

运输设备

24H1 中报综述

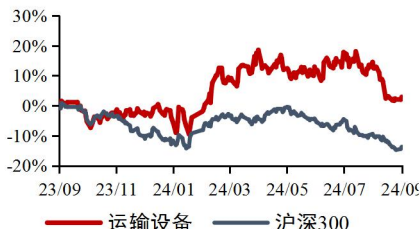
领先大市-A(维持)

轨交产业链分化，看好车辆和机电设备增长持续性

2024年9月20日

行业研究/行业动态分析

运输设备板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票		评级
601766.SH	中国中车	买入-A
688187.SH	时代电气	买入-A
600458.SH	时代新材	买入-A

相关报告：

【山证运输设备】第二批动车组高级修招标超预期落地，客货运量维持增势-轨交行业动态分析 2024.8.19

【山证运输设备】6月货运创历史新高，暑运数据支撑客运高需求-轨交装备行业月度分析 2024.7.22

分析师：

刘斌

执业登记编码：S0760524030001

邮箱：liubin3@sxzq.com

徐风

执业登记编码：S0760519110003

邮箱：xufeng@sxzq.com

投资要点：

➢ 从轨交产业链整体来看，24H1 轨交产业链整体归母净利润同比下滑 9%，24Q2 同比下滑约 16%，子板块结构分化明显。其中，上游项目勘察、设计和工程建设环节 24H1 和 24Q2 同比分别-12%、-20%，由于权重高，对整体产业链带来负向影响。

➢ 24H1 机电设备和整车制造环节业绩高增。（1）从经营规模来看：项目勘察、设计和工程建设环节体量最大，整车制造次之；原材料和运营维护环节亏损，其中运营维护环节在 23H1 和 24H1 均亏损；（2）从业绩增速来看：整车制造和机电设备，收入和净利同比均有增长，整车制造（中国中车）+3%/+21%，机电设备（时代电气权重最高）+18%/+28%；机械零部件收入下滑 7%，净利小幅增长 3%；其余各环节收入和净利均同比下滑；（3）从盈利能力来看：机电设备和信号/列控系统净利率较高，分别为 14%、13%，整车制造为 6%。

➢ 24Q2 机电设备和整车制造维持同比增长势头。（1）从单季同比增速来看：整车制造和机电设备环节，实现收入和归母净利润同比增长，整车制造 yoy 为 5%/12%，机电设备 yoy 为 17%/29%；其余环节，收入和盈利同比均下滑；（2）从单季环比增速来看：受轨交行业交付周期影响，Q2 一般高于 Q1，整车制造、机电设备业绩环比增幅领先，整车制造收入和归母增速分别为 80%/217%，机电设备为 65%/74%；运营维护 Q2 亏损较 Q1 扩大；（3）从盈利能力来看：机电设备净利率最高为 15%，信号/列控系统次之为 14%，整车制造为 7%；原材料和运营维护环节净利率为-4%、-12%。

➢ 投资建议：随着客货运输需求不断增长，国铁集团经营业绩持续向好，资产负债率压降至 65% 以内。根据国铁集团官微，24 年 1-8 月，铁路建设优质高效推进，全国铁路完成固定资产投资 4775 亿元，同比增长 10.5%。在全国铁路客运量和货运量向上、国铁集团盈利能力提升的背景下，结合设备更新政策支持，我们认为全国铁路装备特别是轨交车辆产业链景气度有望提升，动车组、机车需求有望超预期。重点推荐中国中车（601766.SH）、时代电气（688187.SH）、时代新材（600458.SH）；建议关注永贵电器（300351.SZ）、思维列控（603508.SH）。

➢ 动车组新造：高速动车组 24 年首次招标 165 组，已超过 2023 年全年招标量（164 组）。据中国中车《2024 年半年度业绩电话会会议记录》，公司上半年签署的动车销售合同，在六月底之前已实现部分交付，后续将根据合同



及客户需求陆续执行；据时代电气《投资者关系活动记录表 2024003》，国铁 2024 年上半年新造招标年内会全额确认。动车组业务增长确定性高。

➤ **动车组高级修：24 年，动车高级修在 1 月份和 8 月份有两次招标，四级修 268.25 组（较 23 年增加 155 组），五级修 509 组（较 23 年增加 401 组），合计 777.25 组。**根据中车披露的新签合同公告，2024 年 1-7 月，公司新签动车组高级修合同在 284.6 亿元，远超 2023 年全年的金额。据时代电气《投资者关系活动记录表 2024003》，公司参与以五级修为主，上半年检修收入 11 亿多(包括机车、动车、城轨)，2023 年同期检修收入约 6 亿元，同比翻倍以上增长。整体来看，检修市场会因为保有量、运行里程和服役年限的增加变得越来越大，未来 2-3 年动车的检修会继续保持相对高位。

➤ **机车：货运需求向上，前 7 月累计增速同比转正，机车需求有支撑；受益于设备更新政策，内燃机车将被加速淘汰。**中车面向全球发布了 7 款新能源机车，主要有 1000kW/1500kW/2000kW 三种功率等级，涵盖动力电池、氢燃料电池、内燃发动机+动力电池 3 种动力源产品等。据中国中车《2024 年半年度业绩电话会会议记录》，目前，公司正在积极对接相关用户单位，推动需求落地，预计下半年会形成一定的订单。同时，时代电气也会参与机车系统产品配套。

➤ **风险提示：**全国铁路客运量增长不及预期；货运量增长不及预期；国铁集团固定资产投资不及预期；城轨投资复苏不及预期

目录

1. 24Q2 机电设备和整车制造维持同比增势.....	5
2. 客货运输需求不断增长，国铁经营情况持续向好.....	12
3. 投资建议：看好车辆和机电设备增长持续性.....	15
4. 风险提示.....	18

