

中国中冶 (601618.SH)

毛利率筑底企稳，充分减值待转机

优于大市

核心观点

收入与业绩承压，充分计提减值释放潜在风险。2024 年公司实现营收 5520 亿元，同比-12.9%，实现归母净利润 67.5 亿元，同比-22.2%。其中 2024 年第四季度公司实现营业收入 1394 亿元，同比-16.3%，实现归母净利润-0.85 亿元，单季度小幅亏损。在钢铁行业需求持续下降、建筑行业增长乏力等因素的影响下，公司主动进行业务结构调整，充分计提减值释放潜在风险，营业收入和利润均有所下滑。

海外新签合同额显著增长，固本强基优化业务结构。2024 年公司新签合同额 12483 亿元，同比 12.4%，其中新签海外合同额 932 亿元，同比+47.8%。从业务结构来看，冶金建设作为公司“核心”业务板块展现较强的韧性，2024 年公司冶金建设收入 1091 亿元，同比-1.9%，受下游需求减少、业主回款恶化影响，公司房建和市政基础设施工程业务收缩较多，实现收入 3923 亿元，同比-17.3%。

毛利率底部企稳，研发费用支出减少。2024 年公司整体毛利率为 9.69%，同比持平，2024Q4 单季度毛利率为 8.19%，同比下降 2.81pct，受年末工程结算情况不佳影响，Q4 毛利率下滑较多，但下滑幅度略好于同业。2024 年公司期间费用率为 5.87%，同比上升 0.15pct，其中管理研发/销售费用分别同比-4.3%/-16.8%/-3.3%。公司加强费用控制，研发物料支出明显下降，整体盈利能力呈现筑底企稳趋势。

收款略有改善，经营性现金流同比+33%。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额 78.5 亿元，同比+33.2%，收现比/付现比分别为 77.7%/74.7%，分别同比+0.9%/-0.5pct。2024 年公司收现比仍然处于较低水平，但较上年略有好转，同时对分包分供的付款账期略有拉长，最终经营性现金流仍有所增长。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。受下游行业景气偏弱影响，公司收入和利润短期均存在下滑压力，公司积极优化业务结构，充分计提减值释放潜在风险，强化现金流管理，预计资产质量将得到持续优化。预测公司未来三年归母净利润为 66.9/68.4/69.3 亿元（前值 95.7/101.4/104.8 亿元），每股收益 0.32/0.33/0.33 元（0.43/0.46/0.49 元），对应当前股价 PE 为 8.6/8.5/8.3X，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；国际经验风险；安全环保风险；海外新增矿产项目开发不及预期的风险；矿产资源价格波动的风险；财务风险等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	633,870	552,025	563,983	587,574	614,564
(+/-%)	7.0%	-12.9%	2.2%	4.2%	4.6%
归母净利润(百万元)	8670	6746	6694	6841	6928
(+/-%)	-15.6%	-22.2%	-0.8%	2.2%	1.3%
每股收益(元)	0.42	0.33	0.32	0.33	0.33
EBIT Margin	3.8%	3.6%	3.8%	3.7%	3.7%
净资产收益率(ROE)	6.0%	4.4%	4.2%	4.2%	4.1%
市盈率(PE)	6.7	8.6	8.64	8.45	8.3
EV/EBITDA	19.6	28.0	28.6	30.0	30.5
市净率(PB)	0.40	0.38	0.37	0.35	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

公司研究·财报点评

建筑装饰·专业工程

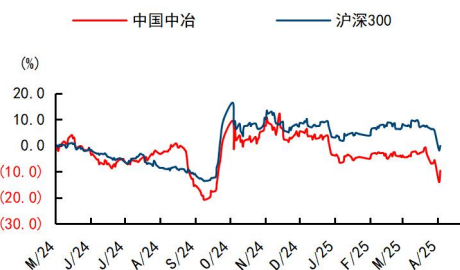
证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

证券分析师：朱家琪
021-60375435
zhujiaqi@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	2.93 元
总市值/流通市值	60720/60720 百万元
52 周最高价/最低价	3.72/2.54 元
近 3 个月日均成交额	244.55 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

- 《中国中冶(601618.SH)-短期经营压力较大，下半年有望好转》——2024-09-25
- 《中国中冶(601618.SH)-收入稳定增长，减值挤压业绩》——2024-04-03
- 《中国中冶(601618.SH)-前三季度业绩+21.9%，经营性现金流阶段性承压》——2023-10-31
- 《中国中冶(601618.SH)-海外新签取得突破，经营性现金流承压》——2023-09-13
- 《中国中冶(601618.SH)-冶金建设龙头，矿产资源开发潜力足》——2023-06-06

收入与业绩承压，充分计提减值释放潜在风险。2024 年公司实现营收 5520 亿元，同比-12.9%，实现归母净利润 67.5 亿元，同比-22.2%。其中 2024 年第四季度公司实现营业收入 1394 亿元，同比-16.3%，实现归母净利润-0.85 亿元，单季度小幅亏损。在钢铁行业需求持续下降、建筑行业增长乏力等因素的影响下，公司主动进行业务结构调整，充分计提减值释放潜在风险，营业收入和利润均有所下滑。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

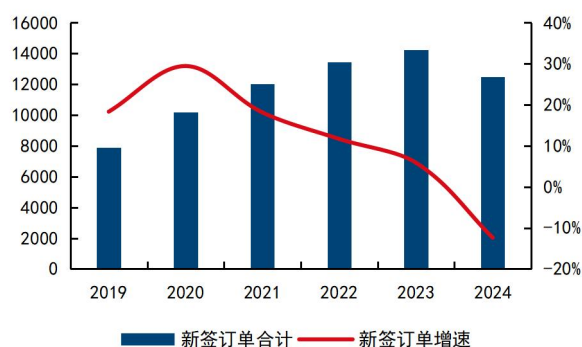
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

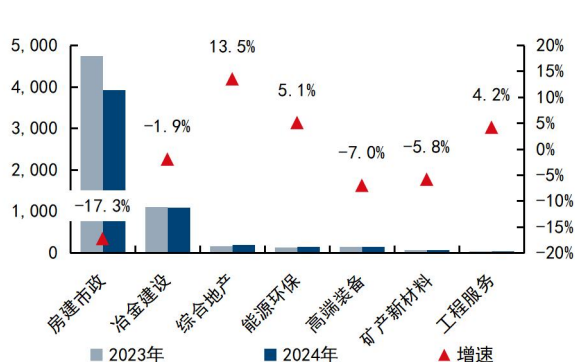
海外新签合同额显著增长，固本强基优化业务结构。2024 年公司新签合同额 12483 亿元，同比 12.4%，其中新签海外合同额 932 亿元，同比+47.8%。从业务结构来看，冶金建设作为公司“核心”业务板块展现较强的韧性，2024 年公司冶金建设收入 1091 亿元，同比-1.9%，受下游需求减少、业主回款恶化影响，公司房建和市政基础设施工程业务收缩较多，实现收入 3923 亿元，同比-17.3%。

图3：公司新签订单额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

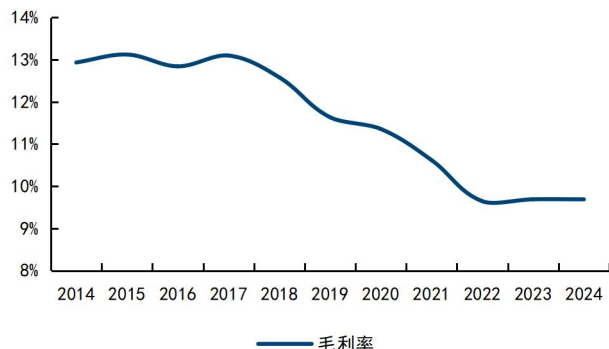
图4：公司各项业务收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

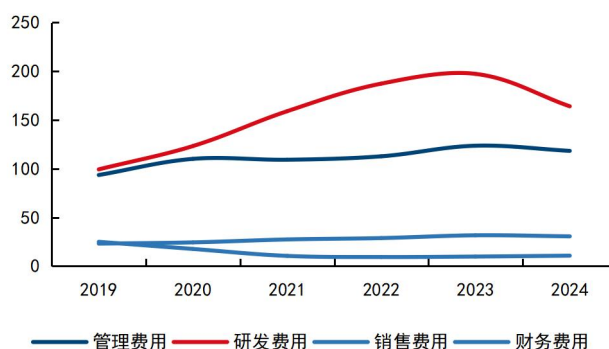
毛利率底部企稳，研发费用支出减少。2024 年公司整体毛利率为 9.69%，同比持平，2024Q4 单季度毛利率为 8.19%，同比下降 2.81pct，受年末工程结算情况不佳影响，Q4 毛利率下滑较多，但下滑幅度略好于同业。2024 年公司期间费用率为 5.87%，同比上升 0.15pct，其中管理研发/销售费用分别同比-4.3%/-16.8%/-3.3%。公司加强费用控制，研发物料支出明显下降，整体盈利能力呈现筑底企稳趋势。

图5: 公司毛利率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

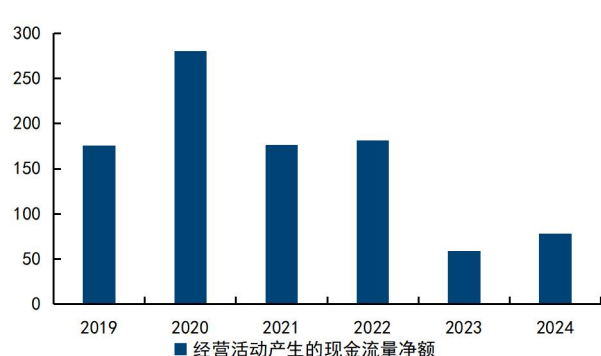
图6: 公司各项费用变动 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

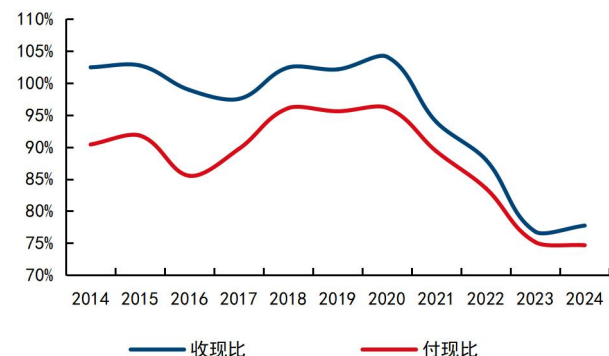
收款略有改善, 经营性现金流同比+33%。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额 78.5 亿元, 同比+33.2%, 收现比/付现比分别为 77.7%/74.7%, 分别同比+0.9/-0.5pct。2024 年公司收现比仍然处于较低水平, 但较上年略有好转, 同时对分包分供的付款账期略有拉长, 最终经营性现金流仍有所增长。

