在市场意识、服务意识、创新意识方面不断优化，市场需求可能出现结构性调整。此外，国内有的企业在轨道交通整车和零部件业务进行布局并获得订单，对中车核心业务发展将造成一定影响。另外，公司在风电整机方面面临激烈的市场竞争。

3) 汇率风险

随着国际化经营步伐加快，公司产品出口、境外投资、并购等经营活动不断增多，可能因汇率波动引发各种风险。如：国际金融环境动荡，DLS 项目（境外“系统+”）回款周期长，汇率走势难以预测，可能发生汇兑损失；部分境外产品项目以小币种结算，难以实现汇率风险自然对冲；部分项目收汇时间不确定，套期保值方式受限等。

4) 境外经营风险

部分境外国家对外资安全审查不断升级，将国家安全、基础设施和高新技术纳入外国投资审查范畴。部分境外国家奉行贸易保护主义，影响出口订单获取，加大了在手订单执行难度。此外，境外人工短缺、海外部件供应短缺、项目成本增加等负面因素影响仍在持续，将对公司境外经营带来不利影响。

5) 主观测算风险

文中测算具有一定主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	54,861.84	55,929.83	50,176.62	84,549.52	87,310.27
应收票据及应收账款	108,566.62	117,549.73	106,874.91	145,187.99	128,558.56
预付账款	7,585.93	8,097.48	8,417.35	9,384.80	10,003.07
存货	63,136.02	66,848.74	70,860.25	78,946.90	82,879.55
其他	31,156.13	32,571.54	58,020.35	74,300.91	62,892.87
流动资产合计	265,306.54	280,997.33	294,349.47	392,370.12	371,644.32
长期股权投资	18,260.75	21,378.78	21,378.78	21,378.78	21,378.78
固定资产	60,828.12	60,359.90	54,360.51	48,361.12	42,361.73
在建工程	4,111.60	4,518.96	4,918.96	5,318.96	5,718.96
无形资产	16,852.44	17,436.60	16,374.39	15,312.18	14,249.96
其他	51,632.19	53,510.03	50,665.34	51,748.53	51,861.08
非流动资产合计	151,685.10	157,204.27	147,697.98	142,119.57	135,570.51
资产总计	442,140.15	471,791.74	442,047.45	534,489.68	507,214.83
短期借款	13,627.73	8,129.86	2,396.27	8,000.00	8,000.00
应付票据及应付账款	158,649.01	180,870.06	152,227.87	220,759.23	184,980.16
其他	31,394.53	38,230.75	58,989.36	68,803.31	67,069.09
流动负债合计	203,671.26	227,230.66	213,613.50	297,562.54	260,049.25
长期借款	6,096.12	6,984.86	6,000.00	6,000.00	6,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17,654.36	17,876.05	18,184.94	17,905.12	17,988.70
非流动负债合计	23,750.48	24,860.91	24,184.94	23,905.12	23,988.70
负债合计	251,154.23	275,268.42	237,798.44	321,467.66	284,037.95
少数股东权益	35,944.59	35,549.94	36,987.75	38,630.27	40,573.07
股本	28,698.86	28,698.86	28,698.86	28,698.86	28,698.86
资本公积	41,353.28	41,568.18	41,568.18	41,568.18	41,568.18
留存收益	84,933.29	90,885.47	97,226.32	104,243.16	112,513.33
其他	55.89	(179.13)	(232.10)	(118.45)	(176.56)
股东权益合计	190,985.92	196,523.32	204,249.01	213,022.02	223,176.88
负债和股东权益总计	442,140.15	471,791.74	442,047.45	534,489.68	507,214.83

