

中国中铁 (601390.SH)

上半年业绩承压，新兴业务逆势增长

优于大市

核心观点

上半年营业收入同比-7.8%，归母净利润同比-12.1%。2024年上半年公司实现营业收入5445.2亿元，同比-7.8%，实现归母净利润142.8亿元，同比-12.1%。2024年第一/第二季度分别实现营业收入2656.5/2788.8亿元，同比-2.6%/-12.4%，分别实现归母净利润74.8/68.0亿元，同比-5.0%/-18.7%。受基建需求下滑，在建项目放缓影响，公司二季度收入和利润降幅扩大。

新签合同额下滑，投资业务大幅收缩，新兴业务逆势增长。2024年上半年公司实现新签合同额10785亿元，同比-15.3%，其中工程建设业务实现新签合同额7802亿元，同比-16.0%，工程建设业务前两个季度分别实现新签合同额4701/3101亿元，同比-7.1%/-26.7%，平均单项合同额分别为4.01/2.27亿元。分业务看资产运营业务下滑较大，上半年实现新签合同额245亿元，同比-68.6%，新兴业务逆势实现较快增长，上半年实现新签合同额1663亿元，同比+32.1%。分区域看，国内新签合同额9961.2亿元，同比-16.2%，海外新签合同额823.8亿元，同比-2.3%。

业务结构优化，毛利率出现企稳迹象。2024年上半年公司整体毛利率为8.84%，较上年全年下滑1.17个百分点，较上年同期下滑0.01个百分点。前两个季度毛利率分别为8.58%/9.07%，较上年同期分别-0.33/+0.28个百分点。公司二季度收入降幅扩大，而毛利率同比提升，反映公司项目结构有所优化，未来工程盈利能力有望触底回升。

费用支出相对刚性，期间费用率相对稳定略有上升。2024年上半年公司期间费用率为4.81%，较上年全年下降0.68个百分点，较上年同期上升0.15个百分点，管理/研发/销售/财务费用分别为120.8/92.2/29.1/18.9亿元，分别同比-2.0%/-10.4%/-5.2%/+7.7%。尽管各项费用率较上年同期均普遍有所压降，但由于营业收入下滑，而各项费用相对刚性，期间费用率相对稳定，同比略有上升。

合同资产和应付账款增幅较大，短期收付款两端承压。2024上半年末公司应收票据及账款余额1649.3亿元，较年初增加9.1%，合同资产余额2860.7亿元，较年初增加22.2%，两项合计较年初增加656.4亿元；应付票据及账款余额6642.9亿元，较年初增加755.5亿元，增幅12.8%。合同资产增长较快反映客户对工程进度的确认明显滞后，各类应付款（包括长期应付款和其他应付款）的增幅在一季度收窄，但在二季度显著回升，反映公司在收付款两端均面临较大压力。

二季度付款压力有所缓解，下半年现金流预计仍将承压。2024上半年公司实现经营活动产生的现金流入5026.1亿元，同比少流入1159.2亿元，实现经营活动产生的现金流出5719.5亿元，同比少流出765.6亿元，实现经营性现金净流出693.3亿元，同比多流出393.7亿元。一季度在收入下滑2.6%的情况下，公司经营性现金流入同比下降7.6%，现金流出同比增加2.5%，导致经营性现金净流出较多；二季度经营性现金流入同比下降28.4%，流出同比下降26.2%，单季度现金流有所改善，仅净流出12.7亿元。

从收现比和付现比看，一季度收现比/付现比分别为98.5%/121.6%，分别为2020年以来单季度最低/最高水平，二季度收现比/付现比分别为78.2%/75.5%，均为2020年以来单二季度最低水平。一季度公司对上游进行了

