

Q1 毛利率、现金流实现改善

华泰研究

2025 年 5 月 02 日 | 中国内地/中国香港

季报点评

建筑施工

公司发布一季报：2025Q1 实现营收 1223 亿元，同比-18.5%，归母净利 16 亿元，同比-40.0%。受下游钢铁、建筑、地产等行业需求放缓，叠加公司转型升级业务结构调整，合同转化率放缓，Q1 高基数背景下收入承压，费用刚性导致利润下滑超过收入。我们认为公司此前减值计提较为充分，未来随着海外拓展及化债、稳增长等政策推进，有望迎来改善，维持 A/H 股“增持”/“买入”评级。

25Q1 毛利率同比提升，费用率被动提升致归母净利率下滑

25Q1 公司整体毛利率 8.84%，同比+0.65pct，期间费用率为 5.59%，同比+0.97pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 0.54%/2.48%/2.29%/0.28%，同比+0.07/+0.35/+0.41/+0.13pct，财务费用同比增长 54%，主要系带息负债同比增加 252 亿元至 1336 亿元，导致利息支出增加，其余费用均同比小幅减少，但受收入大幅下滑影响费用率同比提升。减值支出占收入比例同比+0.14pct 至 0.75%，综合影响下，25Q1 归母净利率 1.31%，同比-0.47pct。

25Q1 经营性现金流同比流出减少

25Q1 末公司资产负债率为 79.3%，同比+4.16pct，较年初增加 1.83pct，有息负债率 16.1%，同比+0.64pct，较年初增加 4.46pct。25Q1 经营活动净现金流为-257 亿元，同比少流出 50.5 亿元，收现比为 86%，同比+10.0pct，付现比 103%，同比+9.9pct。25Q1 末公司应收票据及应收账款/合同资产/应付票据及应付账款/合同负债分别为 2163/1855/3620/604 亿元，较 24 年末-21/+292/-32/-7 亿元。

25Q1 新签合同承压，工业制造保持增长，房建、冶金下行压力较大

25Q1 公司新签合同额 2307 亿元，同比-27.2%。分业务，四大细分板块中房建/基建/冶金/工业制造及其他分别新签合同额 923/357/313/491 亿元，同比-42.4%/-14.1%/-37.2%/+12.3%，仅工业保持增长，房建、冶金下行压力较大。分地区，海外新签合同额 120 亿元，同比-35.7%，主要系基数较高。

盈利预测与估值

维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 72/76/79 亿元。A/H 股可比公司 25 年 Wind 一致预期均值 7/4xPE，考虑到公司减值计提较为充分，未来轻装上阵化债受益弹性有望优于可比，同时钴、镍、铜等矿产资源丰富，具备较好市场价值，给予 A/H 股 25 年 11/6xPE，调整 A/H 股目标价至 3.82 元/2.25 港元(前值 4.17 元/2.26 港元，对应 25 年 12/6xPE，可比均值 8/4xPE)，维持 A/H 股“增持”/“买入”评级。

风险提示：基建投资增速放缓，地产恢复不及预期，资源价格超预期下跌。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	633,870	552,025	565,859	574,564	580,283
+/-%	6.95	(12.91)	2.51	1.54	1.00
归属母公司净利润 (人民币百万)	8,670	6,746	7,200	7,594	7,944
+/-%	(15.59)	(22.20)	6.73	5.47	4.60
EPS (人民币，最新摊薄)	0.42	0.33	0.35	0.37	0.38
ROE (%)	6.50	4.52	4.61	4.68	4.71
PE (倍)	6.91	8.88	8.32	7.89	7.54
PB (倍)	0.41	0.39	0.38	0.36	0.35
EV EBITDA (倍)	5.88	8.87	8.55	8.40	8.16

