

中国中车 (601766)

铁路投资重拾增长势头，轨交装备龙头乘风再起舞

买入 (首次)

2024年09月10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)	222939	234262	260697	278037	290836
同比 (%)	(1.24)	5.08	11.28	6.65	4.60
归母净利润 (百万元)	11653	11712	13817	15321	16233
同比 (%)	13.11	0.50	17.98	10.89	5.95
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.41	0.41	0.48	0.53	0.57
P/E (现价&最新摊薄)	16.60	16.52	14.00	12.63	11.92

投资要点

■ 全球轨交装备龙头，在铁路固定资产投资复苏的背景下乘风再起舞。

中国中车是全球轨交装备龙头企业，形成了以铁路装备为核心，城轨与新产业多点开花的业务布局。2023年公司营业收入2342.62亿元，同比+5.08%，扣非归母净利润91.06亿元，同比+14.24%，实现困境反转。**分业务看**，铁路装备稳定贡献营收基本盘，新产业成长较快。2023年铁路装备业务贡献了42%营收和48%毛利，新产业贡献了34%营收和30%毛利，城轨与城市基础设施业务贡献了22%营收和20%毛利，现代服务业务贡献了2%营收和2%毛利。

■ 铁路装备：动车组招标复苏叠加高级修需求释放，盈利弹性逐步兑现。

中国中车是铁路装备领域的全球龙头，公司铁路装备业务可分为四大板块：**1) 动车组**：短期看后疫情时期铁路固定资产投资复苏，动车组招标同步修复，2024-2025年均招标有望达270组，中长期看首批投运的动车组已接近设计寿命上限，存量动车的改装与更新支撑长期发展；**2) 铁路装备维修**：动车组高级修有明确规定指引，2024-2026年是CRH380系列五级修、CR400系列四级修需求集中释放的时间节点，预计2024与2025年动车组四/五级修需求空间将达656/525和566/807组，弹性增长有望兑现；**3) 机车**：大规模设备更新明确指引电力机车更替老旧内燃机车，预计年替换量可达683台，保有结构的不断优化夯实公司机车业务基本盘；**4) 客/货车**：客/货车业务与运力需求高度挂钩，2023年客/货运发送量再创历史新高，客/货车需求有望乘势而上。

■ 新产业：业务版图布局辽阔多点开花，中长期看好协同效应逐步放大。

中国中车新产业领域囊括风电设备、功率半导体、新材料、机电系统以及新能源客车，协同效应突出。孙公司时代电气在动车组牵引变流系统基础上延展至新能源汽车电驱系统领域，打开成长空间；孙公司时代新材风电叶片2021年全国市占率第二，高筑中国中车风电设备业务技术壁垒。业务布局广而不杂且联系紧密，中长期业务互补带来的协同效应有望逐步放大。

■ 城轨与城市基础设施：城轨投资短期承压，长期规划重振城轨建设需求。

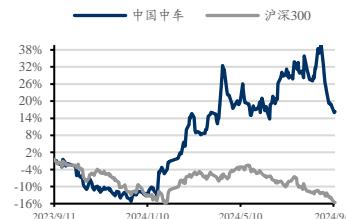
2020年以来我国城轨建设速度略有放缓，主要系政策指引防控地方政府隐性债务。需求走弱背景下，公司城轨业务毛利率逆势而上，从2020年19%提升至2023年21%，经营质量不断提高。城轨客运量回归带来地方政府盈利修复，中长期建设规划明确，未来城轨建设有望实现困境反转。

■ 盈利预测与投资评级：

动车组招标复苏与高级修需求释放支撑铁路装备业务困境反转，新产业茁壮成长态势不变，中长期协同效应逐步释放，城轨建设短期承压但中长期需求明确向好，预计公司2024-2026年归母净利润分别为138/153/162亿元，当前股价对应动态PE分别为14/13/12倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示：铁路投资不及预期，风电行业竞争加剧，城轨建设不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.74
一年最低/最高价	5.03/8.13
市净率(倍)	1.21
流通A股市值(百万元)	163,969.36
总市值(百万元)	193,430.34

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.59
资产负债率(% ,LF)	58.31
总股本(百万股)	28,698.86
流通A股(百万股)	24,327.80

相关研究

《中国中车(601766)：前三季度扣非归母净利润同比+37%，降本增效成果显著》

2019-10-31

《中国中车(601766)：业绩稳健增长，轨交景气度持续复苏》

2019-03-31

投资案件

1、关键假设、驱动因素：

- 1) “十四五”规划指引下铁路固定资产投资修复，动车组招标受益：2021-2022 年受疫情影响，铁路固定资产投资放缓，动车组招标缩量。在“十四五”规划指引下，2024-2025 年铁路固定资产投资将迎来补偿性复苏，预计年投资量达到 8878 亿元，动车组采购同步提升。
- 2) 动车组高级修需求释放，后市场服务释放盈利弹性：铁路总公司对动车组高级修准则做出了明文规定，伴随我国动车组保有量的不断提升，高级修需求同频走高，中国中车维修收入弹性即将释放。
- 3) 大规模设备更新指引电力机车替换内燃机车，机车收入拾级而上：我国机车保有量增速不高，但保有量结构正在悄然转变，政策指引老旧内燃机车替换为电力机车，中国中车机车业务同步焕发活力。
- 4) 新产业多点开花，协同效应优势不可忽视：中国中车孙公司时代电气牵引变流器产品与公司轨交装备业务协同发展，孙公司时代新材风电叶片与公司风电设备业务密切相关，看好长期发展下的协同优势。

2、我们与市场不同的观点：

- 1) “八纵八横”建设进度已经超过 80%，铁路固定资产投资复苏的背景下投资重心有望从土建工程向轨交装备转移，利好公司铁路装备业务：历史上土建工程是铁路固定资产投资的重要去向，占比约有 60%。目前我国铁路“八纵八横”建设已达 80%，投资重心将向轨交装备转移，中国中车将兑现更强的成长性。
- 2) 动车组高级修弹性有望超预期，2024-2026 年是 CRH380 系列五级修及 CR400 系列四级修集中释放的节点，逻辑兑现确定性高：我们统计了各型号动车组历年投运情况，CRH380 在 2014-2015 年密集投运，CR400 在 2019 年密集投运，当前时间点五、四级修集中释放，后市场空间值得期待。

3、股价驱动因素：

中国中车主业铁路装备业务表现是股价最核心的驱动因素。

- 1) 短期看：铁路固定资产投资带动动车组招标复苏与动车组高级修集中释放兑现业绩是短期核心驱动力。
- 2) 长期看：我国首批投运的动车组已接近设计寿命上限，未来看好动车组更新/改装需求

内容目录

1. 中国中车：中国制造的“国家名片”，轨交建设的重要“拼图”	6
1.1. 从技术引进到自主创新，20年冲破高铁制造之迷雾	6
1.2. 内修外攘业务版图辽阔，子公司分工明晰经营效率高	7
1.3. 整体经营稳定持续向好，成本费用管控得当利润率稳中有升	9
1.4. 中国中车是优质的红利资产，近7年股息率稳步走高	10
2. 铁路装备：铁路投资重拾增长势头，再议轨交装备投资机会	11
2.1. 铁路固定资产投资复苏向好，轨交装备投资乘势而上	11
2.1.1. 铁路装备行业位于轨交产业链中游，车辆相关投资约占15%	11
2.1.2. “十四五”规划指引叠加国铁集团盈利改善，铁路固定资产投资有望提速	13
2.1.3. “一带一路”沿线国家铁路建设需求高，轨交装备出海是另一增长极	14
2.2. 轨交装备行业竞争格局明朗，中国中车优势地位显著	15
2.3. 轨交装备投资复苏背景下，看好公司动车组与维修业务成长空间	17
2.3.1. 动车组：短期看好后疫情阶段招标回暖，长期看好老旧车型替换需求	18
2.3.2. 铁路装备修理改装：动车组高级修订单放量，维修业务有望乘势而上	22
2.3.3. 机车：保有量拾级而上但增速有限，微观结构正在悄然转变	24
2.3.4. 客/货车：需求空间与铁路发送量密切相关，客货发送量创新高需求长期向好	25
3. 城轨与城市基础设施：城轨投资短期承压，客运量恢复+长期规划下需求有望重振	27
3.1. 城轨建设规划审批收紧，2020年以来城轨投资有所下滑	27
3.2. 公司城轨业务收入同步略有下滑，但车辆单价与毛利率有所改善	28
3.3. 城轨客运量回归叠加中长期规划明确，城轨建设有望困境反转	29
4. 新产业：依托主业向外延展布局广泛，多点开花尽显协同效应	30
4.1. 风电整机及零部件：风电装机触底反弹，中车风电全产业链优势突出	30
4.2. 功率半导体：动车牵引变流器起家，横向外延至更广阔的电驱电控舞台	32
4.3. 新材料：走在材料研发前沿，与轨交装备与风电业务协同共振	35
4.4. 机电系统业务：以轨交装备配套为主，少部分独立外供	36
4.5. 新能源客车：依托动车电驱系统，切入新能源客车赛道	36
5. 盈利预测与投资建议	38
6. 风险提示	40

图表目录

图 1:	中国中车发展历程复盘.....	6
图 2:	中国中车股权结构 (截至 2024 年 9 月 4 日)	7
图 3:	中国中车业务版图.....	8
图 4:	2019-2024H1 中国中车营业收入 (亿元)	9
图 5:	2019-2024H1 中国中车归母净利润 (亿元)	9
图 6:	2019-2024H1 中国中车营收拆分 (%)	10
图 7:	2019-2024H1 中国中车各业务毛利率 (%)	10
图 8:	2019-2024H1 中国中车毛利率与归母净利率 (%)	10
图 9:	2019-2024H1 中国中车费用率 (%)	10
图 10:	2017-2023 年中国中车现金分红总额与股息率	11
图 11:	轨道交通行业产业链.....	12
图 12:	轨道交通产业链各环节成本占比 (%)	13
图 13:	“八纵八横”建设进度 (%)	13
图 14:	2021-2025E 铁路固定资产投资完成额 (亿元)	13
图 15:	2019-2025E 铁路运营里程 (万公里)	13
图 16:	2018-2024H1 国铁集团营收 (万亿元)	14
图 17:	2018-2024H1 国铁集团净利润 (亿元)	14
图 18:	一带一路沿线国家铁路密度 (千米/万平方公里)	14
图 19:	2020 年全球轨道交通装备行业竞争格局 (%)	16
图 20:	分车型中国中车在中国市场的市占率情况 (%)	16
图 21:	四家公司轨交业务收入对比 (亿人民币)	17
图 22:	四家公司轨交业务毛利率对比 (%)	17
图 23:	2018-2024H1 公司铁路装备业务收入 (亿元)	17
图 24:	2018-2024H1 公司铁路装备业务收入结构 (%)	17
图 25:	2018-2024H1 动车组招标情况	19
图 26:	2018-2024H1 中国中车动车组销售收入 (亿元)	19
图 27:	动车组采购金额与铁路固定资产投资高度相关.....	19
图 28:	2007-2024H1 各型号动车组年度投运情况测算 (组)	21
图 29:	2018-2024H1 维修业务收入与订单情况 (亿元)	23
图 30:	2021-2024 年动车组高级修采购情况 (标准组)	23
图 31:	2024-2030 年动车组高级修需求空间测算 (组)	24
图 32:	2011-2023 年中国机车保有量 (台)	24
图 33:	2018-2024H1 中国中车机车销售收入 (亿元)	24
图 34:	中国机车保有量结构 (%)	25
图 35:	2018-2024H1 中国中车客车销售收入 (亿元)	26
图 36:	2018-2024H1 中国中车货车销售收入 (亿元)	26
图 37:	2018-2023 年中国铁路旅客发送量 (亿人)	26
图 38:	2011-2023 年中国铁路客车保有量 (辆)	26
图 39:	中国铁路客车保有量结构 (%)	27
图 40:	中国铁路货运总发送量 (亿吨)	27
图 41:	中国铁路货车保有量 (万辆)	27
图 42:	2011-2023 年中国城轨投资完成额 (亿元)	28

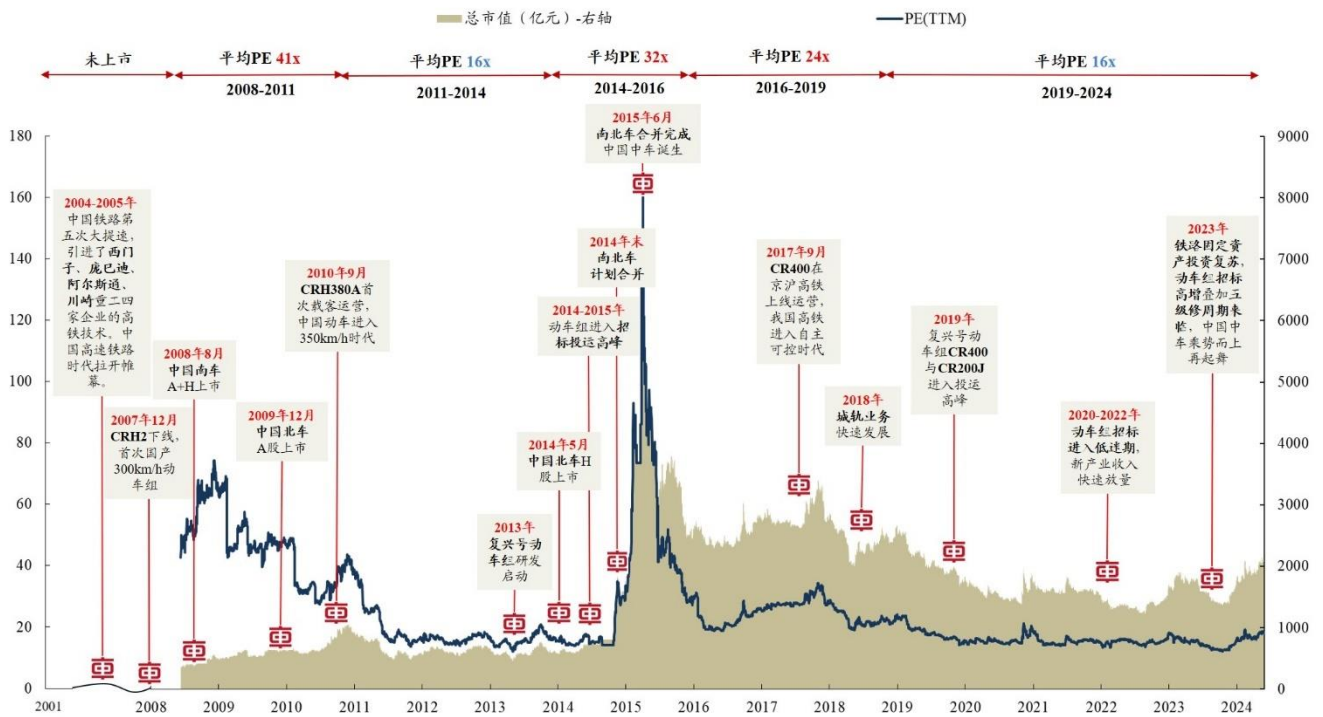
图 43:	2011-2023 年城轨新增运营里程 (km)	28
图 44:	2018-2024H1 中国中车城轨业务收入 (亿元)	28
图 45:	公司城轨车辆销售单价与城轨业务毛利率情况.....	28
图 46:	2019-2024 年中国单月城轨客运量 (亿人次)	29
图 47:	城轨在建项目可研批复投资累计额 (万亿元)	29
图 48:	2014-2023 年中国风电新增装机容量 (GW)	30
图 49:	2020-2023 年中国中车风电营收 (亿元)	30
图 50:	动车组与风电设备许多技术原理相通.....	31
图 51:	截至 2023 年中国中车风电累计装机排名第 10 位.....	32
图 52:	2023 年中国中车风电新增装机排名第 8 位.....	32
图 53:	2018-2023 年时代电气分业务收入及产品矩阵 (亿元)	33
图 54:	动车组牵引变流器与新能源电驱系统原理相似.....	34
图 55:	中国新能源汽车电驱系统市场规模 (亿元)	34
图 56:	2023 年中国新能源汽车电驱系统销量市占率 (%)	34
图 57:	时代新材产品结构.....	35
图 58:	中国中车机电系统产品布局.....	36
图 59:	中车电动产品矩阵.....	37
图 60:	2023 年中国新能源客车销量排名.....	37
表 1:	中国中车核心子/孙公司业务情况与收入	8
表 2:	部分“一带一路”国家轨交发展规划.....	14
表 3:	全球从事轨交装备整车制造业务公司.....	15
表 4:	各车型检修标准.....	18
表 5:	2024-2025 年均动车组采购情况测算 (单位: 亿元、组)	20
表 6:	动车组设计寿命与 2027-2030 年更新/翻新改造需求测算.....	22
表 7:	动车组检修周期规则.....	23
表 8:	2024-2027 年内燃机车年均更新市场空间测算	25
表 9:	部分一、二线城市城轨交通线路规模统计及中长期规划.....	29
表 10:	中国中车在风电设备零部件领域布局情况.....	31
表 11:	公司分业务收入预测 (百万元)	39
表 12:	可比公司估值表 (截至 2024 年 9 月 6 日)	40

1. 中国中车：中国制造的“国家名片”，轨交建设的重要“拼图”

1.1. 从技术引进到自主创新，20 年冲破高铁制造之迷雾

中国中车的发展历程就是中国高铁走向自主可控的历程。2004-2005 年中国铁路第五次大提速开启，铁道部从西门子、庞巴迪、阿尔斯通、川崎重工引入了动车组技术，我国高速铁路时代拉开帷幕。2008 年中国南车 A+H 上市，2009 年中国北车 A 股上市，2010 年 CRH380 首次载客运营，中国高铁进入 350km/h 时代。2015 年南北车合并，中国中车诞生，同年动车组招标投运进入高峰期。2017 年 CR400 投运，我国高铁进入自主可控时代。2020-2022 年受疫情影响我国动车组招标进入低迷期，公司铁路装备业务受挫。2023 年至今，动车组招标复苏叠加动车组高级修来临，中国中车乘势而上再起舞。

