

建筑行业 2 月投资策略

把握建筑央企估值回升和国际工程业绩兑现机遇

超配

核心观点

中央财政托底基建投资，预测 2024 年基建投资保持低速增长。各地固投目标与 GDP 目标具有较强的一致性，投资稳经济仍是共识，2024 年重大项目落地强度可能整体相对偏弱，但重大项目投资计划与地方债务压力不完全正相关，部分“重点省份”投资计划仍有增长。相比地方财政，中央财政仍然有较大加杠杆空间，能够以国债形式为基建提供融资，为重大项目建设提供支持。基于 5% 的预期经济增长目标，**维持 2024 年基建增速 5% 以内低速增长的预测。**

建筑央企估值回升具备可持续性。“国央企市值管理”目标本身对建筑央企基本面的直接影响并不显著，潜在影响可能是促进建筑央企继续落实缩减低效投资的经营策略。但在主题催化下，**建筑央企的估值回升行业是具有可持续性的，该判断主要基于三点因素：**1) 地方化债+中央财政发力，建筑企业资产质量有望提升；2) 建筑央企持续推进业务结构转型，现金流改善可期；3) 基建有预期差，中央财政支持下重大项目支撑建筑企业订单。

“一带一路”建设需求复苏，关注国际工程龙头业绩兑现。2023 年随着疫情管控正常化，海外商务活动重回正轨，工程存量订单加速履约，推动国际工程企业新签订单和收入业绩持续复苏。2023 年对外承包工程新签合同 2645 亿美元，同比+4.5%，业务完成额 1609 亿美元，同比+3.8%，二者均实现 2020 年以来最高增速，其中业务完成额首次实现增速回正。由于中国国内去库存压力相对较大，人力成本持续上升，企业对外投资快速增长，2023 年中国非金融类对外直接投资 1301 亿美元，同比+11.4%。**一带一路沿线部分国家同时具备地理交通优势和劳动力成本优势，有望承接中国的产能溢出。产能转移将带动承接国经济增长，释放基础设施建设需求。2023 年海外占比较高的建筑企业 2023 年海外新签订单普遍实现了较高增速，随着订单持续履约结转，业绩将具有较高的兑现确定性。**

投资建议：投资总额有支撑，预测 2024 年基建投资保持低速增长，看好建筑央企估值回升的可持续性，随着海外订单持续回暖，建议关注国际工程龙头企业业绩兑现，重点推荐**中国中铁、中国交建、中国铁建、中材国际**。

风险提示：宏观经济下行风险；政策落地不及预期的风险；重大项目审批进度不及预期的风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
601390.SH	中国中铁	买入	6.47	1478	1.43	1.59	4.52	4.07
601186.SH	中国交建	买入	8.76	1100	1.35	1.54	6.49	5.69
601800.SH	中国铁建	买入	8.81	1197	2.08	2.24	4.24	3.93
600970.SH	中材国际	买入	11.33	299	1.00	1.13	11.33	10.03

资料来源：iFinD、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

建筑装饰

超配 · 维持评级

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

联系人：卢思宇

0755-81981872

lusiyu1@guosen.com.cn

证券分析师：朱家琪

021-60375435

zhujiaqi@guosen.com.cn

S0980524010001

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

- 《建筑行业周观点-支撑建筑央企估值回升的三个因素》——2024-01-30
- 《建筑行业周观点-基建存在预期差，工业建筑回暖可期》——2024-01-22
- 《统计局 2023 年基建数据点评-2023 年基建增速年底企稳，2024 年持续关注“基建稳增长”》——2024-01-18
- 《建筑行业周观点-全面推进美丽中国建设，生态园林工程能否受益？》——2024-01-16
- 《建筑行业周观点-布局高股息蓝筹，把握订单增长潜力强的细分赛道》——2024-01-08