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	14,352.18	14,569.65	12,681.71	14,033.69	16,540.33
折旧摊销	7,417.24	7,263.46	7,061.60	7,061.60	7,061.60
财务费用	605.05	627.12	(365.61)	(702.97)	(914.95)
投资损失	(522.51)	(1,406.88)	(611.77)	(734.86)	(877.50)
营运资金变动	940.31	(11,947.04)	(8,894.70)	10,585.67	(13,732.24)
其它	1,160.95	5,615.31	3,901.56	3,076.86	3,682.40
经营活动现金流	23,953.22	14,721.62	13,772.80	33,320.00	11,759.64
资本支出	9,064.97	10,532.38	91.12	679.82	316.41
长期投资	1,056.92	3,118.03	0.00	0.00	0.00
其他	(18,902.83)	(24,827.73)	(6,292.86)	2,445.41	438.67
投资活动现金流	(8,780.94)	(11,177.32)	(6,201.74)	3,125.23	755.09
债权融资	(3,842.34)	(6,617.25)	(5,492.64)	6,473.37	517.11
股权融资	(5,644.72)	(20.13)	(7,831.64)	(8,545.70)	(10,271.08)
其他	(1,724.79)	1,270.68	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(11,211.85)	(5,366.69)	(13,324.28)	(2,072.33)	(9,753.98)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,960.42	(1,822.40)	(5,753.22)	34,372.90	2,760.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	222,938.64	234,261.51	250,883.08	272,265.37	294,819.47
营业成本	175,625.78	182,101.40	195,171.90	211,135.26	228,040.86
营业税金及附加	1,634.69	1,708.50	1,831.45	1,987.54	2,152.18
销售费用	7,724.21	9,184.75	8,780.91	9,529.29	10,318.68
管理费用	13,401.64	13,958.54	13,798.57	14,293.93	14,740.97
研发费用	13,129.75	14,363.70	15,052.98	16,063.66	17,099.53
财务费用	(343.49)	(212.30)	(365.61)	(702.97)	(914.95)
资产/信用减值损失	(926.44)	(1,868.69)	(1,240.76)	(1,345.30)	(1,484.92)
公允价值变动收益	489.77	392.04	1,025.94	(208.17)	(203.20)
投资净收益	306.93	1,285.88	611.77	734.86	877.50
其他	(4,083.90)	(2,678.06)	0.00	0.00	0.00
营业利润	15,979.70	16,025.76	17,009.82	19,140.06	22,571.58
营业外收入	779.95	542.67	930.53	751.05	741.42
营业外支出	639.98	195.43	460.21	431.88	362.51
利润总额	16,119.67	16,373.00	17,480.15	19,459.24	22,950.49
所得税	1,767.49	1,803.35	1,922.82	2,140.52	2,524.55
净利润	14,352.18	14,569.65	15,557.33	17,318.72	20,425.94
少数股东损益	2,698.73	2,858.07	2,875.62	3,285.03	3,885.61
归属于母公司净利润	11,653.45	11,711.58	12,681.71	14,033.69	16,540.33
每股收益(元)	0.41	0.41	0.44	0.49	0.58

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-1.24%	5.08%	7.10%	8.52%	8.28%
营业利润	24.54%	0.29%	6.14%	12.52%	17.93%
归属于母公司净利润	13.11%	0.50%	8.28%	10.66%	17.86%
获利能力					
毛利率	21.22%	22.27%	22.21%	22.45%	22.65%
净利率	5.23%	5.00%	5.05%	5.15%	5.61%
ROE	7.52%	7.28%	7.58%	8.05%	9.06%
ROIC	15.37%	14.89%	15.88%	16.68%	24.08%
偿债能力					
资产负债率	56.80%	58.35%	53.79%	60.14%	56.00%
净负债率	-15.01%	-18.60%	-17.95%	-30.64%	-30.66%
流动比率	1.28	1.26	1.38	1.32	1.43
速动比率	1.00	0.99	1.05	1.05	1.11
营运能力					
应收账款周转率	2.18	2.07	2.24	2.16	2.15
存货周转率	3.58	3.60	3.64	3.63	3.64
总资产周转率	0.51	0.51	0.55	0.56	0.57
每股指标(元)					
每股收益	0.41	0.41	0.44	0.49	0.58
每股经营现金流	0.83	0.51	0.48	1.16	0.41
每股净资产	5.40	5.61	5.83	6.08	6.36
估值比率					
市盈率	17.46	17.37	16.04	14.50	12.30
市净率	1.31	1.26	1.22	1.17	1.11
EV/EBITDA	2.59	2.27	5.25	3.97	3.50
EV/EBIT	3.32	2.81	7.24	5.34	4.53

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com