

中国中铁 (601390.SH)

盈利能力筑底回温，持续压实资产

优于大市

核心观点

收入利润持续磨底，新签合同略有回暖。2025 年前三季度公司实现营业收入（不含金融业务）7738 亿元，同比-5.5%，实现归母净利润 174.9 亿元，同比-15.0%；单三季度实现营业收入 2627 亿元，同比-4.5%，实现归母净利润 56.6 亿元，同比-10.0%。2025 年前三季度公司累计新签合同额 15849 亿元，同比+3.7%，单三季度新签合同额 4762 亿元，同比+6.0%。

盈利能力延续筑底小幅回升，投资类收益短期拖累净利率。2025 年三季度公司毛利率为 8.85%，环比二季度提升 0.24 个百分点，较上年同期提升 0.13 个百分点。2025 年三季度公司归母净利率为 2.16 个百分点，环比二季度下滑 0.05 个百分点，较上年同期下滑 0.13 个百分点。2025 年三季度公司期间费用为 141.6 亿元，较上年同期下降 7.5%，期间费用率下降 0.17 个百分点。2025Q3 公司毛利率同比小幅回升，同时费用率同比小幅下降，盈利能力延续较好的改善态势，而公允价值变动收益、投资收益等科目收益较上年同期减少相比上年有所减少 10.6 亿元，减值损失较上年同期多计提 2.8 亿元，短期拖累了净利率。

持续压实资产，应收资产环比二季度减少。2025 年三季度公司总资产环比二季度末增加 230 亿元，总负债较二季度末增加 130 亿元，增加值相对二季度和上年同期明显减少。2025 年三季度公司应收账款及票据余额减少 15 亿元，合同资产余额减少 8 亿元。

经营性现金流实现单季度净流入，投资性现金流入稳步增加。2025 年三季度，公司实现经营性现金流净额 67 亿元，较上年同期多流入 86 亿元，实现单季度净流入。随着公司在手 PPP 项目陆续进入运营期，公司投资类现金流入规模稳步增加，前三季度投资活动现金流入 245 亿元，同比+12.4%，超过 2023 年全年水平。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。建筑行业整体增长放缓，地方政府化债工作持续推进，公司新签订单与收入均面临一定压力。而当前公司主营业务盈利能力延续筑底回升，资产质量不断压实，未来随着下游需求筑底企稳，公司收入利润与现金流有望得到好转。预测 2025-2027 年归母净利润 276/292/317 亿元，每股收益 1.11/1.18/1.28 元，对应当前股价 PE 为 5.22/4.93/4.50X，维持“优于大市”评级。

风险提示：政策不及预期的风险、工程业务回款不及预期的风险、PPP 项目投资运营的风险、国际业务经营风险等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,263,475	1,160,311	1,135,147	1,180,311	1,240,718
(+/-%)	9.5%	-8.2%	-2.2%	4.0%	5.1%
归母净利润(百万元)	33483	27887	27581	29201	31691
(+/-%)	7.1%	-16.7%	-1.1%	5.9%	8.5%
每股收益(元)	1.35	1.13	1.11	1.18	1.28
EBIT Margin	4.4%	4.3%	4.6%	4.6%	4.7%
净资产收益率(ROE)	10.1%	7.9%	7.3%	7.3%	7.4%
市盈率(PE)	4.3	5.2	5.22	4.93	4.5
EV/EBITDA	22.4	30.3	28.1	27.7	27.4
市净率(PB)	0.43	0.41	0.38	0.36	0.34

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑装饰·基础建设

证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

证券分析师：朱家琪
021-60375435
zhujiaqi@guosen.com.cn
S0980524010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	5.67 元
总市值/流通市值	140282/140282 百万元
52 周最高价/最低价	7.20/5.16 元
近 3 个月日均成交额	723.79 百万元

市场走势



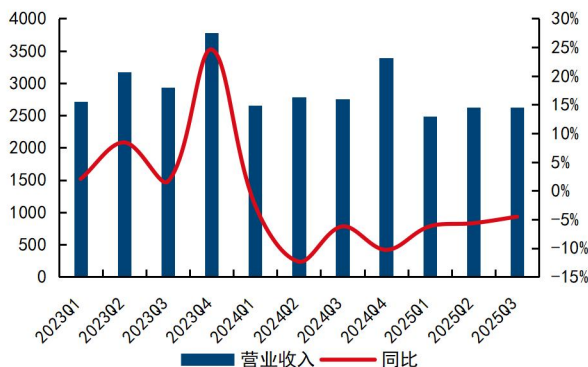
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国中铁 (601390.SH) - 在手订单充裕，现金流稳健彰显经营韧性》——2025-03-31
- 《中国中铁 (601390.SH) - 上半年业绩承压，新兴业务逆势增长》——2024-09-12
- 《中国中铁 (601390.SH) - 四季度营收利润提速增长，矿产业务有望增厚业绩》——2024-04-02