公司研究·财报点评

建筑装饰·基础设施建设

证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

证券分析师：朱家琪
021-60375435
zhujiqi@guosen.com.cn
S0980524010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	5.08元
总市值/流通市值	125733/125733百万元
52周最高价/最低价	7.38/5.06元
近3个月日均成交额	427.93百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国中铁(601390.SH)-四季度营收利润提速增长，矿产业务有望增厚业绩》——2024-04-02
- 《中国中铁(601390.SH)-Q3业绩增速放缓，境外订单增长14.4%》——2023-10-31
- 《中国中铁(601390.SH)-业绩增长稳健，经营现金流改善》——2023-09-06
- 《中国中铁(601390.SH)-经济效益稳中有升，境外新签超预期》——2023-04-02
- 《中国中铁(601390.SH)-基建龙头，开路先锋》——2023-01-16

应付账款的集中清付，二季度付款压力有所缓解，但公司对下游的收款并未出现好转，下半年预计收付款压力仍然承压。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。基建行业进入存量发展阶段，基建新开工和投资落地均面临较大压力，地方政府化债工作持续推进，公司工程业务回款短期承压。但从长期看，公司作为建筑央企龙头，品牌影响力和融资成本优势突出，未来随着减值压力逐步释放，资本开支持续缩减，现金流有望持续好转。预测 2024-2026 年归母净利润 338/325/321 亿元（前值 380/420/430 亿元），每股收益 1.36/1.31/1.30 元（前值 1.53/1.70/1.74 元），对应当前股价 PE 为 4.20/4.37/4.40X，维持“优于大市”评级。

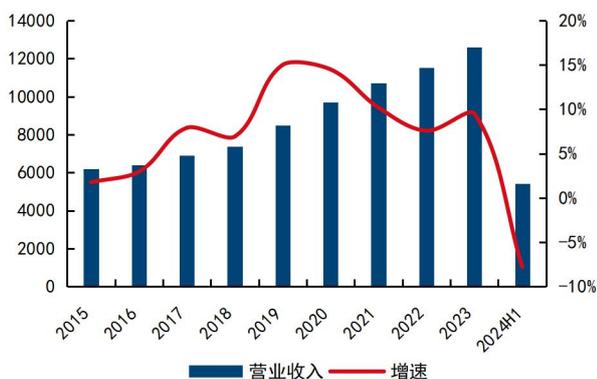
风险提示：基建景气度进一步下滑的风险、房价持续下降的风险、工程业务回款不及预期的风险、PPP 项目投资运营的风险、国际业务经营风险等。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,154,358	1,263,475	1,230,013	1,184,997	1,156,604
(+/-%)	7.6%	9.5%	-2.7%	-3.7%	-2.4%
归母净利润(百万元)	31276	33483	33756	32477	32142
(+/-%)	13.2%	7.1%	0.8%	-3.8%	-1.0%
每股收益(元)	1.26	1.35	1.36	1.31	1.30
EBIT Margin	4.1%	4.4%	4.7%	4.7%	4.7%
净资产收益率 (ROE)	10.4%	10.1%	9.4%	8.4%	7.8%
市盈率 (PE)	4.5	4.2	4.20	4.37	4.4
EV/EBITDA	23.1	22.4	21.9	22.0	21.9
市净率 (PB)	0.47	0.43	0.39	0.37	0.34

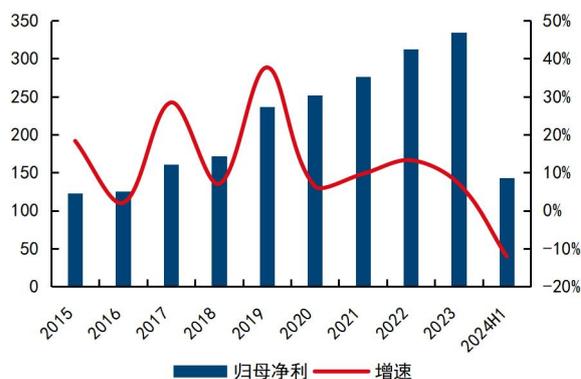
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

