

公司研究

经营承压，新兴业务快速增长

——中国中铁（601390.SH/0390.HK）2024 年年报及 2025 年一季报点评

A 股：买入（维持）

当前价：5.52 元

H 股：买入（维持）

当前价：3.38 港元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebscn.com

分析师：吴钰洁

执业证书编号：S0930523100001

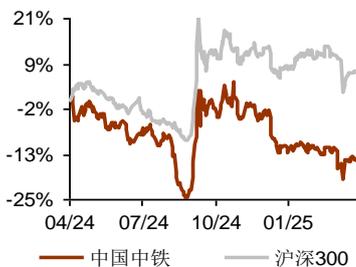
021-52523879

wuyujie@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	247.42
总市值(亿元)	1365.75
一年最低/最高(元)	4.95/7.23
近3月换手率	18.71%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.68	-4.51	-16.96
绝对	3.37	-5.15	-13.88

资料来源：Wind

相关研报

经营承压，现金流有望持续改善——中国中铁（601390.SH/0390.HK）动态跟踪报告（2024-11-10）

要点

事件：

公司发布 24 年年报及 25 年一季报，公司 24 年实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 11574.4/278.9/243.3 亿元，同比-8.2%/-16.7%/-21.2%。25Q1 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 2485.6/60.3/55.5 亿元，同比-6.2%/-19.5%/-22.5%。

点评：

经营有所承压，毛利率小幅下滑：受建筑业及地产行业承压影响，公司主营业务同比下降，其中基建/设计咨询/装备制造/房地产开发/资源利用业务 24 年实现营收 9928.5/174.2/248.1/482.8/81.6 亿元，同比-8.7%/-4.6%/-9.4%/-5.2%/-2.5%。基建业务中，铁路、公路、市政及其他业务营收+1.2%/-13.1%/-12.2%。公司深耕海外，24 年境内/境外业务营收分别为 10916.7/686.4 亿元，同比-9.1%/+10.3%。24 年公司毛利率/净利率为 9.8%/2.7%，同比-0.21/-0.33pcts。基建/设计咨询/装备制造/房地产开发/资源利用业务毛利率分别为 8.6%/29.1%/20.4%/14.4%/53.0%，同比-0.24/+0.76/-0.79/-0.07/-6.67pcts，投资业务规模下降使公司公路业务盈利水平下降，拉低基建业务毛利率，房地产市场低迷下销售价格下降使公司房地产开发业务毛利率下行。毛利率下行使公司 24 年归母净利润降幅扩大。25Q1 公司经营仍有承压，营收同比降幅收窄，毛利率/净利率为 8.5%/2.6%，同比-0.13/-0.39pcts，毛利率下行拖累利润增长。

境外订单及新兴业务订单增长较快：24 年公司新签合同总额 27151.8 亿元，同比下降 12.4%。其中境内/境外业务新签合同额 24942.8/2209.0 亿元，同比-14.0%/+10.6%。受行业环境影响，公司工程建设/装备制造/特色地产/资源利用业务新签合同下降明显，同比-16.9%/-17.0%/-37.6%/-18.7%，工程建设业务中，铁路/公路/市政/城轨/房建新签合同同比+0.3%/-24.3%/-25.9%/-55.8%/-19.7%。公司大力发展新兴产业，新兴业务新签合同 4257.4 亿元，同比+11.3%，其中水利水电/清洁能源业务新签合同同比+50%/+22.6%。

费用管控良好，25 年拟增加一次中期分红：24 年公司费用整体管控有效，因部分工程项目业主付款滞后导致对外借款增加，推升利息支出，导致财务费用率有所上扬。24 年公司销售/管理/财务/研发费用率为 0.6%/2.1%/0.5%/2.3%，同比+0.06/-0.09/+0.15/-0.08pcts。25Q1 公司销售/管理/财务/研发费用率为 0.6%/2.4%/0.7%/1.3%，同比+0.06/-0.16/+0.32/-0.04pcts。24 年公司经营性现金净流入 280.5 亿元，较上年同期少流入 103.1 亿元，25Q1 公司经营性现金净流出 774.0 亿元，较上年同期多流出 93.3 亿元。公司 24 年拟每 10 股派 1.78 元，分红比例为 15.79%，较上年同期+0.27pct。公司制定 2025 年中期分红计划，满足一定条件下 25 年拟增加一次中期分红。

盈利预测、估值与评级：行业下行背景下公司经营持续承压。我们下调 25-26 年归母净利润预测为 282/286 亿元（分别下调 10%/13%），新增 27 年归母净利润预测为 292 亿元，公司新兴产业及境外订单快速增长，维持公司 A/H 股“买入”评级。

风险提示：业绩增长不及预期，宏观经济下行风险，毛利率增长不及预期。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,263,475	1,160,311	1,171,674	1,186,229	1,216,303
营业收入增长率	9.45%	-8.17%	0.98%	1.24%	2.54%
归母净利润 (百万元)	33,483	27,887	28,220	28,640	29,209
归母净利润增长率	7.06%	-16.71%	1.19%	1.49%	1.99%
EPS (元)	1.35	1.13	1.14	1.16	1.18
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.07%	7.86%	7.46%	7.12%	6.85%
P/E	4	5	5	5	5
P/E (H 股)	2	3	3	3	3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, A 股股价时间为 2025-04-30, H 股股价时间为 2025-05-02; 汇率: 按 1HKD=0.92813CNY 换