资料来源：公司公告、华泰研究预测

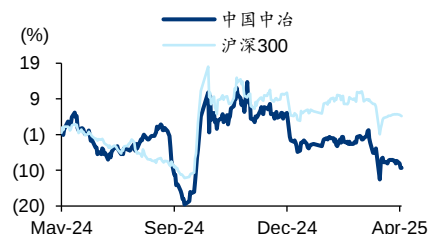
	1618 HK	601618 CH
投资评级：	买入(维持)	增持(维持)
目标价：	港币：2.25	人民币：3.82

研究员	方晏荷
SAC No. S0570517080007	fangyanhe@htsc.com
SFC No. BPW811	+(86) 755 2266 0892
研究员	黄颖
SAC No. S0570522030002	huangying018854@htsc.com
SFC No. BSH293	+(86) 21 2897 2228
研究员	王玺杰
SAC No. S0570524110002	wangxijie@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388
研究员	樊星辰
SAC No. S0570525040003	fanxingchen@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166

基本数据

(港币/人民币)	1618 HK	601618 CH
目标价	2.25	3.82
收盘价(截至 4 月 30 日)	1.47	2.89
市值(百万)	30,464	59,891
6 个月平均日成交额(百万)	18.54	311.60
52 周价格范围	1.18-2.08	2.57-3.64
BVPS	5.02	6.93

股价走势图



资料来源：Wind

图表1: A股可比公司估值表 (2025/4/30)

公司名称	代码	股价 (元)	每股收益 (元)				P/E			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
中国交建	601800 CH	5.52	1.13	1.16	1.20	1.22	4.90	4.75	4.60	4.54
中钢国际	000928 CH	6.45	0.58	0.64	0.69	0.74	11.08	10.10	9.29	8.68
中国化学	601117 CH	7.55	0.93	1.05	1.16	1.24	8.11	7.22	6.50	6.07
平均值							8.03	7.36	6.80	6.43
中国中冶	601618 CH	2.89	0.33	0.35	0.37	0.38	8.88	8.32	7.89	7.54

注: 除中国中冶为华泰预测, 盈利预测均来自 Wind 一致预期。

资料来源: Wind, 华泰研究预测

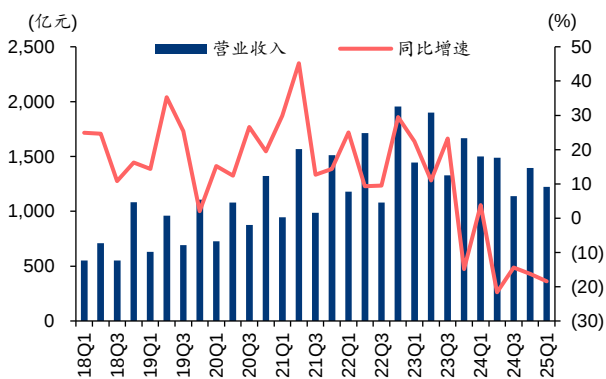
图表2: H股可比公司估值表 (2025/4/30)

公司名称	代码	股价 (港元)	每股收益 (元)				P/E			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
中国中铁	0390 HK	3.34	1.09	1.12	1.15	1.11	2.86	2.77	2.70	2.78
中国建筑国际	3311 HK	11.42	1.72	1.84	2.02	2.23	6.15	5.77	5.23	4.75
中国铁建	1186 HK	4.92	1.64	1.61	1.67	1.76	2.79	2.83	2.74	2.60
平均							3.93	3.79	3.56	3.38
中国中冶	1618 HK	1.47	0.33	0.35	0.37	0.38	4.19	3.93	3.72	3.56

注: 除中国中冶为华泰预测, 盈利预测均来自 Wind 一致预期。

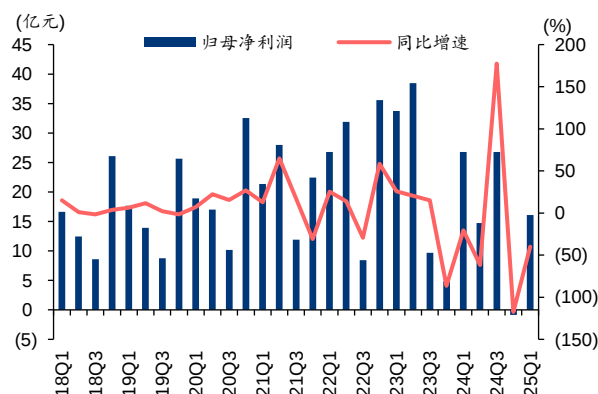
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表3: 单季度营业收入及同比增速