内容目录

站在当前时点，展望 2024 年基建前景	4
从稳经济的必要性角度出发，需要 2024 年基建投资+4.5%	4
从可行性角度看，地方投资压力较大，中央财政加杠杆空间充足	8
从项目角度看，地方投资计划有所收缩但仍保持一定强度	10
支撑建筑央企估值回升的三点因素	13
一、地方化债+中央财政发力，建筑企业资产质量有望提升	13
二、建筑央企持续推进业务结构转型，现金流改善可期	14
三、基建投资或存在预期差，中央财政支持下重大项目支撑建筑企业订单	15
“一带一路”建设需求复苏，国际工程回暖	16
投资建议：把握建筑央企估值回升和国际工程业绩兑现机遇	18

图表目录

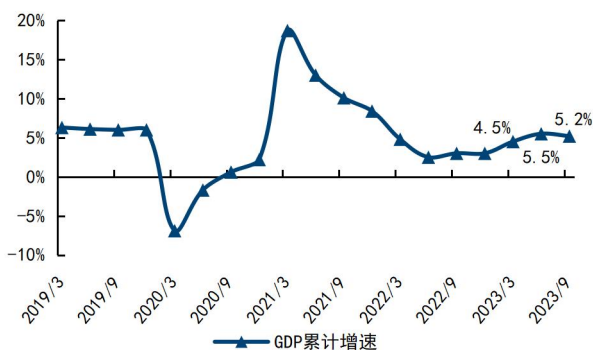
图 1: GDP 季度累计增速 (单位: %)	4
图 2: 基准情形下中国潜在经济增长率预测 (单位: 美元, %)	4
图 3: “三驾马车”对 GDP 的拉动预测 (单位: %)	5
图 4: 月度社零增速和全年消费对 GDP 的拉动 (单位: %)	5
图 5: 人均实际可支配收入累计同比和 CPI 单月同比 (单位: %)	5
图 6: 出口金额和 PPI 同比增速 (单位: %)	6
图 7: 美国未来经济衰退概率 (单位: %)	6
图 8: 历年资本形成综合和固定资产投资 (单位: 亿元)	6
图 9: 固定资产投资增速及预测 (单位: %)	6
图 10: 全国产成品库存增速 (单位: %)	7
图 11: 制造业产能利用率变化 (单位: %)	7
图 12: 规模以上工业企业利润增速和利润率变化 (单位: %)	8
图 13: 制造业固定资产投资额及增速 (单位: 亿元, %)	8
图 14: 消费者收入预期指数明显下滑	9
图 15: 城投债净融资规模处于低位 (单位: 亿元, %)	9
图 16: 办公和商铺租金水平持续下行 (单位: 元/日·m ²)	9
图 17: 世界主要经济体政府杠杆率对比 (单位: %)	9
图 18: 地方政府再融资债发行情况 (单位: 亿元)	10
图 19: 历年国债发行和净融资规模 (单位: 亿元)	10
图 20: 各地 2024 年 GDP 和固定资产投资目标增速较上年变化 (单位: 百分点)	10
图 21: 八大建筑央企平均市净率变化	13
图 22: 建筑板块高股息标的梳理	13
图 23: 地方政府再融资债发行情况 (单位: 亿元)	14
图 24: 历年国债发行和净融资规模 (单位: 亿元)	14
图 25: 部分建筑央企经营性现金流净额变化 (单位: 亿元)	14
图 26: 剔除保理以后建筑央企经营性现金流净额变化 (单位: 亿元)	14
图 27: 公共设施投资单月值及单月同比 (单位: 亿元, %)	15
图 28: 2023 年开工项目投资额累计和单月增速 (单位: %)	15
图 29: 对外承包工程新签合同额及增速 (单位: 亿美元, %)	16
图 30: 对外承包工程完成额及增速 (单位: 亿美元, %)	16
图 31: 越南国内投资及增速 (单位: 十亿越南盾, %)	16
图 32: 一带一路国家基础设施发展指数 (单位: 点)	16
图 33: 中国非金融对外直接投资及增速 (单位: 亿美元, %)	17
图 34: 部分国家劳动和资源密集型产业出口额 (单位: 亿美元)	17
图 35: 国际工程龙头企业 2023 年新签订单情况 (单位: 亿元)	17

