

## 运输设备

## 2024 年三季报综述

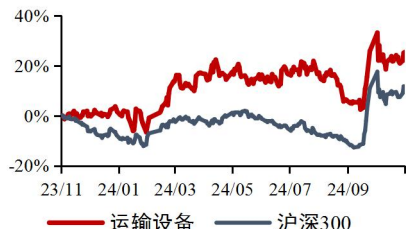
## 领先大市-A(维持)

轨交景气度高位，车辆和机电设备有望持续受益

2024 年 11 月 7 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
603508.SH	思维列控	增持-A
300351.SZ	永贵电器	增持-A

## 相关报告：

【山证运输设备】国庆客运数据创单日新高，24Q3 货运量创单季新高-轨交行业动态分析 2024.10.21

【山证运输设备】客货运量持续向好，关注柏林展带来的海外业务机会-轨交行业动态分析 2024.9.23

## 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，24Q3 归母净利润同比下滑约 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 24Q3 同比-24%，由于权重高，对整体产业链带来负向影响；剔除该板块影响，轨交产业链 24Q3 归母净利润同比+6.4%。

➢ 24Q3 多数子板块业绩同比增长，整车端受到交付节奏影响。（1）从单季同比情况来看：多数板块在 3Q 盈利同比增长，收入和盈利同比均增长的有整车制造（+12%/+13%）、机电设备（+7%/+10%）、运营维护（+8%/同比扭亏），机械零部件（-7%/+21%）和信号/列控系统（-15%/+2%）收入下滑但归母净利润实现同比增长；项目勘察、设计和工程建设以及原材料，收入和盈利同比均下滑。（2）从单季环比情况来看：机械零部件、机电设备、原材料、运营维护环比正增长；整车端，中车动车组交付数量 Q3 低于 Q2，维修业务收入 Q3 低于 Q2。（3）从盈利能力来看：机电设备净利率最高为 16%，信号/列控系统次之为 13%，整车制造为 6%。

➢ 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，资产负债率进一步压降。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（动车、机车）产业链，景气度有望持续提升。重点推荐中国中车（601766.SH）、时代电气（688187.SH）、时代新材（600458.SH）、思维列控（603508.SH）、永贵电器（300351.SZ）。

➢ 动车组新造：客运需求持续向好，预计 Q4 仍有招标。一方面，上半年新招仍未完成全部交付：据中国中车《2024 年三季度业绩电话会会议记录》，上半年签署的 165 组动车组销售合同尚未执行完毕。另一方面，在高客运需求支撑下今年 Q4 或仍有招标：据时代电气《投资者关系活动记录表 2024005》，按照过往情况国铁集团在春节前增加运力以应对客流激增，今年第四季度可能会有动车招标。动车组业务增长确定性高。

➢ 动车组高级修：高级修收入高增确定，预计未来修数量保持高位波动。根据中国中车《2024 年三季度业绩电话会会议记录》，随着 2023 年至今上线利用率保持较高水平，今年动车组高级修业务收入快速增长。未来随着动车组总保有量的增加，动车组高级修数量将维持相对高位波动。

➢ 机车业务：新能源机车对内燃机车的替代有序进行，年内预计有小批量增长。据中国中车《2024 年三季度业绩电话会会议记录》，公司的新能源机



车的取证工作正在有序推进，同时也在积极组织与相关用户对接推介新能源产品，已签订部分意向性订单，预计年内可能会有小批量的签单和替换。预计明后年新能源机车需求规模将会有所增长，对公司机车业务形成一定支撑。

➤ **铁路科技创新持续突破，CR450 进入整车装配阶段。**据国铁集团公众号，CR450 动车组样车研制，时速 400 公里基础设施关键技术研究取得积极进展，目前已进入整车装配阶段。我国铁路科技创新核心竞争力持续提升，铁路技术世界领跑优势不断巩固扩大。

➤ **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. 24Q3 轨交产业链多数子板块业绩同比改善.....	4
2. 客货运输需求不断增长，国铁经营情况持续向好.....	9
3. 投资建议：看好车辆和机电设备增长持续性.....	12
4. 风险提示.....	14