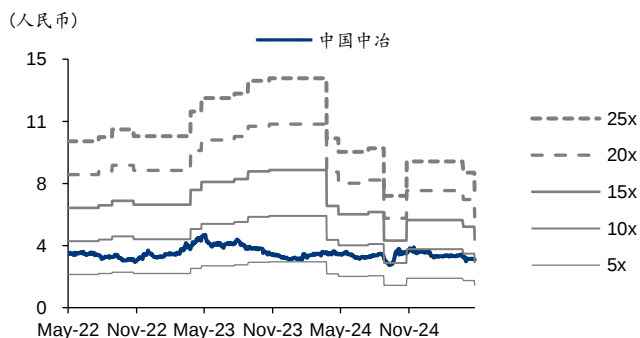
资料来源: Wind、华泰研究

图表4: 单季度归母净利润及同比增速



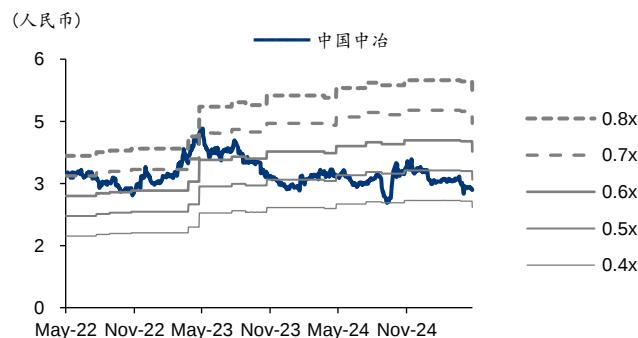
资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 中国中冶 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表6: 中国中冶 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	484,134	599,767	546,249	535,290	523,290
现金	44,440	52,559	40,645	40,220	41,123
应收账款	130,037	213,514	190,671	183,638	180,176
其他应收账款	40,436	42,197	39,811	39,439	37,932
预付账款	33,121	22,793	28,272	29,339	28,830
存货	80,076	75,593	74,598	71,457	68,149
其他流动资产	156,024	193,111	172,251	171,198	167,079
非流动资产	177,468	208,249	207,263	213,046	214,180
长期投资	36,236	38,079	41,460	44,241	47,271
固定投资	27,726	27,423	27,671	26,336	24,196
无形资产	22,850	33,640	35,737	37,956	40,119
其他非流动资产	90,656	109,107	102,396	104,513	102,594
资产总计	661,602	808,016	753,512	748,336	737,470
流动负债	448,818	573,630	512,723	501,201	482,904
短期借款	28,220	33,854	25,916	29,878	28,759
应付账款	240,394	335,085	303,228	289,339	261,739
其他流动负债	180,204	204,691	183,580	181,984	192,406
非流动负债	44,793	52,050	51,260	50,035	49,558
长期借款	37,469	44,312	43,449	42,187	41,725
其他非流动负债	7,324	7,738	7,811	7,848	7,833
负债合计	493,611	625,680	563,983	551,236	532,462
少数股东权益	22,511	29,293	30,529	31,833	33,197
股本	20,724	20,724	20,724	20,724	20,724
资本公积	22,582	23,461	23,461	23,461	23,461
留存公积	53,251	56,483	63,364	70,622	78,215
归属母公司股东权益	145,480	153,043	159,000	165,267	171,811
负债和股东权益	661,602	808,016	753,512	748,336	737,470