站在当前时点，展望 2024 年基建前景

从稳经济的必要性角度出发，需要 2024 年基建投资+4.5%

以 2035 年远景目标为标杆，2024 年需要实现 5%以上 GDP 增长。随着中国经济逐渐从高速增长阶段转向中速高质量增长阶段，根据中国人民银行测算[中国人民银行调查统计司课题组, 阮健弘. “十四五”期间我国潜在产出和增长动力的测算研究[J]. 西南金融, 2021(06):3-14.]发现, 中国潜在产出自 2010 以后出现趋势性下降, 进入了由高速增长(5%以上)向中速增长(4%-5%)转变的经济新常态。若要实现十五年 GDP 翻一番的目标, 估算 2024 年-2035 年年均复合增速需要达到 4.78%, 考虑潜在增长率逐步下降趋势, 2024 年经济增速需要尽可能达到 5%以上, 进而为实现 2035 年远景目标打下较好的基础。考虑到稳增长政策持续发力, 经济持续呈现复苏态势, 2024 年经济增长目标预计将定在 5%左右。

图1: GDP 季度累计增速 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

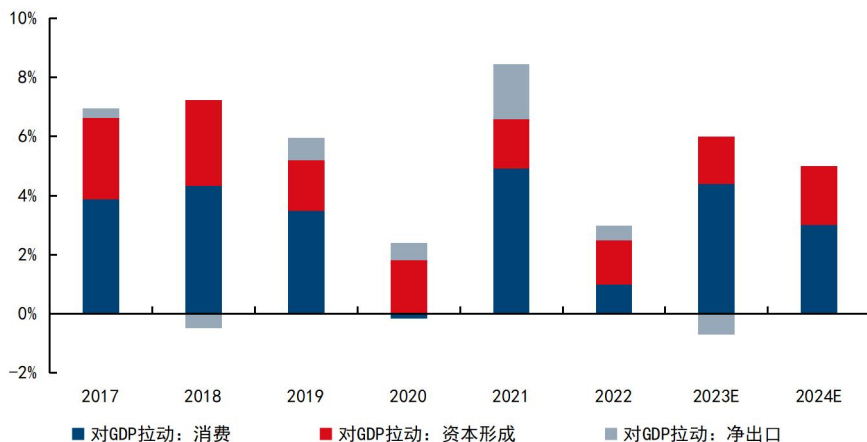
图2: 基准情形下中国潜在经济增长率预测 (单位: 美元, %)



资料来源: 中国社会科学院, 国信证券经济研究所整理

分解 5%目标至“三驾马车”，预计消费拉动 3%；净出口拉动 0%；投资拉动 2%。考虑到政策对投资的影响效果最强，能够起到托底经济的作用，基于 5%的增长目标，我们对投资需要实现的增速进行预测。从支出法统计 GDP 的“三驾马车”（消费、投资、净出口）出发，预测 2022 年全年最终消费支出和货物和服务净出口对 GDP 的拉动效应，推导出实现 5%增长目标需要的资本形成总额的拉动效应，并以此推测今年的固投增速。

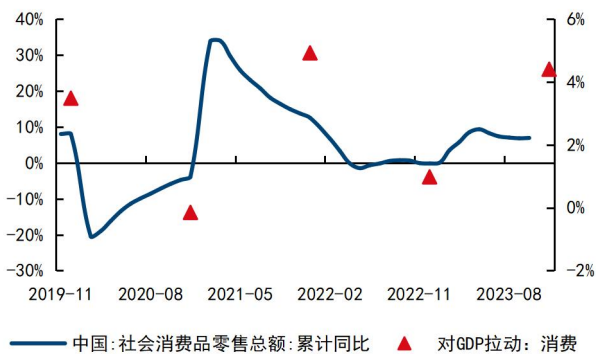
图3：“三驾马车”对 GDP 的拉动预测（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所预测