图表目录

图 1： 轨交产业链图谱.....	5
图 2： 24H1 中车铁路装备业务贡献业绩弹性.....	11
图 3： 24H1 中车动车组收入同比增长 93%.....	11
图 4： 24H1 国铁集团总收入 5794 亿元.....	13
图 5： 24H1 国铁集团净利润 17 亿元.....	13
图 6： 国铁集体资产负债率下降至 65% 以内.....	13
图 7： 24 年 1-7 月铁路固定资产累计投资 4102 亿元.....	13
图 8： 24 年 1-7 月，全国铁路发送旅客突破 25.22 亿人次，yoy+15.7%（亿人）.....	14
图 9： 24 年 1-7 月，国家铁路累计发送货物 22.57 亿吨，yoy+0.1%（亿吨）.....	14
图 10： 高速动车组 24 年首次招标就超过 23 年全年（组）.....	16
图 11： 2024 年 2 次招标五级修 509 组，较 23 年全年增加 401 组.....	16
图 12： 中车 2018-2024 年 1-7 月动车组高级修合同金额（亿元）.....	16
表 1： 轨交产业链公司一览.....	5
表 2： 24H1 轨交产业链整体净利同比下滑 9%.....	7
表 3： 24Q2 轨交产业链公司净利整体同比下滑 16%.....	8

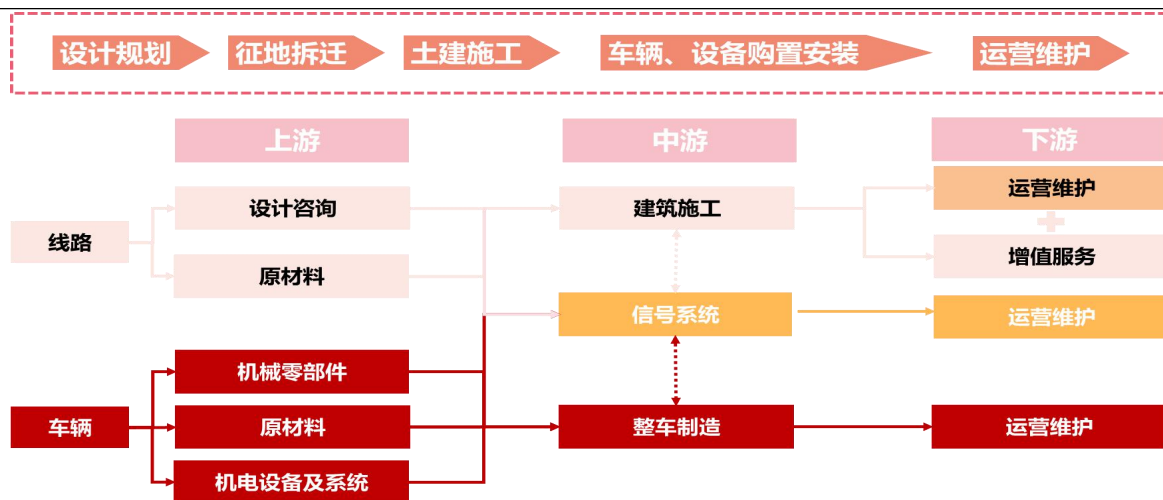


表 4: 24H1, 机电设备和整车制造环节归母净利润增速分别为 28%、21%, 表现突出.....	10
表 5: 24Q2, 机电设备和整车制造净利同比增长 29%、12%, 表现突出.....	11
表 6: 重点标的估值情况 (2024/9/11 收盘价)	17

1. 24Q2 机电设备和整车制造维持同比增势

轨道交通产业链环节较长，主要包括设计咨询、建筑施工、装备制造、运营维护四个环节。机械设备聚焦“车辆”，涵盖原材料、机械零部件、机电设备及系统（将信号/列控系统单独列示）以及整车制造。

图 1：轨交产业链图谱



资料来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所

表 1：轨交产业链公司一览

产业链环节	上市公司	主要业务	
铁路	项目勘察、设计和工程建设	地铁设计（003013）	轨道交通、市政、建筑等领域的勘察设计、规划咨询、工程总承包
		中国中铁（601390）	铁路、公路、城轨等基建
		中国铁建（601186）	铁路、公路、城轨等基建
		隧道股份（600820）	轨道交通施工
		中铁工业（600528）	主营轨道交通及地下掘进高端装备
		金鹰重工（301048）	大型养路机械、轨道车辆及接触网作业车
		金盾股份（300411）	轨道交通高端通风系统装备，包括隧道空气精华装置、智能化隧道空气精华系统
		五新隧装（835174）	主营隧道施工装备
铁路、车辆	原材料	祥和实业（603500）	铁路轨道扣件
		铁科轨道（688569）	高铁扣件
		天宜上佳（688033）	高铁动车组用粉末冶金闸片供应商
		时代新材（600458）	轨道交通弹性元件产品
		九州一轨（688485）	轨道交通减振降噪、TOD 上盖开发等