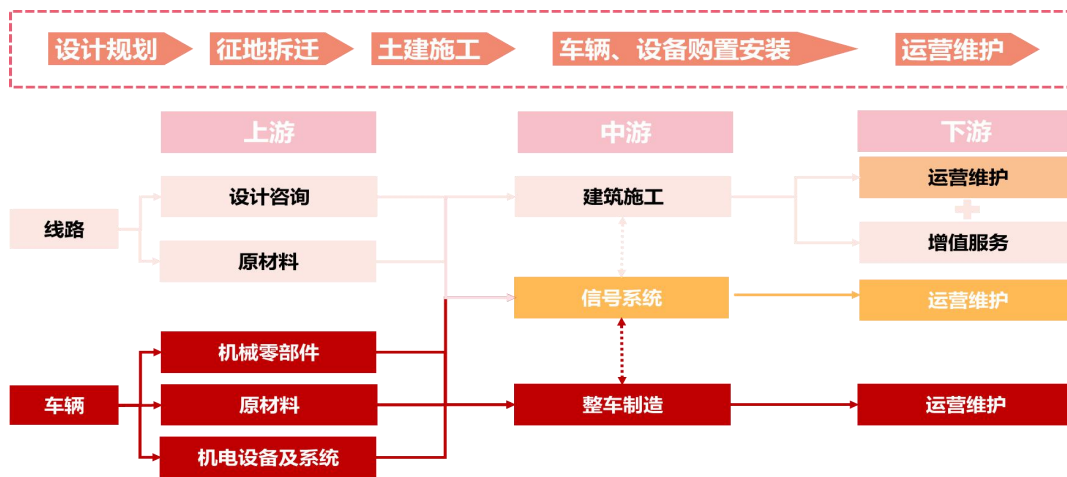
## 图表目录

图 1： 轨交产业链图谱.....	4
图 2： 2024 前三季中车铁路装备业务贡献业绩弹性.....	8
图 3： 2024 前三季中车动车组收入同比增长约 87%.....	8
图 4： 24 前三季国铁集团总收入 9007 亿元.....	10
图 5： 24 前三季国铁集团净利润 129 亿元.....	10
图 6： 24 年三季度末国铁集团资产负债率 64.24%.....	10
图 7： 24 年 1-9 月铁路固定资产累计投资同比增长 10.3%.....	10
图 8： 24 年 1-9 月，全国铁路发送旅客 33.4 亿人次，yoy+13.8%（亿人）.....	11
图 9： 24 年 1-9 月，国家铁路累计发送货物 29.3 亿吨，yoy+1%（亿吨）.....	11
表 1： 2024 前三季轨交产业链整体净利同比下滑 12%.....	4
表 2： 24Q3 轨交产业链公司净利整体同比下滑 16%.....	5
表 3： 2024 前三季，机电设备和整车制造环节归母净利润增速分别为 20%、18%，表现突出.....	7
表 4： 24Q3，机械零部件、整车制造和机电设备净利同比增长 21%、13%、10%，表现突出.....	8
表 5： 重点标的估值情况（2024/11/1 收盘价）.....	13

## 1. 24Q3 轨交产业链多数子板块业绩同比改善

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 1：2024 前三季度轨交产业链整体净利同比下滑 12%

产业链环节	上市公司	代码	24 前三季度		归母-亿元	归母 yoy-%	毛利率-%	净利率-%
			营收-亿元	营收 yoy-%				
项目勘察、设计和工程建设	地铁设计	003013.SZ	19.17	3.05	2.96	3.61	36.09	15.74
	中国中铁	601390.SH	8,202.83	-7.26	205.70	-14.33	8.80	2.74
	中国铁建	601186.SH	7,581.25	-5.99	156.95	-19.18	9.16	2.63
	隧道股份	600820.SH	428.88	-8.57	14.99	0.35	11.65	3.78
	中铁工业	600528.SH	205.39	-5.56	13.19	-11.25	18.84	6.35
	金鹰重工	301048.SZ	19.14	-0.50	1.05	-39.87	13.48	5.57
	金盾股份	300411.SZ	3.08	-3.53	0.21	-5.30	21.95	6.45
	五新隧装	835174.BJ	6.04	-14.11	0.94	-19.10	36.67	15.64
原材料	祥和实业	603500.SH	4.98	11.21	0.39	-28.43	25.05	7.52
	铁科轨道	688569.SH	9.94	-29.01	1.36	-54.25	38.58	17.65
	天宜上佳	688033.SH	6.39	-63.82	-5.87	-348.36	-27.77	-95.12
	时代新材	600458.SH	130.66	3.68	3.05	11.13	16.19	2.40