最终消费支出：持续弱复苏，预测拉动 2024 年 GDP 增速 3%。2023 年 1-10 月，中国社零累计同比+6.9%，10 月单月同比+7.6%，10 月 CPI 单月同比-0.2%再次转负；前三季度居民实际可支配收入同比+5.9%，环比二季度提升 0.1pct。整体消费筑底后缓慢修复，预计 2024 年保持温和复苏，预测 2023 年消费对 GDP 的拉动为 4.4%，2024 年为 3.0%。

图4：月度社零增速和全年消费对 GDP 的拉动（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：人均实际可支配收入累计同比和 CPI 单月同比（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

净出口：海外需求仍面临不确定性，预测拉动 2024 年 GDP 增速 0%。10 月中国出口金额单月同比-6.4%，PPI 触底后单月降幅有所收窄，四季度出口有望继续修复，预测 2023 年净出口对 GDP 的拉动为-0.7%。而明年海外需求仍然有较多不确定性，美国持续紧缩的货币政策在明年仍然可能会产生不小的经济降速压力，进而抑制海外需求，预测 2024 年净出口对 GDP 的拉动为 0%。

图6: 出口金额和 PPI 同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 海关总署, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图7: 美国未来经济衰退概率 (单位: %)



资料来源: Wind, 纽约联储, 国信证券经济研究所整理

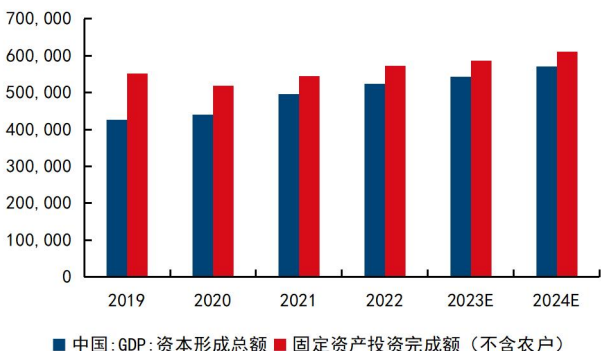
如果要实现 5%左右的 GDP 增速, 资本形成总额对 GDP 增长的拉动需要达到 2%。资本形成总额和固定资产投资完成额有较大的相关性, 除去公共部分外, 资本形成总额还包括 500 万以下的项目、房地产增值部分、无形固定资产投资部分等, 固定资产投资完成额还包括土地购置费和旧设备购置费等费用, 其中土地购置费是二者差异的主要来源。由于土地市场低迷, 资本形成总额与固定资产投资完成额近两年逐步趋同, 假设 2023/2024 年该比例为 92.5%/93.5%。预测 2023-2024 年名义资本形成总额分别为 54.30 万亿元和 57.12 万亿元, 同比+3.7%和+5.2%, 固定资产投资需要实现 58.71 万亿元和 61.09 万亿元, 同比+2.61%和+4.06%。

表1: 2023-2024 年支出法下名义资本形成总额 (投资) 预测

	名义值			拉动 (不变价)			不变价 (2017 年为基期)			平减指数			
	消费	投资	净出口	消费	投资	净出口	不变价 GDP	消费	投资	净出口	消费	投资	净出口
2017 年	456518	357886	14578	3.88%	2.74%	0.32%	787170	456518	357886	14578	-	-	-
2018 年	506135	402585	7054	4.32%	2.92%	-0.49%	840303	490524	380871	12341	1.03	1.06	0.57
2019 年	552632	426679	11398	3.48%	1.72%	0.75%	890305	519766	395325	16020	1.06	1.08	0.71
2020 年	560811	439550	25267	-0.15%	1.82%	0.57%	910236	518431	411528	18983	1.08	1.07	1.33
2021 年	619688	495784	29811	4.92%	1.67%	1.85%	1099198	563215	426729	28574	1.10	1.16	1.04
2022 年	641633	523890	39494	0.98%	1.50%	0.51%	1132054	573987	443217	31446	1.12	1.18	1.26
2023 年 E	692415	543034	38400	4.40%	1.50%	-0.70%	1192053	623797	460198	27429	1.11	1.18	1.40
2024 年 E	732110	571166	35657	3%	2%	0%	1251655	659559	484039	27429	1.11	1.18	1.30