图7: 公司经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司收现比与付现比变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 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。受下游行业景气偏弱影响, 公司收入和利润短期均存在下滑压力, 公司积极优化业务结构, 充分计提减值释放潜在风险, 强化现金流管理, 预计资产质量将得到持续优化。预测公司未来三年归母净利润为 66.9/68.4/69.3 亿元 (前值 95.7/101.4/104.8 亿元), 每股收益 0.32/0.33/0.33 元 (0.43/0.46/0.49 元), 对应当前股价 PE 为 8.6/8.5/8.3X, 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）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	44440	52559	53697	55944	58513	营业收入	633870	552025	563983	587574	614564
应收款项	146752	226957	267008	306906	352765	营业成本	572457	498544	509559	531755	556795
存货净额	80076	75593	76511	77284	77284	营业税金及附加	1921	2156	2156	2156	2156
其他流动资产	17473	23374	23851	24337	24834	销售费用	3169	3063	2757	2872	3028
流动资产合计	484134	599767	653906	705863	763809	管理费用	12360	11831	11956	12436	12723
固定资产	31557	32917	34085	32040	29437	研发费用	19730	16406	16078	16751	17153
无形资产及其他	22850	33640	35625	37117	38214	财务费用	989	1079	1318	1438	1527
投资性房地产	21258	24814	24814	24814	24814	投资收益	(1487)	(1355)	(1384)	(1442)	(1508)
长期股权投资	36236	38079	39184	39958	40500	资产减值及公允价值变动	(3269)	(2918)	(2795)	(2912)	(3046)
资产总计	661602	808016	868021	921011	978813	其他收入	(24502)	(21997)	(22875)	(23178)	(24277)
短期借款及交易性金融负债	36265	49017	57870	67524	74044	营业利润	13716	9083	9183	9385	9504
应付款项	272111	365232	405814	436359	474303	营业外净收支	49	172	0	0	0
其他流动负债	35353	42392	43296	45171	47271	利润总额	13765	9255	9183	9385	9504
流动负债合计	448818	573630	627020	673488	724878	所得税费用	2359	1350	1340	1369	1387
长期借款及应付债券	37469	44312	44560	44734	44856	少数股东损益	2736	1158	1149	1175	1190
其他长期负债	7324	7738	7987	8161	8283	归属于母公司净利润	8670	6746	6694	6841	6928
长期负债合计	44793	52050	52548	52896	53140	现金流量表（百万元）					
负债合计	493611	625680	679567	726384	778018	净利润	8670	6746	6694	6841	6928
少数股东权益	22511	29293	30189	31094	31998	资产减值准备	0	2541	(2541)	0	0
股东权益	145480	153043	158264	163532	168797	折旧摊销	3936	4389	4319	4498	4662
负债和股东权益总计	661602	808016	868021	921011	978813	公允价值变动损失	314	377	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	989	1079	1318	1438	1527
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(11457)	(9287)	(12364)	(13534)	(11206)
每股收益	0.42	0.33	0.32	0.33	0.33	其它	1174	(2275)	3437	905	904
每股红利	0.24	0.25	0.07	0.08	0.08	经营活动现金流	2637	2491	(454)	(1290)	1288
每股净资产	7.02	7.38	7.64	7.89	8.15	资本开支	0	(10720)	(4931)	(3945)	(3156)
ROIC	37%	33%	31%	28%	26%	其它投资现金流	176	(1)	0	0	0
ROE	6%	4%	4%	4%	4%	投资活动现金流	(4197)	(12563)	(6037)	(4719)	(3698)
毛利率	10%	10%	10%	9%	9%	权益性融资	58	28113	0	0	0
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%	4%	负债净变化	5328	6143	249	174	122
EBITDA Margin	4%	4%	5%	4%	4%	支付股利、利息	(4950)	(5198)	(1473)	(1574)	(1663)
收入增长	7%	-13%	2%	4%	5%	其它融资现金流	(299)	(11813)	8853	9654	6520
净利润增长率	-16%	-22%	-1%	2%	1%	融资活动现金流	514	18190	7629	8255	4979
资产负债率	78%	81%	82%	82%	83%	现金净变动	(1045)	8119	1139	2246	2570
股息率	8.6%	9.0%	2.5%	2.7%	2.9%	货币资金的期初余额	45485	44440	52559	53697	55944
P/E	6.7	8.6	8.64	8.45	8.35	货币资金的期末余额	44440	52559	53697	55944	58513
P/B	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	企业自由现金流	12559	1486	5368	5471	9696
EV/EBITDA	19.6	28.0	28.6	30.0	30.5	权益自由现金流	17588	(2272)	13344	14072	15033

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