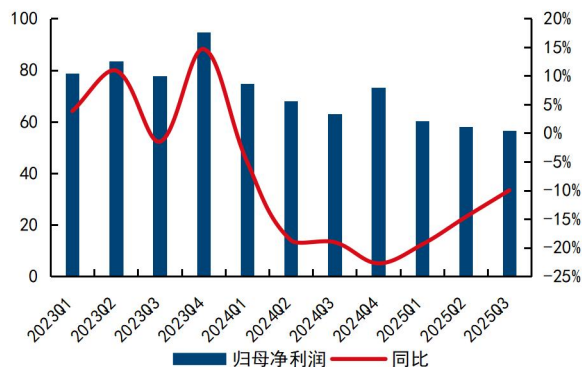
收入利润持续磨底，新签合同略有回暖。2025 年前三季度公司实现营业收入（不含金融业务）7738 亿元，同比-5.5%，实现归母净利润 174.9 亿元，同比-15.0%；单三季度实现营业收入 2627 亿元，同比-4.5%，实现归母净利润 56.6 亿元，同比-10.0%。2025 年前三季度公司累计新签合同额 15849 亿元，同比+3.7%，单三季度新签合同额 4762 亿元，同比+6.0%。

图1：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

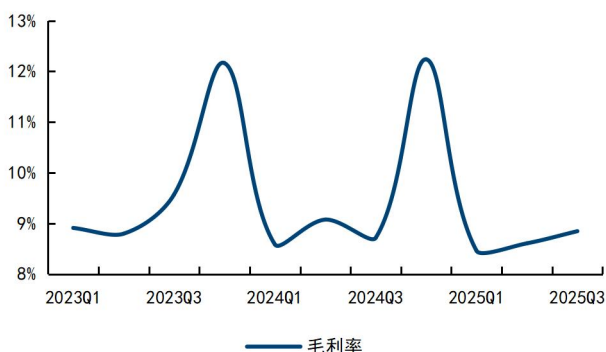
图2：公司单季度归母净利及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

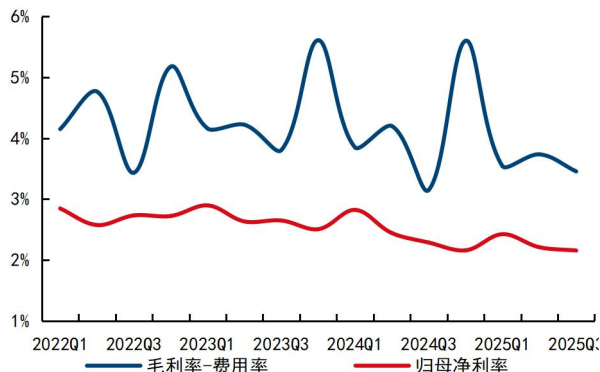
盈利能力延续筑底小幅回升，投资类收益短期拖累净利率。2025 年三季度公司毛利率为 8.85%，环比二季度提升 0.24 个百分点，较上年同期提升 0.13 个百分点。2025 年三季度公司归母净利率为 2.16 个百分点，环比二季度下滑 0.05 个百分点，较上年同期下滑 0.13 个百分点。2025 年三季度公司期间费用为 141.6 亿元，较上年同期下降 7.5%，期间费用率下降 0.17 个百分点。2025Q3 公司毛利率同比小幅回升，同时费用率同比小幅下降，盈利能力延续较好的改善态势，而公允价值变动收益、投资收益等科目收益较上年同期减少相比上年有所减少 10.6 亿元，减值损失较上年同期多计提 2.8 亿元，短期拖累了净利率。

图3：公司单季度毛利率变化（单位：%）



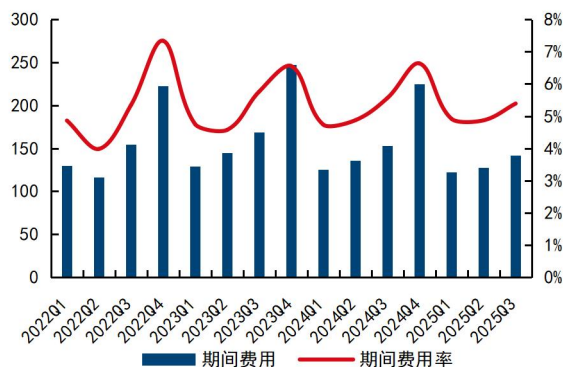
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度利润率变化（单位：%）