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	5,892	7,848	8,179	8,807	9,246
净利润	11,406	7,904	8,437	8,898	9,308
折旧摊销	4,229	4,489	4,475	4,968	5,129
财务费用	989.12	1,079	1,178	1,281	1,394
投资损失	1,487	1,355	1,455	1,432	1,414
营运资金变动	8,649	25,474	(319.78)	(740.03)	(1,004)
其他经营现金	(20,869)	(32,452)	(7,045)	(7,033)	(6,993)
投资活动现金	(6,725)	(9,582)	(4,651)	(11,740)	(7,158)
资本支出	(4,595)	(6,863)	(3,837)	(4,242)	(4,380)
长期投资	(4,430)	(3,106)	(3,381)	(2,781)	(3,030)
其他投资现金	2,301	386.34	2,567	(4,718)	252.33
筹资活动现金	1,156	11,060	(15,442)	(324.53)	1,648
短期借款	8,027	5,634	(7,938)	3,962	(1,119)
长期借款	7,328	6,843	(862.31)	(1,262)	(462.31)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(19.37)	878.45	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(14,180)	(2,295)	(6,641)	(3,024)	3,229
现金净增加额	381.89	9,340	(11,914)	(3,258)	3,736

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	633,870	552,025	565,859	574,564	580,283
营业成本	572,457	498,544	510,650	518,496	523,525
营业税金及附加	1,921	2,156	2,210	2,244	2,266
营业费用	3,169	3,063	3,140	3,188	3,220
管理费用	12,360	11,831	12,053	12,204	12,302
财务费用	989.12	1,079	1,178	1,281	1,394
资产减值损失	(2,955)	(2,541)	(2,546)	(2,557)	(2,495)
公允价值变动收益	(314.22)	(377.21)	(336.40)	(342.61)	(352.07)
投资净收益	(1,487)	(1,355)	(1,455)	(1,432)	(1,414)
营业利润	13,716	9,083	9,802	10,319	10,782
营业外收入	288.79	453.58	355.14	365.84	391.52
营业外支出	239.85	281.95	279.21	267.00	276.05
利润总额	13,765	9,255	9,878	10,418	10,898
所得税	2,359	1,350	1,441	1,520	1,590
净利润	11,406	7,904	8,437	8,898	9,308
少数股东损益	2,736	1,158	1,236	1,304	1,364
归属母公司净利润	8,670	6,746	7,200	7,594	7,944
EBITDA	18,636	14,390	15,417	16,495	17,246
EPS (人民币, 基本)	0.33	0.24	0.35	0.37	0.38

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	6.95	(12.91)	2.51	1.54	1.00
营业利润	(10.85)	(33.78)	7.91	5.28	4.49
归属母公司净利润	(15.59)	(22.20)	6.73	5.47	4.60
获利能力 (%)					
毛利率	9.69	9.69	9.76	9.76	9.78
净利率	1.80	1.43	1.49	1.55	1.60
ROE	6.50	4.52	4.61	4.68	4.71
ROIC	10.12	6.76	6.90	6.93	7.02
偿债能力					
资产负债率 (%)	74.61	77.43	74.85	73.66	72.20
净负债比率 (%)	18.77	23.53	24.14	26.03	25.37
流动比率	1.08	1.05	1.07	1.07	1.08
速动比率	0.79	0.83	0.84	0.83	0.85
营运能力					
总资产周转率	1.02	0.75	0.72	0.77	0.78
应收账款周转率	5.67	3.21	2.80	3.07	3.19
应付账款周转率	2.68	1.73	1.60	1.75	1.90
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.33	0.35	0.37	0.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.38	0.39	0.42	0.45
每股净资产(最新摊薄)	7.02	7.38	7.67	7.97	8.29
估值比率					
PE (倍)	6.91	8.88	8.32	7.89	7.54
PB (倍)	0.41	0.39	0.38	0.36	0.35
EV EBITDA (倍)	5.88	8.87	8.55	8.40	8.16

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、黄颖、王玺杰、樊星辰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、黄颖、王玺杰、樊星辰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司