		博菲电气 (001255)	高性能绝缘材料的生产和维护
		飞鹿股份 (300665)	防腐涂料、防水防护材料
车辆	机械零部件	永贵电器 (300351)	电连接器、连接器组件及精密智能产品, 包括轨道车辆连接器、门系统、减振器等
		今创集团 (603680)	轨道交通车辆配套产品, 包括车辆配套的电气、内装和设备产品
		康尼机电 (603111)	轨道交通装备零部件产品, 包括动车、干线铁路和城市轨道车辆门系统、站台安全门系统、内部装饰、连接器、闸机扇门模块及车辆门系统维保及配件业务。
		晋西车轴 (600495)	铁路车辆及配件、精密锻造、精密铸造产品, 包括车辆、车轴、轮对、转向架等
		朗进科技 (300594)	轨道交通车辆空调 (列车空调系统)
		中国铁物 (000927)	国内机车车辆等移动装备的新造、改造或维修配件、货车制造原材料提供采购供应服务
		长青科技 (001324)	轨交车辆内饰产品
		雷尔伟 (301016)	轨道车辆车体部件、电气系统部件及转向架零部件
		威奥股份 (605001)	轨道交通车辆配套产品, 主要服务包括检修业务以及高速列车配套领域产品
		必得科技 (605298)	车辆通风系统、电缆保护系统和智能控制撒砂系统等系统化、系列化产品及其他轨道交通车辆配套产品
		整车制造	中国中车 (601766)
铁路、 车辆	信号/ 列控系统	中国通号 (688009)	轨道交通控制系统, 信号系统
		交控科技 (699015)	具有自主知识产权的 CBTC 技术为核心, 专业从事城市轨道交通信号系统
		众合科技 (000925)	轨道交通信号系统等系统产品
		科安达 (002972)	轨道交通信号控制和雷电防护领域
		思维列控 (603508)	列车运行控制、铁路安全防护、高速铁路运行检测与信息管理等三大业务
		交大思诺 (300851)	轨道交通列车运行控制系统关键设备
		工大高科(688367)	地面工业铁路信号控制与智能调度产品
		铁大科技 (872541)	主营铁路信号与通信设备的生产与销售
		辉煌科技 (002296)	监控产品线、运营管理产品线、信号基础设备产品线、综合运维信息化及运维装备产品线四大系列
	机电设备	时代电气 (688187)	轨道交通牵引变流系统为主的轨道交通电气装备、轨道工程机械、通信信号系统、列控系统
		鼎汉技术 (300011)	轨道交通地面电气装备、轨道交通车辆电气装备、轨道交通智慧化解决方案三大业务板块和完善的售后维修及运营维护服务体系
		研奥股份 (300923)	轨道交通电气设备制造业务和车辆检修业务, 包括司机操控台、司机室电气控制柜、高铁车辆电气设备检修、照明灯具检修, 城轨车辆电气设备及照明灯具检修等
		通业科技 (300960)	轨道交通机车车辆电气产品, 包括电源产品、智能控制产品、电机及风机三大类
		高铁电气 (688285)	铁路电气化接触网系统设备、城市轨道交通供电系统设备及轨外产品
		运营维护	运达科技 (300440)
	哈铁科技 (688459)		轨道交通安全监测检测、铁路专业信息化、智能装备产品
	神州高铁 (000008)		轨道交通安全检测监测技术、数据采集及分析技术和智能化维护技术, 包括车辆检修、信号系统、线路维护、供电监测等

华铭智能 (300462)	轨道交通 AFC 系统集成、道路交通 ETC 业务、热管理系统设备业务
---------------	-------------------------------------

资料来源: Wind, 山西证券研究所

表 2: 24H1 轨交产业链整体净利同比下滑 9%

产业链环节	上市公司	24H1					
		营收-亿元	营收 yoy-%	归母-亿元	归母 yoy-%	毛利率-%	净利率-%
项目勘察、设计和工程建设	地铁设计	12.51	1.48	2.07	-3.18	36.52	16.85
	中国中铁	5,445.22	-7.83	142.78	-12.07	8.84	2.88
	中国铁建	5,161.37	-4.61	119.02	-12.80	9.12	2.90
	隧道股份	280.34	1.69	7.86	0.78	14.94	3.03
	中铁工业	139.78	-6.17	9.34	-6.58	18.79	6.63
	金鹰重工	12.82	-6.40	0.83	-40.07	12.81	6.63
	金盾股份	2.12	15.45	0.13	15.73	23.22	6.08
	五新隧装	4.05	-7.02	0.70	-3.53	37.22	17.30
板块整体		11,058.20	-5.8%	282.73	-11.9%	9.3%	3.0%
原材料	祥和实业	3.58	27.07	0.33	-0.84	25.48	9.62
	铁科轨道	6.96	-30.37	1.15	-48.36	39.48	20.76
	天宜上佳	5.11	-47.41	-4.93	-474.07	-19.47	-99.05
	时代新材	86.61	5.38	2.22	9.51	16.51	2.70
	九州一轨	1.16	7.42	-0.15	-73.49	24.58	-13.72
	博菲电气	1.41	-17.81	0.01	-97.10	20.90	0.97
	飞鹿股份	1.60	-52.92	-0.48	-1,272.73	12.79	-30.88
板块整体		106.43	-4%	-1.85	-130%	0.17	-0.01
机械零部件	永贵电器	8.51	25.28	0.73	5.54	28.18	8.49
	今创集团	19.62	12.99	1.47	25.70	25.56	7.14
	康尼机电	16.10	20.42	1.09	46.09	32.33	7.14
	晋西车轴	4.29	16.08	-0.20	1.49	4.63	-4.70
	朗进科技	3.82	9.68	-0.22	-761.08	23.17	-5.52
	中国铁物	198.49	-14.39	2.76	-26.36	4.57	1.63
	长青科技	2.07	-8.75	0.35	2.28	36.11	17.27
	雷尔伟	1.50	2.55	0.28	52.17	43.05	19.06
	威奥股份	5.91	30.57	0.30	211.65	33.48	5.05
	必得科技	1.82	30.96	0.09	-47.44	39.88	4.78
	金盾股份	2.12	15.45	0.13	15.73	23.22	6.08
板块整体		264.24	-7%	6.80	3.0%	10%	3%
整车制造	中国中车	900.39	3.13	42.01	21.40	21.41	6.03
板块整体		900.39	3%	42.01	21%	0.21	0.06
	中国通号	143.32	-14.00	15.99	-12.32	29.36	13.05
	交控科技	8.77	16.17	0.21	-33.41	32.11	5.80
	众合科技	6.05	-19.25	-0.89	-126.51	27.50	-13.64
	科安达	1.43	27.34	0.56	45.00	63.89	39.86