	九州一轨	688485.SH	1.88	1.98	-0.24	-278.43	24.84	-13.21
	博菲电气	001255.SZ	2.52	-0.75	0.12	-72.01	25.55	5.30
	飞鹿股份	300665.SZ	3.14	-38.94	-0.66	-332.95	12.49	-21.27
机械零部件	永贵电器	300351.SZ	13.71	35.56	1.01	11.80	29.02	7.47
	今创集团	603680.SH	30.40	14.35	2.90	36.81	26.74	8.95
	康尼机电	603111.SH	26.94	15.88	2.48	31.46	32.50	9.54
	晋西车轴	600495.SH	8.73	7.60	0.06	173.73	9.47	0.70
	朗进科技	300594.SZ	5.83	4.07	-0.43	-2,129.61	23.60	-7.38
	中国铁物	000927.SZ	294.13	-14.33	4.37	-17.55	4.80	1.64
	长青科技	001324.SZ	3.30	-15.24	0.49	-18.19	33.34	15.08
	雷尔伟	301016.SZ	2.38	0.38	0.46	20.77	41.62	19.59
	威奥股份	605001.SH	7.93	21.05	0.11	122.36	29.50	1.28
	必得科技	605298.SH	2.63	32.87	0.13	-10.03	42.59	4.50
	金盾股份	300411.SZ	3.08	-3.53	0.21	-5.30	21.95	6.45
	整车制造	中国中车	601766.SH	1,525.83	6.67	72.45	17.77	21.21
信号/列控系统	中国通号	688009.SH	209.40	-15.17	23.59	-8.09	30.06	12.95
	交控科技	688015.SH	13.68	14.23	0.31	-32.70	31.19	4.95
	众合科技	000925.SZ	11.00	-18.57	-0.87	-217.82	30.08	-6.84
	科安达	002972.SZ	2.00	19.41	0.69	34.98	65.15	34.85
	思维列控	603508.SH	9.06	23.83	3.28	33.98	63.56	37.87
	交大思诺	300851.SZ	2.14	3.91	0.20	-48.76	74.61	9.46
	工大高科	688367.SH	2.11	66.16	0.19	78.23	26.15	8.91
	铁大科技	872541.BJ	1.58	0.96	0.24	53.22	47.21	15.69
	辉煌科技	002296.SZ	4.74	5.83	1.34	21.24	54.09	28.69
机电设备	研奥股份	300923.SZ	2.80	4.38	0.19	-10.27	26.94	6.78
	时代电气	688187.SH	162.56	15.33	25.01	21.83	29.57	15.73
	鼎汉技术	300011.SZ	11.46	20.27	0.16	172.17	29.90	1.37
	通业科技	300960.SZ	2.62	20.87	0.32	97.12	46.09	12.14
	高铁电气	688285.SH	6.22	-18.41	0.24	-59.65	19.97	4.34
运营维护	运达科技	300440.SZ	4.53	-15.50	0.40	15.97	41.97	8.50
	华铭智能	300462.SZ	4.12	-7.71	-0.53	-292.63	26.43	-12.23
	哈铁科技	688459.SH	4.90	21.28	0.50	70.94	40.04	11.02
	神州高铁	000008.SZ	10.90	-16.71	-1.80	-23.69	28.82	-18.59
合计			19,016	-6	532	-12	11	3

资料来源：wind，山西证券研究所

表 2：24Q3 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	24Q3							
		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 地铁设计	6.66	6.14	4.15	0.89	23.70	-13.17	35.29	13.59

