

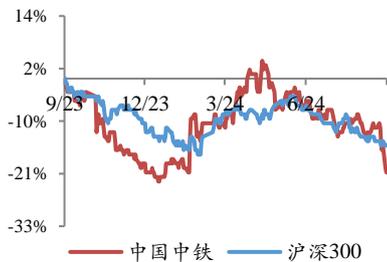
中报点评：资源利用增长明显，新兴业务助力第二曲线

投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-09-04

收盘价（元）	5.39
近12个月最高/最低（元）	7.38/5.35
总股本（百万股）	24,751
流通股本（百万股）	24,627
流通股比例（%）	99.50
总市值（亿元）	1,334
流通市值（亿元）	1,327

公司价格与沪深300走势比较



分析师：杨光

执业证书号：S0010523030001

电话：13003192992

邮箱：yangg@hazq.com

相关报告

1. 中国中铁：经营质量持续改善，第二曲线快速发展 2024-02-29

主要观点：

● 事件

公司发布2024年半年报，实现营收5432.85亿元，同比下降7.84%；归母净利润实现142.78亿元，同比下降12.08%；扣非归母净利润实现130.95亿元，同比下降14.02%。

● 工程建设业务承压，资源利用表现突出

①**基础设施建设**：工程建设是中铁的核心板块，涉及铁路、公路、市政、房建、城市轨交等工程领域，经营区域分布全球100多个国家和地区。2024年上半年，工程建设实现营收4730.48亿元，同比下降6.76%，在总营收中占比达到87%。细分来看，铁路业务、公路业务、市政及其他业务分别同比下降2.26%、9.82%、7.97%。

②**设计咨询及装备制造**：这两大板块与公司主业工程建设具备较大协同性，是提高核心竞争力的重要支撑。2024年上半年，设计咨询实现营收89.65亿元，同比下降4.11%；装备制造实现营收120.24亿元，同比下降9.68%。

③**特色地产**：公司是国资委认定以房地产开发为主业的央企之一，房地产业务持续优化，房地产开发以打造“特色地产”为目标。上半年房地产行业仍处于调整阶段，中铁地产板块实现营收144.81亿元，同比下降30.78%。上半年，房地产业务销售金额实现132.5亿元，同比下降63.3%；新增土地储备16.1万平方米，同比下降39.5%，预计未来一段时间地产板块仍将对整体营收形成拖累。未来公司将持续优化项目投资布局，降低业务现金流风险。

④**资源利用**：公司目前通过全资、控股或参股投资建成5座矿山，2024年上半年，矿产资源开发板块运营相对稳定，实现营收40.48亿元，同比增长7.19%。生产规模方面，铜金属15.02万吨，钴金属2837吨，钼金属7682吨，铅金属4565吨，锌金属1.07万吨，银金属18吨；价格方面，LME铜上半年均价同比增长4.56%，钴价维持低位震荡，钼精矿均价同比下降8.15%。

● 盈利能力略有下降，费用摊销比例有限

2024年上半年，公司主营业务毛利率为9%，同比减少0.03个百分点，其中境内业务毛利率9.11%，同比减少0.16个百分点，境外业务毛利率为7.33%，同比增加2.35个百分点。分板块来看，基础设施建设业务毛利率为7.9%，同比提升0.2个百分点，主要因为公司持续推进项目管理

效益提升行动；设计咨询、装备制造、房地产开发板块的毛利率均有不同程度下降，主要因为市场竞争加剧，产品销售价格下降。

2024 年上半年，公司销售净利率为 2.88%，同比减少 0.22 个百分点，较同期毛利率降幅有所扩大，整体营收下降导致费用摊销有限。具体费用方面，销售费用率为 0.53%，同比增加 0.01 个百分点；管理费用率为 2.22%，同比增加 0.13 个百分点，公司持续“降本增效”，管理费用金额有所下降；研发费用率为 1.69%，同比减少 0.05 个百分点；财务费用率为 0.35%，同比增加 0.05 个百分点，主要因为对外借款增加，产生额外的利息支出。

● **上半年新签合同金额收缩明显，境外业务相对稳定**

2024 年上半年，公司实现新签合同金额 1.08 万亿元，同比下降 15.3%，其中境内同比下降 16.2%，境外业务同比下降 2.3%；截止 2024 年 6 月底，未完成合同额合计 6.22 万亿元，较上半年末增长 5.9%。具体业务类型方面，工程建造占比 72%，新签合同额同比下降 16%，其中公路、市政、城轨、房建细分领域均出现不同程度的下降；特色地产和资产经营业务，受房地产行业 and PPP 新政影响，新签合同额同比降幅均超过 60%；装备制造和金融物贸业务，新签合同额同比下降幅度在 10%-20%；新兴业务新签合同额实现 1663.3 亿元，同比增长 32.1%，有望成为公司增长“第二曲线”。

