

# 中国中铁 (601390)

证券研究报告  
2024年03月19日

## 铜价快速上涨，重视中铁矿产资源板块的预期差

### 积极发力矿产资源板块，打造第二成长曲线

中国中铁在国内外基础设施建设过程中，通过“资源财政化”“资源换项目”，以收购、并购等方式获得了一批矿产资源项目，主要依托全资子公司中铁资源集团运营，22年归母净利润50.8亿元，占整体比例为14.5%。现阶段公司在境内外全资、控股或参股投资建成共5座矿山，主要产品为铜、钴、钼、铅、锌、银，目前均已步入成熟运营阶段。截止23H1末，前述5座矿山保有资源/储量包括铜758万吨、钴59万吨、钼63万吨、铅17万吨、锌42万吨、银813吨，22年上述6种金属对应产量分别为30.3、0.5、1.5、1.0、2.4万吨，以及银45吨。

### 铜价快速上涨，矿产资源利润贡献有望提升

公司目前在手矿产均已步入成熟运营阶段，我们判断后续产量的变化相对有限，未来收入弹性或主要来自于矿产的价格变化。从收入占比角度，我们估算22年铜收入占矿产业务板块的比例在70%以上，是影响中铁矿产资源利润的核心变量。其中铜矿有83.4%产量来自于间接持有的华刚矿业SICOMINE铜钴矿41.72%股权，22年华刚矿业收入151亿元，净利润75亿元，净利率达49.9%。24年以来铜价快速上涨，截至3月15日LME铜现货收盘价已达8907美元/吨，较23年全年均价上涨5%，而至3月18日国内铜均价已达73000元/吨，按7.1汇率折合10274美元/吨。在假定24年主要矿产资源产量与22年持平的情况下，铜价假设为8907美元/吨，其余矿产资源价格为24年以来现货均价，同时综合考虑美元兑人民币汇率及持股比例等进行计算，我们预计24年中铁矿产资源板块的归母净利润有望达56.4亿元，占整体归母净利润的比例为16.3%。若在其他条件不变的情况下，将铜价按照国内最新价格73000元/吨计算，则中铁矿产资源板块净利润有望达64.2亿元，占比18.6%。

### 建筑央企矿产资源蓝筹，维持“买入”评级

考虑到23年下半年以来受地方政府财政压力加大、化债等因素影响，我们下调公司23-25年归母净利润的预测至328、346、365亿元（23-25年前值为353/398/444亿元），同比分别+5.0%、5.3%、5.5%，其中预计24年中铁资源集团净利润取前文预测的均值60亿，则其余业务净利润为286亿。截至3月18日收盘，江西铜业、紫金矿业、西部矿业24年Wind一致预期平均PE为13.5倍，我们采用分部估值法，给予矿产资源板块13倍PE，对应市值784亿，其他业务5倍PE，对应市值1428亿，合计市值2212亿，对应目标价8.94元，较当前股价仍有31%左右空间，维持“买入”评级。

**风险提示：**矿产资源价格大幅波动，订单结转速度不及预期，央企竞争加剧导致利润率下降，基建投资增速不及预期。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,073,271.73	1,154,358.49	1,243,166.15	1,316,402.68	1,380,535.57
增长率(%)	10.11	7.56	7.69	5.89	4.87
EBITDA(百万元)	87,444.88	92,341.49	70,821.41	77,351.34	84,134.84
归属母公司净利润(百万元)	27,617.61	31,275.81	32,848.78	34,588.59	36,486.07
增长率(%)	9.65	13.25	5.03	5.30	5.49
EPS(元/股)	1.12	1.26	1.33	1.40	1.47
市盈率(P/E)	6.14	5.42	5.16	4.90	4.65
市净率(P/B)	0.62	0.56	0.52	0.47	0.44
市销率(P/S)	0.16	0.15	0.14	0.13	0.12
EV/EBITDA	0.70	0.79	1.23	0.80	0.50

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.85元
目标价格	8.94元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	20,543.24
流通A股股本(百万股)	20,363.54
A股总市值(百万元)	140,721.19
流通A股市值(百万元)	139,490.24
每股净资产(元)	11.03
资产负债率(%)	74.20
一年内最高/最低(元)	9.60/5.35

### 作者

<b>鲍荣富</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003	baorongfu@tfzq.com
<b>王涛</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001	wangtao@tfzq.com
<b>王雯</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005	wangwena@tfzq.com
<b>任嘉禹</b>	联系人
renjiayu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《中国中铁-季报点评:地产业务延续承压，看好后续订单结转速度加快》2023-10-31
- 《中国中铁-半年报点评:收入利润平稳增长，现金流延续较好改善》2023-09-01
- 《中国中铁-公司专题研究:钼价高涨：中铁矿产资源板块的利润弹性如何？》2023-08-21