	思维列控	5.59	6.16	1.90	9.39	62.83	36.39
	交大思诺	1.57	74.35	0.25	196.76	74.82	16.44
	工大高科	1.23	40.65	0.11	37.82	27.74	9.36
	铁大科技	1.04	1.61	0.15	52.78	46.95	15.13
	辉煌科技	3.33	48.53	1.13	85.40	57.58	34.27
板块整体		172.33	-11%	19.42	-8%	32%	13%
机电设备	研奥股份	2.00	16.73	0.16	21.42	28.93	8.31
	时代电气	102.84	19.99	15.07	30.56	27.84	14.85
	鼎汉技术	7.15	22.12	0.12	207.37	30.88	1.73
	通业科技	1.69	23.12	0.14	43.11	44.45	8.50
	高铁电气	4.30	-14.55	0.21	-52.91	19.92	5.52
板块整体		117.98	18%	15.71	28%	28%	14%
运营维护	运达科技	2.33	-6.36	0.14	17.76	47.92	6.02
	华铭智能	2.77	-12.40	-0.34	-2,617.96	26.84	-12.09
	哈铁科技	2.73	8.03	0.22	2,304.91	39.58	8.59
	神州高铁	5.27	-36.03	-1.75	-108.80	31.43	-35.92
板块整体		13.10	-20%	-1.73	-1.01	35%	-14%
合计		12,632.7	-5%	363.1	-9%	11%	3%

资料来源：wind，山西证券研究所（注：运营维护板块，24H1、23H1 均亏损，且 24H1 亏损扩大，归母 yoy 采用减法）

表 3：24Q2 轨交产业链公司净利整体同比下滑 16%

产业链环节	上市公司	24Q2							
		营收-亿元	营收 yoy-%	营收 QoQ-%	归母-亿元	归母 yoy-%	归母 QoQ-%	毛利率-%	净利率-%
项目勘察、设计和工程建设	地铁设计	6.39	1.77	4.44	1.03	-9.04	-1.07	37.10	16.38
	中国中铁	2,788.77	-12.34	4.98	67.97	-18.71	-9.15	9.07	2.75
	中国铁建	2,411.88	-9.84	-12.28	58.77	-24.07	-2.45	10.64	3.26
	隧道股份	139.09	-1.78	-1.53	3.41	-2.04	-23.13	17.37	2.78
	中铁工业	68.59	-8.08	-3.64	4.67	-1.84	-0.22	19.72	6.73
	金鹰重工	6.88	-8.85	15.88	0.39	-47.01	-12.28	13.11	5.89
	金盾股份	1.30	15.19	58.36	0.04	11.06	-50.22	23.10	3.86
	五新隧装	2.11	-18.18	9.29	0.33	-15.21	-7.61	37.27	15.82
板块整体		5,425.01	-11%	-3.7%	136.62	-20%	-6%	10.2%	3.1%
原材料	祥和实业	2.01	55.04	29.12	0.14	-15.15	-21.82	24.30	6.85
	铁科轨道	3.63	-15.00	9.04	0.61	-28.66	10.10	39.02	20.95
	天宜上佳	1.64	-75.22	-52.86	-3.63	-520.11	-180.21	-38.77	-223.02
	时代新材	44.56	5.96	5.96	1.02	8.10	-15.07	16.17	2.30
	九州一轨	0.69	-17.29	47.93	-0.09	-252.76	-31.49	27.37	-12.90
	博菲电气	0.70	-7.65	0.03	0.02	-85.23	307.95	20.05	2.66

	飞鹿股份	0.92	-60.74	34.46	-0.34	-8,285.38	-151.98	14.08	-37.75
板块整体		54.16	-7%	4%	-2.28	-176%	-634%	0.17	-0.04
机械零部件	永贵电器	4.50	24.92	12.08	0.33	-3.28	-18.18	28.04	6.72
	今创集团	10.72	12.74	20.45	1.04	15.42	139.77	25.77	9.06
	康尼机电	8.85	21.24	22.01	0.65	55.74	44.97	32.01	7.67
	晋西车轴	1.85	-8.31	-24.39	0.04	227.62	116.01	6.24	2.05
	朗进科技	2.55	8.60	101.95	0.00	-100.11	99.88	22.71	0.27
	中国铁物	100.51	-19.33	2.58	1.16	-41.27	-27.86	4.55	1.36
	长青科技	1.25	0.66	53.51	0.21	-0.68	52.95	36.80	17.31
	雷尔伟	1.07	8.42	150.32	0.24	73.32	442.15	41.76	22.21
	威奥股份	2.75	-16.38	-12.76	0.43	228.57	443.58	43.05	15.37
	必得科技	1.08	25.37	46.78	0.11	-31.77	624.40	41.72	10.14
金盾股份	1.30	15.19	58.36	0.04	11.06	-50.22	23.10	3.86	
板块整体		136.43	-12%	6%	4.25	-4%	86%	11%	3%
整车制造	中国中车	578.57	5.34	79.77	31.93	12.21	216.63	19.45	6.90
板块整体		578.57	5%	80%	31.93	12%	217%	0.19	0.07
	中国通号	77.85	-15.04	18.90	9.95	-13.20	64.53	30.99	14.81
	交控科技	4.54	-1.27	7.21	0.09	-59.98	-31.17	33.44	6.63
	众合科技	3.53	-12.76	39.63	-0.62	-409.37	-131.22	28.10	-16.52
	科安达	0.73	29.59	5.03	0.30	130.90	12.04	60.58	40.51
	思维列控	2.60	3.68	-13.12	0.90	8.46	-10.61	67.06	37.40
	交大思诺	0.99	90.67	70.59	0.24	181.23	2,461.83	72.60	24.40
	工大高科	0.92	32.60	197.00	0.10	23.20	615.50	25.70	10.88
	铁大科技	0.51	6.37	-4.12	0.04	207.70	-68.42	37.57	7.31
	辉煌科技	1.26	34.83	-39.38	0.32	-14.10	-60.83	44.09	25.68
板块整体		92.91	-12%	17%	11.30	-13%	39%	33%	14%
机电设备	研奥股份	1.24	32.93	64.11	0.13	84.27	220.46	29.18	10.07
	时代电气	63.59	15.94	62.03	9.39	30.63	65.50	23.99	16.10
	鼎汉技术	4.40	38.25	59.90	0.07	201.11	52.77	29.12	1.74
	通业科技	1.10	12.41	85.54	0.18	6.14	619.59	46.61	16.04
	高铁电气	3.14	9.00	168.89	0.21	-31.41	24,810.85	17.95	7.30
板块整体		73.47	17%	65%	9.98	29%	74%	24%	15%
运营维护	运达科技	1.87	-11.67	297.46	0.34	-12.44	274.88	47.21	17.94
	华铭智能	1.15	-12.55	-28.46	-0.15	-327.20	17.28	32.77	-12.96
	哈铁科技	1.72	7.75	70.59	0.18	925.73	393.25	36.34	11.31
	神州高铁	3.47	-11.66	92.25	-1.26	-148.63	-159.04	25.92	-38.62
板块整体		8.21	-8%	68%	-0.90	-0.76	-0.07	34%	-12%
合计		6,368.8	-9%	2%	190.9	-16%	11%	12%	4%