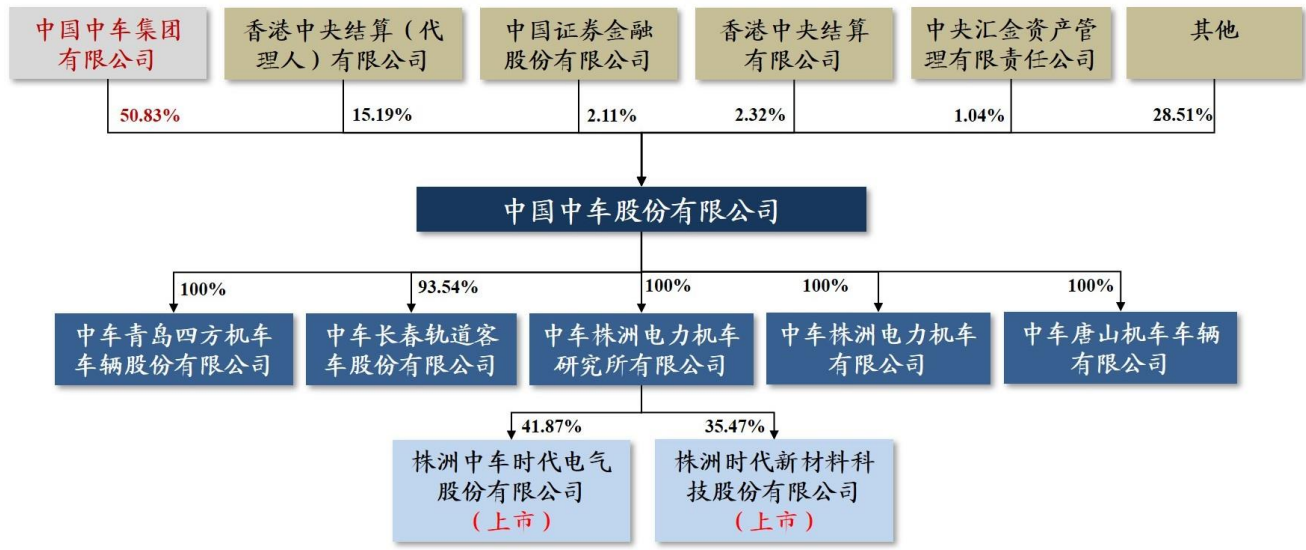
图1：中国中车发展历程复盘



数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所

中国中车集团持有中国中车股份有限公司 50.83% 的股权。截至 2024 年 9 月 4 日，中国中车集团有限公司持有中国中车 50.83% 的股份，是公司第一大股东。中国中车子公司众多，主要经营轨交装备的研发与制造。另外中国中车还通过中车株洲电力机车研究所有限公司控股时代电气与时代新材两家上市公司。

图2: 中国中车股权结构 (截至 2024 年 9 月 4 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 内修外攘业务版图辽阔, 子公司分工明晰经营效率高

公司业务主要分为四个板块: 铁路装备、城轨与城市基础建设、新产业和现代服务。铁路装备是中国中车最核心的业务, 2023 年收入占比 41%, 主要产品服务包括动车组、铁路装备维修、机车、客/货车。城轨与城市基础建设 2023 年收入占比 17%, 主要产品服务包括地铁/轻轨、磁悬浮、城市交通规划设计、城市交通工程总包。新产业是公司另一大收入支柱, 2023 年收入占比 38%, 主要产品包括风电、功率半导体、新材料、机电与新能源客车。现代服务 2023 年收入占比 4%, 包括金融类业务与物流、贸易类业务。

图3：中国中车业务版图



数据来源：Wind，中国中车官网，东吴证券研究所

子公司分工明晰，各业务板块经营效率高。中国中车在轨交装备领域的核心子公司包括株洲电力机车研究所、青岛四方机车、长春轨道客车以及株洲电力机车。金融业保险业中国中车有联营企业中华联合保险控股和中国外贸金融租赁。中国中车还间接控股两个上市企业，时代电气主要从事轨道交通电气装备、功率半导体分立器件、工业变流器、新能源汽车电驱系统业务，时代新材从事汽车零部件、风电叶片、新材料等业务。整体来看各个子公司业务目标明确，经营效率高，存在协同效应。

表1：中国中车核心子/孙公司业务情况与收入

子/孙公司	主营业务	2023年营收（亿元）
中车株洲电力机车研究所有限公司	轨道交通电传动与控制技术及相关电气设备的研究制造;铁路机车车辆配件研发制造等	523.09
中车青岛四方机车车辆股份有限公司	铁路动车组、客车、城轨车辆研发制造;铁路动车组、高档客车修理服务等	329.03
中车长春轨道客车股份有限公司	铁路客车、动车组、城市轨道车辆及配件的制造与修理，以及相关领域的技术服务、技术咨询等	293.11
中车株洲电力机车有限公司	铁路电力机车、动车组、城轨车辆等的研发制造	244.64
中华联合保险控股股份有限公司	金融保险业	650.33
株洲中车时代电气股份有限公司	轨道交通电气装备、功率半导体分立器件、工业变流器、新能源汽车电驱系统等	217.99

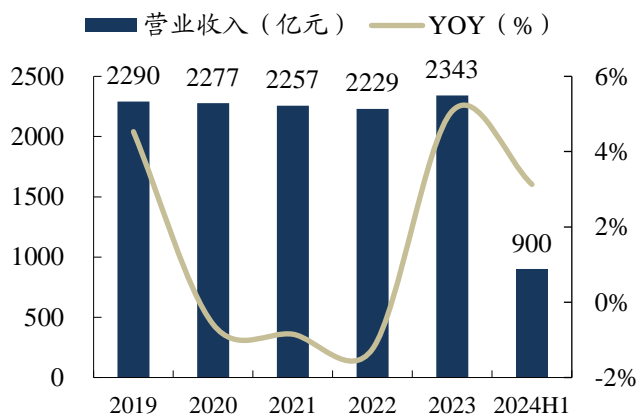
株洲时代新材料科技股份有限公司	汽车行业零部件、风电叶片、轨道交通新型材料、新材料等	175.38
中国外贸金融租赁有限公司	金融业	31.78

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 整体经营稳定持续向好，成本费用管控得当利润率稳中有升

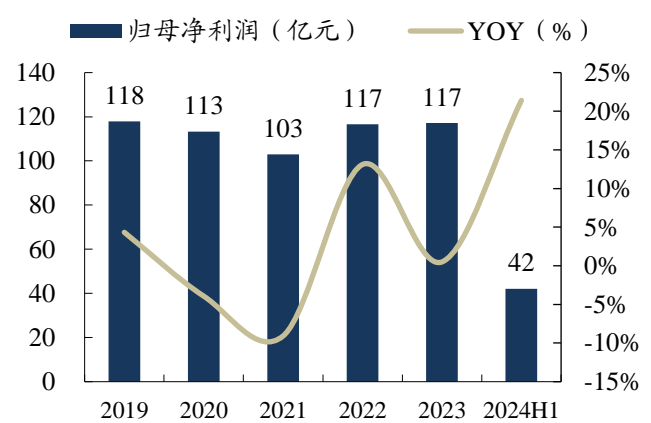
营业收入整体运行稳定，归母净利润回归复苏进程。2019-2024H1 公司营收规模稳定，2023 年实现营收 2343 亿元，同比增长 5.1%，2024H1 延续增长势头，实现营收 900 亿元，同比增长 3.1%，主要系主业铁路装备业绩复苏。归母净利润在 2021 年陷入低谷，主要系疫情期间铁路固定资产投资放缓，公司铁路装备业务同步受损，2022 年以来利润回归复苏进程，2024 年上半年实现归母净利润 42 亿元，同比增长 21.4%，主要系高毛利动车组业务复苏带动利润上行。

图4：2019-2024H1 中国中车营业收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

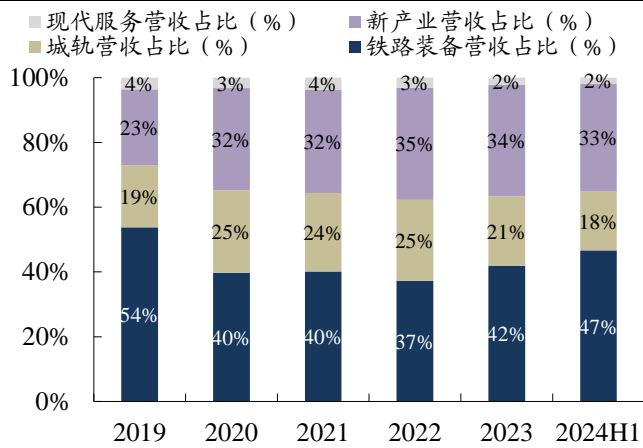
图5：2019-2024H1 中国中车归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

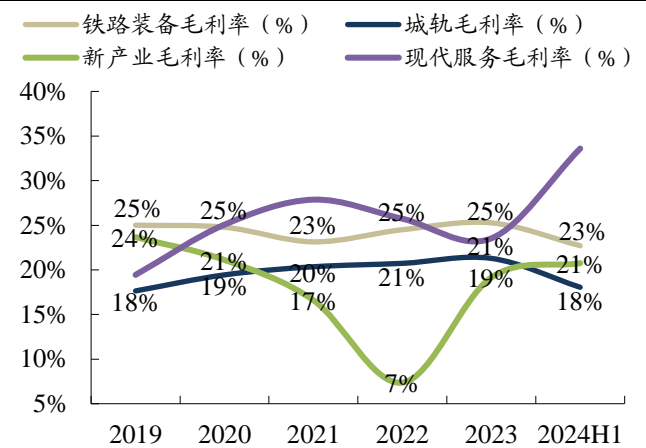
铁路装备与新产业是公司营收主要支柱，近年来主要业务毛利率有所回升。分业务结构看，铁路装备与新产业收入占总收入比重较大，2023 年铁路装备收入占比 42%，新产业收入占比 34%。其中铁路装备业务在 2020-2022 年受疫情影响占比有所收缩，新产业收入占比稳定提升。城轨业务受国家政策指引影响，在 2021 年放缓审批城轨建设后收入规模不断收缩。分业务毛利率方面，铁路装备业务毛利率在 2021 年达到 23% 低点，2022-2023 年回升至 25%；新产业毛利率在 2021-2022 年下滑严重，主要系风电装机不及预期，风电业务毛利率下滑拖累新产业整体毛利率；城轨业务毛利率自 2019 年来稳步提升，经营质量不断提高。

图6: 2019-2024H1 中国中车营收拆分 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

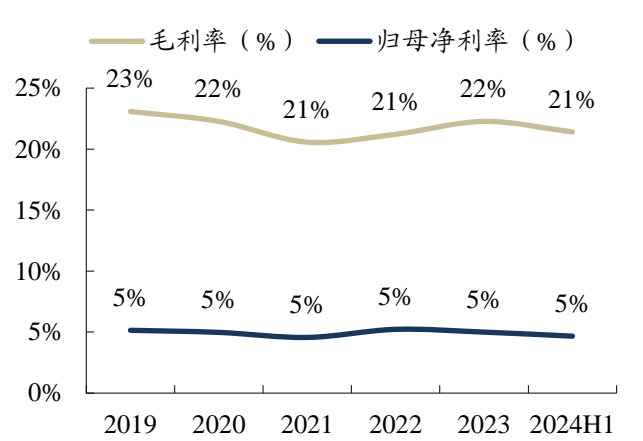
图7: 2019-2024H1 中国中车各业务毛利率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

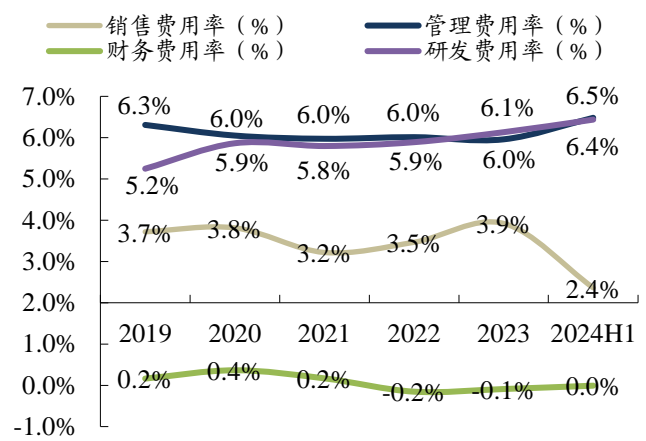
毛利率与净利率水平基本维持稳定, 费用端管控良好。2021 年以来公司毛利率与归母净利率一直维持在相对稳定的水平, 其中毛利率维持在 21% 上下, 净利率维持在 5% 上下。费用率方面, 2019-2024H1 公司管理费用率与财务费用率较为稳定, 销售费用率有所回升, 主要系预计产品质量保证准备增加。研发费用率稳步提升, 从 2019 年的 5.2% 提升至 2024H1 的 6.4%, 增长 1.2pct。研发支出的稳步提升是维持公司中长期强势竞争力的重要一环。

图8: 2019-2024H1 中国中车毛利率与归母净利率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2019-2024H1 中国中车费用率 (%)

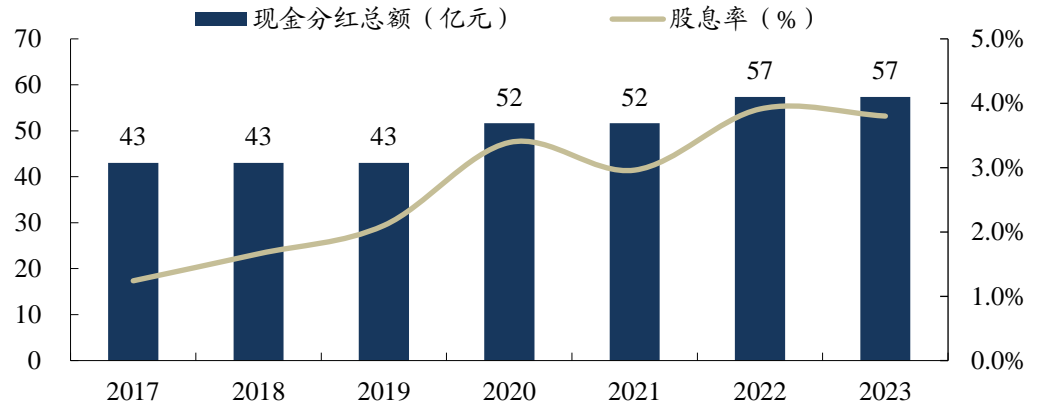


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.4. 中国中车是优质的红利资产, 近 7 年股息率稳步走高

2017-2023 年公司现金分红总额不断提高, 股息率同步上升。中国中车作为大央企, 历来重视股东回报。2017-2023 年公司现金分红总额从 43 亿元提升至 57 亿元, CAGR=5%; 股息率从 1.2% 提升至 3.8%, 年均提升 0.4pct。在“提质增效重回回报”行动方案指引下, 未来公司现金分红与股息率有望不断提高。

图10：2017-2023年中国中车现金分红总额与股息率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 铁路装备：铁路投资重拾增长势头，再议轨交装备投资机会

2.1. 铁路固定资产投资复苏向好，轨交装备投资乘势而上

2.1.1. 铁路装备行业位于轨交产业链中游，车辆相关投资约占15%

轨交产业链环节众多，各细分领域均有相应配套应用。轨交产业链可以分为上中下游，其中上游包括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。其中整车制造环节位于轨交产业链的中游，中国中车在整车制造环节拥有较大的优势。

图11: 轨道交通行业产业链

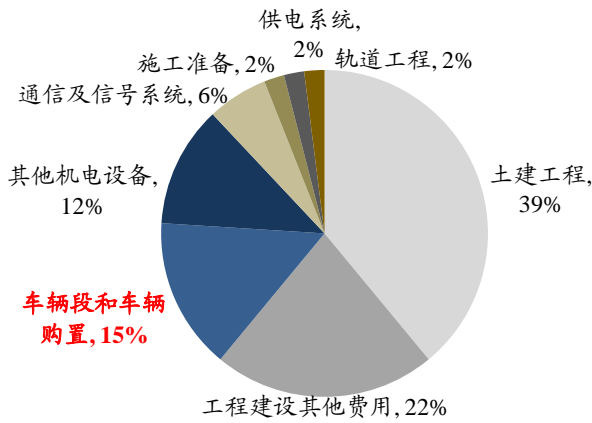


数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

整车制造为轨交装备中最核心的部分。从轨交各板块的投资成本来看, 土建工程占比 39%, 工程建设费用比例在 22%。装备制造中整车占比最大, 为 15%, 通信信号占比 6%, 轨道工程、供电系统、施工准备各占 2%。整车制造环节重要性较高, 是铁路固定资产投资的重要去向。

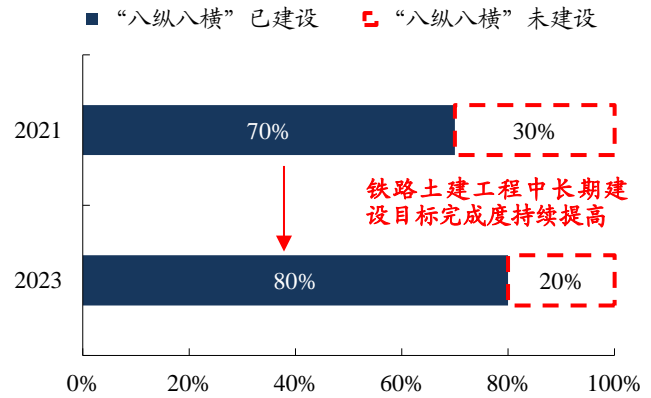
“八纵八横”建设进度已达 80%, 铁路固定资产投资重心有望向轨交装备偏移。根据新华社报道, 截至 2023 年我国“八纵八横”高速铁路网主通道已建成约 80%, 铁路基础设施建设已经趋于成熟。土建与工程占据了轨交行业约 60% 的投入成本, 在“八纵八横”建设日渐成熟的背景下, 未来土建工程资金投入占比有望逐步减少, 铁路固定资产投资将向轨交装备板块偏移。另外铁路网的不断完善也需要配备对应的车辆运行线路, 将会带动车辆采购需求上升。

图12: 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13: “八纵八横”建设进度 (%)

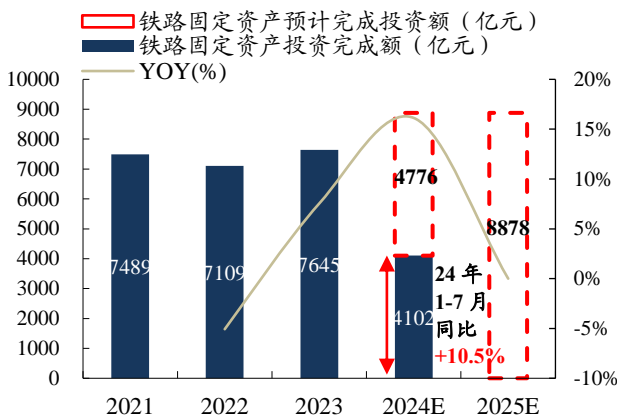


数据来源: 新华社, 科技日报, 东吴证券研究所

2.1.2. “十四五”规划指引叠加国铁集团盈利改善, 铁路固定资产投资有望提速

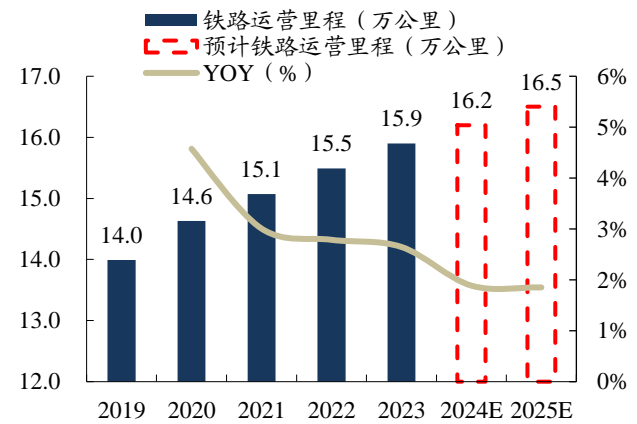
“十四五”规划指引下, 预计 2024-2025 年均铁路固定资产投资完成额为 8878 亿元。根据《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》, 预计铁路“十四五”固定资产投资总规模与“十三五”相当, 继续保持平稳态势, 铁路运营里程预计到 2025 年达到 16.5 万公里。“十三五”期间铁路固定资产投资累计完成 3.99 万亿元, 年均近 8000 亿元。2021-2022 年受疫情影响我国铁路固定资产投资完成额有所下滑, 低于预期水平。为完成“十四五”规划目标, 预计 2024-2025 年铁路固定资产投资完成额每年达到 8878 亿元。2024 年 1-7 月铁路固定资产投资完成额为 4102 亿元, 同比+10.5%, 证实了铁路固定资产投资正在复苏。

图14: 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

图15: 2019-2025E 铁路运营里程 (万公里)



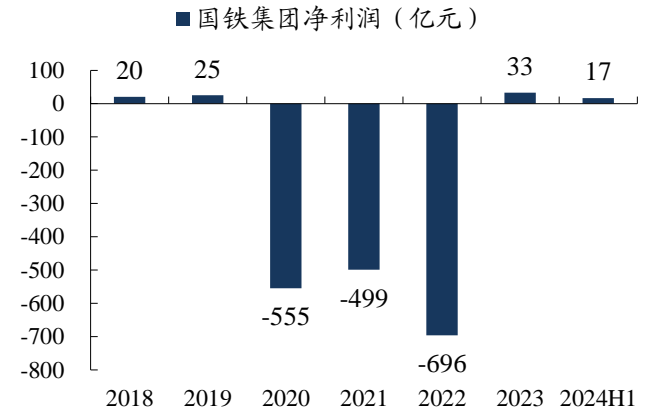
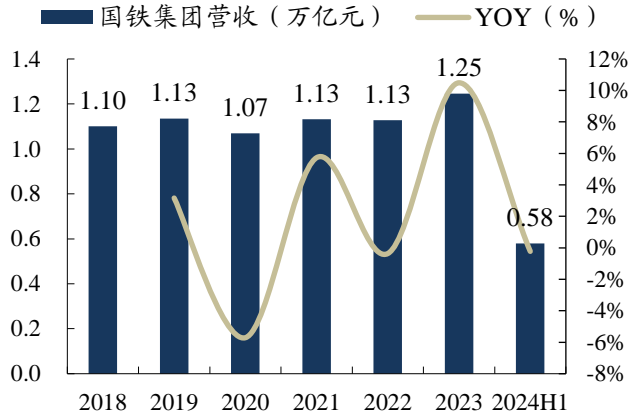
数据来源: Wind, 《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》, 东吴证券研究所

客运量回归带动国铁集团盈利修复, 支撑铁路资本开支计划顺利进行。2021-2022 年受疫情影响国内客运量大幅下滑, 国铁集团亏损严重, 2023 年以来铁路客运量回归, 国铁集团经营情况有所改善。2023 年国铁集团实现营收 1.25 万亿元, 同比+10%, 净利润实现扭亏为盈, 实现净利润 33 亿元, 同比增加 729 亿元, 2024 年以来国铁集团延续

2023 年的良好经营态势，2024H1 国铁集团实现净利润 17 亿元，同比扭亏为盈（2023H1 国铁集团净亏损 111 亿元）。国铁集团是铁路固定资产投资与轨交装备采购的重要主体，国铁集团盈利困境反转是铁路资本开支计划顺利进行的关键一环。

图16: 2018-2024H1 国铁集团营收 (万亿元)

图17: 2018-2024H1 国铁集团净利润 (亿元)



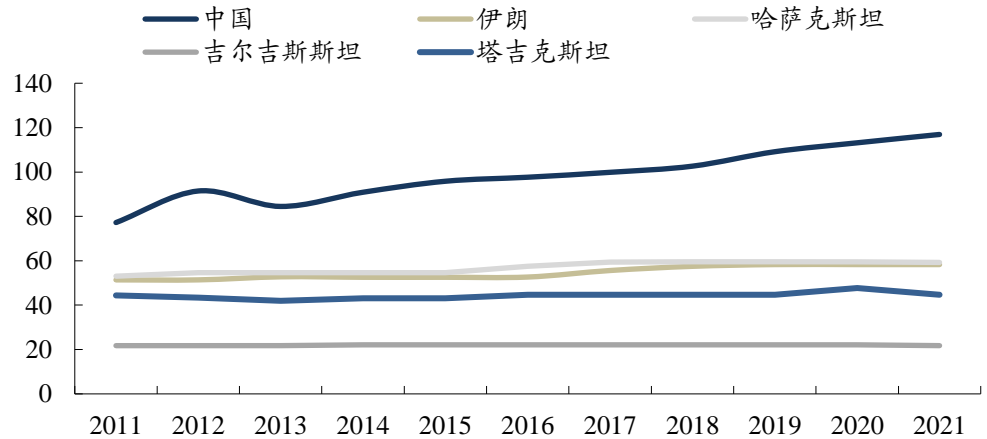
数据来源: 国铁集团官网, 东吴证券研究所

数据来源: 国铁集团官网, 东吴证券研究所

2.1.3. “一带一路” 沿线国家铁路建设需求高，轨交装备出海是另一增长极

铁路密度角度看，多数“一带一路”沿线国家轨交水平发展落后于我国。根据世界银行数据，通过单位国土面积普通铁路长度来计算沿线国家普通铁路密度，多数一带一路沿线国家铁路密度远远低于我国。随着一带一路战略不断加速沿线国家经济发展，促进贸易往来同时带动铁路产业链发展，客运需求不断释放，海外轨交市场需求空间广阔。

图18: 一带一路沿线国家铁路密度 (千米/万平方公里)



数据来源: The World Bank, 东吴证券研究所 (注: 陆地面积不包括内陆水体)

一带一路沿线国家开始重视基建，铁路规划纷纷提上日程。各国制定大规模政策支持基础设施建设和能源转型，发展需求进一步释放。

表2: 部分“一带一路”国家轨交发展规划

国家	轨交发展计划
沙特	沙特计划到 2024 年共投资 1410 亿美元打造国内轨道交通运输网络

俄罗斯	《俄罗斯报》2024年2月19日报道，莫斯科-圣彼得堡高速铁路建设方案正式敲定。新的高铁线路将使莫斯科到圣彼得堡通行时间减少一半。该项目计划于2028年实现通车运营。
泰国	曼谷计划继续开发轨道交通电车系统，预算总额905.08亿泰铢，14条线路覆盖554公里，预计2032年竣工
土耳其	土耳其2053年运输和物流总体规划的目标是铁路线长度达到28500公里
哈萨克斯坦	2024-2026年将新建1285公里铁路，同时用于铁路建设的哈萨克斯坦产品和服务的份额将达85%
印度	印度计划2026年在孟买和艾哈迈达巴德之间正式运营第一条超高速子弹头高铁列车，全长508公里，到2030年印度高铁里程要达到中国的一半
以色列	以色列规划铁路运营里程从2020年的1230公里增加到2040年的2572公里，火车站数量从67个增加到120个

数据来源：中华人民共和国商务部，参考消息网，以色列社会经济内阁，各国铁道部官网，东吴证券研究所

2.2. 轨交装备行业竞争格局明朗，中国中车优势地位显著

全球轨交装备整车制造环节玩家较少，竞争格局明朗。全球范围内看，具备轨交装备整车制造能力的企业数量较少，其中具备动车组整车制造能力的公司更加稀缺，轨交装备整车环节市场竞争格局明朗。全球轨交装备市场呈现三足鼎立的态势：2021-2023年，中国中车位居世界第一，阿尔斯通合并庞巴迪轨交装备业务后成为世界第二，西门子位列世界第三。

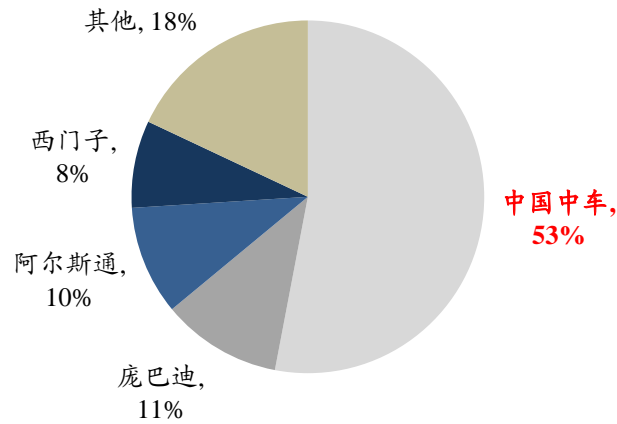
表3：全球从事轨交装备整车制造业务公司

国家	股票代码	公司名称	轨交装备领域主营业务
德国	SIEGY.OO	西门子	在轨交领域提供包括：1) 数字化解决方案和软件；2) 铁路基础设施；3) 轨道服务；4) 轨道车辆；5) 轨道车辆零部件及系统；6) 交钥匙工程等服务
法国	ALO.PA	阿尔斯通	在轨交领域提供包括：1) 轨交机车；2) 信号系统；3) 交钥匙工程；4) 轨交铁路基建；5) 铁路服务；6) 轨交装备零部件
加拿大	-	庞巴迪	轨道交通装备业务已被阿尔斯通收购，主要从事轨交车辆与信号系统业务
日本	7012.T	川崎重工	在轨交领域提供动车组、机车、货车等，代表性产品包括：1) 新干线；2) 在来线；3) 货车等
中国	600495.SH	晋西车轴	在轨交领域主要经营货车制造与零部件业务，产品包括1) 平板车；2) 敞车；3) 罐车；4) 棚车；5) 车轴、转向架等零部件
中国	601766.SH	中国中车	在轨交领域提供包括：1) 动车组；2) 电力机车；3) 货车；4) 客车；5) 动车组、机车及客货车维修服务

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

中国中车轨交装备业务基本盘稳固，全球市占率超50%。根据SCI Verkehr数据，2020年全球轨道交通装备行业市场中国中车以53%的市占率稳居第一，市场份额远超庞巴迪（11%）、阿尔斯通（10%）和西门子（8%）。中国中车拥有全球领先的市场地位主要原因有两方面：1) 中国铁路建设投资额全球领先，中国中车背靠中国市场基本盘稳固；2) 一带一路沿线国家铁路建设需求大，我国高铁海外建设经验丰富，轨交装备出海逐步渗透。

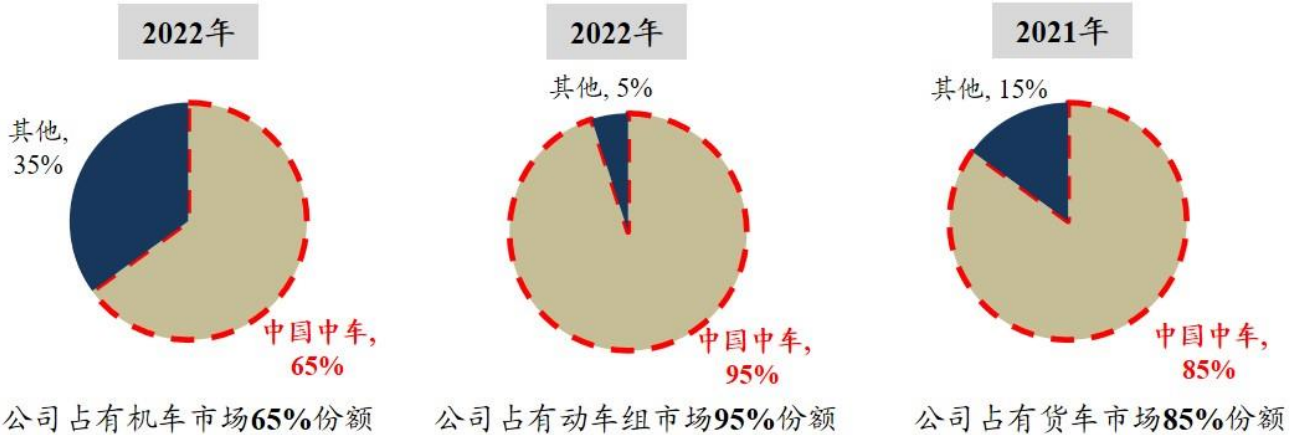
图19: 2020 年全球轨道交通装备行业竞争格局 (%)



数据来源: SCI Verkehr, 东吴证券研究所

背靠中国市场空间广阔, 坐拥超高市场份额。在中国市场, 中国中车的竞争优势更加显著。根据前瞻产业研究院数据, 2022 年中国铁路机车产量占比超过 65%, 动车组产量占比超过 95%, 2021 年国铁集团货车招标中国中车中标率达到 85%。中国中车在国内轨交装备市场的市占率较高, 公司铁路装备板块业绩表现与国铁集团招标息息相关。

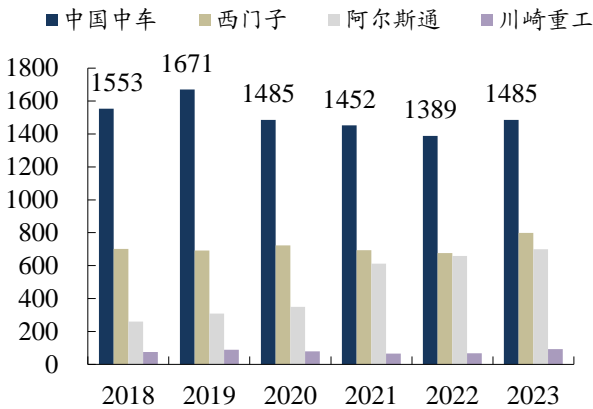
图20: 分车型中国中车在中国市场的市占率情况 (%)



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

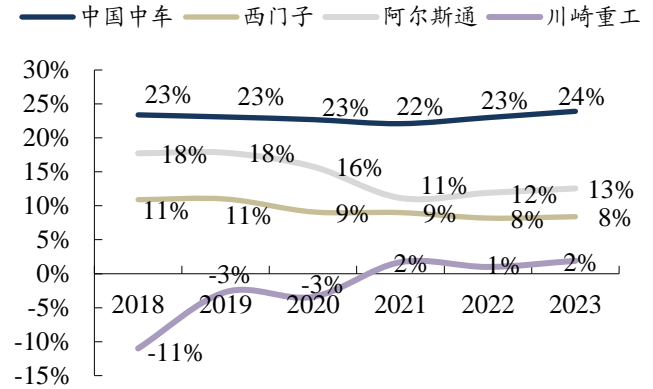
营收与利润率多年维稳, 均跑赢行业竞对。营收体量方面, 2023 年中国中车轨交业务板块 (包括铁路装备与城轨装备) 实现收入 1485 亿元, 同期西门子轨交装备业务收入 799 亿元, 阿尔斯通轨交车辆业务收入 481 亿元, 川崎重工轨交车辆业务收入仅 92 亿元。利润率方面, 2018-2023 年中国中车轨交业务板块毛利率稳定在 23%左右, 西门子轨交装备业务毛利率从 11%下降至 8%, 阿尔斯通轨交车辆毛利率从 18%下降至 13%, 川崎重工轨交业务连年亏损, 2021-2023 年勉强实现毛利率转正。中国中车在营收规模与利润率两项盈利指标上均跑赢行业追随者, 优势地位稳固。

图21: 四家公司轨交业务收入对比 (亿人民币)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 此处选取各公司轨交装备/轨交车辆业务收入进行对比)

图22: 四家公司轨交业务毛利率对比 (%)



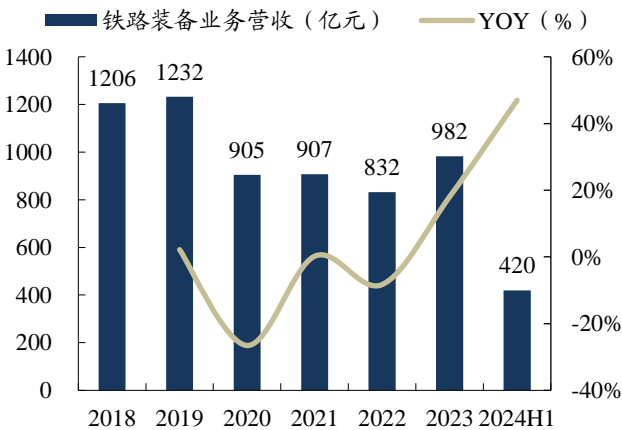
数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

2.3. 轨交装备投资复苏背景下, 看好公司动车组与维修业务成长空间

2023 年以来铁路装备业务逐步复苏。经历 2020-2022 年低迷后, 2023 年中国中车铁路装备业务营收略有复苏, 实现营收 982 亿元, 同比+18%, 2024H1 维持复苏态势, 实现营收 420 亿元, 同比+47%, 公司铁路装备业务已然步入复苏区间。

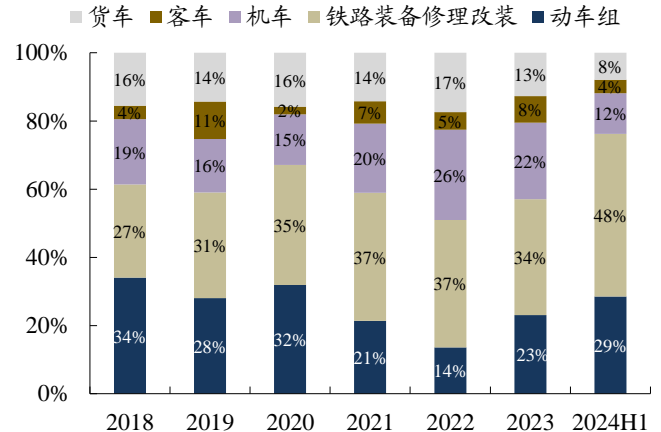
公司铁路装备业务可以拆分为动车组、机车、客车、货车以及后市场五大板块。我们根据年报披露各车型营收以及签订合同公告披露的各车型维修订单结构, 拆分了公司铁路装备收入 (注: 2023 公告维修订单数据与实际收入偏差大, 因此采用 2022 年的订单结构)。拆分后动车组/机车/客车/货车项目仅包括车辆销售收入, 不含维修收入, 各车型维修收入统一归入铁路装备修理改装项目。2018-2023 年动车组平均贡献约 25% 的铁路装备营收 (2021 与 2022 年受疫情影响动车组采购招标节奏放缓, 动车组收入占比下降), 伴随动车组招标回暖, 2024H1 动车组收入占比回升至 29%, 而机车、客车、货车总体表现较为平稳, 2018-2023 年分别平均贡献约 20%、6%、15% 的铁路装备营收。

图23: 2018-2024H1 公司铁路装备业务收入 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: 2018-2024H1 公司铁路装备业务收入结构 (%)



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所 (注: 车型收入仅包括车辆销售, 后市场收入统一计入维修)

后市场是中国中车铁路装备营收的另一重要支柱。各车型保有车辆的维修与改装是铁路装备业务板块另一重要的收入来源，铁路装备修理改装收入占比从 2018 年的 27% 提升至 2023 年的 34%，2024H1 收入占比进一步提高至 48%，近年来重要性快速提高。目前在运行的各类车型都有明确的检修规定，未来伴随各车型保有量的不断提升与逐步步入维修周期，后市场业务收入仍有较大的弹性空间。

表4: 各车型检修标准

车型	检修标准
动车组	依据国铁集团《铁路动车组运用维修规程》，动车组按照运行里程周期为主、时间周期为辅(先到为准)进行检修。动车组修程共分 5 级，其中一、二级为日常运用检修，三、四、五级为高级修。动车组运行 120 万公里或 3 年进行三级修，运行 240 万公里或 6 年进行四级修，运行 480 万公里或 12 年进行五级修
机车	依据国铁集团《关于公布和谐型交流传动机车修程修制改革方案的通知》，和谐型交流传动机车在修程上设置 C1-C6 修 6 个等级，其中 C1-C4 修为段级修程，C5、C6 修为高等级修程。C5 修是：电力机车为 100x(1±10%)万公里，不超过 6 年；内燃机车 90*(1±10%)万公里，不超过 5 年。C6 修是：电力机车为 200x(1±10%)万公里，不超过 12 年；内燃机车 180x(1±10%)万公里，不超过 10 年
客车	依据国铁集团《铁路客车运用维修规程》，客车按照运行里程周期为主、时间周期为辅(先到为准)进行日常运用维护和定期检修。客车定期修程分 A1-A5 修，共 5 级。其中 A1-A3 修为辅、段修，A4、A5 为厂修。A4 修周期为客车运行 240 万公里或距新造(或上次 A5 修)8 年，A5 修周期为客车运行 480 万公里或距上次 A4 修 8 年
货车	依据国铁集团《铁路货车厂修规程》等文件，分为段修和厂修。铁路货车的段修按车辆运用时间进行，一个段修期有 1 年、1.5 年、2 年等。厂修一般按车辆运用时间(厂修期)进行，根据车型不同，厂修期有 5 至 9 年等。两次厂修之间设置若干次段修
城轨车辆	依据《中华人民共和国国家标准(GB50157-2013): 地铁设计规范》确定的车辆检修修程和检修周期，分为大修、架修和定修。大修为 120 万公里或 10 年；架修为 60 万公里或 5 年；定修为 15 万公里或 1.25 年。

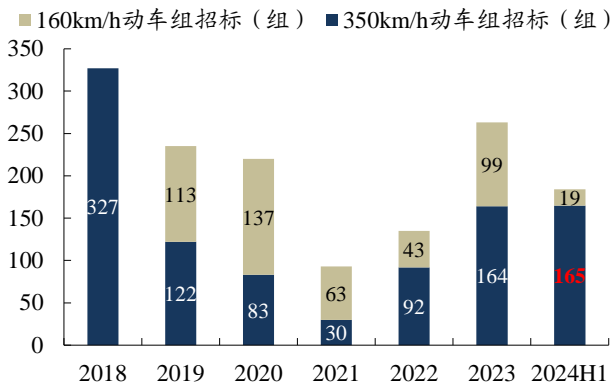
数据来源：中国中车 2019 年年报，东吴证券研究所

2.3.1. 动车组：短期看好后疫情阶段招标回暖，长期看好老旧车型替换需求

疫情后动车组招标回暖，中国中车动车组收入筑底反弹。2018-2024 年动车组招标经历了触底再反弹，其中 2021 和 2022 年受疫情影响动车组招标量大幅萎缩。2023 年疫情结束后，全年招标 350km/h 高速动车组共 164 组。2024 年复苏进程进一步加速，仅 5 月第一次招标就计划采购 165 组 350km/h 高速动车组，高于 2023 年全年采购量。

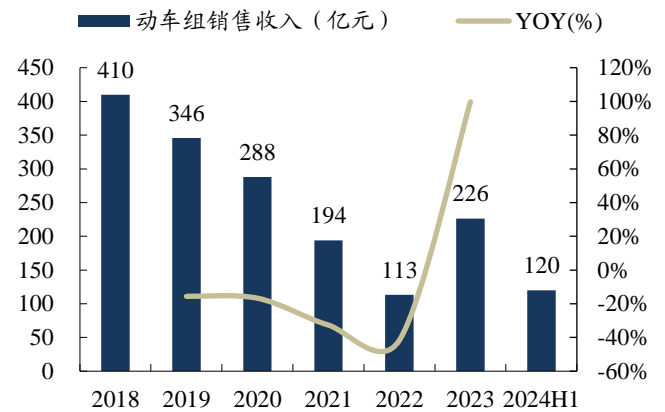
公司动车组收入与动车组招标共振，因交付周期原因略有迟滞。根据我们测算，公司动车组单节均价稳定在 1500 万左右（车厢价值量较低而车头价值量较高），8 列编组动车组均价约为 1.2 亿元（其中 350km/h 车型标准组均价约为 1.7 亿元，160km/h 车型标准组均价约为 0.8 亿元），售价确定性高，因此公司动车销售收入主要取决于动车组销量。动车组营收在 2022 年筑底后重回复苏区间，2024 年动车组招标再提速背景下，公司收入有望同步上行。

图25: 2018-2024H1 动车组招标情况



数据来源: 国铁集团招标平台, 智慧轨道交通产业观察, 中国经营报, 轨道世界, RT 轨道交通, 飞鹿股份 2022 年年报, 东吴证券研究所

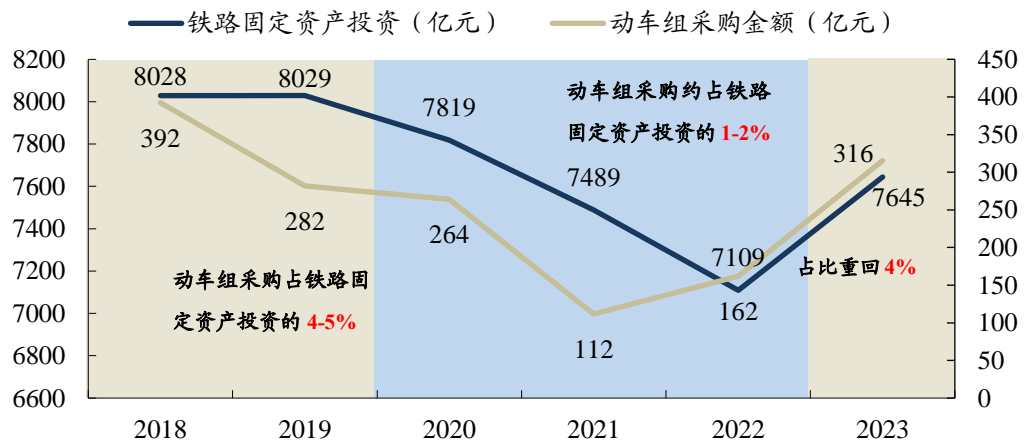
图26: 2018-2024H1 中国中车动车组销售收入(亿元)



数据来源: 公司年报, 公司公告, 东吴证券研究所
(注: 动车组销售收入为动车组营收剔除动车组维修收入)

动车组采购与铁路固定资产投资高度相关, 但弹性更大。我们按照中国中车高铁动车组平均销售单价 1.2 亿元计算, 可以得到 2018-2023 年国铁集团采购动车组的投资金额。将动车组采购支出与铁路固定资产投资对比发现, 动车组采购与铁路固定资产投资高度正相关, 并且动车组采购投资弹性大于铁路固定资产投资, 在非疫情时期动车组投资占铁路固定资产投资比重约为 4%-5%, 而疫情时期仅占 1%-2%。

图27: 动车组采购金额与铁路固定资产投资高度相关



数据来源: Wind, 国铁集团招标平台, 智慧轨道交通产业观察, 中国经营报, 轨道世界, RT 轨道交通, 飞鹿股份 2022 年年报, 东吴证券研究所

短期看: “十四五”规划指引下动车组采购有望高增。根据“十四五”规划预测, 2024-2025 年我国每年铁路固定资产投资约为 8829 亿元, 2023 年动车组采购投资占铁路固定资产投资占比重回 4%。基于此我们对 2024-2025 年动车组采购进行预测, 在悲观、中性、乐观假设下, 动车组采购投资占铁路固定资产投资比例分别为 4.7%/5.2%/5.7%, 由此得出中性假设下 2024-2025 年均动车组采购金额为 459 亿元, 相比 2023 年增长 45%。考虑动车组 8 列编组单价 1.7 亿元, 中性假设下动车组采购量为 270 组。

表5: 2024-2025 年均动车组采购情况测算 (单位: 亿元、组)

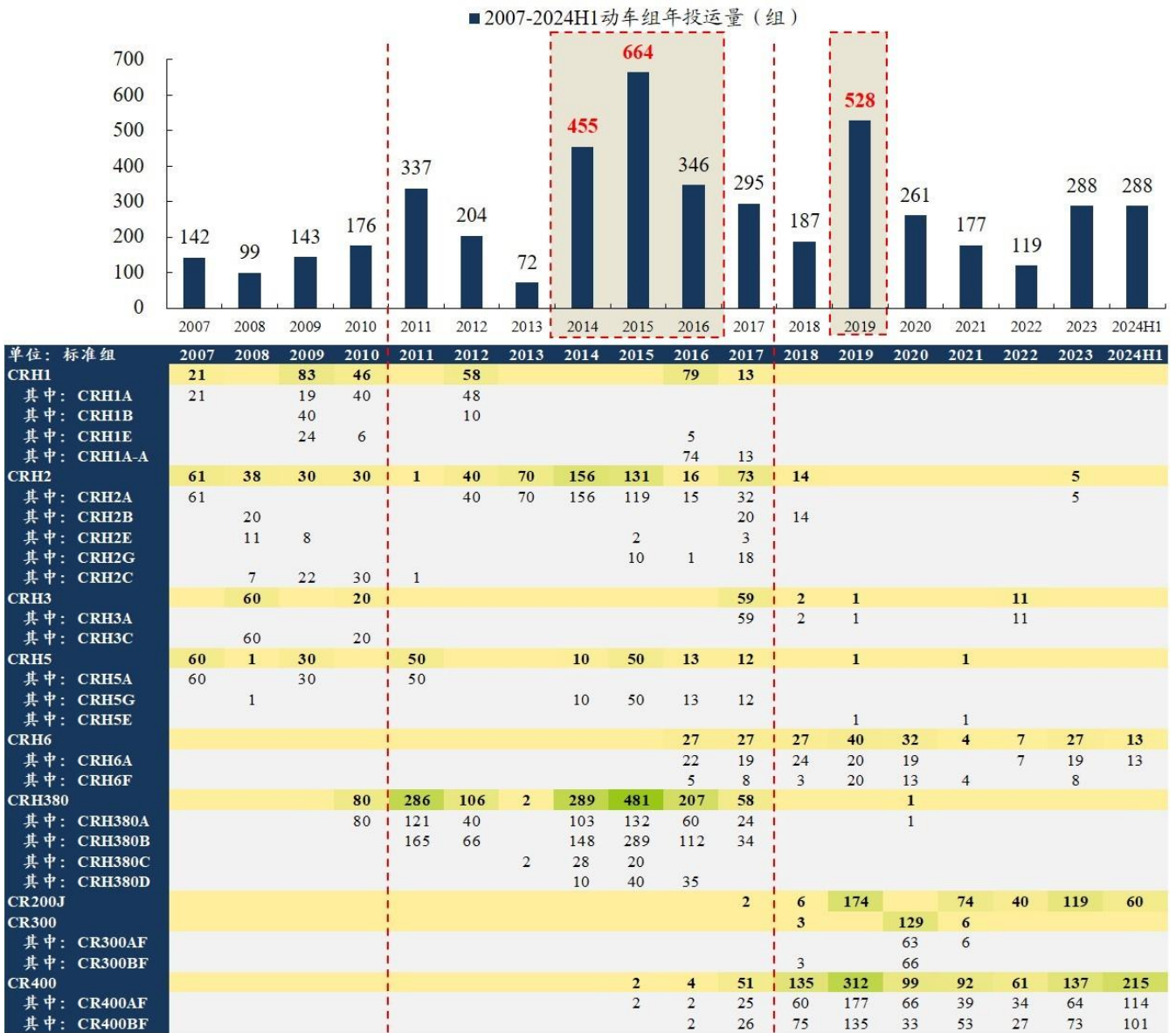
	悲观	中性	乐观
2024-2025 年均铁路固定资产投资 (亿元) ①	8829	8829	8829
动车组采购占总投资比例 (%) ②	4.7%	5.2%	5.7%
动车组采购投资 (亿元) ③=①*②	415	459	503
2023 年动车组采购金额 (亿元) ④	316	316	316
相比 2023 年增速 (%) ⑤= (③-④) / ④	31%	45%	59%
动车组单价 (亿元) ⑥	1.7	1.7	1.7
2024-2025 年均动车组采购量 (组) ⑦=③/⑥	244	270	296

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

注: 动车组单价取 1.7 亿, 原因为预计未来采购以 CR400 系列为主, CR200J 系列采购占比逐步降低

我国高铁制造与投运可以主要分为三个阶段。2004-2006 年大规模引进吸收高速列车技术后, 自 2007 年我国开始自主制造动车组并投入运营, 正式进入自主可控的时代。我们统计了 2007-2024H1 各型号动车组投运情况, 发现我国动车组发展历程可以大致分为三个阶段: **第一阶段 (2007-2010 年)** 主流制造的动车组为 CRH 系列, 年投运量在 100-200 标准组; **第二阶段 (2011-2017 年)** 主流制造的动车组为 CRH380 系列, 其中 2014 和 2015 年是投运高峰; **第三阶段 (2018-至今)** 主流制造的动车组为具有完全自主知识产权的 CR400 系列, 其中 2019 年是投运高峰。

图28: 2007-2024H1 各型号动车组年度投运情况测算 (组)



数据来源: China-EMU, 东吴证券研究所 (注: ①标准组是指 8 节车厢成组, 16 节车厢成组的动车组按 2 标准组计算; ②以动车组投运时间统计而非招标/中标时间, 部分未披露具体投运时间的招标批次以“招标时间节点+6 个月”计算, 即假设动车组自招标至交付投运时间跨度平均约为半年, 符合交付周期规律)

中长期看: 首批投运动车组接近设计寿命上限, 换新需求即将逐步释放。根据中国铁路总公司发布的《铁路动车组运用维修规则》, 我国 CRH/CRH380 系列动车组设计寿命普遍为 20 年, CR 系列动车组设计寿命为 30 年。站在当前时间节点上, 首批投运的 CRH1/2/3/5 系列动车组已经接近设计寿命上限, 预计在未来 3-5 年内逐步释放更新以及翻新改造需求。假设动车组在投运当年开始计算寿命, 可以推测 2027-2030 年将分别释放 121/99/65/130 标准组的动车组更新/翻新改造需求。**动车组的更新/翻新改造需求将成为中长期支撑中国中车业绩的重要支柱。**

表6: 动车组设计寿命与 2027-2030 年更新/翻新改造需求测算

车型	设计寿命 (年)	更新/翻新改造需求 (标准组)			
		2027	2028	2029	2030
CRH1A/1B/1E	25	-	-	-	-
CRH1A-A CRH1E(1229~1233)	20	-	-	5	-
CRH2A/2B/2E/2G/2C	20	61	38	30	30
CRH3C	20	-	60	-	20
CRH5A	30	60	-	30	-
CRH5G	20	-	1	-	-
CRH380A(L)	20	-	-	-	80
CRH380B(L)	20	-	-	-	-
CRH380CL	20	-	-	-	-
CRH380D	20	-	-	-	-
CRH6A/F	20	-	-	-	-
CRH3A	20	-	-	-	-
CR400AF/BF	30	-	-	-	-
更新/翻新改造需求总计	-	121	99	65	130

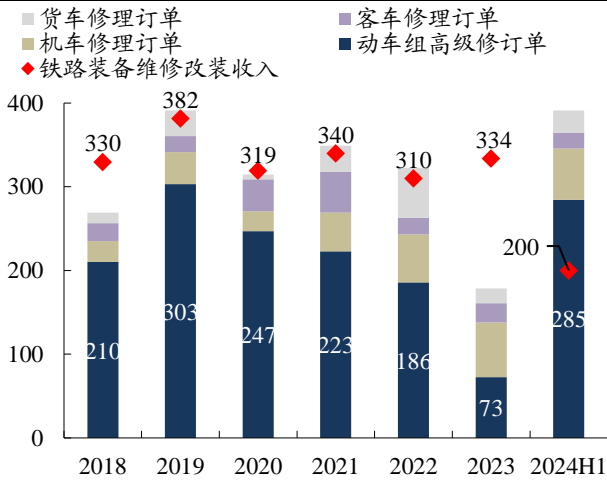
数据来源: China-EMU, 《铁路动车组运用维修规则》, 东吴证券研究所

2.3.2. 铁路装备修理改装: 动车组高级修订单放量, 维修业务有望乘势而上

公司历年维修订单与当年维修业务收入基本吻合, 其中动车组占比较高。我们统计了 2018-2024H1 中国中车各车型维修订单量与当年维修业务收入, 发现年订单总和与公司铁路装备修理改装年收入基本吻合 (2023 年除外, 订单与维修业务收入偏差较大, 不具有参考意义)。从 2024H1 维修订单结构来看, 动车组高级修占比最高, 贡献 73% 的维修收入, 另外机车、客车与货车占比合计约 27%。

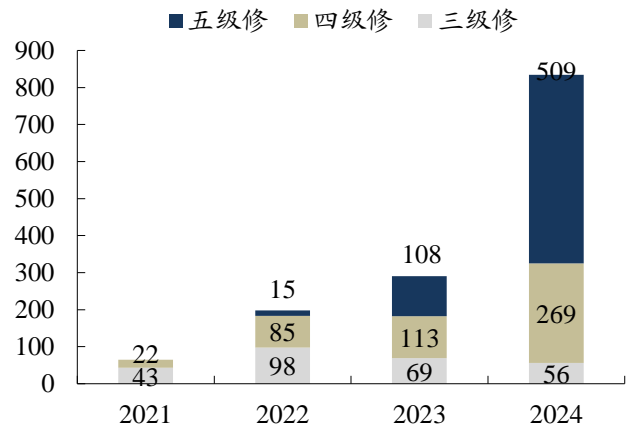
国铁集团五级修招标采购激增, 公司 2024 年动车组高级修订单同步超预期。2024 年 1 月和 8 月国铁集团分别开展了 2024 年动车组高级修第一/第二次采购项目招标, 共涉及 56 组三级修、269 组四级修和 509 组五级修, 分别同比-19%/+138%/+371%, 四/五级修增速较快。动车组三/四/五级修价值量占整车比重分别为 5%/10%/20%, 高价价值量的五级修需求集中释放带动中国中车动车组维修订单量快速增长。2024 年 1-7 月中国中车铁路装备维修订单总量已达 391 亿元, 超过 2019 年全年维修订单量, 创历史新高。预计在第二次动车组高级修招标完成后, 还会有新签高级修订单释放。

图29: 2018-2024H1 维修业务收入与订单情况 (亿元)



数据来源: 公司年报, 公司公告, 东吴证券研究所

图30: 2021-2024 年动车组高级修采购情况 (标准组)



数据来源: 国铁集团招标采购平台, 东吴证券研究所
(注: 仅包含招标采购与公开竞争性谈判采购, 不包含单一来源采购)

动车组高级修招标高增是过往动车组集中投运的结果。根据 2024 年动车组高级修第一次采购项目招标文件, CRH380 系列贡献了主要的五级修需求, 四级修中以 CR400 系列和 CRH380 系列为主, 维修需求结构呈现出这种特征是动车组集中投运的结果。**2014-2015 年 CRH380 系列大量集中投运, 2019 年 CR400 系列集中投运, 《铁路动车组运用维修规则》明确指出动车组实行以走行公里周期为主、时间周期为辅 (先到为准) 的计划预防修, 考虑到我国动车组大多高负荷运行, 走行公里周期达标时间通常会早于时间周期 1-2 年, 因此上述两轮动车组集中投运高峰恰好对应本轮四、五级修招标高增。**

表7: 动车组检修周期规则

车型	一级检修	二级检修	三级检修	四级检修	五级检修
CRH1A/1B	≤(4000+400)km 或运用 48h	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
CRH1E	≤(5000+500)km 或运用 48h	另行公布	55-62 万 km 或 1.5 年	110-125 万 km 或 3 年	(240±10)万 km 或 6 年
CRH380D	≤(4000+400)km 或运用 48h	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(统)/2B/2C/2G	≤(4000+400)km 或运用 48h	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
CRH6A/6F	≤(5000+500)km 或运用 48h	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
CRH2E	≤(5000+500)km 或运用 48h	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
CRH380A(L)	≤(5000+500)km 或运用 48h	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
CRH3C	≤(5000+500)km 或运用 48h	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
CRH380B(L)/CL/BG	≤(5000+500)km 或运用 48h	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/G	≤(5000+500)km 或运用 48h	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
CRH3A	≤(5000+500)km 或运用 48h	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

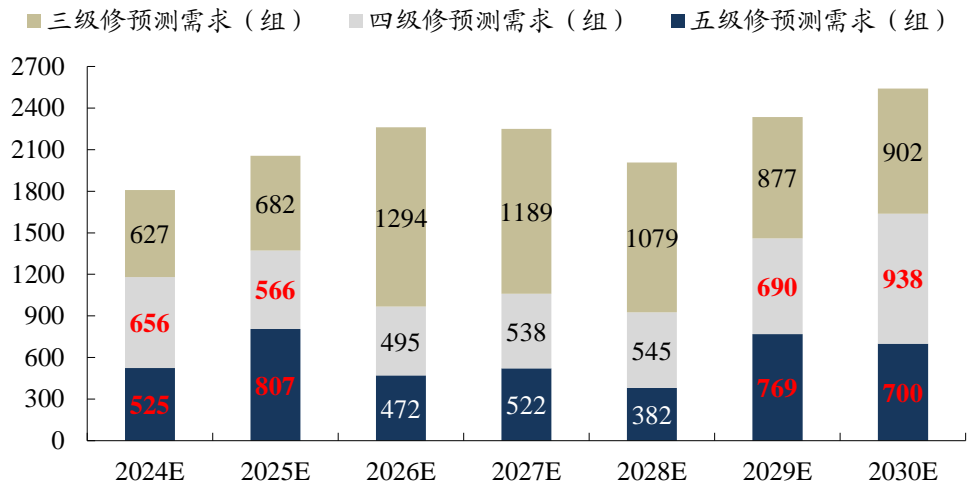
数据来源: 《铁路动车组运用维修规则》, 东吴证券研究所

注: 《铁路动车组运用维修规则》规定动车组以走行公里周期为主、时间周期为辅 (先到为准) 规划维修

在 2024 年动车组高级修招标超预期背景下, 2025 年五级修需求有望持续高增。由于动车组检修以行走公里周期为主, 时间周期为辅, 而我国动车组大多为高负荷运行,

因此高级修周期要比规定的周期短 1 年左右。再结合前文我们统计的动车组分型号年投运情况，我们对 2024-2030 年动车组高级修需求空间进行了测算。在 2024 年动车组五级修达 500 组以上的基础上，2025 年动车组五级修需求有望达 800 组以上，以上需求主要由 CRH380 系列贡献。预计在 2029-2030 年，动车组五级修需求有望再度上行，对应 CR400 系列步入第一次高级修周期。

图31：2024-2030 年动车组高级修需求空间测算（组）

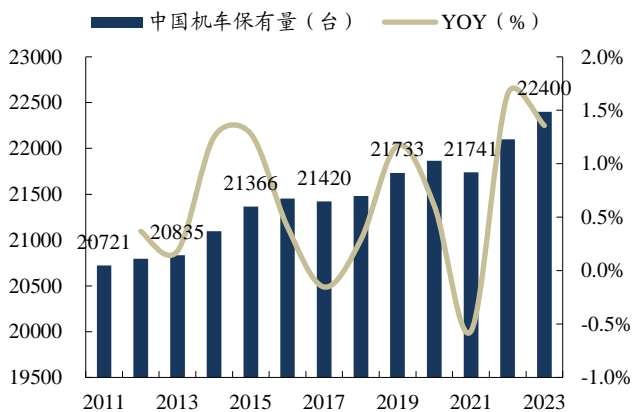


数据来源：China-EMU,《铁路动车组运用维修规则》，东吴证券研究所

2.3.3. 机车：保有量拾级而上但增速有限，微观结构正在悄然转变

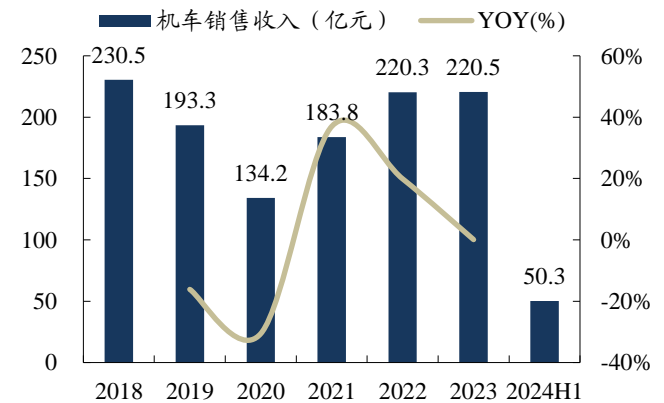
我国机车保有量拾级而上，带动中国中车机车业务行稳致远。我国机车市场较为稳定，机车保有量从 2011 年的 20721 台增长至 2023 年的 22400 台，CAGR=0.7%，市场已经相当成熟。在此背景下，公司机车业务营收也相对稳定，年收入约在 220 亿元左右，仅在 2020 年受疫情影响收入有所下滑。

图32：2011-2023 年中国机车保有量（台）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图33：2018-2024H1 中国中车机车销售收入（亿元）

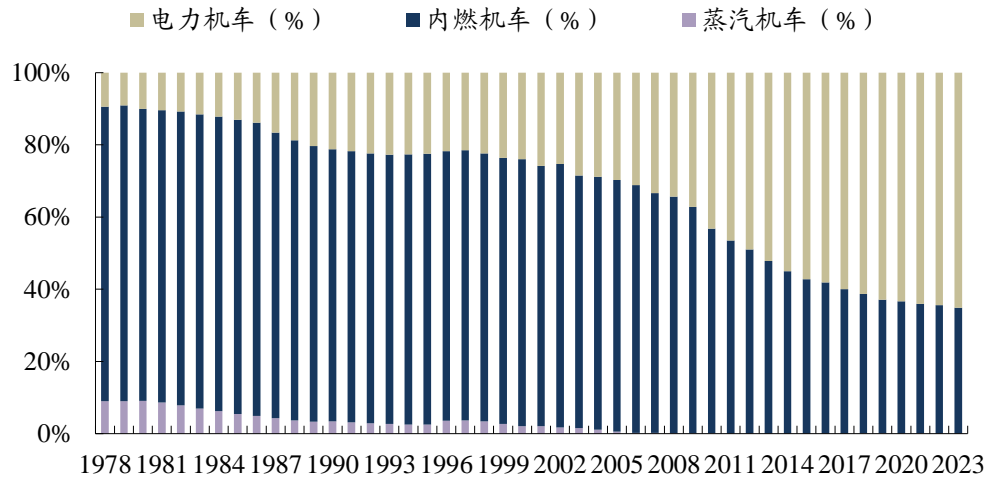


数据来源：公司年报，公司公告，东吴证券研究所
(注：机车销售收入为机车营收剔除机车维修收入)

机车保有结构正在悄然转变，电力机车更替内燃机车带来增量需求。根据 Wind 数

据，我国电力机车保有量占比正在不断提升，内燃机车的保有量占比不断收缩，这一趋势自 2008 年以来正在逐步提速。2024 年交通运输部印发《交通运输大规模设备更新行动方案》，明确指出老旧铁路内燃机车报废运用年限为 30 年，提出要加速老旧内燃机车淘汰更新，以电力机车/清洁燃料机车替代。在国家政策指引推动下，我国机车保有结构有望加速优化，电力机车需求有望加速提高，带动公司机车业务快速增长。

图34：中国机车保有量结构（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

中性假设下，2024-2027 年内燃机车总计更新 2730 台，释放 171 亿元收入。根据 Wind 数据，2023 年我国铁路机车保有量 2.24 万台，其中内燃机车 7800 台。假设悲观/中性/乐观假设下，至 2027 年老旧内燃机车被淘汰 30%/35%/40%，对应每年平均更新量达 585/683/780 台。根据中国中车 2023 年报披露及我们测算，2023 年机车销售收入达 220.5 亿元，销售量 883 台，对应单价约 2500 万/台。综合内燃机车更新量与销售单价，可以预计在悲观/中性/乐观假设下，2024-2027 年内燃机车年均更新 585/683/780 台，对应市场空间可达 146/171/195 亿元。

表8：2024-2027 年内燃机车年均更新市场空间测算

	悲观	中性	乐观
内燃机车保有量（台）①	7800	7800	7800
更新比例（%）②	30%	35%	40%
内燃机车合计更新量（台）③=①*②	2340	2730	3120
年年内燃机车更新量（台）④=③/4	585	683	780
新能源机车价格（万元/台）⑤	2500	2500	2500
2024-2027 年均更新市场空间（亿元）⑥=④*⑤	146	171	195

数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

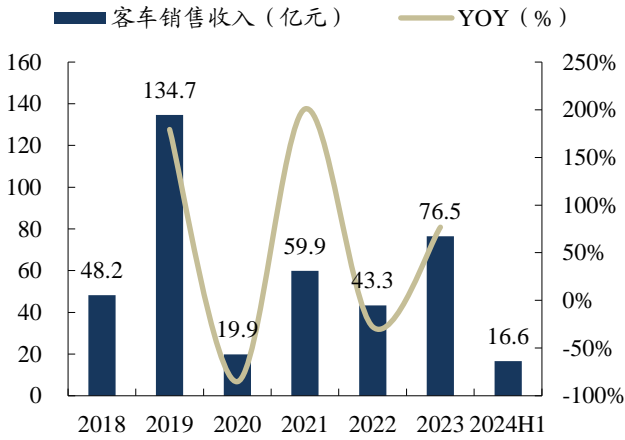
2.3.4. 客/货车：需求空间与铁路发送量密切相关，客货发送量创新高需求长期向好

客车营收逐步修复，货车收入略有承压。客车方面：2019 年公司客车销售业务迎来

一波小高峰后，疫情期间客运量大幅下滑导致客车业务重创，目前正处在复苏进程中。

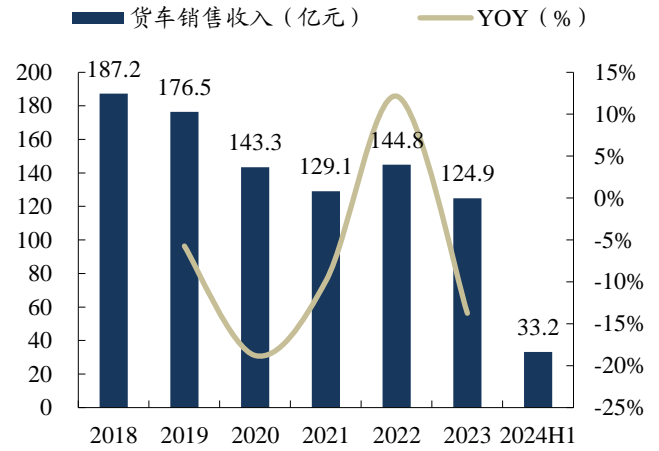
货车方面：2018-2023 年公司货车销售营收呈现下滑趋势，业务略有承压。

图35: 2018-2024H1 中国中车客车销售收入 (亿元)



数据来源：公司年报，公司公告，东吴证券研究所
(注：客车销售收入为机车营收剔除客车维修收入)

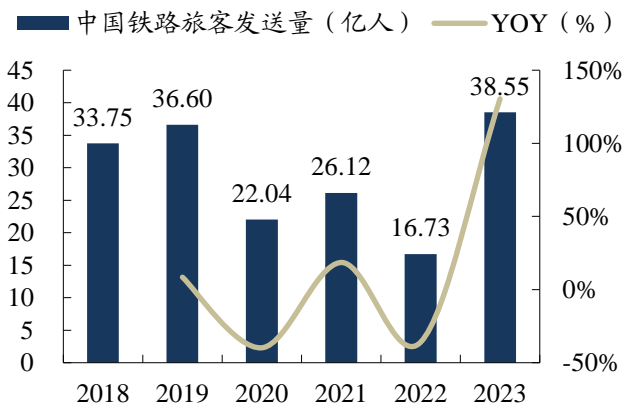
图36: 2018-2024H1 中国中车货车销售收入 (亿元)



数据来源：公司年报，公司公告，东吴证券研究所
(注：货车销售收入为机车营收剔除货车维修收入)

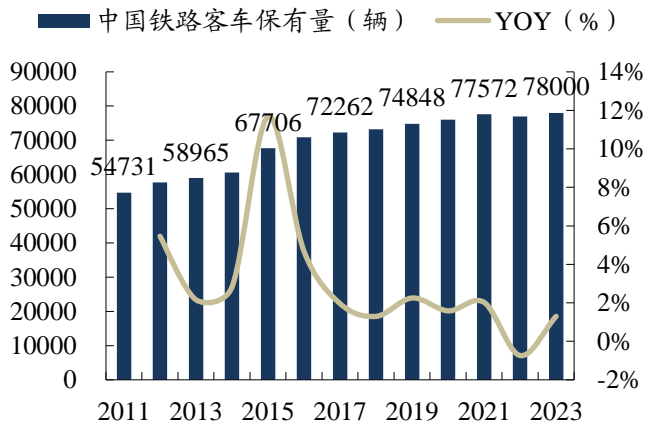
疫情后全国铁路旅客发送量再创新高，看好客车业务复苏向好。2020-2022 年中国铁路旅客发送量受疫情影响降幅较大，2023 年快速反弹，全年铁路旅客发送量达 38.55 亿人，再创历史新高。我国铁路客车保有量需要保持与铁路旅客发送量相匹配，伴随铁路旅客发送量的不断增长，客车保有量有望以 1-2% 的增速持续提升，中国中车的客车业务有望同步成长。

图37: 2018-2023 年中国铁路旅客发送量 (亿人)



数据来源：铁道统计公报，东吴证券研究所

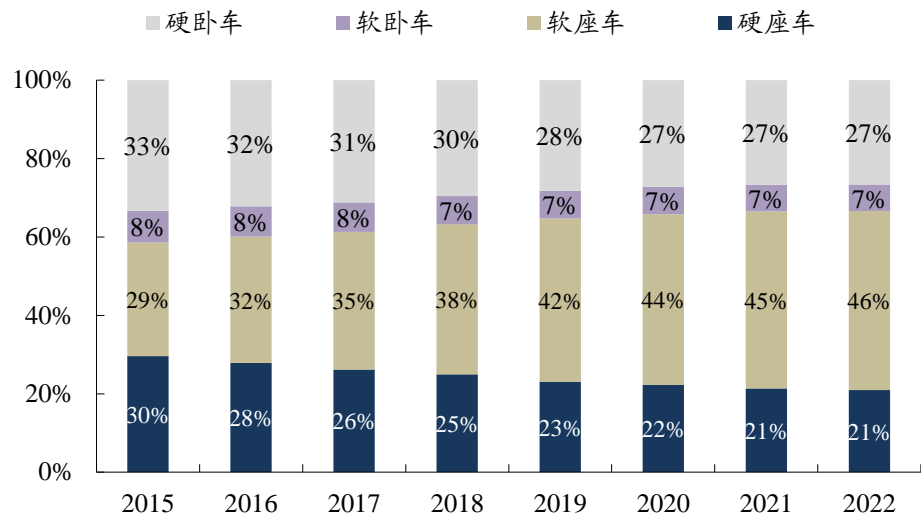
图38: 2011-2023 年中国铁路客车保有量 (辆)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

铁路客车保有量结构也有小幅变化，软座车渗透有望带来替换需求。与机车结构变化相似，铁路客车的保有量结构也在进行小幅调整。伴随旅客对出行舒适度要求的不断提高，2015-2022 年我国硬座车占比不断降低而软座车占比不断提高，软座车保有量 8 年间已经从与硬座车持平变为硬座车的两倍有余，未来渗透率有望持续提高。

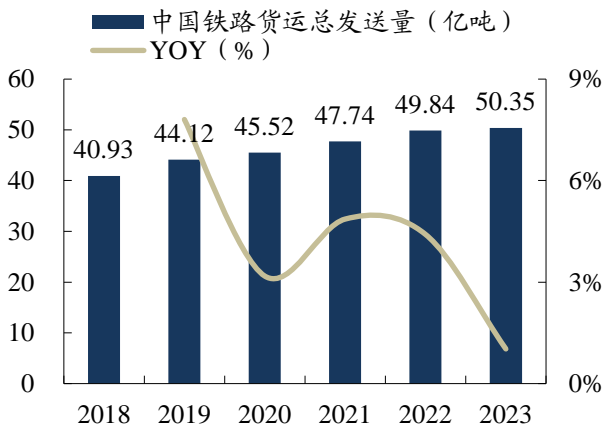
图39: 中国铁路客车保有量结构 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

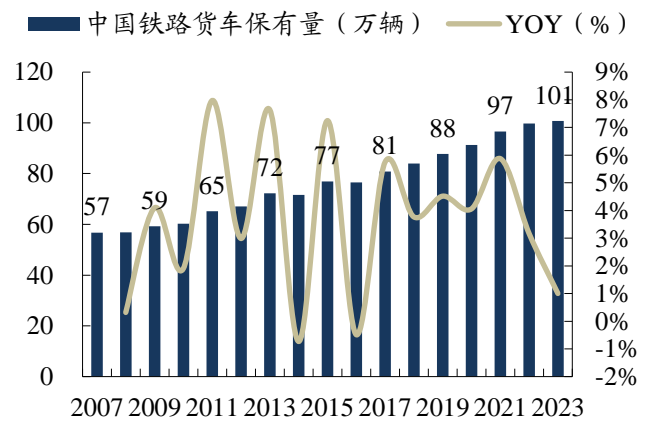
铁路货运量基本盘稳定, 货车需求确定性较强。2023 年我国铁路货运总发送量突破 50 亿吨大关, 同期铁路货车保有量也突破了 100 万辆, 整体来看我国铁路货运规模上行确定性较强, 货车保有量同步提高。

图40: 中国铁路货运总发送量 (亿吨)



数据来源: 铁道统计公报, 东吴证券研究所

图41: 中国铁路货车保有量 (万辆)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

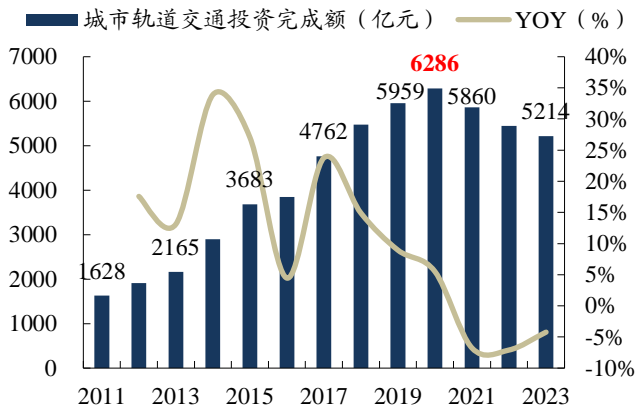
3. 城轨与城市基础设施: 城轨投资短期承压, 客运量恢复+长期规划下需求有望重振

3.1. 城轨建设规划审批收紧, 2020 年以来城轨投资有所下滑

2020 年以来我国城轨建设速度略有放缓。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

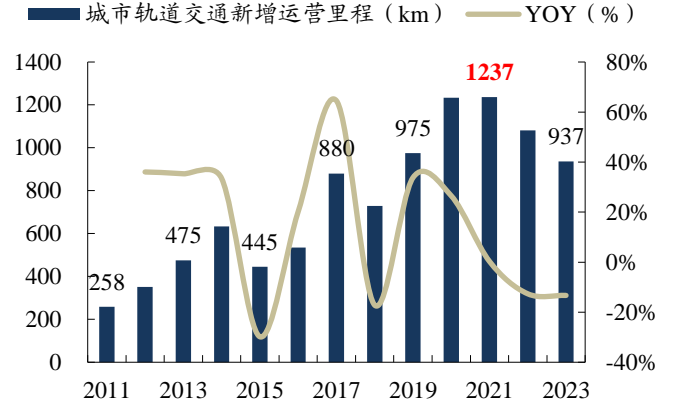
6286 亿元, CAGR=16%, 同期城轨年新增运营里程从 258km 增长至 1234km, CAGR=19%。但 2020 年后城轨建设速度有所放缓, 2023 年城轨建设投资下滑至 5214 亿元, 城轨新增运营里程下滑至 937km。城轨建设速度放缓主要系国家政策收紧了城轨建设的规划与审批, 目的是防控地方政府隐性债务。

图42: 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43: 2011-2023 年城轨新增运营里程 (km)

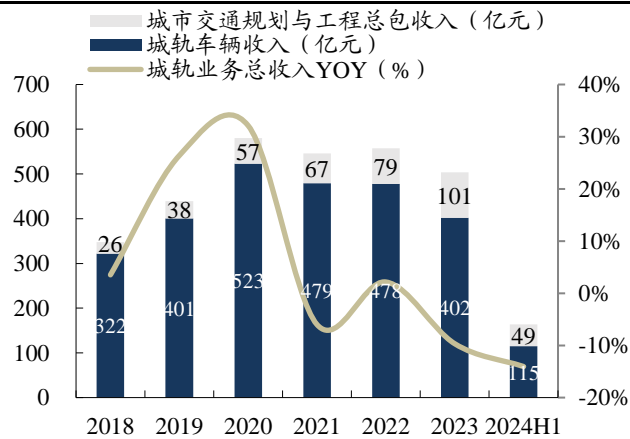


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2 公司城轨业务收入同步略有下滑, 但车辆单价与毛利率有所改善

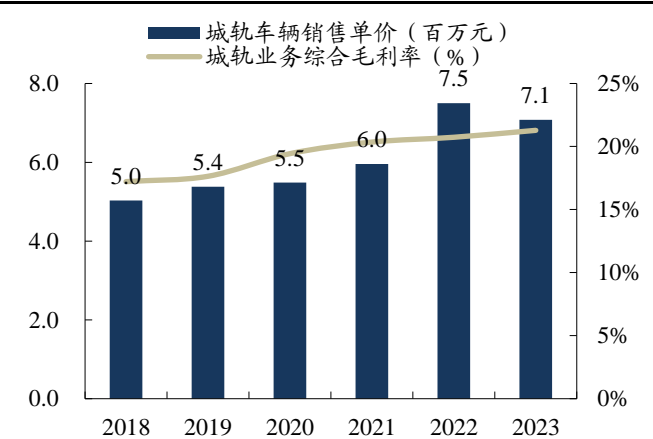
公司城轨业务与城轨投资中观数据相关性高。公司城轨业务板块主要经营城市轨道交通车辆、城市交通规划设计以及城市交通工程总包。在 2020 年中国城轨建设速度放缓后, 公司城轨业务收入也呈下探趋势。分结构看, 城轨车辆收入下滑明显, 但城市交通规划与工程总包收入呈上升趋势, 这证明公司在城市交通业务产业链上纵向延伸卓有成效。城轨业务总量虽然承压, 但盈利能力稳步改善, 2018-2023 年城轨车辆销售单价从 500 万元/辆增长至 710 万元/辆, 城轨业务综合毛利率也从 17% 提升至 21%。

图44: 2018-2024H1 中国中车城轨业务收入 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图45: 公司城轨车辆销售单价与城轨业务毛利率情况

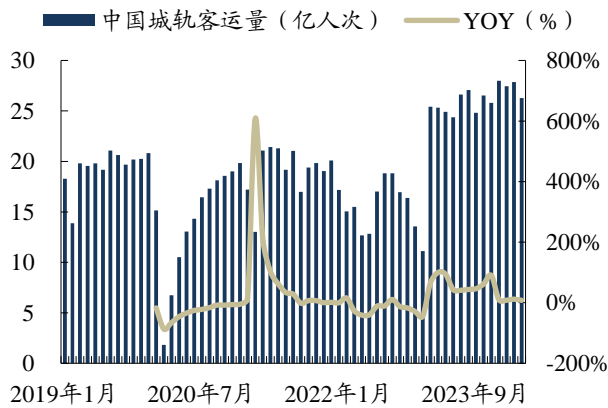


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3.3 城轨客运量回归叠加中长期规划明确，城轨建设有望困境反转

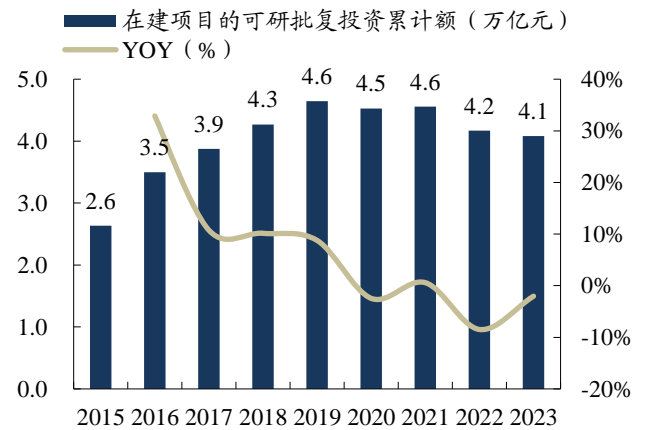
客运量回归带来城轨盈利修复，有望减轻地方政府债务压力。2023年以来，伴随疫情结束我国城轨客运量迅速修复，单月客运量回归25亿人次以上。客运量回归带来的城轨盈利修复有望缩短城轨建设投资回收期，缓解地方政府债务压力。另外2023年城轨在建项目可研批复累计投资额降幅收窄至2%以内，与城轨建设投资完成额降幅同步收缩，基本确定底部区间，未来有望逐步复苏。

图46：2019-2024年中国单月城轨客运量（亿人次）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图47：城轨在建项目可研批复投资累计额（万亿元）



数据来源：中国城市轨道交通协会，东吴证券研究所

中长期看，大型城市地铁建设规划是支撑城轨投资向好的中流砥柱。根据中国城市轨道交通协会数据，2023年我国各城市城轨交通运营线路规模总计达11224.54公里，其中地铁线路8543.11公里，是最主要的城轨类型，市域快轨以1454.86公里位列第二。一线与二线城市是贡献城轨建设需求的主力军，根据我们统计，目前主要的一二线城市城轨线路长度与中长期规划目标尚有距离，城轨中长期建设需求确定性较强，未来伴随地方政府债务负担逐步化解，城轨建设能够重新焕发活力。

表9：部分一、二线城市城轨交通线路规模统计及中长期规划

省份	2023年城轨线路长度（公里）	中长期规划情况
北京	907	规划线网总里程约 2683 公里，其中区域快线1058公里，城轨交通1625公里
上海	967	2030年地铁总里程将超过 1000 公里
广州	653	2035年计划地铁达到53条线路，总长度为 2029 公里
深圳	576	继续完善大湾区交通网络建设
武汉	556	2049年城轨交通总规模预计 1100 公里
南京	476	2023-2028年城轨建设规划共10个项目，总规模约 120 公里
沈阳	262	2025-2030年包含8个项目，总规模约 200 公里
长春	129	-
杭州	516	2035年城轨线路总长度达 1121 公里，其中轨道快线262公里，普线804.2公里，局域线54.7公里
大连	260	到2035年轨道交通总线路长度达 585 公里

哈尔滨	100	-
苏州	301	2035 年轨道交通线路总长度达 1086 公里
重庆	538	-
天津	306	2020 年地铁 4/7/8/11 号线 PPP 项目均已开工建设，预计将于 2024—2025 年陆续开通运营
郑州	354	到 2030 年地铁线路总长度达 640 公里
长沙	235	-
青岛	326	2024 年计划实施地铁建设及地铁沿线开发建设项目 22 个，完成投资 196 亿元
厦门	98	2035 年城轨交通线路总长度达 493 公里

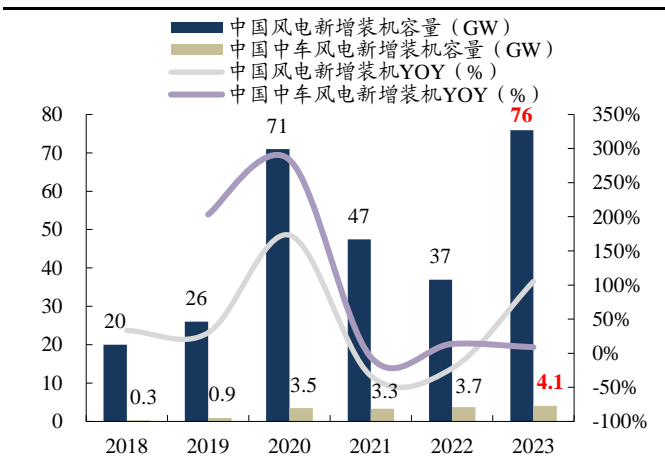
数据来源：中国城市轨道交通协会，《北京市轨道交通线网规划（2020 年-2035 年）》，《广州市轨道交通线网规划（2018-2035 年）》，《南京市城市轨道交通第三期建设规划（2023-2028 年）环境影响评价》，《沈阳市城市轨道交通第四期建设规划（2025-2030 年）环境影响评价》，《杭州地铁 3 号线二期工程环境影响报告书》，《苏州市轨道交通线网规划（2035 年）》，《厦门市城市轨道交通线网规划（2021-2035 年）》，东吴证券研究所

4. 新产业：依托主业向外延展布局广泛，多点开花尽显协同效应

4.1. 风电整机及零部件：风电装机触底反弹，中车风电全产业链优势突出

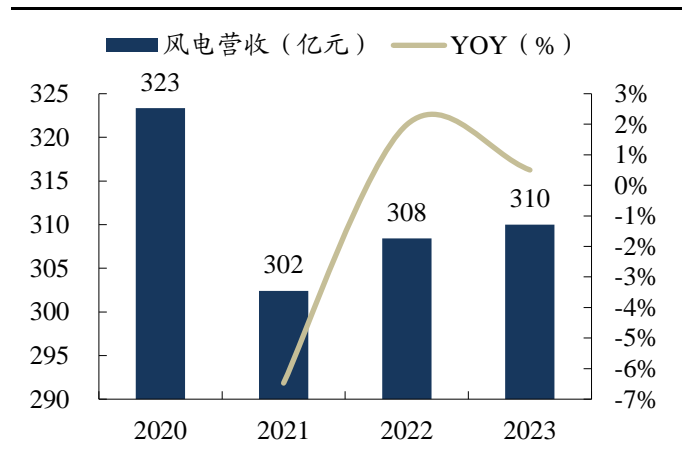
公司风电业务营收规模约为 300 亿元，与风电行业整体景气度高度挂钩。2023 年中国风电全年新增装机 76GW，同比增长 105%，终止了 2021-2022 年的连续下滑，其中中国中车贡献了 4.1GW 的新增装机，占比 5.4%。公司风电业务相比于中国风电整体行业有更优秀的弹性和韧性。展望后市，在双碳大背景指引下，我国风电新增装机需求确定性高，公司风电业务营收有望伴随风电新增装机上行同步受益。

图48：2014-2023 年中国风电新增装机容量（GW）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图49：2020-2023 年中国中车风电营收（亿元）

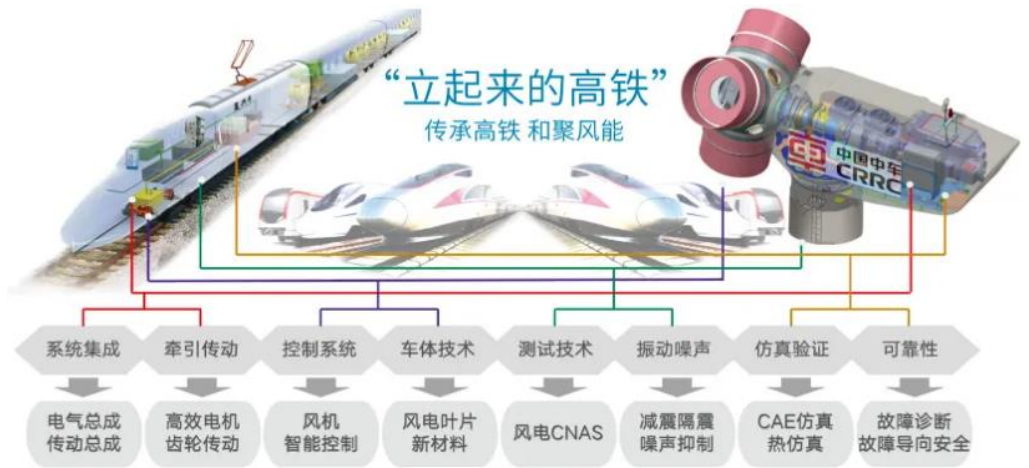


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

风电是“立起来的高铁”，技术共通赋予公司强劲优势。风电设备与动车组有众多技术相通之处，动车组上的技术原理与核心部件可以平移应用到风电设备上。技术原理方面：高铁刹车时，会将旋转车轮的动能通过电机发电转变为电能，再经过变流器调整、

变压器升压,最后回馈到高压电网,这与风力设备发电的原理是相同的;核心部件方面:环槽铆钉,原本是铁路车辆专用的一种紧固件,中国中车将该技术全面推向风电机舱和塔筒,提供免维护的紧固连接方案,市场占有率超过80%。动车组技术的迁移与灵活运用使得公司在风电设备领域拥有强劲的技术优势。

图50: 动车组与风电设备许多技术原理相通



数据来源: 中国中车公众号, 东吴证券研究所

零部件与整机两手抓,公司风电全产业链布局已然成熟。零部件性能是决定整机产品优劣的关键,中国中车在风电领域的全产业链的布局是公司风电业务未来成长性的有力支撑。中国中车的子/孙公司具备研发生产风力发电机、齿轮箱、塔筒、变流器、风电超级电容、风电叶片、风电弹性支撑的能力,其中风力发电机与风电叶片2021年全国市占率分列第一、第二名。中国中车在风电领域全产业链的布局已然成熟,竞争力强。

表10: 中国中车在风电设备零部件领域布局情况

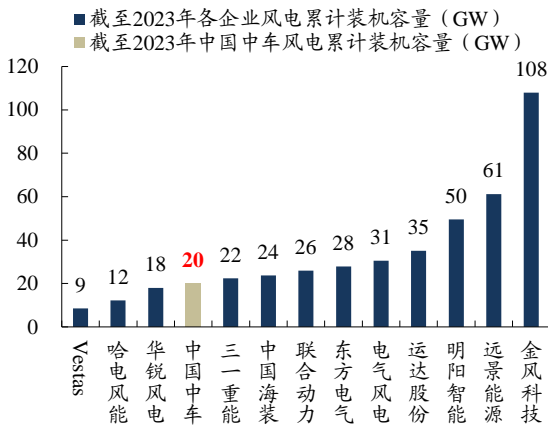
子/孙公司	细分领域	发展情况
中车风电	风力发电机	累计为国内风电市场提供各类风力发电机65000余台,2021年国内市占率第一
中车威墅堰所等	齿轮箱	自2008年开始从事风电齿轮箱的研制与生产制造,具备年产轨道齿轮箱4000台、风电齿轮箱1000台的生产能力
中车兰州等	塔筒	已在全国范围内建立30多个生产基地,供货装机容量超30000MW,装机台数超12500套,在国内陆上塔筒市场占有率排名前三
时代电气	变流器	变流器将风力发电机产生的交流电转换为适合电网接入的直流电,或者将直流电逆变为交流电,以确保风电系统的稳定运行
中车株机	风电超级电容	风电超级电容可以迅速吸收风能系统中的能量并储存,当需要时再释放,从而实现电能的即时供应和调节
时代新材	风电叶片	叶片累计装机容量超过30GW,2021年市场份额稳居国内第二,跻身全球前三,是全球最具竞争力的风电叶片供应商之一
	风电弹性支撑	时代新材风电弹性支撑可以吸收风力作用下的动态载荷,减少塔架的振动,提高风机的稳定性

数据来源: 国际风力发电网, 东吴证券研究所

竞争优势助力公司风电装机加速,力争行业上游。近年来中国中车风电装机不断增

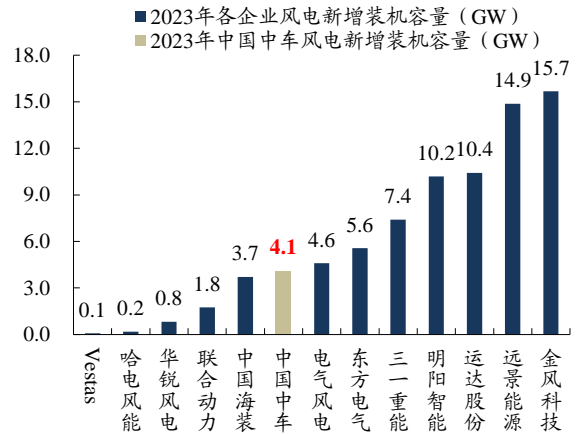
长，带动装机排名不断提高。截至 2023 年中国中车风电累计装机排名第 10 位，而 2023 年中国中车风电新增装机排名第 8 位，证实公司正在加速迈入行业前列。从零部件到风电整机的竞争优势是公司未来加速赶超行业竞对的重要支柱力量，未来有望展现出高于行业平均的成长性。

图51: 截至 2023 年中国中车风电累计装机排名第 10 位



数据来源: CWEA, 东吴证券研究所

图52: 2023 年中国中车风电新增装机排名第 8 位

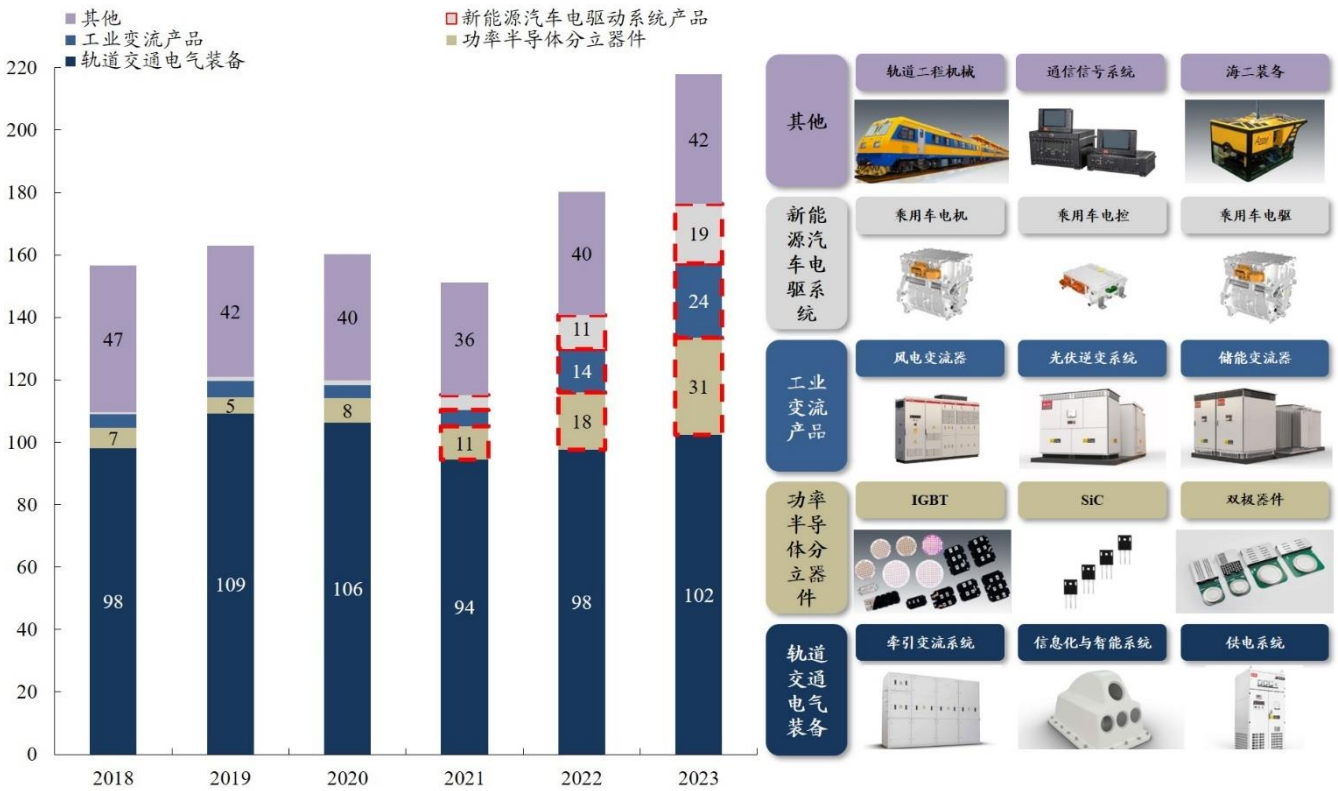


数据来源: CWEA, 东吴证券研究所

4.2. 功率半导体: 动车牵引变流器起家, 横向外延至更广阔的电驱电控舞台

中国中车上市孙公司时代电气经营功率半导体与变流器业务。2008 年时代电气收购 Dynex, 正式入局功率半导体行业, 业务初期主攻动车组牵引变流系统领域, 为中国中车复兴号研发解决了卡脖子的难题, 以牵引变流器为主的轨道交通电气装备构筑了时代电气的收入基本盘。2021 年, 站在风光发电催生工业变流器需求以及新能源汽车催生电驱系统需求的节点上, 中国中车分拆时代电气独立上市, 业务也横向拓展至更加广阔的电控舞台, 时代电气的功率半导体分立器件、工业变流产品以及新能源汽车电驱系统开始逐步放量, 开始逐步形成以轨交装备 (牵引变流器等电气装备为主) 为基本盘, 以新兴装备 (功率半导体分立器件、工业变流器、新能源汽车电驱) 为成长支柱的态势。

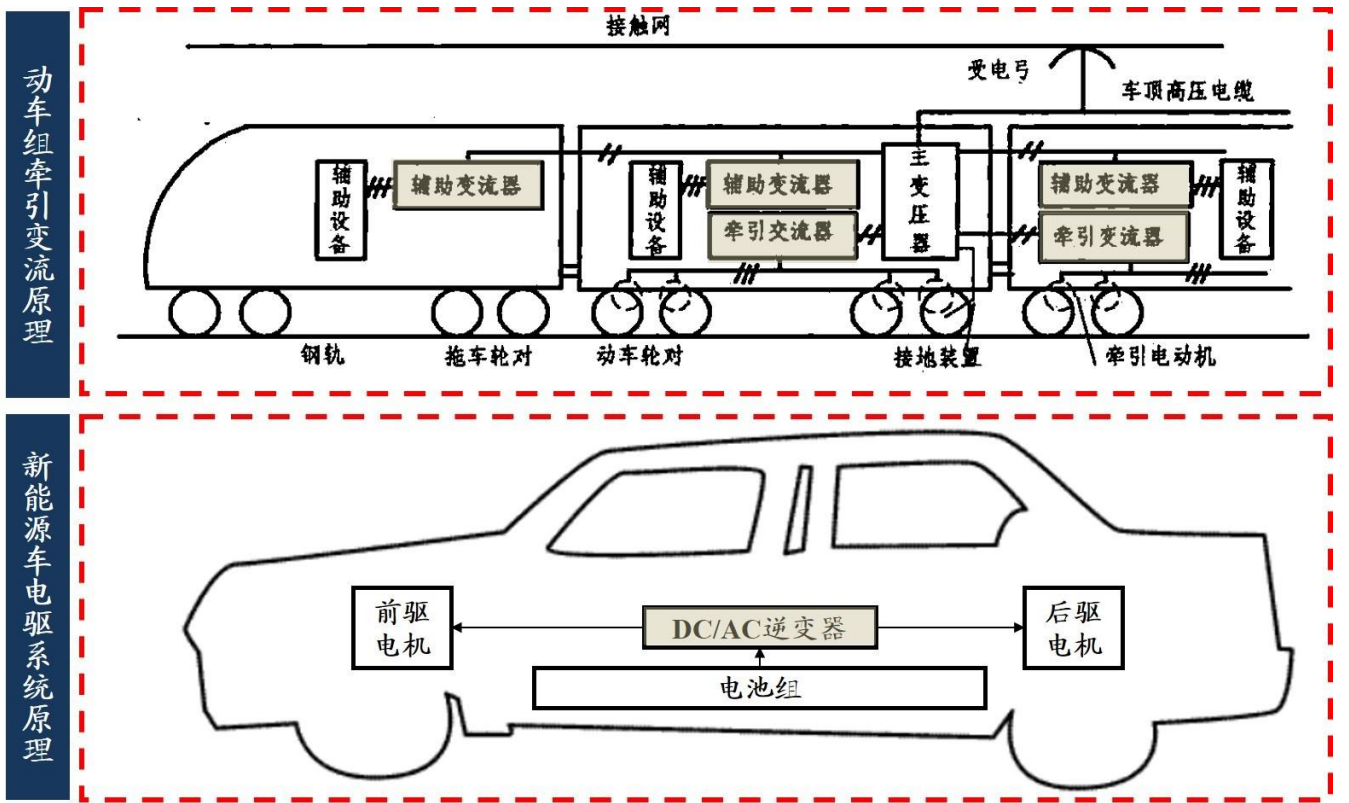
图53: 2018-2023 年时代电气分业务收入及产品矩阵 (亿元)



数据来源: Wind, 公司年报, 时代电气官网, 东吴证券研究所

动车组牵引变流器与新能源车电驱系统原理同源，从高压切入低压降维打击。动车组牵引变流原理是将电网线路上的高压交流电转变为可供动车组三相异步电机使用的三相交流电，从而驱动动车组运行。新能源汽车电驱系统原理与动车组牵引变流系统类似，需要将动力电池输出的直流电变流为可驱动永磁同步电机/交流异步电机的交流电，进而驱动汽车行驶。IGBT 底层技术相同，但高压应用技术更加困难，时代电气产品从轨交场景切换至新能源车场景无异于降维打击。在公司丰厚技术储备的加持下，看好新能源汽车渗透带动公司功率半导体分立器件以及新能源汽车电驱系统业务放量。

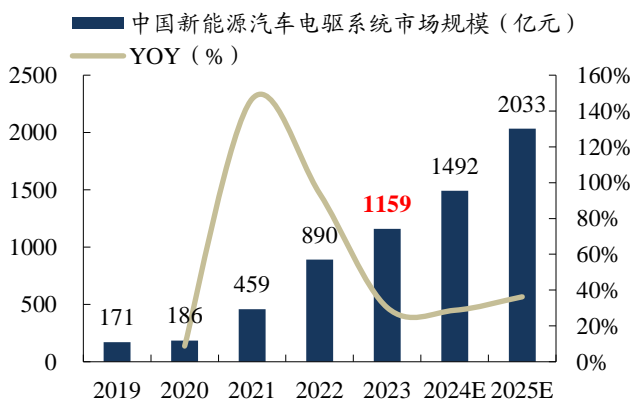
图54: 动车组牵引变流器与新能源电驱系统原理相似



数据来源: 《动车组牵引与控制系统》, 汽车测试网, EVM 新能源汽车, 东吴证券研究所

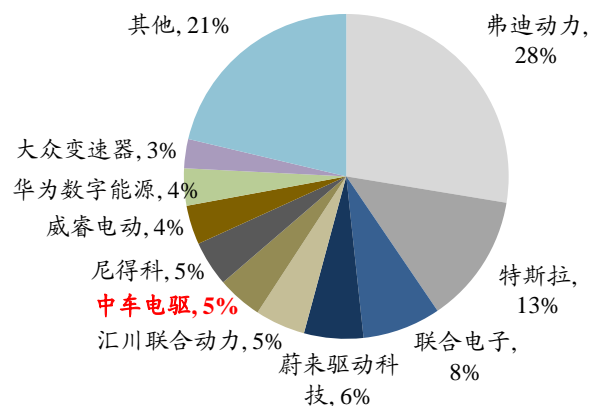
新能源汽车电驱市场天花板千亿以上, 时代电气未来大有可为。2023 年我国新能源汽车电驱系统市场规模为 1159 亿元, 并预计 2025 年提升至 2033 亿元, 市场天花板较高。2023 年中车电驱(时代电气子公司)在中国新能源汽车电驱系统销量市占率为 5%, 排名第 6, 已经占据一席之地。我国新能源汽车加速渗透趋势明确, 时代电气有望依托其深厚的技术储备跑赢行业竞对, 实现行业规模扩容与市占率提高的正向双击。

图55: 中国新能源汽车电驱系统市场规模(亿元)



数据来源: 观研天下, 华经产业研究院, 东吴证券研究所

图56: 2023 年中国新能源汽车电驱系统销量市占率(%)



数据来源: NE 时代新能源, 东吴证券研究所
注: 中车电驱为时代电气子公司

4.3. 新材料：走在材料研发前沿，与轨交装备与风电业务协同共振

中国中车新材料业务由上市孙公司时代新材经营，主要面向五大领域。时代新材业务可以分为五大领域：轨道交通、工业与工程、风力发电、汽车产品、新材料，2023年各领域营收占比分别为 11%/9%/39%/38%/2%。时代新材面向轨道交通与风电领域研制的新材料产品与中国中车协同效应明显。轨道交通领域产品包括车辆减振降噪系列、车体轻量化系列、线路减振降噪系列，系列产品对于提高动车组乘坐舒适度与运行性能有重要作用；风电领域，2021 年全国市占率第二的风电叶片就由时代新材研发制造。时代新材的业务实现了对中国中车主业的反哺，另外还外延至汽车、工业等领域实现创收，协同效应的优势显著。

图57：时代新材产品结构



数据来源：公司年报，时代新材官网，东吴证券研究所

4.4. 机电系统业务：以轨交装备配套为主，少部分独立外供

公司的机电业务涵盖轨道交通与多元产业装备关键系统的研发。中国中车机电产品事业部成员企业包括永济电机公司、天津装备公司、南口机械公司，四方所公司、大连所公司和大连电牵公司 6 家企业。产品包括牵引电传动系统、网络控制系统、制动系统、冷却与换热系统等，以上机电系统主要与公司干线铁路和城际铁路动车组与机车、城市轨道交通车辆、轨道工程机械等整机产品配套，部分产品以部件的方式独立向第三方客户提供。机电业务是公司轨道交通业务的重要一环，中国中车对以上全部产品具有自主知识产权。

图58：中国中车机电系统产品布局



数据来源：中国中车官网，东吴证券研究所

4.5. 新能源客车：依托动车电驱系统，切入新能源客车赛道

公司新能源客车业务由一级子公司中车电动经营。中车电动成立于 2007 年，是中国中车集团整合国内外优质资源成立的专业从事新能源商用车整车研发与制造的高新技术企业。截至 2023 年，中车电动已获得 1350 项电动汽车相关授权发明专利，主持和

参与制定 30 项国家及相关标准，获得 7 项国家级及省部级科技进步奖励。新能源客车电驱系统与动车组电驱系统技术同源，中车电动的电驱系统及新能源客车整车具备较强的技术实力，截至 2022 年底，中车电动累计销售整车 60000 台，电驱系统 180000 套。

图59：中车电动产品矩阵

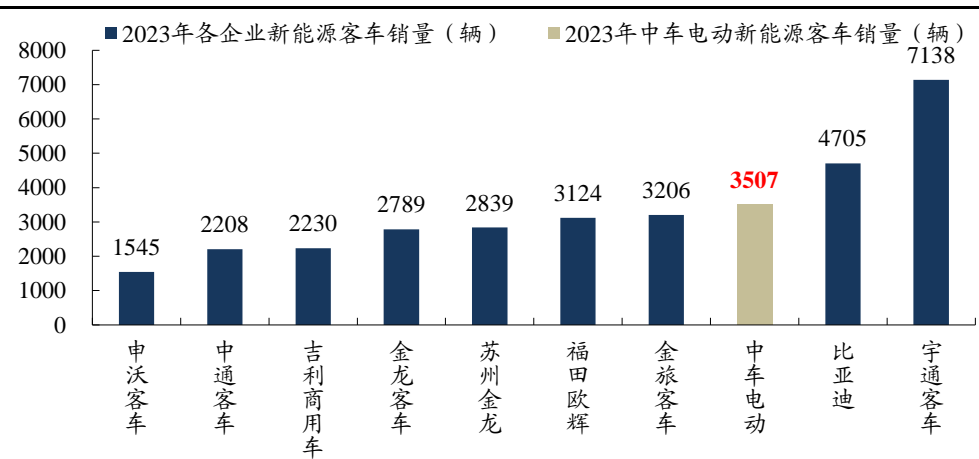


数据来源：中车电动官网，东吴证券研究所

2023 年中车电动新能源客车销量排名全国第 3 位。根据中国客车信息网数据，2023 年中车电动全年新能源客车销量为 3507 辆，排名第三，仅次于宇通客车和比亚迪。而 2022 年中车电动销量排名第五，在新能源客车需求走弱的背景下展现出了较强的韧性。

展望后市，大规模设备更新政策有望带来新能源公交车换新需求。2024 年 7 月，国家发改委与财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，明确指出支持新能源公交车及动力电池更新，更新车龄 8 年及以上的新能源公交车及动力电池平均每辆车补贴 6 万元。**政策指引下我国新能源公交车需求有望提振，看好中车电动业绩成长空间。**

图60：2023 年中国新能源客车销量排名



数据来源：中国客车信息网，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

1. 核心假设

- 1) **铁路固定资产投资复苏带动动车组招标**: 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,在“八纵八横”建设进度超 80%背景下,铁路固定资产投资重心有望从土建工程转向铁路装备,公司动车组收入有望乘势而上。
- 2) **动车组高级修周期来临释放维修需求**: 我国 CRH380 系列动车组在 2014-2015 年大批量投入运营,CR400 系列动车组在 2019 年大批量投入运营,考虑我国动车组多为高负荷运行,四/五级修合理周期分别为 5-6 年/10-11 年,当前时间节点集中迎来 CRH380 系列五级修和 CR400 系列四级修需求,公司铁路装备修理改装业务有望兑现订单实现放量增长。
- 3) **大规模设备更新下内燃机车更新为电力机车有望加速兑现**:《交通运输大规模设备更新行动方案》明确指出老旧铁路内燃机车报废运用年限为 30 年,提出要加速老旧内燃机车淘汰更新,以电力机车/清洁燃料机车替代。在国家政策指引推动下,我国机车保有结构有望加速优化,电力机车需求有望加速提高,带动公司机车业务快速增长。

4) 分业务预测:

- ① **铁路装备**: 铁路装备是公司的主营业务,在铁路固定资产投资复苏引领动车组招标上行、CRH380 五级修和 CR400 四级修需求集中释放、大规模设备更新推动内燃机车替换为电力机车三重逻辑加持下,公司铁路装备业务有望实现较好增长。我们预计 2024-2026 年公司铁路装备业务收入增速分别为 30.82%/8.96%/4.04%,毛利率分别为 25.00%/25.00%/25.00%。
- ② **新产业**: 在风电装机重拾增长势头、新能源汽车电驱需求快速增长的背景下,叠加众多细分业务多点开花,新产业营业收入有望保持强劲增长势头,带来较大的成长性。我们预计 2024-2026 年公司新产业收入增速分别为 1.50%/7.00%/7.00%,毛利率分别为 20.0%/20.5%/21.0%。
- ③ **城轨与城市基础设施**: 城轨建设短期承压,但在中长期规划指引下向好态势不变,叠加下行周期中公司城轨与城市基础设施业务毛利率逆势走高,预计在城轨建设修复周期中能够实现较好的业绩弹性。我们预计 2024-2026 年公司城轨与城市基础设施收入增速分别为-10.00%/0.0%/2.0%,毛利率分别为 21.0%/21.0%/21.0%。
- ④ **现代服务**: 公司金融业务为产业拓展和结构优化提供系统化金融解决方案,物流业务逐步走向工业智慧化,拓展工业智慧物流在中车产业链中的推广

应用，预计现代服务业务能够为公司主业提供较好的协同效应。我们预计2024-2026年公司现代服务收入增速分别为0.0%/2.0%/2.0%，毛利率分别为23.5%/23.5%/23.5%。

2. 盈利预测

基于以上假设，我们预计公司2024-2026年的营业收入分别为2607/2780/2908亿元，分别同比增长11.28%/6.65%/4.60%。公司2024-2026年的归母净利润分别为138/153/162亿元，分别同比增长17.98%/10.89%/5.95%。

表11：公司分业务收入预测（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
铁路装备	90,685.33	83,179.86	98,190.91	128,450.00	139,960.00	145,619.00
YoY	0.22%	-8.28%	18.05%	30.82%	8.96%	4.04%
毛利率	23.14%	24.50%	25.27%	25.00%	25.00%	25.00%
新产业	71,820.83	77,109.92	80,624.37	81,833.73	87,562.09	93,691.44
YoY	0.14%	7.36%	4.56%	1.50%	7.00%	7.00%
毛利率	16.60%	17.63%	19.14%	20.00%	20.50%	21.00%
城轨与城市基础设施	54,555.86	55,729.26	50,333.93	45,300.53	45,300.53	46,206.54
YoY	-6.01%	2.15%	-9.68%	-10.00%	0.00%	2.00%
毛利率	20.35%	20.73%	21.29%	21.00%	21.00%	21.00%
现代服务	8,669.73	6,919.59	5,112.31	5,112.31	5,214.56	5,318.85
YoY	17.23%	-20.19%	-26.12%	0.00%	2.00%	2.00%
毛利率	27.87%	25.73%	23.53%	23.50%	23.50%	23.50%
收入合计	225,731.76	222,938.64	234,261.51	260,696.58	278,037.19	290,835.84
YoY	-0.85%	-1.24%	5.08%	11.28%	6.65%	4.60%
毛利润合计	46,427.86	47,312.86	52,160.11	59,193.75	63,678.76	67,033.26
综合毛利率	20.57%	21.22%	22.27%	22.71%	22.90%	23.05%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

可比公司方面，公司主营业务包括铁路装备、风电、新材料、功率半导体、城轨与城市基础设施，涉猎业务板块较广。我们选取与公司业务和商业模式相近的中国通号（688009.SH）、交控科技（688015.SH）、思维列控（603508.SH）作为可比公司。2024-2026年可比公司PE均值为23/17/14，公司估值水平低于可比公司估值水平。

表12: 可比公司估值表 (截至 2024 年 9 月 6 日)

2024/9/6		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
688009.SH	中国通号	CNY	5.00	481.80	34.77	36.31	39.92	44.87	14	13	12	11
688015.SH	交控科技	CNY	14.88	28.08	0.89	0.75	1.15	1.64	32	37	24	17
603508.SH	思维列控	CNY	17.12	65.27	4.12	5.09	6.05	7.11	16	19	15	13
平均									20	23	17	14
601766.SH	中国中车	CNY	6.83	1960.13	117.12	138.17	153.21	162.33	17	14	13	12

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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

3. 投资建议

中国中车是我国轨交装备龙头企业, 是中国制造的“国家名片”。公司铁路装备业务受益于动车组采购复苏、高级修需求集中释放、电力机车替换内燃机车三重逻辑叠加, 营收有望进入上行通道; 新产业蓬勃发展, 风电、功率半导体、新材料、机电系统等业务多点开花; 城轨与城市基础设施业务中长期确定性较强。综合考虑下, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 138/153/162 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 14/13/12 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 铁路固定资产投资不及预期:** 公司铁路装备业务需求来源较为单一, 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, 铁路装备业务将同步受损。
- 风电行业竞争加剧:** 近年来风电行业竞争加剧, 风电设备主机厂利润空间承压。若风电装机不及预期, 风电行业主机厂竞争格局将进一步恶化, 公司风电业务营收与利润可能承压。
- 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, 公司城轨业务收入可能承压。

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	314,587	346,461	372,396	393,752	营业总收入	234,262	260,697	278,037	290,836
货币资金及交易性金融资产	64,863	94,786	105,557	116,017	营业成本(含金融类)	182,101	201,503	214,358	223,803
经营性应收款项	137,145	128,816	136,588	142,051	税金及附加	1,709	1,903	2,030	2,123
存货	66,849	72,765	74,430	74,601	销售费用	9,185	10,428	11,121	11,633
合同资产	33,590	39,104	44,486	49,442	管理费用	13,959	15,642	16,543	17,305
其他流动资产	12,141	10,990	11,334	11,641	研发费用	14,364	16,163	17,377	18,323
非流动资产	157,204	156,831	157,268	158,419	财务费用	(212)	(533)	(1,136)	(1,359)
长期股权投资	21,379	23,379	24,379	25,379	加:其他收益	2,651	2,346	2,363	2,327
固定资产及使用权资产	62,240	61,199	60,341	59,654	投资净收益	1,286	782	695	727
在建工程	4,519	4,181	3,894	3,650	公允价值变动	392	0	0	0
无形资产	16,721	17,723	18,725	19,727	减值损失	(1,869)	6	5	5
商誉	307	297	287	277	资产处置收益	408	261	278	291
长期待摊费用	266	251	236	221	营业利润	16,026	18,985	21,085	22,358
其他非流动资产	51,772	49,800	49,405	49,510	营业外净收支	347	300	300	300
资产总计	471,792	503,292	529,664	552,171	利润总额	16,373	19,285	21,385	22,658
流动负债	250,408	270,344	284,092	293,339	减:所得税	1,803	2,121	2,352	2,492
短期借款及一年内到期的非流动负债	12,383	11,208	10,208	9,208	净利润	14,570	17,164	19,032	20,165
经营性应付款项	180,882	197,025	208,999	217,586	减:少数股东损益	2,858	3,347	3,711	3,932
合同负债	23,177	26,070	27,804	29,084	归属母公司净利润	11,712	13,817	15,321	16,233
其他流动负债	33,966	36,041	37,081	37,461	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.41	0.48	0.53	0.57
非流动负债	24,861	26,088	27,188	28,238	EBIT	13,949	18,753	20,249	21,299
长期借款	6,985	7,985	8,985	9,985	EBITDA	21,823	24,830	26,592	27,929
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.27	22.71	22.90	23.05
租赁负债	1,545	1,745	1,845	1,895	归母净利率(%)	5.00	5.30	5.51	5.58
其他非流动负债	16,331	16,358	16,358	16,358	收入增长率(%)	5.08	11.28	6.65	4.60
负债合计	275,268	296,431	311,280	321,577	归母净利润增长率(%)	0.50	17.98	10.89	5.95
归属母公司股东权益	160,973	167,964	175,776	184,053					
少数股东权益	35,550	38,897	42,608	46,540					
所有者权益合计	196,523	206,861	218,384	230,594					
负债和股东权益	471,792	503,292	529,664	552,171					

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	14,722	40,258	24,233	25,387	每股净资产(元)	5.61	5.85	6.12	6.41
投资活动现金流	(11,177)	(2,003)	(4,502)	(5,457)	最新发行在外股份(百万股)	28,699	28,699	28,699	28,699
筹资活动现金流	(5,367)	(7,270)	(7,960)	(8,470)	ROIC(%)	5.70	7.50	7.71	7.72
现金净增加额	(1,541)	30,924	11,771	11,460	ROE-摊薄(%)	7.28	8.23	8.72	8.82
折旧和摊销	7,874	6,077	6,343	6,630	资产负债率(%)	58.35	58.90	58.77	58.24
资本开支	(7,952)	(5,378)	(5,812)	(6,299)	P/E (现价&最新股本摊薄)	16.52	14.00	12.63	11.92
营运资本变动	(8,034)	17,820	(466)	(699)	P/B (现价)	1.20	1.15	1.10	1.05

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>