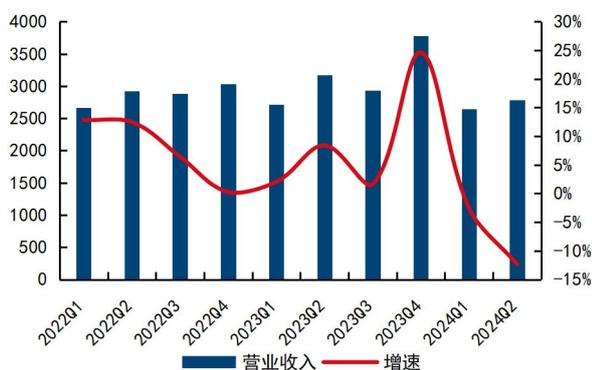
上半年营业收入同比-7.8%，归母净利润同比-12.1%。2024年上半年公司实现营业收入5445.2亿元，同比-7.8%，实现归母净利润142.8亿元，同比-12.1%。2024年第一/第二季度分别实现营业收入2656.5/2788.8亿元，同比-2.6%/-12.4%，分别实现归母净利润74.8/68.0亿元，同比-5.0%/-18.7%。受基建需求下滑，在建项目放缓影响，公司二季度收入和利润降幅扩大。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）


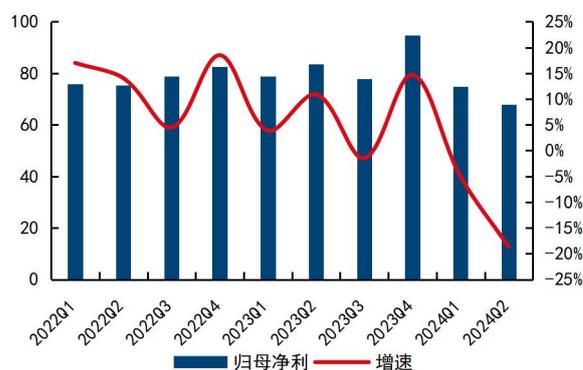
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元，%）


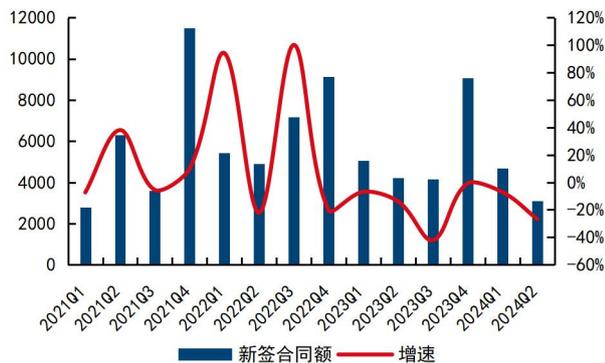
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元，%）


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

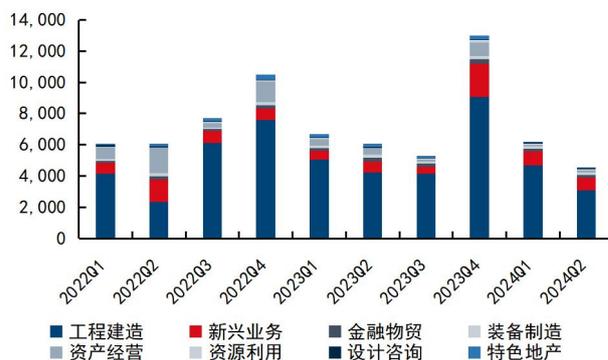
新签合同额下滑，投资业务大幅收缩，新兴业务逆势增长。2024年上半年公司实现新签合同额10785亿元，同比-15.3%，其中工程建设业务实现新签合同额7802亿元，同比-16.0%，工程建设业务前两个季度分别实现新签合同额4701/3101亿元，同比-7.1%/-26.7%，平均单项合同额分别为4.01/2.27亿元。分业务看资产运营业务下滑较大，上半年实现新签合同额245亿元，同比-68.6%，新兴业务逆势实现较快增长，上半年实现新签合同额1663亿元，同比+32.1%。分区域看，国内新签合同额9961.2亿元，同比-16.2%，海外新签合同额823.8亿元，同比-2.3%。

图5: 公司单季度新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分业务新签合同额 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

业务结构优化, 毛利率出现企稳迹象。2024上半年公司整体毛利率为8.84%, 较上年全年下滑1.17个百分点, 较上年同期下滑0.01个百分点。前两个季度毛利率分别为8.58%/9.07%, 较上年同期分别-0.33/+0.28个百分点。公司二季度收入降幅扩大, 而毛利率同比提升, 反映公司项目结构有所优化, 未来工程盈利能力有望触底回升。

图7: 公司整体毛利率变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

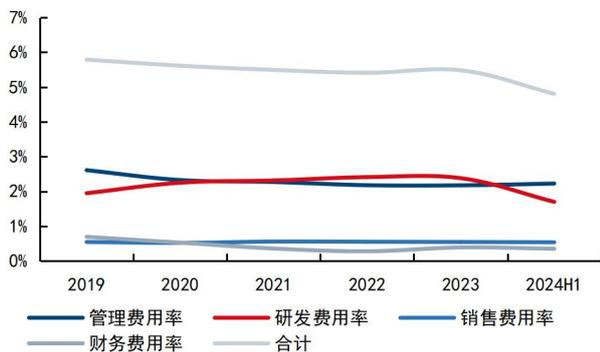
图8: 公司单季度毛利率变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

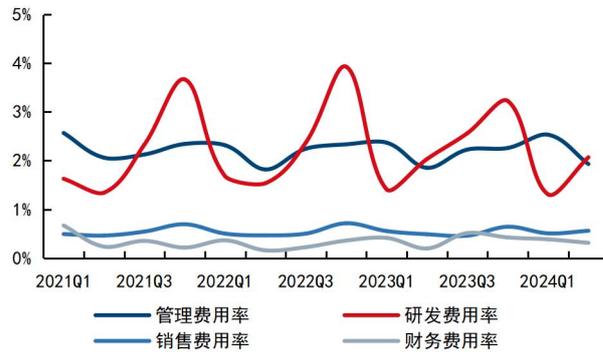
费用支出相对刚性, 期间费用率相对稳定略有上升。2024上半年公司期间费用率为4.81%, 较上年全年下降0.68个百分点, 较上年同期上升0.15个百分点, 管理/研发/销售/财务费用分别为120.8/92.2/29.1/18.9亿元, 分别同比-2.0%/-10.4%/-5.2%/+7.7%。尽管各项费用率较上年同期均普遍有所压降, 但由于营业收入下滑, 而各项费用相对刚性, 期间费用率相对稳定, 同比略有上升。

图9：公司期间费用率变化（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

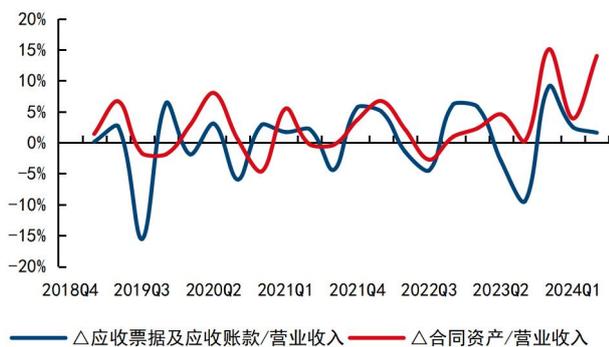
图10：公司单季度各项费用率变化（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

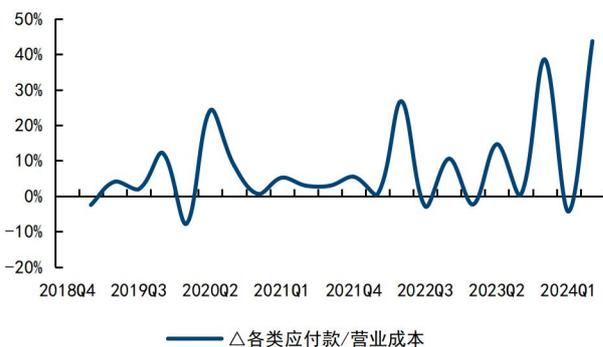
合同资产和应付账款增幅较大，短期收付款两端承压。2024 上半年末公司应收票据及账款余额 1649.3 亿元，较年初增加 9.1%，合同资产余额 2860.7 亿元，较年初增加 22.2%，两项合计较年初增加 656.4 亿元；应付票据及账款余额 6642.9 亿元，较年初增加 755.5 亿元，增幅 12.8%。合同资产增长较快反映客户对工程进度的确认明显滞后，各类应付款（包括长期应付款和其他应付款）的增幅在一季度收窄，但在二季度显著回升，反映公司在收付款两端均面临较大压力。

图11：公司合同资产增幅显著扩大（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图12：公司二季度应付款规模明显增加（单位：%）

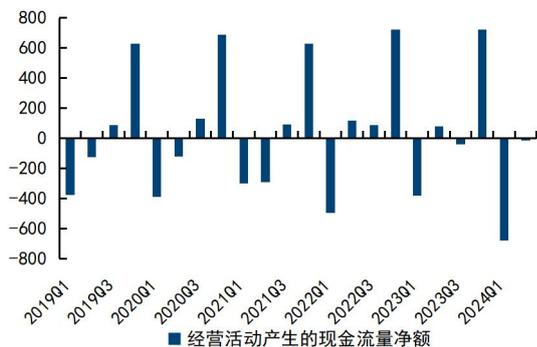


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

二季度付款压力有所缓解，下半年现金流预计仍将承压。2024 上半年公司实现经营活动产生的现金流入 5026.1 亿元，同比少流入-1159.2 亿元，实现经营活动产生的现金流出 5719.5 亿元，同比少流出 765.6 亿元，实现经营性现金净流出 693.3 亿元，同比多流出 393.7 亿元。一季度在收入下滑 2.6%的情况下，公司经营性现金流入同比下降 7.6%，现金流出同比增加 2.5%，导致经营性现金流净流出较多；二季度经营性现金流入同比下降 28.4%，流出同比下降 26.2%，单季度现金流有所改善，仅净流出 12.7 亿元。

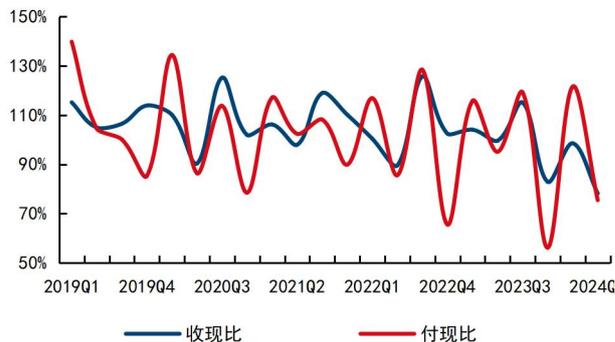
从收现比和付现比看，一季度收现比/付现比分别为 98.5%/121.6%，分别为 2020 年以来单一季度最低/最高水平，二季度收现比/付现比分别为 78.2%/75.5%，均为 2020 年以来单二季度最低水平。一季度公司对上游进行了应付账款的集中清付，二季度付款压力有所缓解，但公司对下游的收款并未出现好转，下半年预计收付款压力仍然承压。

图13: 公司单季度经营性现金流净额 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司单季度收现比和付现比 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 下调盈利预测, 维持“优于大市”评级。 基建行业进入存量发展阶段, 基建新开工和投资落地均面临较大压力, 地方政府化债工作持续推进, 公司工程业务回款短期承压。但从长期看, 公司作为建筑央企龙头, 品牌影响力和融资成本优势突出, 未来随着减值压力逐步释放, 资本开支持续缩减, 现金流有望持续好转。预测 2024-2026 年归母净利润 338/325/321 亿元(前值 380/420/430 亿元), 每股收益 1.36/1.31/1.30 元(前值 1.53/1.70/1.74 元), 对应当前股价 PE 为 4.20/4.37/4.40X, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	238584	234513	228258	219885	214604	营业收入	1154358	1263475	1230013	1184997	1156604
应收款项	125335	159807	168111	168423	173861	营业成本	1038544	1134626	1103300	1062566	1036640
存货净额	207871	219361	213248	205120	199879	营业税金及附加	6579	6192	6193	6194	6194
其他流动资产	63515	65044	64234	62595	60294	销售费用	6328	6850	6765	6517	6361
流动资产合计	898566	1005695	1029012	1015394	1014599	管理费用	25061	27399	27434	26534	25966
固定资产	117511	134842	140248	140452	137876	研发费用	27742	30000	28290	27255	26602
无形资产及其他	170075	198386	232101	260334	283907	财务费用	3183	4871	5830	6532	7008
投资性房地产	79875	98745	98745	98745	98745	投资收益	1164	(71)	(69)	(67)	(65)
长期股权投资	109881	123775	135585	145623	154156	资产减值及公允价值变动	(563)	(246)	0	0	0
资产总计	1613166	1829439	1896540	1911828	1934528	其他收入	(32215)	(36937)	(33974)	(31901)	(30144)
短期借款及交易性金融负债	109472	108619	121904	114314	99984	营业利润	43049	46282	46446	44686	44225
应付款项	480430	588737	602459	591197	587387	营业外净收支	(465)	(212)	0	0	0
其他流动负债	57471	73275	71247	68535	66787	利润总额	42583	46070	46446	44686	44225
流动负债合计	873373	1010642	1028474	996402	972405	所得税费用	7611	8433	8502	8180	8096
长期借款及应付债券	279751	311555	320632	329710	338788	少数股东损益	3696	4154	4188	4029	3987
其他长期负债	36984	47340	56418	65496	74573	归属于母公司净利润	31276	33483	33756	32477	32142
长期负债合计	316734	358895	377050	395206	413361	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1190107	1369537	1405524	1391608	1385765	净利润	31276	33483	33756	32477	32142
少数股东权益	121828	127368	130802	134025	137175	资产减值准备	(262)	(1395)	(2060)	0	0
股东权益	301230	332534	360214	386195	411587	折旧摊销	10439	11820	12634	13814	14916
负债和股东权益总计	1613166	1829439	1896540	1911828	1934528	公允价值变动损失	563	246	0	0	0
						财务费用	3183	4871	5830	6532	7008
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	4422	(15010)	(10848)	(590)	959
每股收益	1.26	1.35	1.36	1.31	1.30	其它	3373	4904	5494	3223	3150
每股红利	0.20	0.21	0.25	0.26	0.27	经营活动现金流	49812	34047	38977	48924	51167
每股净资产	12.17	13.43	14.55	15.60	16.63	资本开支	0	(68515)	(49707)	(42251)	(35913)
ROIC	10%	11%	11%	10%	10%	其它投资现金流	(3023)	1297	0	0	0
ROE	10%	10%	9%	8%	8%	投资活动现金流	(16744)	(81112)	(61517)	(52289)	(44446)
毛利率	10%	10%	10%	10%	10%	权益性融资	1343	9185	0	0	0
EBIT Margin	4%	4%	5%	5%	5%	负债净变化	78799	39341	9078	9078	9078
EBITDA Margin	5%	5%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(4950)	(5198)	(6076)	(6495)	(6750)
收入增长	8%	9%	-3%	-4%	-2%	其它融资现金流	(122436)	(34478)	13284	(7590)	(14330)
净利润增长率	13%	7%	1%	-4%	-1%	融资活动现金流	26603	42994	16285	(5008)	(12002)
资产负债率	81%	82%	81%	80%	79%	现金净变动	59671	(4071)	(6255)	(8373)	(5281)
股息率	3.5%	3.7%	4.3%	4.6%	4.8%	货币资金的期初余额	178913	238584	234513	228258	219885
P/E	4.5	4.2	4.20	4.37	4.41	货币资金的期末余额	238584	234513	228258	219885	214604
P/B	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	企业自由现金流	0	(26141)	(514)	16665	24763
EV/EBITDA	23.1	22.4	21.9	22.0	21.9	权益自由现金流	0	(21278)	17085	12817	13786

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032