


公司评级 **增持（首次）**
报告日期 2025 年 09 月 15 日

基础数据

09 月 12 日收盘价（元）	3.48
总市值（亿元）	721.18
总股本（亿股）	207.24

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究
分析师：黄杨

 S0190518070004
huangyang@xyzq.com.cn

分析师：李明

 S0190524060003
liming22@xyzq.com.cn

中国中冶(601618.SH)

中国中冶 2025 年中报点评：25Q2 利润增速转正，重视矿产资源价值重估

投资要点：

- 中国中冶发布 2025 年中报：公司 2025H1 实现营业收入 2375.33 亿元，同比减少 20.52%；实现归母净利润 30.99 亿元，同比减少 25.31%；实现扣非后归母净利润 23.26 亿元，同比减少 27.71%。其中，Q2 实现营业收入 1152.60 亿元，同比减少 22.59%；实现归母净利润 14.92 亿元，同比增长 1.43%；实现扣非后归母净利润 7.20 亿元，同比增长 30.88%。
- 受房地产行业的持续调整与钢铁行业需求疲软的影响，公司新签合同额持续下降。2025 年上半年，公司新签合同额 5482.0 亿元，同比降低 19.1%。分季度来看，Q1、Q2 分别新签合同额 2306.6 亿元、3175.4 亿元，同比分别下降 27.2%、12.0%。工程承包新签合同额细分来看，冶金工程与运营服务、房屋建筑工程、市政与基础设施工程、工业制造业及其他工程分别新签合同额 939.5/2064.8/954.1/1067.4 亿元，同比分别下滑 7.8%/33.8%/6.3%/1.6%，各类业务均有不同程度的缩减。
- 国内收入继续承压，海外收入保持稳健增长。公司 2025 上半年实现营业总收入 2375.33 亿元，同比减少 20.52%。分季度来看，Q1、Q2 分别实现营业收入 1222.72 亿元、1152.60 亿元，同比分别下滑 18.46%、22.59%。分业务来看，工程承包、特色业务、综合地产和其他业务分别实现收入 2169.15/183.13/47.97/1.84 亿元，同比分别下滑 21.79%/5.23%/4.63%/46.52%。分地区来看，来源于中国、其他国家/地区的对外交易收入分别为 2230.52 亿元、144.80 亿元，同比分别变动-21.88%、+8.83%，在国内收入承压背景下，公司积极拓展国外业务并实现收入增长。
- 盈利能力有所提升，地产业务继续承压。公司 2025 上半年实现综合毛利率 10.09%，同比上升 1.04pct；实现净利率 1.71%，同比上升 0.14pct。分季度来看，Q1、Q2 毛利率分别为 8.84%、11.42%，同比分别变动+0.65pct、+1.50pct。分业务来看，工程承包、特色业务和综合地产的毛利率分别为 9.58%/17.62%/6.11%，同比分别变动+1.08pct/+0.99pct/-0.65pct。其中，工程承包业务毛利率的增加主要是公司加快项目结算周期、严控成本费用支出；特色业务毛利率的增加主要受粗铜等金属矿产品量价齐升和成本控制双重影响；综合地产业务毛利率的降低则是由于当前房地产市场继续承压，行业仍处于周期性调整，市场需求不足。
- 期间费用率有所上升，信用减值损失明显减少。公司 2025H1 期间费用 141.26 亿元，同比下降 16.73 亿元，占收入端比重为 5.95%，同比上升 0.66pct。细分来看，销售费用率为 0.55%，同比上升 0.09pct；管理费用率为 2.25%，同比上升 0.33pct；研发费用率为 2.84%，同比上升 0.14pct；财务费用率为 0.32%，同比上升 0.10pct。公司 2025H1 资产+信用减值损失为 36.06 亿元，同比减少 12.60 亿元，占收入端比重为 1.52%，同比下降 0.11pct。细分来看，资产减值损失 17.00 亿元，同比减少 3.89 亿元；信用减值损失 19.06 亿元，同比减少 8.71 亿元。
- 公司加大回款力度，现金流改善明显。公司 2025H1 经营性现金流净额为-219.85 亿元，同比增加 64.21 亿元。分季度来看，Q1、Q2 经营性现金流净额分别为-256.95 亿元、+37.10 亿元，同比分别多流入 50.53 亿元、13.68 亿元。从收、付现比来看，2025H1 收、付现比分别为 83.5%、98.7%，同比分别增长 19.4pct、21.6pct。