察、设计和工程建设	中国中铁	2,757.61	-6.13	-1.12	62.92	-19.05	-7.43	8.72	2.47
	中国铁建	2,419.88	-8.82	0.33	37.93	-34.27	-35.46	9.24	2.07
	隧道股份	148.54	-23.18	6.80	7.14	-0.12	109.05	5.43	5.19
	中铁工业	65.61	-4.21	-4.35	3.84	-20.88	-17.71	18.94	5.70
	金鹰重工	6.32	14.09	-8.19	0.22	-39.09	-43.27	14.85	3.37
	金盾股份	0.96	-29.19	-25.99	0.08	-27.13	82.56	19.15	7.26
	五新隧装	1.99	-25.64	-5.81	0.24	-44.66	-27.26	35.56	12.22
原材料	祥和实业	1.41	-15.54	-30.04	0.06	-71.76	-58.67	23.97	2.17
	铁科轨道	2.97	-25.62	-18.09	0.21	-71.96	-65.55	36.46	10.24
	天宜上佳	1.28	-83.89	-21.83	-0.94	-190.19	74.00	-60.90	-77.02
	时代新材	44.05	0.50	-1.14	0.83	15.72	-18.75	15.56	1.80
	九州一轨	0.72	-5.72	3.90	-0.08	-426.73	3.64	25.26	-12.29
	博菲电气	1.11	34.56	58.23	0.12	-18.53	584.93	31.42	10.69
	飞鹿股份	1.54	-11.76	68.12	-0.19	4.36	45.77	12.18	-11.40
机械零部件	永贵电器	5.20	56.58	15.62	0.28	32.44	-15.48	30.40	5.77
	今创集团	10.78	16.90	0.63	1.43	50.54	37.24	28.89	12.12
	康尼机电	10.84	9.74	22.53	1.39	21.84	114.33	32.74	13.02
	晋西车轴	4.44	0.51	140.44	0.26	15.73	583.75	14.15	5.82
	朗进科技	2.01	-5.12	-21.08	-0.21	-1,739.32	-83,379.62	24.44	-10.85
	中国铁物	95.64	-14.21	-4.84	1.61	3.73	39.15	5.29	1.64
	长青科技	1.23	-24.31	-2.06	0.14	-46.24	-36.58	28.67	11.30
	雷尔伟	0.89	-3.09	-17.25	0.18	-8.92	-25.00	39.20	20.16
	威奥股份	2.02	-0.25	-26.73	-0.19	21.27	-144.16	17.86	-9.59
	必得科技	0.81	37.35	-24.98	0.03	200.32	-69.63	48.66	3.82
	金盾股份	0.96	-29.19	-25.99	0.08	-27.13	82.56	19.15	7.26
整车制造	中国中车	625.44	12.22	8.10	30.44	13.11	-4.65	20.93	6.33
信号/列控系统	中国通号	66.08	-17.59	-15.12	7.60	2.33	-23.63	31.60	13.15
	交控科技	4.91	10.93	8.31	0.10	-31.09	12.08	29.54	3.40
	众合科技	4.95	-17.72	40.33	0.01	-87.66	102.33	33.23	1.39
	科安达	0.57	3.39	-21.58	0.13	3.27	-57.40	68.28	21.98
	思维列控	3.47	69.16	33.62	1.38	94.21	53.55	64.73	39.70
	交大思诺	0.56	-51.15	-43.14	-0.05	-118.35	-122.66	74.05	-9.85
	工大高科	0.89	121.88	-3.49	0.07	227.82	-26.78	23.95	8.24
	铁大科技	0.54	-0.27	5.83	0.09	54.00	139.58	47.71	16.54
	辉煌科技	1.41	-36.90	12.50	0.22	-56.46	-31.11	45.87	15.16
机电设备	研奥股份	0.80	-17.38	-35.35	0.02	-67.92	-80.95	22.00	2.97
	时代电气	59.73	8.10	-6.08	9.94	10.61	5.86	32.56	17.85
	鼎汉技术	4.31	17.32	-2.13	0.04	94.62	-52.45	28.28	0.76
	通业科技	0.93	17.02	-14.83	0.17	185.70	-1.71	49.06	18.51
	高铁电气	1.91	-25.93	-38.94	0.02	-82.57	-89.15	20.11	1.68
运营维护	运达科技	2.20	-23.44	17.83	0.25	14.96	-25.96	35.65	11.05



	华铭智能	1.35	3.64	17.17	-0.19	-53.10	-20.79	25.59	-12.44
	哈铁科技	2.17	43.38	26.26	0.29	0.96	61.19	40.63	13.98
	神州高铁	5.63	16.14	62.31	-0.05	91.43	95.80	26.38	-2.41
合计		6,383	-7	0	169	-16	-12	11	3

资料来源：wind，山西证券研究所

从产业链整体来看，2024 前三季轨交产业链整体归母净利同比下滑 12%，24Q3 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 24 前三季和 24Q3 同比分别-16%、-24%，由于权重高，对整体产业链带来负向影响；剔除该板块影响，轨交产业链 24 年前三季和 24Q3 归母净利润同比+2.7%/+6.4%。

**2024 前三季机电设备和整车制造环节业绩继续保持高增。**（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，其中原材料环节在 23 前三季和 24Q3 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）+7%/+18%，机电设备（时代电气权重最高）+14%/+20%；机械零部件收入下滑 7%，净利增长 10%；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%。

**24Q3 多数板块业绩同比增长，整车端受到交付节奏影响。**（1）从单季同比情况来看：多数板块在 3Q 盈利同比增长，收入和盈利同比均增长的有整车制造（+12%/+13%）、机电设备（+7%/+10%）、运营维护（+8%/同比扭亏），机械零部件（-7%/+21%）和信号/列控系统（-15%/+2%）收入下滑但归母净利润实现同比增长；项目勘察、设计和工程建设以及原材料，收入和盈利同比均下滑。（2）从单季环比情况来看：机械零部件、机电设备、原材料、运营维护环比正增长；整车端，中车动车组交付数量 Q3 低于 Q2；（3）从盈利能力来看：机电设备净利率最高为 16%，信号/列控系统次之为 13%，整车制造为 6%。

表 3：2024 前三季，机电设备和整车制造环节归母净利润增速分别为 20%、18%，表现突出

产业链环节	24前三季					
	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	16,466	-7%	396	-16%	9%	3%
原材料	160	-7%	-2	-121%	16%	-1%
机械零部件	399	-7%	12	10%	11%	3%
整车制造	1,526	7%	72	18%	21%	6%
信号/列控系统	256	-12%	29	-5%	32%	13%
机电设备	186	14%	26	20%	29%	14%
运营维护	24	-9%	-1	-0.47	33%	-7%
整体	19,016	-6%	532	-12%	11%	3%

资料来源：Wind，山西证券研究所（注：标黄部分表示，基期亏损，用减法）

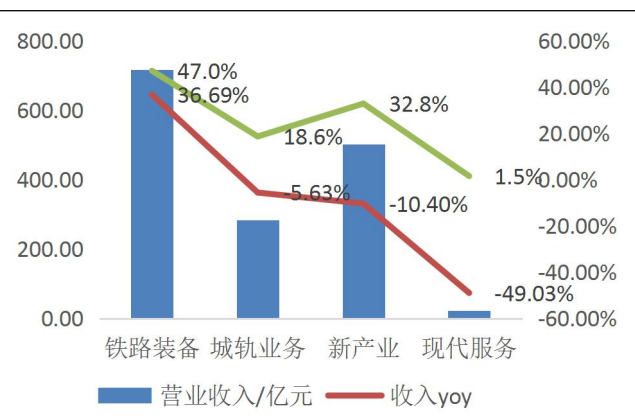
表 4：24Q3，机械零部件、整车制造和机电设备净利同比增长 21%、13%、10%，表现突出

产业链环节	24Q3					
	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	-9%	0%	-24%	-17%	9%	2%
原材料	-13%	-2%	-100%	2.27	15%	0%
机械零部件	-7%	-1%	21%	23%	12%	4%
整车制造	12%	8%	13%	-5%	21%	6%
信号/列控系统	-15%	-10%	2%	-16%	34%	13%
机电设备	7%	-8%	10%	2%	32%	16%
运营维护	8%	38%	0.54	1.20	31%	2%
整体	-7%	0%	-16%	-12%	11%	3%