资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所预测

图8: 历年资本形成综合和固定资产投资 (单位: 亿元)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图9: 固定资产投资增速及预测 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理及预测

房地产投资、制造业投资、基建投资是固定资产投资的主要部分，合计占固定资产投资的95%以上。基建投资往往作为政府逆周期调节的工具，其投资强度很大程度上取决于政府投资的意愿，而投资意愿取决于非基建领域的投资强度。因此，基于固定资产投资完成额4.0%的预期增速，我们对房地产投资增速和制造业投资增速进行推算，以此推导出基建投资需要实现的增速。

房地产投资：供需延续双弱，预计全年-5.9%

房地产开发投资主要由土地购置费和建筑工程、安装工程投资构成，占比达到房地产开发投资的90%以上。考虑到2022年土地市场冷清，且2023年尚未扭转，出于成本的考虑，预计房企2024年年对新开工的诉求将大于对拿地的诉求，**土地购置费预计延续下行至-8.5%**。建安投资的增速变化不取决于开发商的想法，而是取决于交房周期，根据我们对新开工增速的判断及施工节点的推测，预计2024年**建安投资同比-4.6%**。预计2024年**房地产开发投资为11.3万亿元，增速-5.9%**。

表2: 房地产开发投资估算（单位：亿元）

	金额：23Q3	金额：23E	金额：24E	增速：23Q3	增速：23E	增速：24E
土地购置费	31468	38445	35177	-5.5%	-6.3%	-8.5%
建筑工程投资	47860	70270	67459	-11.5%	-11.4%	-4.0%
安装工程投资	2975	4370	4248	-5.5%	-5.2%	-2.8%
其他	4966	6832	6012	-16.7%	-14.0%	-12.0%
房地产开发投资	87269	119917	112896	-9.1%	-9.8%	-5.9%

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

制造业投资：步入库存周期拐点，预计2024年+8.0%

从库存角度看，本轮库存周期始于2022年5月，至2023年7月库存同比增速降至1.6%，而后回升至10月的3.1%，显示出库存周期触底，企业补库意愿回暖；从产能利用率角度看，2023年三季度制造业产能利用率回升至76%，环比二季度提升1pct，反映阶段性产能过剩问题开始出现缓解；从制造业盈利角度看，虽然利润增速仍然承压，利润率水平处于较低水平，但2023年4月起规模以上工业企业利润增速和利润率均出现持续回暖。各方数据印证当前制造业景气度边际改善信号显现，企业资本开支意愿有望增强，2023年1-10月制造业固定资产投资完成22.4万亿元，同比+6.2%，增速从7月起有所回暖，我们预计2023年年底制造业投资将保持回暖趋势，2024年制造业企业资本开支明显修复。预计2023年**制造业固定资产投资完成28.2万亿元，同比+6.4%**，2024年**制造业固定资产投资完成30.4万亿元，同比+8.0%**。

图10: 全国产成品库存增速（单位：%）



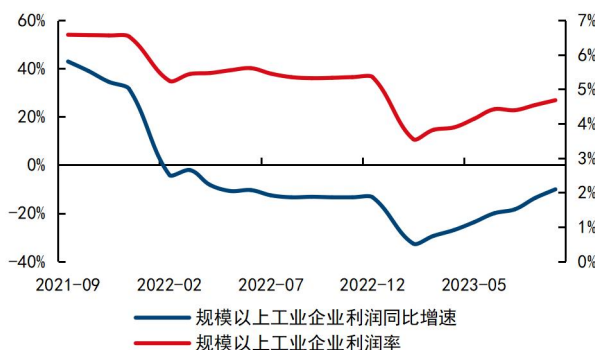
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图11: 制造业产能利用率变化（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图12: 规模以上工业企业利润增速和利润率变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图13: 制造业固定资产投资额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

