

2025 年 09 月 03 日

投资评级：买入（维持）

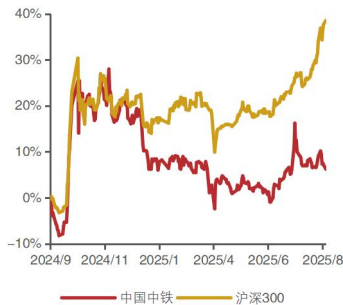
证券分析师

王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
邴悦轩
SAC: S1350524080001
liyexuan@huayuanstock.com

联系人

唐志玮
tangzhiwei@huayuanstock.com
林高凡
lingaofan@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 09 月 01 日

收盘价（元）	5.63
一年内最高/最低（元）	7.23/4.95
总市值（百万元）	139,291.88
流通市值（百万元）	138,961.06
总股本（百万股）	24,741.01
资产负债率（%）	78.09
每股净资产（元/股）	12.55

资料来源：聚源数据

中国中铁(601390.SH)

——业绩短期承压，订单增长展现韧性

投资要点：

- **营收有所承压，Q2 利润下滑幅度收窄。**公司 2025 年上半年实现收入 5110.93 亿元，同比-5.93%；归母、扣非归母净利润分别为 118.27、102.68 亿元，同比-17.17%、-21.59%。其中，Q2 单季实现收入 2625.29 亿元，同比-5.66%；归母、扣非归母净利润分别为 58.01、47.15 亿元，同比-14.65%、-20.45%。业绩下滑主要系毛利率下降叠加信用减值损失增加所致。
- **传统业务有所回落，资源与境外拓展贡献亮点。**2025H1 基础设施建设、设计咨询、装备制造、房地产开发业务分别实现营收 4362.46、89.11、137.53、156.14 亿元，同比分别-7.78%、-0.60%、+14.39%、+7.83%，毛利率分别为 7.37%、24.80%、18.16%、9.15%，同比分别-0.53、-1.44、-0.18、-3.42pct。矿产资源业务生产运营稳健，25 上半年实现收入 40.14 亿元，同比-0.84%，其中生产铜、钴、钼、铅、锌、银分别为 14.88 万吨、2830 吨、7103 吨、5069 吨、1.28 万吨、19 吨，同比分别-0.92%、-0.25%、-7.54%、+11.04%、+19.42%、+5.56%。2025H1 LME 铜均价 9,400 美元/吨，同比+3.5%，随着铜价上行有望对公司未来盈利形成支撑。分区域看，公司境内、境外业务分别实现营收 4755.31、369.71 亿元，同比分别-6.83%、+8.34%。
- **新签合同稳中有增，海外业务拓展成效显著。**2025H1 公司新签合同额达 11,086.9 亿元，同比+2.8%。从业务结构看，设计咨询、工程建造、装备制造、特色地产、资产经营、资源利用、金融物贸、新兴业务新签合同额分别为 126.6、7392.4、233.6、183.5、1286.9、145.0、286.3、1432.6 亿元，同比-12.2%、-5.3%、-20.7%、+38.5%、+425.1%、+4.8%、-21.5%、-13.9%。房地产方面，签约销售金额 183.5 亿元，同比+38.5%；新增土地储备 25.6 万 m²，同比+59.0%。分区域看，境内新签合同额 9838.2 亿元，同比-1.2%；境外 1248.7 亿元，同比+51.6%，贡献增量明显。海外铁路、房建、市政、设计咨询、装备制造等领域新签合同额均保持增长，公司相继中标坦布铁路、中吉乌铁路、塞内加尔凯杜古锂矿等重点项目。
- **盈利能力阶段性承压，现金流仍待改善。**2025H1 公司综合毛利率为 8.53%，同比-0.30pct；Q2 毛利率为 8.61%，同比-0.47pct。期间费用率为 4.88%，同比+0.08pct，其中销售、管理、研发、财务费用率同比分别+0.02、-0.17、-0.11、+0.34pct，其中财务费用同比增长 87.26%，主要系费用化利息支出增加，以及金融资产模式基础设施投资项目确认的投融资收益减少。资产及信用减值损失为 23.11 亿元，同比增加 3.06 亿元；投资净收益 6.52 亿元，同比增加 3.14 亿元。综合影响下，公司 2025H1 净利率为 2.57%，同比-0.31pct，Q2 单季净利率为 2.51%，同比-0.24pct。2025H1 经营活动现金净流出 796.3 亿元，同比多流出 102.98 亿元，主要系部分工程项目业主资金支付延缓，同时公司为保障生产经营有序推进，信守合同及时支付供应商款项。收现比为 88.47%，同比+0.36pct；付现比 104.32%，同比+6.30pct，现金流表现仍待改善。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 287/297/308 亿元，同比增速分别为 +2.76%/+3.47%/+3.73%，当前股价对应的 PE 分别为 4.86/4.70/4.53 倍。考虑公司在铁路、公路、城市轨道交通等基础设施建设领域的龙头地位，以及境外市场与新兴业务的持续拓展，维持“买入”评级。
- **风险提示。**资金落地不及预期；分红不及预期；海外拓展不及预期；矿产资源价格大幅波动。

盈利预测与估值（人民币）

2023

2024

2025E

2026E

2027E

营业收入（百万元）	1,260,841	1,157,439	1,169,142	1,197,618	1,227,931
同比增长率（%）	9.50%	-8.20%	1.01%	2.44%	2.53%
归母净利润（百万元）	33,483	27,887	28,657	29,653	30,758
同比增长率（%）	7.06%	-16.71%	2.76%	3.47%	3.73%
每股收益（元/股）	1.35	1.13	1.16	1.20	1.24
ROE（%）	10.07%	7.86%	7.55%	7.31%	7.12%
市盈率（P/E）	4.16	4.99	4.86	4.70	4.53

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	250,062	233,828	239,524	245,586
应收票据及账款	581,932	561,611	517,271	612,838
预付账款	40,254	40,661	41,652	42,706
其他应收款	43,594	44,035	45,108	46,249
存货	245,716	247,184	253,043	259,199
其他流动资产	102,534	103,448	105,672	108,039
流动资产总计	1,264,092	1,230,768	1,202,268	1,314,617
长期股权投资	126,858	129,458	132,325	134,951
固定资产	79,334	82,449	86,452	91,182
在建工程	69,063	64,034	55,724	44,134
无形资产	251,624	260,492	280,477	311,475
长期待摊费用	820	802	656	516
其他非流动资产	464,621	509,957	544,944	569,539
非流动资产合计	992,321	1,047,192	1,100,578	1,151,797
资产总计	2,256,414	2,277,960	2,302,846	2,466,415
短期借款	100,674	303,958	223,145	284,545
应付票据及账款	773,169	602,852	657,072	706,937
其他流动负债	402,353	355,344	372,997	393,128
流动负债合计	1,276,197	1,262,153	1,253,214	1,384,610
长期借款	366,422	374,160	379,166	381,444
其他非流动负债	103,655	103,655	103,655	103,655
非流动负债合计	470,077	477,815	482,821	485,099
负债合计	1,746,274	1,739,968	1,736,034	1,869,709
股本	24,742	24,741	24,741	24,741
资本公积	56,449	56,450	56,450	56,450
留存收益	273,524	298,425	324,192	350,918
归属母公司权益	354,714	379,616	405,383	432,109
少数股东权益	155,425	158,376	161,429	164,596
股东权益合计	510,140	537,992	566,812	596,705
负债和股东权益合计	2,256,414	2,277,960	2,302,846	2,466,415

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	30,758	30,994	31,934	33,165
折旧与摊销	14,848	16,790	18,542	20,668
财务费用	6,242	10,010	11,605	11,399
投资损失	395	268	245	303
营运资金变动	60,214	-200,237	106,069	-36,291
其他经营现金流	-85,065	695	844	871
经营性现金净流量	27,392	-141,480	169,238	30,115
投资性现金净流量	-82,289	-72,009	-72,244	-72,301
筹资性现金净流量	57,395	197,256	-91,298	48,248
现金流量净额	2,676	-16,234	5,695	6,063

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,157,439	1,169,142	1,197,618	1,227,931
营业成本	1,043,973	1,050,213	1,075,103	1,101,260
税金及附加	6,043	6,104	6,253	6,411
销售费用	6,944	6,831	6,656	6,753
管理费用	24,096	24,340	24,933	25,564
研发费用	26,632	26,902	27,557	28,254
财务费用	6,242	10,010	11,605	11,399
资产减值损失	-3,088	-2,968	-2,705	-3,140
信用减值损失	-5,028	-4,755	-4,898	-5,394
其他经营损益	2,340	2,122	2,159	2,207
投资收益	-395	-268	-245	-303
公允价值变动损益	-418	-409	-358	-395
资产处置收益	482	490	483	485
其他收益	1,048	1,048	1,048	1,048
营业利润	38,450	40,003	40,995	42,797
营业外收入	1,268	972	1,090	1,110
营业外支出	847	1,058	1,049	985
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	38,871	39,918	41,036	42,922
所得税	8,113	8,310	8,330	8,998
净利润	30,758	31,608	32,706	33,925
少数股东损益	2,871	2,951	3,053	3,167
归属母公司股东净利润	27,887	28,657	29,653	30,758
EPS(元)	1.13	1.16	1.20	1.24

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-8.20%	1.01%	2.44%	2.53%
营业利润增长率	-16.92%	4.04%	2.48%	4.40%
归母净利润增长率	-16.71%	2.76%	3.47%	3.73%
经营现金流增长率	-27.64%	-616.50%	219.62%	-82.21%
盈利能力				
毛利率	9.80%	10.17%	10.23%	10.32%
净利率	2.66%	2.70%	2.73%	2.76%
ROE	7.86%	7.55%	7.31%	7.12%
ROA	1.24%	1.26%	1.29%	1.25%
估值倍数				
P/E	4.99	4.86	4.70	4.53
P/S	0.12	0.12	0.12	0.11
P/B	0.46	0.42	0.39	0.36
股息率	2.62%	2.70%	2.79%	2.89%
EV/EBITDA	11	13	12	12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。