资料来源：Wind，山西证券研究所（注：标黄部分表示，基期亏损，用减法）

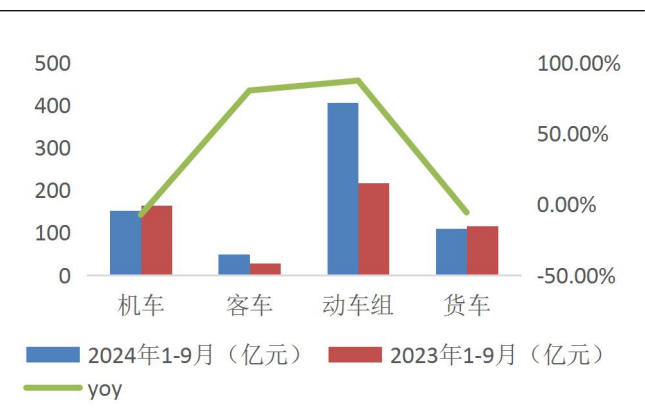
拆分中国中车收入结构可知：（1）2024 前三季铁路装备业务贡献业绩弹性，铁路装备业务实现收入 717.65 亿元，同比+36.69%，收入贡献达到 47.0%；其余三类业务收入均有不同程度的下滑，城轨业务收入-5.63%，新产业和现代服务收入-10.40%、-49.03%。（2）从车辆收入结构来看，动车组收入 405.75 亿元，同比+87.34%，仍为车辆收入最高的品类，客车收入同比+80.35%，机车和货车收入同比均有下滑，分别-7.36%、-5.73%。

图 2：2024 前三季中车铁路装备业务贡献业绩弹性



资料来源：中国中车 2024 三季报，山西证券研究所

图 3：2024 前三季中车动车组收入同比增长约 87%



资料来源：中国中车 2023 三季报和 2024 三季报，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，前三季度实现盈利 129 亿元。10 月 31 日，国铁集团披露了 2024 年前三季度财务决算。根据国铁集团公众号，前三季度，国铁集团实现营业总收入 9007 亿元，净利润盈利 129 亿元；资产负债率下降至 64.24%，较上年末下降 1.3 个百分点，经营形势持续稳中向好。

(1) 客运: 24 年 1-9 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 33.38 亿人次, 同比分别+13.8%, 创历史同期新高。全国铁路日均安排开行旅客列车 10792 列, 同比增长 9.8%。

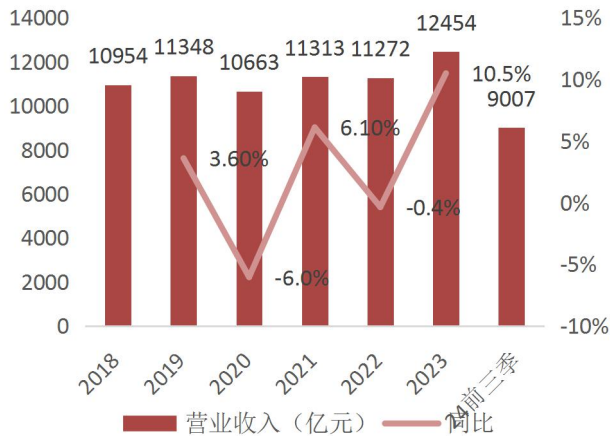
其中, 国庆黄金周期间客货运日均增长 9.2%, 其中 10 月 1 日发送旅客 2144.8 万人次, 创单日旅客发送量历史新高, 较前高增长 6.7%。9 月 29 日-10 月 8 日, 全国铁路累计发送旅客 1.77 亿人次, 其中 10 月 1 日发送旅客 2144.8 万人次, 创单日旅客发送量历史新高; 对比 2023 年国庆假期, 日均/最高值分别+9.2%/+6.7%。

(2) 货运数据同比持续改善, 10 月 24 日国家铁路货运装车达 192323 车, 创单日铁路货运装车历史新高。24 年 1-9 月, 国家铁路累计发送货物 29.27 亿吨, yoy+1.0%; 其中, 5-9 月发送货物量同比分别增长 2.9%、6.1%、3.1%、4.9%、3.5%。据国铁集团官网, 10 月 24 日至 30 日, 国家铁路货运装车连续 7 天超 19 万车, 创历史最好水平; 其中 10 月 24 日国家铁路货运装车达 192323 车, 创单日铁路货运装车历史新高。

中欧班列呈现量质齐升良好态势, 累计开行 14689 列, 发送货物 157.1 万标箱, 同比分别增长 13%、11%, 已连续 7 个月单月开行数量突破 1600 列, 有力保障了国际产业链供应链稳定畅通, 较好地服务了高质量共建“一带一路”和我国高水平对外开放。

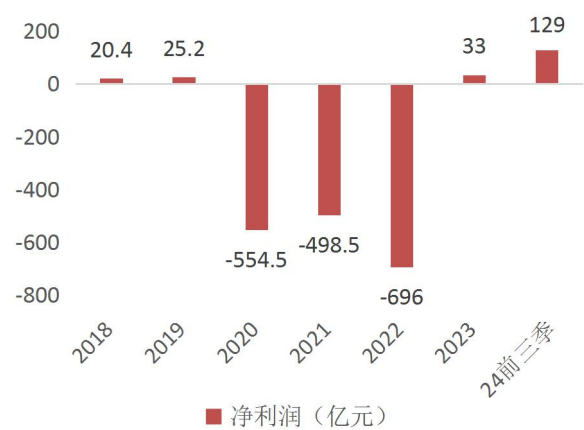
(3) 固定资产投资同比增长 10.3%。24 年 1-9 月, 全国铁路完成固定资产投资 5612 亿元, 同比增长 10.3%。投产铁路新线 1820 公里, 其中高铁 1210 公里。国庆前夕, 全国铁路营业里程突破 16 万公里, 其中高铁超 4.6 万公里。