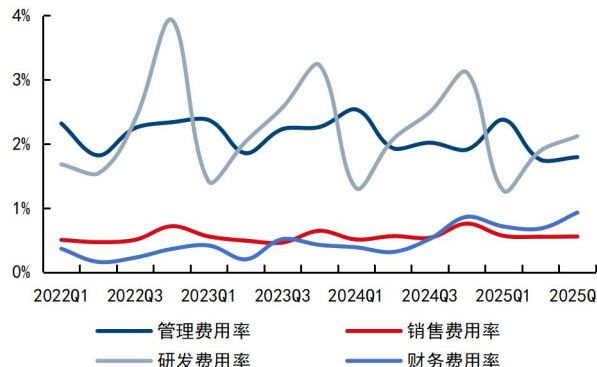
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 公司期间费用及期间费用率变化 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

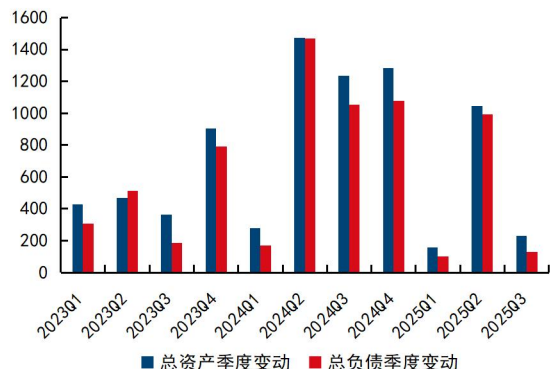
图6: 公司单季度各项费用率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

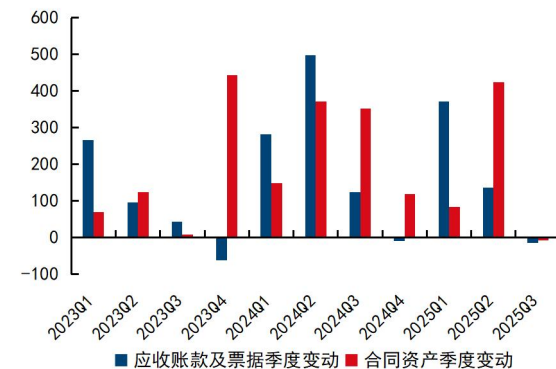
持续压实资产，应收资产环比二季度减少。2025 年三季度公司总资产环比二季度末增加 230 亿元，总负债较二季度末增加 130 亿元，增加值相对二季度和上年同期明显减少。2025 年三季度公司应收账款及票据余额减少 15 亿元，合同资产余额减少 8 亿元。

图7: 公司三季度扩表幅度显著减小 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

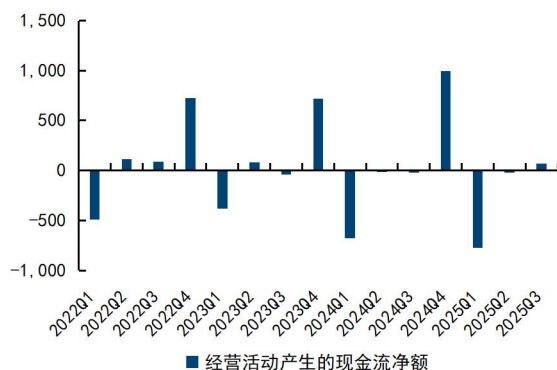
图8: 公司三季度应收账款与合同资产规模减少 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

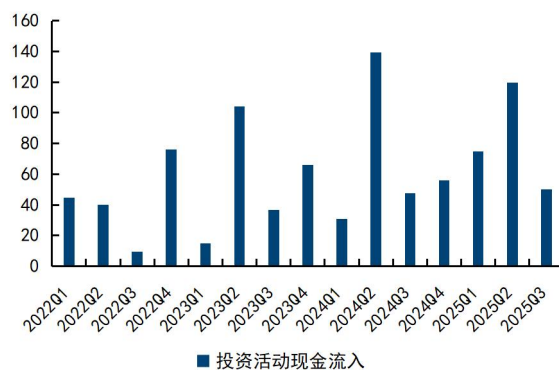
经营性现金流实现单季度净流入，投资性现金流入稳步增加。2025 年三季度，公司实现经营性现金流净额 67 亿元，较上年同期多流入 86 亿元，实现单季度净流入。随着公司在手 PPP 项目陆续进入运营期，公司投资类现金流入规模稳步增加，前三季度投资活动现金流入 245 亿元，同比+12.4%，超过 2023 年全年水平。