基建投资: 预测 2023 年狭义基建投资+5.4%, 2024 年+4.5%

基于以上分析, 2024 年预计地产投资继续承压, 但下行速度减缓, 制造业投资有望明显转暖, 在 4.06% 的固定资产投资增速目标下, 基建投资 (不含电力、热力、燃气及水的供应业) 需要实现 18.41 万亿元的投资完成额, 同比+4.5%。

表3: 2023-2024 年固定资产投资及各分项增速预测 (单位: 亿元)

	2022	2023E	2024E
固定资产投资	572130	587063	610897
增速	5.1%	2.61%	4.06%
房地产开发投资	132895	119917	112896
增速	-10.0%	-9.8%	-5.9%
制造业投资	264711	281653	304185
增速	9.1%	6.4%	8.0%
基建投资 (不含电热气水)	167179	176164	184109
增速	9.4%	5.4%	4.5%

资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所预测

从可行性角度看, 地方投资压力较大, 中央财政加杠杆空间充足

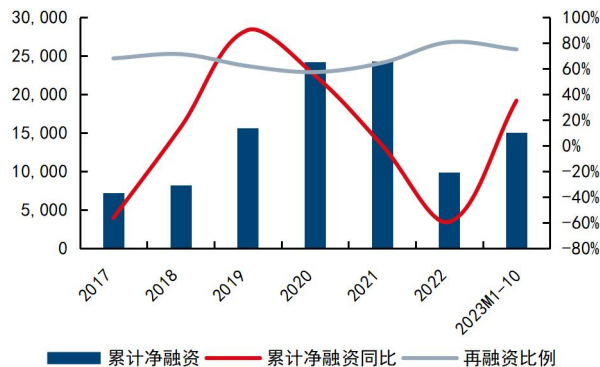
居民和企业部门信心相对不足, 呼唤政府部门提升负债规模拉动内需。从居民端看, 居民收入预期下滑导致消费意愿低迷, 全国房价持续下行, 买涨不买跌的心态也导致地产销售不断走弱; 长期角度, 出生率低迷和老龄化日趋严重, 居民加杠杆能力和意愿均相对有限。从企业端看, 终端消费疲软, 地产销售下滑, 海外需求不足等多因素导致当前企业端景气度承压, 房价下跌导致城投企业资产端萎缩, 进而导致名义资产负债率升高, 从目前城投发债情况看, 整体以再融资为主 (1-10 月再融资规模占比 75%), 新增融资规模仍处于低位。

图14: 消费者收入预期指数明显下滑



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

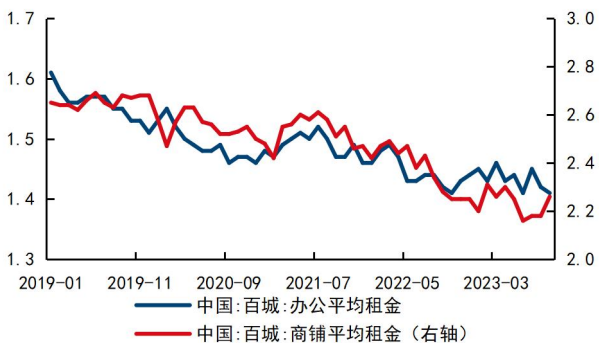
图15: 城投债净融资规模处于低位 (单位: 亿元, %)