## 可比公司估值情况

表 1：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
601186.SH	中国铁建	1155.62	8.51	1.96	2.13	2.35	2.58	4.34	4.00	3.63	3.30
601800.SH	中国交建	1364.27	8.38	1.17	1.30	1.44	1.60	7.14	6.43	5.81	5.24
601668.SH	中国建筑	2180.89	5.24	1.22	1.31	1.44	1.57	4.28	4.00	3.64	3.34
<b>平均</b>								<b>5.25</b>	<b>4.81</b>	<b>4.36</b>	<b>3.96</b>
600362.SH	江西铜业	796.77	23.01	1.73	1.87	1.73	1.71	13.29	12.33	13.30	13.49
601168.SH	西部矿业	442.05	18.55	1.45	1.31	1.54	1.71	12.83	14.18	12.02	10.88
601899.SH	紫金矿业	4154.33	15.78	0.76	0.84	1.03	1.27	20.73	18.79	15.27	12.47
<b>平均</b>								<b>15.62</b>	<b>15.10</b>	<b>13.53</b>	<b>12.28</b>
601390.SH	<b>中国中铁</b>	<b>1695.42</b>	<b>6.85</b>	<b>1.26</b>	<b>1.33</b>	<b>1.40</b>	<b>1.47</b>	<b>5.42</b>	<b>5.16</b>	<b>4.90</b>	<b>4.65</b>

注：数据截至 20240318，除中国中铁以外，其余公司 EPS 均来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	178,912.75	238,584.10	252,247.13	285,416.44	308,467.57
应收票据及应收账款	127,070.03	124,569.12	144,783.54	133,123.69	150,653.07
预付账款	47,765.13	48,327.41	55,180.90	54,240.06	60,268.80
存货	203,445.80	207,871.02	235,188.42	233,179.66	256,966.81
其他	94,452.27	109,479.60	270,659.74	282,607.90	292,717.95
<b>流动资产合计</b>	<b>651,645.98</b>	<b>728,831.26</b>	<b>958,059.73</b>	<b>988,567.76</b>	<b>1,069,074.19</b>
长期股权投资	96,160.25	109,881.21	109,881.21	109,881.21	109,881.21
固定资产	67,550.92	66,805.63	67,549.19	66,038.16	62,720.92
在建工程	6,847.37	50,705.21	41,364.16	33,891.33	27,913.07
无形资产	125,827.78	170,307.36	167,983.54	165,659.73	163,335.92
其他	264,551.98	316,900.60	316,579.38	316,258.15	315,936.93
<b>非流动资产合计</b>	<b>560,938.29</b>	<b>714,600.00</b>	<b>703,357.48</b>	<b>691,728.59</b>	<b>679,788.05</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,361,726.18</b>	<b>1,613,165.84</b>	<b>1,661,417.21</b>	<b>1,680,296.35</b>	<b>1,748,862.24</b>
短期借款	52,843.11	71,210.45	71,210.45	71,210.45	71,210.45
应付票据及应付账款	405,520.05	480,429.95	473,891.62	459,043.78	469,143.44
其他	185,401.79	184,795.27	348,509.95	349,682.34	372,839.75
<b>流动负债合计</b>	<b>643,764.96</b>	<b>736,435.67</b>	<b>893,612.03</b>	<b>879,936.57</b>	<b>913,193.64</b>
长期借款	161,579.29	240,377.89	240,377.89	240,377.89	240,377.89
应付债券	33,562.83	39,372.74	36,467.78	36,467.78	37,436.10
其他	20,381.19	36,983.52	36,983.52	36,983.52	36,983.52
<b>非流动负债合计</b>	<b>215,523.30</b>	<b>316,734.15</b>	<b>313,829.20</b>	<b>313,829.20</b>	<b>314,797.51</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,003,383.60</b>	<b>1,190,106.94</b>	<b>1,207,441.22</b>	<b>1,193,765.76</b>	<b>1,227,991.16</b>
少数股东权益	83,071.73	121,828.43	125,096.16	128,536.96	132,166.52
股本	24,570.93	24,752.20	24,752.20	24,752.20	24,752.20
资本公积	55,578.27	56,479.60	56,479.60	56,479.60	56,479.60
留存收益	147,491.69	171,415.36	199,064.72	228,178.51	258,889.45
其他	47,629.97	48,583.31	48,583.31	48,583.31	48,583.31
<b>股东权益合计</b>	<b>358,342.58</b>	<b>423,058.90</b>	<b>453,975.99</b>	<b>486,530.59</b>	<b>520,871.08</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,361,726.18</b>	<b>1,613,165.84</b>	<b>1,661,417.21</b>	<b>1,680,296.35</b>	<b>1,748,862.24</b>

  

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	30,469.52	34,972.13	32,848.78	34,588.59	36,486.07
折旧摊销	10,229.18	10,761.09	11,176.01	11,562.38	11,874.03
财务费用	3,546.58	3,232.22	4,634.99	7,729.53	10,962.60
投资损失	(631.29)	(1,163.60)	(1,000.00)	(1,000.00)	(1,000.00)
营运资金变动	(65,899.47)	21,115.01	(20,242.28)	(14,656.65)	(22,901.35)
其它	35,354.94	(25,364.90)	3,854.53	4,087.84	4,312.09
<b>经营活动现金流</b>	<b>13,069.47</b>	<b>43,551.95</b>	<b>31,272.03</b>	<b>42,311.69</b>	<b>39,733.44</b>
资本支出	78,604.46	95,353.58	254.71	254.71	254.71
长期投资	17,662.87	13,720.96	0.00	0.00	0.00
其他	(173,725.55)	(193,462.94)	(4,509.86)	4,454.28	(485.08)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(77,458.23)</b>	<b>(84,388.39)</b>	<b>(4,255.15)</b>	<b>4,708.99</b>	<b>(230.37)</b>
债权融资	50,748.01	91,429.84	(7,539.95)	(7,729.53)	(9,994.28)
股权融资	(5,705.35)	(2,914.50)	(5,813.90)	(6,121.83)	(6,457.67)
其他	22,322.69	7,849.58	0.00	(0.00)	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>67,365.36</b>	<b>96,364.92</b>	<b>(13,353.85)</b>	<b>(13,851.36)</b>	<b>(16,451.95)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>2,976.60</b>	<b>55,528.48</b>	<b>13,663.02</b>	<b>33,169.32</b>	<b>23,051.13</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>1,073,271.73</b>	<b>1,154,358.49</b>	<b>1,243,166.15</b>	<b>1,316,402.68</b>	<b>1,380,535.57</b>
营业成本	963,406.07	1,038,544.01	1,118,691.74	1,182,594.17	1,237,582.96
营业税金及附加	5,930.04	6,578.95	7,085.09	7,502.48	7,867.99
销售费用	5,948.12	6,327.88	6,814.70	7,216.16	7,567.72
管理费用	24,285.83	25,060.58	25,745.39	26,603.88	27,209.71
研发费用	24,756.05	27,742.24	29,876.52	31,636.59	33,177.87
财务费用	3,804.29	3,183.47	4,634.99	7,729.53	10,962.60
资产/信用减值损失	(7,970.21)	(6,128.17)	(6,099.63)	(6,560.64)	(7,023.98)
公允价值变动收益	(514.53)	(563.25)	(27.69)	0.00	0.00
投资净收益	631.29	1,163.60	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	14,213.10	9,400.46	0.00	(0.00)	0.00
<b>营业利润</b>	<b>38,781.67</b>	<b>43,048.73</b>	<b>45,190.39</b>	<b>47,559.22</b>	<b>50,142.74</b>
营业外收入	786.50	616.59	616.59	616.59	616.59
营业外支出	1,981.99	1,081.82	1,081.82	1,081.82	1,081.82
<b>利润总额</b>	<b>37,586.18</b>	<b>42,583.50</b>	<b>44,725.16</b>	<b>47,093.99</b>	<b>49,677.51</b>
所得税	7,116.66	7,611.36	7,994.16	8,417.57	8,879.35
<b>净利润</b>	<b>30,469.52</b>	<b>34,972.13</b>	<b>36,731.00</b>	<b>38,676.42</b>	<b>40,798.16</b>
少数股东损益	2,851.91	3,696.32	3,882.22	4,087.84	4,312.09
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>27,617.61</b>	<b>31,275.81</b>	<b>32,848.78</b>	<b>34,588.59</b>	<b>36,486.07</b>
每股收益(元)	1.12	1.26	1.33	1.40	1.47

  

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	10.11%	7.56%	7.69%	5.89%	4.87%
营业利润	15.50%	11.00%	4.97%	5.24%	5.43%
归属于母公司净利润	9.65%	13.25%	5.03%	5.30%	5.49%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.24%	10.03%	10.01%	10.16%	10.35%
净利率	2.57%	2.71%	2.64%	2.63%	2.64%
ROE	10.03%	10.38%	9.99%	9.66%	9.39%
ROIC	29.90%	19.56%	17.29%	18.43%	20.07%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	73.68%	73.77%	72.68%	71.04%	70.22%
净负债率	32.29%	35.61%	29.53%	20.74%	15.13%
流动比率	1.02	1.03	1.07	1.12	1.17
速动比率	0.76	0.79	0.81	0.86	0.89
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	8.93	9.17	9.23	9.47	9.73
存货周转率	5.42	5.61	5.61	5.62	5.63
总资产周转率	0.84	0.78	0.76	0.79	0.81
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.12	1.26	1.33	1.40	1.47
每股经营现金流	0.53	1.76	1.26	1.71	1.61
每股净资产	11.12	12.17	13.29	14.46	15.70
<b>估值比率</b>					
市盈率	6.14	5.42	5.16	4.90	4.65
市净率	0.62	0.56	0.52	0.47	0.44
EV/EBITDA	0.70	0.79	1.23	0.80	0.50
EV/EBIT	0.79	0.89	1.46	0.94	0.59

### 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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com