图9: 公司自由现金流变化 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司单季度收现比和付现比 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持盈利预测, 维持“优于大市”评级。建筑行业需求增长放缓, 地方政府化债工作持续推进, 公司新签订单与收入均面临一定压力。当前公司主营业务盈利能力延续筑底回升, 资产质量不断压实, 未来随着下游需求筑底企稳, 公司收入利润与现金流有望得到好转。预测 2025-2027 年归母净利润 276/292/317 亿元, 每股收益 1.11/1.18/1.28 元, 对应当前股价 PE 为 5.22/4.93/4.50X, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	234513	250062	244641	254399	267449	营业收入	1263475	1160311	1135147	1180311	1240718
应收款项	159807	248812	248186	251633	261150	营业成本	1134626	1043973	1021377	1062115	1116602
存货净额	219361	245716	240383	249721	262334	营业税金及附加	6192	6043	6043	6042	6042
其他流动资产	65044	90509	69642	74963	83836	销售费用	6850	6944	6242	6491	6823
流动资产合计	1005695	1264092	1237553	1300950	1390494	管理费用	27399	24096	24279	25102	26203
固定资产	134842	143976	144490	142247	137552	研发费用	30000	26632	24920	25911	27237
无形资产及其他	198386	251624	279440	302545	321644	财务费用	4871	6242	9299	10004	10348
投资性房地产	98745	104949	104949	104949	104949	投资收益	(71)	(395)	(387)	(402)	(423)
长期股权投资	123775	126858	129479	131706	133600	资产减值及公允价值变动	(246)	(418)	0	0	0
资产总计	1829439	2256414	2252914	2353639	2478527	其他收入	(36937)	(33750)	(29076)	(29451)	(30103)
短期借款及交易性金融负债	108619	149488	192239	199816	219984	营业利润	46282	38450	38444	40704	44174
应付款项	588737	773169	696598	723660	760212	营业外净收支	(212)	421	0	0	0
其他流动负债	73275	77724	75940	78892	82878	利润总额	46070	38871	38444	40704	44174
流动负债合计	1010642	1276197	1220201	1271481	1348628	所得税费用	8433	8113	8024	8496	9220
长期借款及应付债券	311555	363406	377335	389174	399237	少数股东损益	4154	2871	2840	3007	3263
其他长期负债	47340	106670	120599	132438	142501	归属于母公司净利润	33483	27887	27581	29201	31691
长期负债合计	358895	470077	497933	521612	541738	现金流量表（百万元）					
负债合计	1369537	1746274	1718134	1793092	1890366	净利润	33483	27887	27581	29201	31691
少数股东权益	127368	155425	157726	160131	162709	资产减值准备	(1395)	1029	383	241	130
股东权益	332534	354714	377055	400416	425452	折旧摊销	11820	12560	13982	15209	16329
负债和股东权益总计	1829439	2256414	2252914	2353639	2478527	公允价值变动损失	246	418	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	4871	6242	9299	10004	10348
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(15010)	(57792)	(55384)	(12096)	(28367)
每股收益	1.35	1.13	1.11	1.18	1.28	其它	4934	1308	1917	2165	2448
每股红利	0.20	0.21	0.21	0.24	0.27	经营活动现金流	34077	(14591)	(11521)	34720	22232
每股净资产	13.43	14.34	15.24	16.18	17.20	资本开支	0	(65269)	(42718)	(36311)	(30864)
ROIC	11%	10%	9%	9%	9%	其它投资现金流	1297	(3145)	0	0	0
ROE	10%	8%	7%	7%	7%	投资活动现金流	(12597)	(71496)	(45339)	(38538)	(32757)
毛利率	10%	10%	10%	10%	10%	权益性融资	308	26408	0	0	0
EBIT Margin	4%	4%	5%	5%	5%	负债净变化	39341	45928	13928	11839	10063
EBITDA Margin	5%	5%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(4950)	(5198)	(5240)	(5840)	(6655)
收入增长	9%	-8%	-2%	4%	5%	其它融资现金流	(94641)	(6231)	42751	7577	20168
净利润增长率	7%	-17%	-1%	6%	9%	融资活动现金流	(25552)	101636	51439	13576	23576
资产负债率	82%	84%	83%	83%	83%	现金净变动	(4071)	15549	(5421)	9758	13051
股息率	3.4%	3.6%	3.6%	4.1%	4.6%	货币资金的期初余额	238584	234513	250062	244641	254399
P/E	4.3	5.2	5.22	4.93	4.54	货币资金的期末余额	234513	250062	244641	254399	267449
P/B	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	企业自由现金流	0	(71133)	(42747)	10046	2844
EV/EBITDA	22.4	30.3	28.1	27.7	27.4	权益自由现金流	0	(31437)	6574	21546	24887

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032