● **投资建议**

预计公司 2024-2026 年营收分别为 12000 亿元、12013 亿元、12300 亿元，对应归母净利润为 325 亿元、316 亿元、327 亿元，对应动态市盈率为 4.11 倍、4.23 倍、4.08 倍。维持“增持”评级。

● **风险提示**

- (1) 基建地产项目投资不达风险；
- (2) 贵金属价格波动较大风险；
- (3) 境外业务拓展不及预期风险。

● **重要财务指标**

单位:亿元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12635	12000	12013	12300
收入同比 (%)	9.5%	-5.0%	0.1%	2.4%
归属母公司净利润	335	325	316	327
净利润同比 (%)	7.1%	-3.0%	-2.8%	3.6%
毛利率 (%)	10.0%	9.8%	9.8%	9.7%
ROE (%)	10.1%	9.3%	8.3%	7.8%
每股收益 (元)	1.29	1.31	1.28	1.32
P/E	4.39	4.11	4.23	4.08
P/B	0.42	0.38	0.35	0.32
EV/EBITDA	4.98	7.03	7.43	7.31

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	10057	8999	9039	9410	营业收入	12635	12000	12013	12300
现金	2345	2049	2205	2511	营业成本	11352	10802	10821	11085
应收账款	1569	1277	1309	1261	营业税金及附加	62	59	58	59
其他应收款	383	353	339	333	销售费用	68	63	60	58
预付账款	456	497	478	482	管理费用	274	263	261	264
存货	2194	2144	2134	2174	财务费用	49	50	67	73
其他流动资产	3111	2681	2574	2650	资产减值损失	-21	-18	-15	-14
非流动资产	8237	9156	9805	10426	公允价值变动收益	-2	-3	-3	-2
长期投资	1238	1348	1458	1568	投资净收益	-1	7	7	7
固定资产	715	696	673	649	营业利润	463	446	433	446
无形资产	1984	2314	2654	3004	营业外收入	10	9	8	9
其他非流动资产	4301	4799	5021	5205	营业外支出	12	13	11	10
资产总计	18294	18156	18844	19835	利润总额	461	442	430	445
流动负债	10106	9378	9302	9497	所得税	84	77	75	77
短期借款	674	694	716	736	净利润	376	365	355	368
应付账款	5226	4198	4055	4092	少数股东损益	42	40	39	41
其他流动负债	4207	4486	4532	4669	归属母公司净利润	335	325	316	327
非流动负债	3589	3986	4367	4746	EBITDA	658	558	561	583
长期借款	2797	3177	3537	3890	EPS (元)	1.29	1.31	1.28	1.32
其他非流动负债	792	809	830	856					
负债合计	13695	13364	13669	14243					
少数股东权益	1274	1314	1353	1394					
股本	248	248	248	248					
资本公积	566	567	567	567					
留存收益	2512	2661	3002	3377					
归属母公司股东权益	3325	3475	3816	4191					
负债和股东权益	18294	18156	18844	19835					

现金流量表					主要财务比率				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	384	539	552	662	成长能力				
净利润	376	365	355	368	营业收入	9.5%	-5.0%	0.1%	2.4%
折旧摊销	136	65	65	65	营业利润	7.5%	-3.5%	-3.1%	3.2%
财务费用	48	97	107	117	归属于母公司净利	7.1%	-3.0%	-2.8%	3.6%
投资损失	1	-7	-7	-7	获利能力				
营运资金变动	-251	-36	-26	65	毛利率 (%)	10.0%	9.8%	9.8%	9.7%
其他经营现金流	701	456	439	358	净利率 (%)	2.7%	2.7%	2.6%	2.7%
投资活动现金流	-746	-955	-696	-665	ROE (%)	10.1%	9.3%	8.3%	7.8%
资本支出	-565	-568	-549	-541	ROIC (%)	4.8%	4.3%	4.0%	3.9%
长期投资	-204	-187	-175	-154	偿债能力				
其他投资现金流	23	-200	29	29	资产负债率 (%)	74.9%	73.6%	72.5%	71.8%
筹资活动现金流	271	195	276	263	净负债比率 (%)	297.8%	279.0%	264.4%	255.0%
短期借款	-38	20	22	20	流动比率	1.00	0.96	0.97	0.99
长期借款	393	380	360	353	速动比率	0.44	0.40	0.42	0.44
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	1	0	0	0	总资产周转率	0.73	0.66	0.65	0.63
其他筹资现金流	-85	-205	-106	-110	应收账款周转率	9.04	8.42	9.27	9.55
现金净增加额	-88	-220	133	260	应付账款周转率	2.50	2.29	2.62	2.72
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.29	1.31	1.28	1.32
					每股经营现金流(薄)	1.55	2.18	2.23	2.68
					每股净资产	13.43	14.04	15.42	16.93
					估值比率				
					P/E	4.39	4.11	4.23	4.08
					P/B	0.42	0.38	0.35	0.32
					EV/EBITDA	4.98	7.03	7.43	7.31

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。