- **矿产资源赋能，有望提升公司估值。**公司现有海外矿山 7 座，主要集中在镍、钴、铜、铅、锌等金属品种，其中重点矿产资源：巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿，受益于探矿权范围内的勘探找矿成果，该项目估算保有镍资源量进一步增至 211.46 万吨、钴资源量增至 21.94 万吨，2025H1 营收 13.5 亿元，归母净利润总额 2.3 亿元；巴基斯坦山达克铜金矿，该项目估算保有铜资源量 179.13 万吨，2025H1 项目保持稳产超产，采矿平均达产率 117.5%，冶炼生产粗铜 11,562 吨，产品平均达产率 115.6%，销售粗铜 12,079 吨，2025H1 实现营业收入 10.1 亿元、归母净利润总额 1.5 亿元。巴基斯坦杜达铅锌矿项目，该项目估算保有铅资源量 31.35 万吨、锌资源量 61.47 万吨，矿区北部补充勘探工作进展和阶段性成果符合预期，预计 2025 年下半年能够实现铅锌资源量的翻倍增长，2025H1 实现营收 4.6 亿元，归母净利润总额 1.7 亿元。此外，巴基斯坦锡亚迪克铜矿项目、阿富汗艾娜克铜矿项目（预估铜资源量 1236 万吨）开发有序推进，有望为公司业绩贡献较大弹性，提升公司估值水平。
- **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 63.26 亿元/68.34 亿元/74.37 亿元，EPS 分别为 0.31 元/0.33 元/0.36 元，9 月 12 日收盘价对应 PE 分别为 11.4 倍/10.6 倍/9.7 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行风险、房地产市场继续承压，钢铁行业景气度低迷，行业需求不足，新签订单额下降

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	552025	536941	553309	571893
同比增长	-12.9%	-2.7%	3.0%	3.4%
归母净利润（百万元）	6746	6326	6834	7437
同比增长	-22.2%	-6.2%	8.0%	8.8%
毛利率	9.7%	10.1%	10.2%	10.2%
ROE	4.4%	3.6%	3.4%	3.3%
每股收益（元）	0.33	0.31	0.33	0.36
市盈率	10.7	11.4	10.6	9.7

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	599767	670058	733828	801682
货币资金	52559	77261	106781	142490
交易性金融资产	3	4	4	5
应收票据及应收账款	218360	265763	296317	329667
预付款项	22793	33807	39756	41066
存货	75593	64792	57399	50044
其他	230459	228430	233570	238410
非流动资产	208249	221373	235133	248223
长期股权投资	38079	40662	43021	45282
固定资产	27423	27601	27713	27913
在建工程	5494	4106	3134	2454
无形资产	33640	36885	39645	43110
商誉	54	53	53	52
其他	103559	112066	121567	129412
资产总计	808016	891431	968961	1049904
流动负债	573630	623350	668759	716094
短期借款	33854	38006	45224	52307
应付票据及应付账款	365232	404027	429812	458135
其他	174544	181316	193723	205652
非流动负债	52050	60160	68250	76670
长期借款	40312	47069	54291	62027
其他	11738	13091	13959	14642
负债合计	625680	683510	737009	792764
股本	20724	20724	20724	20724
未分配利润	52700	58495	65128	72670
少数股东权益	29293	30659	32032	33563
股东权益合计	182336	207921	231952	257141
负债及权益合计	808016	891431	968961	1049904

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	6746	6326	6834	7437
折旧和摊销	4489	5490	5920	6329
营运资金的变动	-13917	-11537	-7124	-3242
经营活动产生现金流量	7848	14357	20983	26619
资本支出	-5937	-4721	-4277	-5199
长期投资	-3106	-11562	-12827	-11060
投资活动产生现金流量	-9582	-18526	-18563	-17771
债权融资	9284	14341	15711	15954
股权融资	28113	20000	15000	15000
融资活动产生现金流量	11060	28866	27100	26861
现金净变动	9340	24702	29520	35709

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	552025	536941	553309	571893
营业成本	498544	482963	496949	513322
税金及附加	2156	1941	2054	2104
销售费用	3063	3007	3154	3317
管理费用	11831	11813	12228	12696
研发费用	16406	15840	16267	16756
财务费用	1079	1916	1977	1919
投资收益	-1355	-1298	-1344	-1387
公允价值变动收益	-377	-300	-300	-300
信用减值损失	-7194	-7927	-8529	-8926
资产减值损失	-2541	-2521	-2668	-2507
营业利润	9083	9005	9537	10470
营业外收支	172	92	135	112
利润总额	9255	9097	9672	10582
所得税	1350	1404	1466	1614
净利润	7904	7693	8206	8968
少数股东损益	1158	1367	1373	1531
归属母公司净利润	6746	6326	6834	7437
EPS 元	0.33	0.31	0.33	0.36

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-12.9%	-2.7%	3.0%	3.4%
营业利润增长率	-33.8%	-0.9%	5.9%	9.8%
归母净利润增长率	-22.2%	-6.2%	8.0%	8.8%
盈利能力				
毛利率	9.7%	10.1%	10.2%	10.2%
归母净利率	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%
ROE	4.4%	3.6%	3.4%	3.3%
偿债能力				
资产负债率	77.4%	76.7%	76.1%	75.5%
流动比率	1.05	1.07	1.10	1.12
速动比率	0.56	0.63	0.68	0.73
营运能力				
资产周转率	75.1%	63.2%	59.5%	56.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.33	0.31	0.33	0.36
每股经营现金	0.38	0.69	1.01	1.28
估值比率(倍)				
PE	10.7	11.4	10.6	9.7
PB	0.5	0.4	0.4	0.3

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn