

公司研究

经营持续承压，关注矿业开发进展

——中国中冶（601618.SH/1618.HK）2025 年三季报点评

A 股：买入（维持）

当前价：3.49 元

H 股：买入（维持）

当前价：2.37 港元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：吴钰洁

执业证书编号：S0930523100001

021-52523879

wuyujie@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	207.24
总市值(亿元):	723.25
一年最低/最高(元):	2.70/4.30
近 3 月换手率:	56.19%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.24	2.33	-13.86
绝对	-15.70	16.33	3.78

资料来源：Wind

相关研报

减值转回带动 Q3 盈利修复，海外新签保持高景气——中国中冶（601618.SH/1618.HK）2024 年三季报点评（2024-11-04）

要点

事件：

公司发布 25 年三季报,25 年前三季度公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 3350.9/39.7/30.5 亿元，同比-18.8%/-41.9%/-45.7%。25Q3 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 975.6/8.7/7.2 亿元，同比-14.3%/-67.5%/-69.9%。

点评：

经营持续承压，盈利能力有所改善：受钢铁行业需求下滑、建筑行业增长乏力及房地产行业深度调整等影响，叠加公司转型下业务结构调整，公司合同转化率放缓，经营持续承压。25Q3 营收同环比下降 14.3%/15.4%，前三季度营收仍呈下降态势，同比下降 18.8%。25Q3 公司毛利率有所改善，期间费用率整体管控良好，但公司 25Q3 较上年同期多计提资产/信用减值损失 4.6/5.6 亿元，减值计提的增加使净利率下滑，也使得归母净利润下降幅度高于营收。25Q3 年公司毛利率/净利率为 9.8%/1.3%，同比+0.73/-1.29pcts。25Q3 公司销售/管理/财务/研发费用率为 0.6%/2.5%/0.4%/3.3%，同比+0.01/+0.30/+0.03/-0.06pcts。25 年前三季度公司毛利率上升，期间费用率尤其是管理费用率增长，叠加所得税费用及少数股东权益的增长，使公司归母净利润同比降幅大于营收。或因加强收款及受益于化债推进，公司经营现金流改善明显，25Q3 公司经营现金流净流入 25.9 亿元，较上年同期多流入 49.2 亿元，前三季度公司经营现金流净流出 193.9 亿元，较上年同期少流出 113.5 亿元。

25Q3 国内新签合同同比转正，冶金工程新签增长较快。25 年 1-9 月公司新签合同 7606.7 亿元，同比下降 14.7%，完成年度计划新签的 66.1%，国内/海外新签合同金额分别为 6937.7/669.0 亿元，同比-16.5%/+10.1%。25Q3 公司新签合同为 2124.8 亿元，同比-0.7%，国内/海外新签合同金额分别为 2032.7/92.1 亿元，同比+3.4%/-46.5%。分业务看，公司冶金工程与运营服务新签合同保持增长，房建工程新签合同降幅较大。25Q3 冶金工程与运营服务新签合同为 407.1 亿元，同比增长 104.1%，25 年 1-9 月冶金工程与服务新签合同为 1345.6 亿元，同比增长 10.5%。25Q3 公司房建/市政基建及工业制造新签合同为 784.9/424.0/328.2 亿元，同比-27.1%/+17.8%/+11.8%，25 年 1-9 月房建/市政基建及工业制造新签合同为 2849.7/1378.1/1395.6 亿元，同比-32.1%/+0.03%/+1.2%。

持续开拓矿产资源业务，估值提升可期：公司现有海外矿山 7 座，公司巴基斯坦杜达铅锌矿项目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；公司巴基斯坦锡亚迪克铜矿项目所涉巴基斯坦相关审批程序已全部申请并基本获批，国内相关审批程序正在进行；阿富汗艾娜克铜矿项目进矿道路已于 8 月竣工通车，有望在 2025 年年底启动铜矿开采工程。作为冶金工程龙头企业，公司具备领先的矿业建设、矿业开采及运维能力，推动公司资源开发业务持续增长，未来估值提升可期。

盈利预测、估值与评级：受钢铁、建筑及地产行业下滑影响，25 年前三季度公司经营持续承压，我们下调公司 25-26 年归母净利润预测至 47.9/49.9 亿元（下调幅度分别为 30%、26%），新增 27 年归母净利润预测为 52.3 亿元。我们仍看好公司海外及资源业务发展，对公司 A 股和 H 股均维持“买入”评级。

风险提示：非钢工程下滑风险；矿产资源业务开发不及预期。

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）	592,669	633,870	549,924	563,990	580,295
营业收入增长率	18.40%	6.95%	-13.24%	2.56%	2.89%
归母净利润（百万元）	10,272	8,670	4,790	4,987	5,228
归母净利润增长率	22.66%	-15.59%	-44.75%	4.12%	4.84%
EPS（元）	0.50	0.42	0.23	0.24	0.25
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.48%	5.96%	3.22%	3.27%	3.34%
P/E	7	8	15	15	14
P/E（H 股）	4	5	9	9	9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-31；汇率：按 1HKD=0.91227CNY 换算

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	592,669	633,870	549,924	563,990	580,295
营业成本	535,517	572,457	496,354	509,015	523,753
折旧和摊销	3,859	3,936	4,250	4,323	4,404
税金及附加	1,871	1,921	1,667	1,709	1,759
销售费用	2,883	3,169	2,640	2,876	2,960
管理费用	11,274	12,360	12,648	12,464	12,302
研发费用	18,733	19,730	16,498	16,920	17,409
财务费用	941	989	1,398	1,008	971
投资收益	-1,523	-1,487	-1,601	-1,537	-1,542
营业利润	15,385	13,716	9,918	11,040	12,474
利润总额	15,392	13,765	9,966	11,089	12,523
所得税	2,465	2,359	1,894	2,162	2,567
净利润	12,927	11,406	8,073	8,927	9,956
少数股东损益	2,655	2,736	3,283	3,939	4,727
归属母公司净利润	10,272	8,670	4,790	4,987	5,228
EPS(元)	0.50	0.42	0.23	0.24	0.25

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	18,153	5,892	65,882	16,377	16,039
净利润	10,272	8,670	4,790	4,987	5,228
折旧摊销	3,859	3,936	4,250	4,323	4,404
净营运资金增加	-20,106	-25,518	-40,339	-3,032	-2,089
其他	24,128	18,803	97,181	10,099	8,495
投资活动产生现金流	-6,559	-6,725	2,282	-4,713	-4,733
净资本支出	-3,810	-4,218	-1,050	-2,050	-2,050
长期投资变化	31,864	36,236	0	0	0
其他资产变化	-34,613	-38,743	3,332	-2,663	-2,683
融资活动现金流	-9,670	1,156	-28,675	863	776
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2,148	11,418	-26,220	3,000	3,000
无息负债变化	29,245	58,717	-44,456	9,580	10,817
净现金流	2,251	382	39,490	12,527	12,082

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	9.6%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
EBITDA 率	4.8%	5.0%	4.8%	5.0%	4.9%
EBIT 率	4.2%	4.4%	4.1%	4.2%	4.2%
税前净利润率	2.6%	2.2%	1.8%	2.0%	2.2%
归母净利润率	1.7%	1.4%	0.9%	0.9%	0.9%
ROA	2.2%	1.7%	1.4%	1.4%	1.6%
ROE (摊薄)	8.5%	6.0%	3.2%	3.3%	3.3%
经营性 ROIC	45.8%	51.8%	-98.1%	-88.1%	-82.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	72%	75%	71%	70%	70%
流动比率	1.14	1.08	1.18	1.20	1.23
速动比率	0.93	0.90	1.00	1.02	1.05
归母权益/有息债务	1.94	1.97	3.13	3.02	2.93
有形资产/有息债务	8.93	8.56	11.96	11.67	11.46

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	585,384	661,602	597,507	617,958	640,563
货币资金	45,485	44,440	83,930	96,457	108,539
交易性金融资产	178	2	2	2	2
应收账款	93,440	130,037	75,563	77,496	81,433
应收票据	5,127	5,584	4,844	4,968	5,112
其他应收款 (合计)	48,072	40,436	33,284	35,046	36,061
存货	79,949	80,076	68,304	69,337	70,999
其他流动资产	17,880	21,504	17,834	18,449	19,162
流动资产合计	438,206	484,134	443,401	464,127	486,532
其他权益工具	940	1,126	1,126	1,126	1,126
长期股权投资	31,864	36,236	36,152	36,052	35,991
固定资产	25,411	27,726	24,742	21,827	19,124
在建工程	4,000	3,773	3,353	3,562	3,720
无形资产	22,026	22,850	21,963	20,999	19,938
商誉	54	50	50	50	50
其他非流动资产	7,098	14,742	8,866	9,992	11,133
非流动资产合计	147,179	177,468	154,106	153,831	154,031
总负债	423,475	493,611	422,935	435,516	449,332
短期借款	20,193	28,220	0	0	0
应付账款	187,160	240,394	208,436	213,753	219,942
应付票据	37,186	31,717	27,501	28,202	29,019
预收账款	92	104	90	93	95
其他流动负债	17,923	25,785	17,090	18,547	20,236
流动负债合计	385,845	448,818	376,209	385,862	396,763
长期借款	28,841	34,169	36,169	39,169	42,169
应付债券	1,300	3,300	3,300	3,300	3,300
其他非流动负债	6,127	5,914	6,349	6,276	6,192
非流动负债合计	37,631	44,793	46,727	49,654	52,569
股东权益	161,909	167,991	174,572	182,442	191,231
股本	20,724	20,724	20,724	20,724	20,724
公积金	25,578	25,974	26,453	26,951	27,474
未分配利润	45,102	49,860	52,679	56,111	59,649
归属母公司权益	121,108	145,480	148,778	152,709	156,770
少数股东权益	40,801	22,511	25,794	29,733	34,461

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.49%	0.50%	0.48%	0.51%	0.51%
管理费用率	1.90%	1.95%	2.30%	2.21%	2.12%
财务费用率	0.16%	0.16%	0.25%	0.18%	0.17%
研发费用率	3.16%	3.11%	3.00%	3.00%	3.00%
所得税率	16%	17%	19%	20%	21%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.08	0.07	0.05	0.06	0.06
每股经营现金流	0.88	0.28	3.18	0.79	0.77
每股净资产	5.84	7.02	7.18	7.37	7.56
每股销售收入	28.60	30.59	26.54	27.21	28.00

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (A 股)	7	8	15	15	14
PB (A 股)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.2	3.8	2.2	2.1	2.1
股息率	2.4%	2.1%	1.5%	1.6%	1.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
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所载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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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