资料来源：wind，山西证券研究所（注：运营维护板块，24Q2、24Q1、23Q2 均亏损，且 24Q2 亏损扩大，归母 yoy 和归母 qoq 采用减法）

通过对产业链条各环节上市公司业绩加总，对比不同报告期内业绩变化情况，结论如下：

从产业链整体来看，24H1 轨交产业链整体归母净利同比下滑 9%，24Q2 同比下滑约 16%。子板块结构分化明显，其中，上游项目勘察、设计和工程建设环节 24H1 和 24Q2 同比分别-12%、-20%，由于权重高，对整体产业链带来负向影响。

24H1 机电设备和整车制造环节业绩高增。（1）从经营规模来看：项目勘察、设计和工程建设环节体量最大，整车制造次之；原材料和运营维护环节亏损，其中运营维护环节在 23H1 和 24H1 均亏损；（2）从业绩增速来看：整车制造和机电设备，收入和净利同比均有增长，整车制造（中国中车）+3%/+21%，机电设备（时代电气权重最高）+18%/+28%；机械零部件收入下滑 7%，净利小幅增长 3%；其余各环节收入和净利均同比下滑；（3）从盈利能力来看：机电设备和信号/列控系统净利率较高，分别为 14%、13%，整车制造为 6%。

24Q2 机电设备和整车制造维持同比增长势头。（1）从单季同比增速来看：整车制造和机电设备环节，实现收入和归母净利同比增长，整车制造 yoy 为 5%/12%，机电设备 yoy 为 17%/29%；其余环节，收入和盈利同比均下滑；（2）从单季环比增速来看：受轨交行业交付周期影响，Q2 一般高于 Q1，整车制造、机电设备业绩环比增幅领先，整车制造收入和归母增速分别为 80%/217%，机电设备为 65%/74%；运营维护 Q2 亏损较 Q1 扩大；（3）从盈利能力来看：机电设备净利率最高为 15%，信号/列控系统次之为 14%，整车制造为 7%；原材料和运营维护环节净利率为-4%、-12%。

表 4：24H1，机电设备和整车制造环节归母净利润增速分别为 28%、21%，表现突出

产业链环节	24H1					
	营收/亿元	营收yoy	归母/亿元	归母yoy	毛利率	净利率
项目勘察、设计和工程建设	11,058	-6%	283	-12%	9%	3%
原材料	106	-4%	-2	-130%	17%	-1%
机械零部件	264	-7%	7	3%	10%	3%
整车制造	900	3%	42	21%	21%	6%
信号/列控系统	172	-11%	19	-8%	32%	13%
机电设备	118	18%	16	28%	28%	14%
运营维护	13	-20%	-2	-1.01	35%	-14%

资料来源：Wind，山西证券研究所（注：标黄部分表示，基期亏损，本期亏损扩大，用减法）

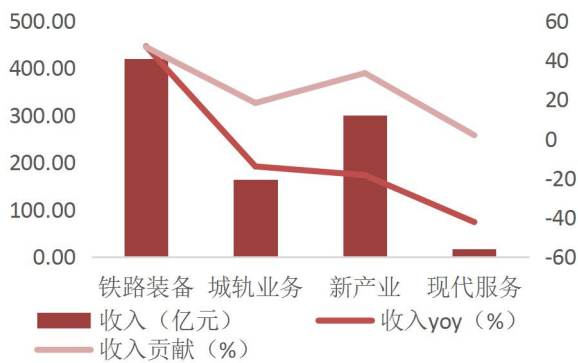
表 5：24Q2，机电设备和整车制造净利同比增长 29%、12%，表现突出

产业链环节	24Q2					
	营收yoy	营收qoq	归母yoy	归母qoq	毛利率	净利率
项目勘察、设计和工程建设	-11%	-4%	-20%	-6%	10%	3%
原材料	-7%	4%	-176%	-634%	17%	4%
机械零部件	-12%	6%	-4%	86%	11%	3%
整车制造	5%	80%	12%	217%	19%	7%
信号/列控系统	-12%	17%	-13%	39%	33%	14%
机电设备	17%	65%	29%	74%	24%	15%
运营维护	-8%	68%	-0.76	-0.07	34%	-12%