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,263,475	1,160,311	1,171,674	1,186,229	1,216,303
营业成本	1,134,626	1,043,973	1,055,035	1,068,004	1,094,581
折旧和摊销	11,820	12,560	18,258	21,370	24,690
税金及附加	6,192	6,043	6,102	6,178	6,335
销售费用	6,850	6,944	7,012	7,710	7,906
管理费用	27,399	24,096	24,019	24,318	24,934
研发费用	30,000	26,632	26,893	27,876	29,191
财务费用	4,871	6,242	7,777	6,847	7,017
投资收益	-71	-395	-395	-395	-395
营业利润	46,282	38,450	39,024	39,555	40,274
利润总额	46,070	38,871	39,292	39,823	40,542
所得税	8,433	8,113	8,201	8,312	8,462
净利润	37,636	30,758	31,091	31,511	32,080
少数股东损益	4,154	2,871	2,871	2,871	2,871
归属母公司净利润	33,483	27,887	28,220	28,640	29,209
EPS(元)	1.35	1.13	1.14	1.16	1.18

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	38,363	28,051	156,287	68,177	73,778
净利润	33,483	27,887	28,220	28,640	29,209
折旧摊销	11,820	12,560	18,258	21,370	24,690
净营运资金增加	-63,495	-109,692	-97,829	-8,500	-11,311
其他	56,556	97,296	207,639	26,667	31,190
投资活动产生现金流	-74,641	-82,289	-71,698	-69,037	-74,037
净资本支出	-56,518	-55,384	-73,224	-68,224	-73,224
长期投资变化	123,775	126,858	0	0	0
其他资产变化	-141,898	-153,763	1,525	-814	-814
融资活动现金流	27,131	57,395	-41,732	4,499	7,778
股本变化	0	-10	0	0	0
债务净变化	30,952	92,720	-29,552	16,320	19,836
无息负债变化	148,479	284,017	9,937	12,647	25,968
净现金流	-8,838	3,335	42,856	3,639	7,519

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
EBITDA 率	5.9%	6.0%	6.3%	6.5%	6.7%
EBIT 率	4.9%	4.9%	4.7%	4.7%	4.7%
税前净利润率	3.6%	3.4%	3.4%	3.4%	3.3%
归母净利润率	2.7%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
ROA	2.1%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%
ROE (摊薄)	10.1%	7.9%	7.5%	7.1%	6.9%
经营性 ROIC	9.8%	8.9%	9.5%	8.7%	8.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	75%	77%	76%	76%	75%
流动比率	1.00	0.99	0.99	0.99	0.98
速动比率	0.78	0.80	0.79	0.79	0.78
归母权益/有息债务	0.79	0.69	0.78	0.80	0.82
有形资产/有息债务	3.84	3.87	4.11	4.07	4.04

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	1,829,439	2,256,414	2,263,486	2,318,990	2,391,833
货币资金	234,513	250,062	292,918	296,557	304,076
交易性金融资产	8,880	12,025	12,025	12,025	12,025
应收账款	156,852	246,194	157,121	156,938	158,728
应收票据	1,877	1,866	1,884	1,908	1,956
其他应收款 (合计)	38,314	34,858	31,697	30,349	30,144
存货	219,361	245,716	246,772	248,289	252,769
其他流动资产	58,017	91,119	91,119	91,119	91,119
流动资产合计	1,005,695	1,264,092	1,218,660	1,226,986	1,250,278
其他权益工具	18,267	20,971	20,971	20,971	20,971
长期股权投资	123,775	126,858	126,856	126,853	126,849
固定资产	71,474	74,889	101,054	127,463	153,118
在建工程	63,330	69,046	82,298	92,171	99,552
无形资产	198,386	251,624	261,390	265,949	275,344
商誉	1,676	1,558	1,558	1,558	1,558
其他非流动资产	253,216	279,054	276,209	276,209	276,209
非流动资产合计	823,745	992,321	1,044,826	1,092,004	1,141,556
总负债	1,369,537	1,746,274	1,726,659	1,755,627	1,801,432
短期借款	67,378	100,674	51,123	47,443	47,279
应付账款	522,563	715,507	723,089	731,977	750,192
应付票据	66,174	57,663	58,274	58,990	60,458
预收账款	1,179	2,219	2,240	2,268	2,326
其他流动负债	49,772	166,567	167,135	167,863	169,366
流动负债合计	1,010,642	1,276,197	1,236,583	1,245,550	1,271,355
长期借款	279,719	325,646	345,646	365,646	385,646
应付债券	31,836	37,760	37,760	37,760	37,760
其他非流动负债	42,711	98,944	98,944	98,944	98,944
非流动负债合计	358,895	470,077	490,077	510,077	530,077
股东权益	459,902	510,140	536,827	563,363	590,402
股本	24,752	24,742	24,742	24,742	24,742
公积金	73,916	74,991	74,991	74,991	74,991
未分配利润	181,102	200,974	224,790	248,455	272,623
归属母公司权益	332,534	354,714	378,530	402,195	426,363
少数股东权益	127,368	155,425	158,297	161,168	164,039

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.54%	0.60%	0.60%	0.65%	0.65%
管理费用率	2.17%	2.08%	2.05%	2.05%	2.05%
财务费用率	0.39%	0.54%	0.66%	0.58%	0.58%
研发费用率	2.37%	2.30%	2.30%	2.35%	2.40%
所得税率	18%	21%	21%	21%	21%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.21	0.18	0.20	0.20	0.21
每股经营现金流	1.55	1.13	6.32	2.76	2.98
每股净资产	13.43	14.34	15.30	16.26	17.23
每股销售收入	51.04	46.90	47.36	47.94	49.16

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	4	5	5	5	5
PB	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	10.1	12.2	10.5	10.4	10.1
股息率	3.8%	3.2%	3.6%	3.7%	3.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP