

# 中国中冶 (601618.SH)

## Q2 业绩边际改善，矿产资源利润显著增厚

**Q2 业绩增速同比转正、环比大幅提速，海外市场持续开拓。**2025H1 公司实现营收 2375 亿元，同降 21%；归母净利润 31 亿元，同降 25%，符合预期；扣非归母净利润 23 亿元，同降 28%。**分季度看**，Q1/Q2 公司营收分别同降 18%/23%；归母净利润分别同比-40%/+1%，Q2 增速转正，环比大幅提速，主要受益于毛利率提升以及减值损失减少。**分业务看**，工程承包实现营收 2169 亿元，同降 22%，其中冶金工程/房建及市政建设工程分别实现营收 476/1693 亿元，同降 16%/23%；特色业务实现营收 183 亿元，同降 5%，其中矿产资源和新材料/工程服务/高端装备/能源环保分别实现营收 33/14/67/69 亿元，同比+0.2%/-12%/-4%/-8%，资源业务较为稳定；综合地产实现营收 48 亿元，同降 5%。**分地区看**，境内/境外分别实现营收 2231/145 亿元，同比-22%/+9%，海外市场持续拓展。

**毛利率提升，减值损失减少，现金流改善。**2025H1 公司综合毛利率 10.1%，同比+1pct (Q2 单季 11.4%，同比+1.5pct，环比+3pct)。**分业务看**，工程承包/特色业务/综合地产毛利率分别为 9.6%/17.6%/6%，同比+1/+1/-0.7pct，工程主业毛利率提升主要受益项目结算周期加快以及严控成本费用支出，特色业务毛利率提升主要受益粗铜等矿产品量价齐升叠加成本控制较好。期间费用率 5.9%，同比+0.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.1/0.3/0.1/0.1pct，费用率提升主因收入降幅较大，费用未能有效摊薄。资产（含信用）减值损失同比少计提 13 亿。归母净利率 1.3%，同比-0.1pct。经营性现金流净流出 220 亿，同比少流出 64 亿。

**矿产资源利润大幅增长，待开采矿山前期工作加快推进。**2025H1 三座在产矿山合计实现营业收入 28 亿元，同增 3%；实现归属中方利润 5.5 亿元，同增 29%，占公司归母净利润的 18%，其中瑞木镍钴矿/山达克铜金矿/杜达铅锌矿归属中方利润分别为 2.3/1.5/1.7 亿元。此外，锡亚迪克铜矿项目巴基斯坦相关审批程序已全部申请并基本获批，阿富汗艾娜克铜矿正加快推进可研论证、进矿道路建设等前期准备工作，上述两座矿山投产后，资源板块业绩贡献有望显著增厚，价值重估空间可观。

**新签订单边际改善，海外增速亮眼。**2025H1 公司新签合同额 5482 亿元，同降 19%，Q2 单季同降 12%，环比 Q1 降幅收窄。**分业务看**，2025H1 冶金工程与运营服务/房建工程/市政与基础设施工程/工业制造及其他工程新签合同额分别为 940/2065/954/1067 亿元，同降 8%/34%/6%/2%。**分区域看**，境内/境外分别新签合同额 4905/577 亿元，同比-23%/+33%，海外订单增势强劲。2025 年 1-7 月新签订单 6113 亿元，同降 18.5%，其中海外新签 613 亿元，同增 38%，加速上行。

**投资建议：**考虑到公司短期新签订单增长承压，但当前经营态势已有所修复，预计 25-27 年归母净利润分别为 61/65/70 亿元，同比-10%/+6%/+8%，当前股价对应 PE 分别为 12/11/10 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**工程建设需求下滑、矿产资源价格波动、减值风险等。

| 财务指标          | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 633,870 | 552,025 | 486,527 | 448,009 | 434,015 |
| 增长率 yoy (%)   | 7.0     | -12.9   | -11.9   | -7.9    | -3.1    |
| 归母净利润（百万元）    | 8,670   | 6,746   | 6,092   | 6,451   | 6,978   |
| 增长率 yoy (%)   | -15.6   | -22.2   | -9.7    | 5.9     | 8.2     |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.42    | 0.33    | 0.29    | 0.31    | 0.34    |
| 净资产收益率 (%)    | 6.0     | 4.4     | 3.9     | 3.7     | 3.8     |
| P/E (倍)       | 8.2     | 10.5    | 11.6    | 11.0    | 10.1    |
| P/B (倍)       | 0.5     | 0.5     | 0.4     | 0.4     | 0.4     |

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

### 买入（维持）

#### 股票信息

|                 |           |
|-----------------|-----------|
| 行业              | 专业工程      |
| 前次评级            | 买入        |
| 08 月 29 日收盘价（元） | 3.41      |
| 总市值（百万元）        | 70,667.54 |
| 总股本（百万股）        | 20,723.62 |
| 其中自由流通股 (%)     | 100.00    |
| 30 日日均成交量（百万股）  | 166.03    |

#### 股价走势



#### 作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 张天祚

执业证书编号：S0680525070001

邮箱：zhangtianyi@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《中国中冶 (601618.SH)：营收业绩增速亮眼，海外经营显著恢复》 2023-08-31
- 2、《中国中冶 (601618.SH)：乘央企改革东风，冶金龙头价值待重估》 2023-08-16

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

| 会计年度           | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 484134 | 599767 | 464143 | 455629 | 459464 |
| 现金             | 44440  | 52559  | 55694  | 60667  | 61346  |
| 应收票据及应收账款      | 135621 | 218360 | 140161 | 148079 | 159798 |
| 其他应收款          | 40436  | 42197  | 35138  | 32356  | 31346  |
| 预付账款           | 33121  | 22793  | 19789  | 18174  | 17571  |
| 存货             | 80076  | 75593  | 63519  | 58336  | 56402  |
| 其他流动资产         | 150440 | 188265 | 149843 | 138016 | 133001 |
| <b>非流动资产</b>   | 177468 | 208249 | 210635 | 220373 | 230083 |
| 长期投资           | 36236  | 38079  | 39579  | 41079  | 42579  |
| 固定资产           | 27726  | 27423  | 25038  | 22605  | 20124  |
| 无形资产           | 22850  | 33640  | 32302  | 32364  | 32327  |
| 其他非流动资产        | 90656  | 109107 | 113717 | 124325 | 135053 |
| <b>资产总计</b>    | 661602 | 808016 | 674778 | 676001 | 689547 |
| <b>流动负债</b>    | 448818 | 573630 | 427327 | 406097 | 402137 |
| 短期借款           | 28220  | 33854  | 38854  | 41854  | 44854  |
| 应付票据及应付账款      | 272111 | 365232 | 245524 | 225491 | 218017 |
| 其他流动负债         | 148487 | 174544 | 142949 | 138752 | 139266 |
| <b>非流动负债</b>   | 44793  | 52050  | 59592  | 65566  | 71062  |
| 长期借款           | 34169  | 40312  | 46312  | 51312  | 55812  |
| 其他非流动负债        | 10624  | 11738  | 13280  | 14254  | 15250  |
| <b>负债合计</b>    | 493611 | 625680 | 486919 | 471662 | 473199 |
| 少数股东权益         | 22511  | 29293  | 30368  | 31506  | 32738  |
| 股本             | 20724  | 20724  | 20724  | 20724  | 20724  |
| 资本公积           | 22582  | 23461  | 23461  | 23461  | 23461  |
| 留存收益           | 53251  | 56483  | 61534  | 66875  | 72653  |
| 归属母公司股东权益      | 145480 | 153043 | 157492 | 172833 | 183610 |
| <b>负债和股东权益</b> | 661602 | 808016 | 674778 | 676001 | 689547 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | 5892   | 7848   | 4552   | 5846   | 7574   |
| 净利润            | 11406  | 7904   | 7167   | 7589   | 8210   |
| 折旧摊销           | 4065   | 4489   | 4778   | 4925   | 5073   |
| 财务费用           | 1796   | 2478   | 3346   | 3761   | 4109   |
| 投资损失           | -592   | -105   | 1216   | 1120   | 1085   |
| 营运资金变动         | -18640 | -13917 | -19389 | -18193 | -16867 |
| 其他经营现金流        | 7857   | 6999   | 7433   | 6643   | 5966   |
| <b>投资活动现金流</b> | -6725  | -9582  | -6596  | -15226 | -15333 |
| 资本支出           | -4218  | -5937  | -103   | -7686  | -7709  |
| 长期投资           | -4418  | -3106  | -6255  | -6323  | -6484  |
| 其他投资现金流        | 1912   | -540   | -238   | -1217  | -1140  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1156   | 11060  | 5173   | 14353  | 8437   |
| 短期借款           | 8027   | 5634   | 5000   | 3000   | 3000   |
| 长期借款           | 5328   | 6143   | 6000   | 5000   | 4500   |
| 普通股增加          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 资本公积增加         | -19    | 878    | 0      | 0      | 0      |
| 其他筹资现金流        | -12180 | -1595  | -5827  | 6353   | 937    |
| <b>现金净增加额</b>  | 382    | 9340   | 3135   | 4973   | 678    |

利润表 (百万元)

| 会计年度            | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 633870 | 552025 | 486527 | 448009 | 434015 |
| 营业成本            | 572457 | 498544 | 439745 | 403865 | 390478 |
| 营业税金及附加         | 1921   | 2156   | 1849   | 1702   | 1693   |
| 营业费用            | 3169   | 3063   | 2627   | 2419   | 2344   |
| 管理费用            | 12360  | 11831  | 9974   | 9005   | 8724   |
| 研发费用            | 19730  | 16406  | 14596  | 13440  | 13020  |
| 财务费用            | 989    | 1079   | 1144   | 1333   | 1482   |
| 资产减值损失          | -2955  | -2541  | -2260  | -2060  | -1760  |
| 其他收益            | 560    | 550    | 487    | 448    | 434    |
| 公允价值变动收益        | -314   | -377   | 0      | 0      | 0      |
| 投资净收益           | -1487  | -1355  | -1216  | -1120  | -1085  |
| 资产处置收益          | 663    | 1053   | 730    | 717    | 694    |
| <b>营业利润</b>     | 13716  | 9083   | 8332   | 8829   | 9558   |
| 营业外收入           | 289    | 454    | 350    | 350    | 350    |
| 营业外支出           | 240    | 282    | 250    | 250    | 250    |
| <b>利润总额</b>     | 13765  | 9255   | 8432   | 8929   | 9658   |
| 所得税             | 2359   | 1350   | 1265   | 1339   | 1449   |
| <b>净利润</b>      | 11406  | 7904   | 7167   | 7589   | 8210   |
| 少数股东损益          | 2736   | 1158   | 1075   | 1138   | 1231   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 8670   | 6746   | 6092   | 6451   | 6978   |
| EBITDA          | 21648  | 16146  | 14354  | 15187  | 16213  |
| EPS (元/股)       | 0.42   | 0.33   | 0.29   | 0.31   | 0.34   |

主要财务比率

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 7.0   | -12.9 | -11.9 | -7.9  | -3.1  |
| 营业利润(%)         | -10.8 | -33.8 | -8.3  | 6.0   | 8.3   |
| 归属母公司净利润(%)     | -15.6 | -22.2 | -9.7  | 5.9   | 8.2   |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 9.7   | 9.7   | 9.6   | 9.9   | 10.0  |
| 净利率(%)          | 1.4   | 1.2   | 1.3   | 1.4   | 1.6   |
| ROE(%)          | 6.0   | 4.4   | 3.9   | 3.7   | 3.8   |
| ROIC(%)         | 6.0   | 3.6   | 2.8   | 2.8   | 2.8   |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 74.6  | 77.4  | 72.2  | 69.8  | 68.6  |
| 净负债比率(%)        | 17.7  | 22.6  | 25.3  | 25.2  | 27.4  |
| 流动比率            | 1.1   | 1.0   | 1.1   | 1.1   | 1.1   |
| 速动比率            | 0.5   | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 1.0   | 0.8   | 0.7   | 0.7   | 0.6   |
| 应收账款周转率         | 5.7   | 3.2   | 2.8   | 3.2   | 2.9   |
| 应付账款周转率         | 2.7   | 1.7   | 1.6   | 1.9   | 2.0   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.42  | 0.33  | 0.29  | 0.31  | 0.34  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.28  | 0.38  | 0.22  | 0.28  | 0.37  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 7.02  | 7.38  | 7.60  | 8.34  | 8.86  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 8.2   | 10.5  | 11.6  | 11.0  | 10.1  |
| P/B             | 0.5   | 0.5   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| EV/EBITDA       | 4.3   | 6.8   | 8.2   | 8.0   | 8.0   |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                 |      | 评级 | 说明                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间    |
|                                                                                                                                                           |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间   |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上        |
|                                                                                                                                                           | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com