资料来源：Wind，山西证券研究所（注：标黄部分表示，基期亏损，本期亏损扩大，用减法）

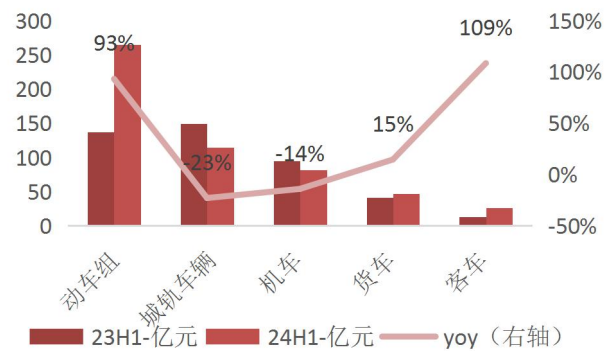
拆分中国中车收入结构可知：（1）24H1 铁路装备业务贡献业绩弹性，实现收入 419.85 亿元，同比+46.99%，收入贡献达到 46.63%；其余三类业务收入均有不同程度的下滑，城轨业务收入-14.05%，新产业和现代服务收入下滑 18.47%、42.32%。（2）从车辆收入结构来看，动车组收入 265.27 亿元，同比+93%，仍为车辆收入最高的品类，货车和客车收入同比+15%、109%；城轨车辆和机车收入则有所下滑，同比分别-23%、-14%。

图 2：24H1 中车铁路装备业务贡献业绩弹性



资料来源：中国中车 2024 中报，山西证券研究所

图 3：24H1 中车动车组收入同比增长 93%



资料来源：中国中车 2023 中报和 2024 中报，山西证券研究所

2. 客货运输需求不断增长，国铁经营情况持续向好

随着客货运输需求不断增长，国铁集团经营业绩持续向好，资产负债率压降至 65% 以内。8 月 31 日，国铁集团披露了 2024 年上半年财务决算。根据国铁集团官网和中国经营网报道，上半年，国铁集团实现营业总收入 5794 亿元，同比减少 0.22%，其中，运输总收入完成 4841 亿元，同比增长 4.7%；净利润盈利 17 亿元，去年同期则亏损 110.86 亿元；资产负债率 64.55%，较上年末下降 0.99 个百分点，2015~2019 年国铁集团负债率均维持在 65% 的水平，2020 年后负债率更是达到 66% 以上，目前 64.55% 的负债率也将国铁集团负债率拉回至 10 年前水平，铁路经营质量和效益明显提升。

(1) 客运：24 年 1-7 月，发送旅客数和周转量均创历史同期新高。全国铁路发送旅客突破 25.22 亿人次，旅客周转量完成 9454.53 亿人公里，同比分别+15.7%、+10.6%，均创历史同期新高。

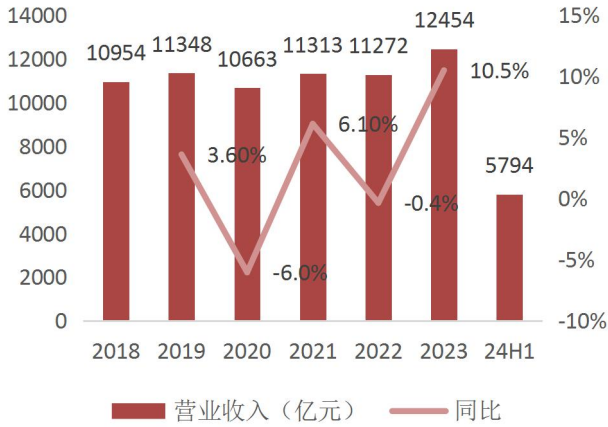
今年暑运，全国铁路累计发送旅客 8.87 亿人次，同比增长 6.7%，创暑运旅客发送量历史新高。全国铁路日均安排开行旅客列车 10905 列，同比增加 636 列、增长 6.2%，相较 2019 年同期增长 21.7%；其中，日均开行动车组列车 9050 列、日均发送旅客 1085 万人次，同比增长 8.6%。动车组运力同比增长 5.8%，动车组运力占比提高 3.3 个百分点。

(2) 货运数据同比持续改善。24 年 1-7 月，国家铁路累计发送货物 22.57 亿吨，同比转正，yoy+0.1%；其中，5-7 月发送货物量同比分别增长 2.9%、6.1%、3.1%。持续打造中欧班列、中亚班列等铁路国际联运品牌，今年 1 至 7 月中欧班列累计开行达 11403 列，同比增长 12%，累计发送货物 122.6 万标箱，同比增长 11%；其中 7 月份开行 1776 列，连续 3 个月单月开行超过 1700 列。

(3) 固定资产投资同比增长 10.5%。24 年 1-7 月，全国铁路完成固定资产投资 4102 亿元，同比增长 10.5%。上半年，累计开通新线 979.6 公里。

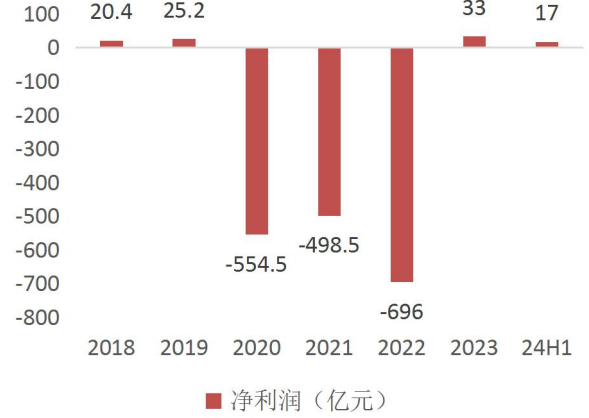


图 4：24H1 国铁集团总收入 5794 亿元



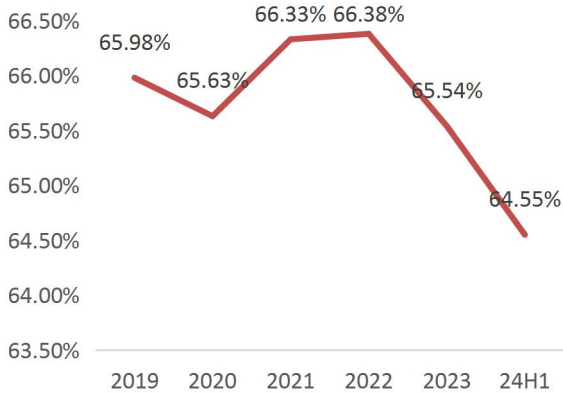
资料来源：国铁集团官网，山西证券研究所

图 5：24H1 国铁集团净利润 17 亿元



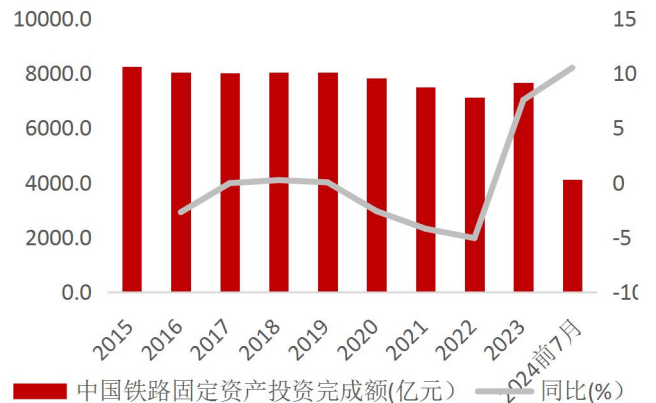
资料来源：国铁集团官网，山西证券研究所

图 6：国铁集团资产负债率下降至 65%以内



资料来源：国铁集团官网，山西证券研究所

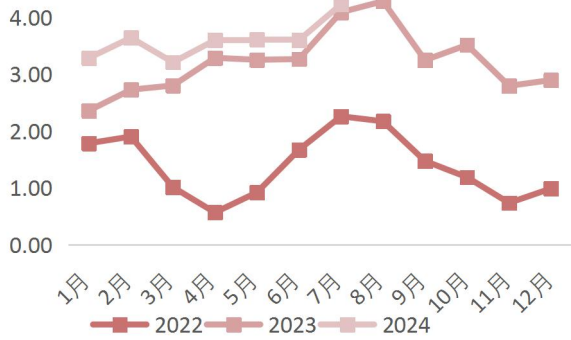
图 7：24 年 1-7 月铁路固定资产累计投资 4102 亿元



资料来源：Wind，国家铁路局，山西证券研究所

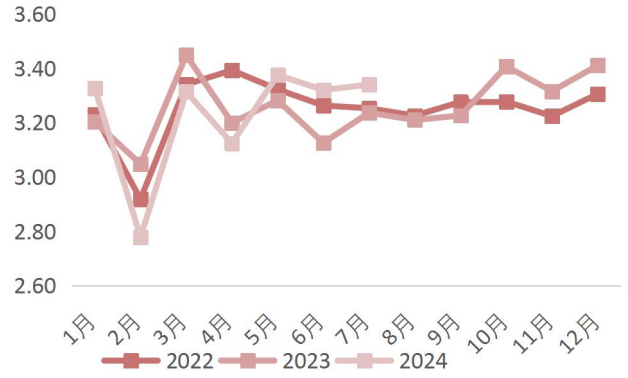


图 8：24 年 1-7 月，全国铁路发送旅客突破 25.22 亿人次，yoy+15.7%（亿人）



资料来源：Wind，国家统计局，中国铁路总公司，山西证券研究所

图 9：24 年 1-7 月，国家铁路累计发送货物 22.57 亿吨，yoy+0.1%（亿吨）



资料来源：Wind，中国铁路总公司，山西证券研究所

3. 投资建议：看好车辆和机电设备增长持续性

随着客货运输需求不断增长，国铁集团经营业绩持续向好，资产负债率压降至 65% 以内。根据国铁集团官微，24 年 1-8 月，铁路建设优质高效推进，全国铁路完成固定资产投资 4775 亿元，同比增长 10.5%。在全国铁路客运量和货运量向上、国铁集团盈利能力提升的背景下，结合设备更新政策支持，我们认为全国铁路装备特别是轨交车辆产业链景气度有望提升，动车组、机车需求有望超预期。重点推荐中国中车（601766.SH）、时代电气（688187.SH）、时代新材（600458.SH）；建议关注永贵电器（300351.SZ）、思维列控（603508.SH）。

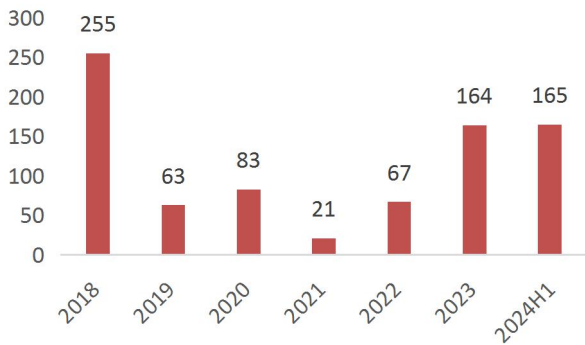
动车组新造：高速动车组 24 年首次招标 165 组，已超过 2023 年全年招标量（164 组）。据中国中车《2024 年半年度业绩电话会会议记录》，公司上半年签署的动车销售合同，在六月底之前已实现部分交付，后续将根据合同及客户需求陆续执行；据时代电气《投资者关系活动记录表 2024003》，国铁 2024 年上半年新造招标年内会全额确认。公司动车组业务增长确定性高。

动车组高级修：24 年，动车高级修在 1 月份和 8 月份有两次招标，四级修 268.25 组（较 23 年增加 155 组），五级修 509 组（较 23 年增加 401 组），合计 777.25 组。其中，第二次招标五级修招标 302 组，四级修招标 146.625 组。根据中车披露的新签合同公告，2024 年 1-7 月，公司新签动车组高级修合同在 284.6 亿元，远超 2023 年全年的金额；中车上半年公司铁路维修及加装业务完成收入 199.97 亿元，同比增长 79.56 亿元，其中增长较多的主要是动车组高级修和大功率机车修理业务，主要原因是 2023 年以来动车组运行里程快速增加，进入维修期的车辆也相应快速增加。据时代电气《投资者关系活动记录表 2024003》，公司参与以五级修为主，上半年检修收入 11 亿多（包括机车、动车、城轨），2023 年同期检修收入约 6 亿元，同比翻倍以上增长，第二标是否能在年内全部完成交付存在不确定性。整体来看，检修市场会因为保有量、运行里程和服役年限的增加变得越来越大，未来 2-3 年动车的检修会继续保持相对高位。

机车业务：货运需求向上，累计增速同比转正，机车需求有支撑；受益于设备更新政策，内燃机车将被加速淘汰。中车面向全球发布了 7 款新能源机车，主要有 1000kW/1500kW/2000kW 三种功率等级，涵盖动力电池、氢燃料电池、内燃发动机+动力电池 3 种动力源产品等。据中国中车《2024 年半年度业绩电话会会议记录》，目前，公司正在积极对接相关用户单位，推动需求落地，预计下半年会形成一定的订单。同时，时代电气也会参与

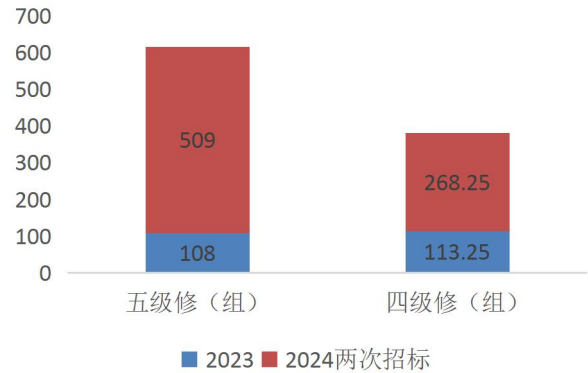
机车系统产品配套。

图 10：高速动车组 24 年首次招标就超过 23 年全年（组）



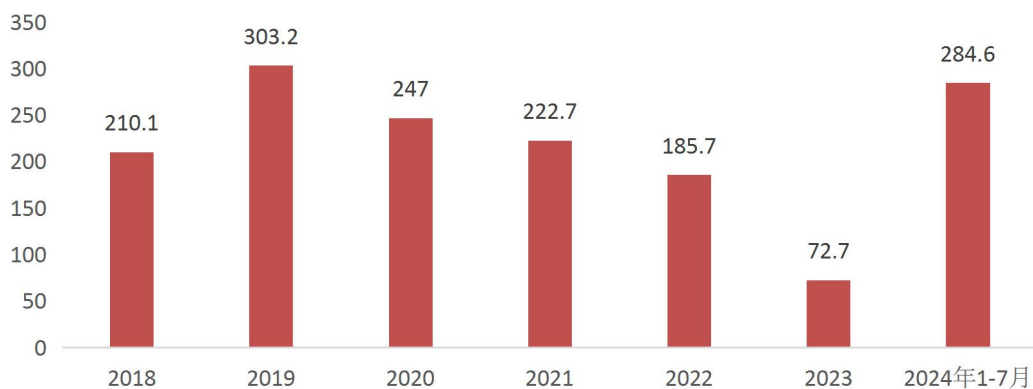
资料来源：国铁采购平台，RT 轨道世界，山西证券研究所

图 11：2024 年 2 次招标五级修 509 组，较 23 年全年增加 401 组



资料来源：国铁采购平台，山西证券研究所

图 12：中车 2018-2024 年 1-7 月动车组高级修合同金额（亿元）



资料来源：中国中车签订合同公告（2018-2024），山西证券研究所

表 6：重点标的估值情况（2024/9/11 收盘价）

代码	公司名称	股价-元	总市值-亿元	EPS-元/股			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601766.SH	中国中车	6.67	1791.06	0.46	0.51	0.55	14.5	13.1	12.1
688187.SH	时代电气	43.86	511.14	2.71	3.32	4.04	16.2	13.2	10.9
600458.SH	时代新材	8.79	72.48	0.76	1.04	1.25	11.6	8.5	7.0
603508.SH	思维列控	17.32	66.04	1.33	1.59	1.86	13.0	10.9	9.3
300351.SZ	永贵电器	14.27	55.19	0.36	0.48	0.62	39.4	29.5	23.0

资料来源：wind，山西证券研究所（中国中车、时代电气、时代新材为山西证券研究所覆盖，思维列控和永贵电器取 wind 一致预期）

4. 风险提示

- 全国铁路客运量增长不及预期
- 货运量增长不及预期
- 国铁集团固定资产投资不及预期
- 城轨投资复苏不及预期

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