图 4：24 前三季度国铁集团总收入 9007 亿元



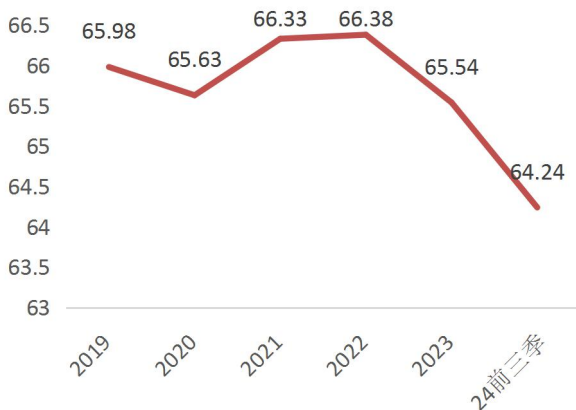
资料来源：国铁集团官网及公众号，山西证券研究所

图 5：24 前三季度国铁集团净利润 129 亿元



资料来源：国铁集团官网及公众号，山西证券研究所

图 6：24 年三季度末国铁集团资产负债率 64.24%



资料来源：国铁集团官网及公众号，山西证券研究所

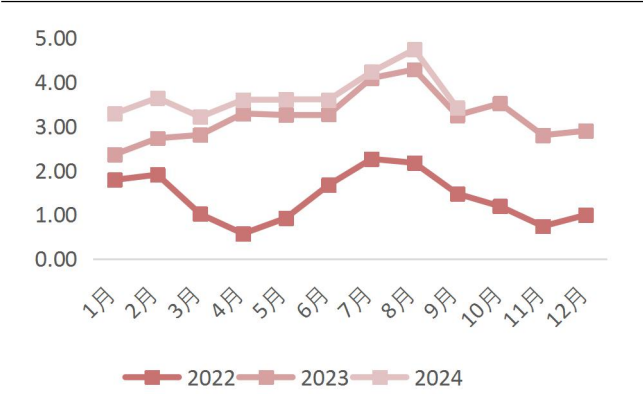
图 7：24 年 1-9 月铁路固定资产累计投资同比增长 10.3%



资料来源：Wind，国家铁路局，山西证券研究所

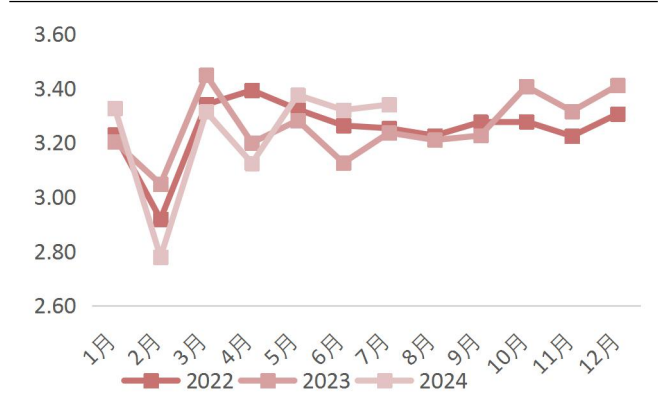


图 8：24 年 1-9 月，全国铁路发送旅客 33.4 亿人次，yoy+13.8%（亿人）



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图 9：24 年 1-9 月，国家铁路累计发送货物 29.3 亿吨，yoy+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，资产负债率进一步压降。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（动车、机车）产业链，景气度有望持续提升。重点推荐中国中车（601766.SH）、时代电气（688187.SH）、时代新材（600458.SH）、思维列控（603508.SH）、永贵电器（300351.SZ）。

**动车组新造：**客运需求持续向好，预计 Q4 仍有招标。一方面，上半年新招仍未完成全部交付：据中国中车《2024 年三季度业绩电话会会议记录》，第三季度动车组交付数量低于第二季度，上半年签署的 165 组动车组销售合同尚未执行完毕。另一方面，在高客运需求支撑下今年 Q4 或仍有招标，据时代电气《投资者关系活动记录表 2024005》，按照过往情况国铁集团在春节前增加运力以应对客流激增，今年第四季度可能会有动车招标，此外根据项目进展情况，一些城际动车组比如珠三角城际动车组年内也有招标可能。动车组业务增长确定性高。

**动车组高级修：**高级修收入高增确定，预计未来修数量保持高位波动。根据中国中车《2024 年三季度业绩电话会会议记录》，2024 年前三季度公司铁路装备板块中维修业务实现收入约 300 亿元，同比有较大的增长，其中动车组修理业务、大功率机车修理业务占比较高。随着 2023 年至今上线利用率保持较高水平，今年动车组高级修业务收入快速增长。未来随着动车组总保有量的增加，动车组高级修数量将维持相对高位波动。

**机车业务：**新能源机车对内燃机车的替代有序进行，年内预计有小批量增长。据时代电气《投资者关系活动记录表 2024005》，前三季度机车招标 350 台，机车招标量有所下滑。据中国中车《2024 年三季度业绩电话会会议记录》，公司的新能源机车的取证工作正在有序推进，同时也在积极组织与相关用户对接推介新能源产品，已签订部分意向性订单，预计年内可能会有小批量的签单和替换。预计明后年新能源机车需求规模将会有所增长，对公司机车业务形成一定支撑。

**铁路科技创新持续突破，CR450 进入整车装配阶段。**据国铁集团公众号，CR450 动车组样车研制，时速 400 公里基础设施关键技术研究取得积极进展，目前已进入整车装配阶段。CR450 动车组的研制是在 2017 年下线的复兴号中国标准动车组 CR400 的基础上又一次技术突破，列车运行时速将从 350 公里提升到 400 公里，我国铁路科技创新核心竞争力持续提升，铁路技术世界领跑优势不断巩固扩大。

表 5：重点标的估值情况（2024/11/1 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	8.46	2260.09	0.46	0.51	0.55	18.4	16.6	15.4
688187.SH	时代电气	48.56	570.43	2.71	3.32	4.04	17.9	14.6	12.0
600458.SH	时代新材	12.62	104.05	0.76	1.04	1.25	16.6	12.1	10.1
603508.SH	思维列控	25.76	98.22	1.41	1.69	2.02	18.3	15.2	12.8
300351.SZ	永贵电器	16.86	65.40	0.31	0.41	0.55	54.4	41.1	30.7

资料来源：wind，山西证券研究所



## 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