资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

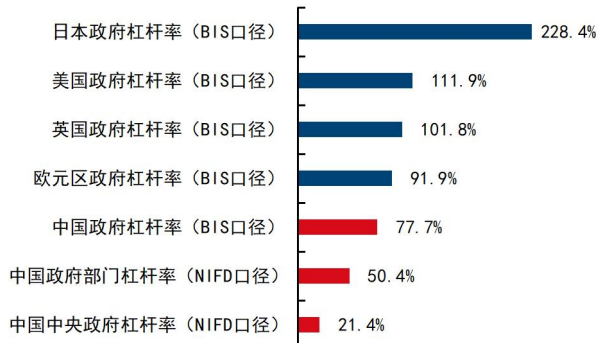
地方财政扩张受限, 但中央财政仍有较大加杠杆空间。从地方政府端来看, 地方政府近两年的主要加杠杆方式是地方政府专项债, 用于兼具一定公益性和收益性要求的基建项目, 但是目前大部分具有收益性的基建项目其收益来源都与地产景气度相关 (包括土地出让、商办出租、停车场收费、物业服务等), 在当前环境下这类收益来源预期大幅收窄, 导致专项债项目发行受阻, 进而削弱地方政府加杠杆能力。从中央政府端来看, 2022 年末中国中央财政国债余额 25.9 万亿元, 中央政府杠杆率 21.4%, 政府杠杆率 50.4% (国际清算银行口径 77.7%), 低于大多数世界主要经济体。**中央财政仍然有较大加杠杆空间, 能够以国债形式为基建提供融资, 为重大项目建设提供支持。**

图16: 办公和商铺租金水平持续下行 (单位: 元/日·m²)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

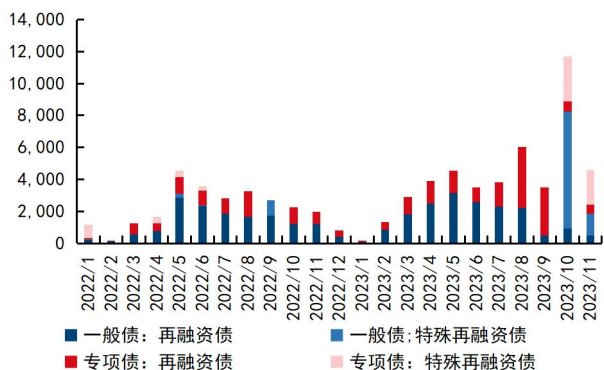
图17: 世界主要经济体政府杠杆率对比 (单位: %)



资料来源: 国家资产负债表研究中心 (NIFD), 国际清算银行 (BIS), 国信证券经济研究所整理

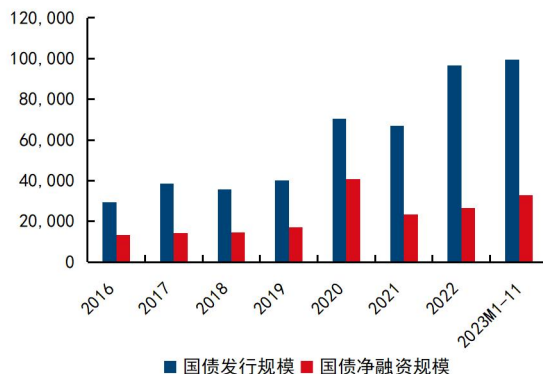
新增政府债务信用主体上移, 将有效降低融资成本。2023 年 10 月中央财政决定增发 1 万亿国债, 支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板, 而此次增发的国债由中央还本付息, 全部通过转移支付的方式安排给地方使用。可以预见的是, 未来债务发行的信用主体上移仍将继续演绎, 由专项债置换城投债基本实现了新增债务由政府表外向政府表内转移, 下一步由“发行国债+转移支付”置换地方政府债或能够有效控制地方债务规模增长, 降低融资成本。

图18: 地方政府再融资债发行情况 (单位: 亿元)



资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

图19: 历年国债发行和净融资规模 (单位: 亿元)

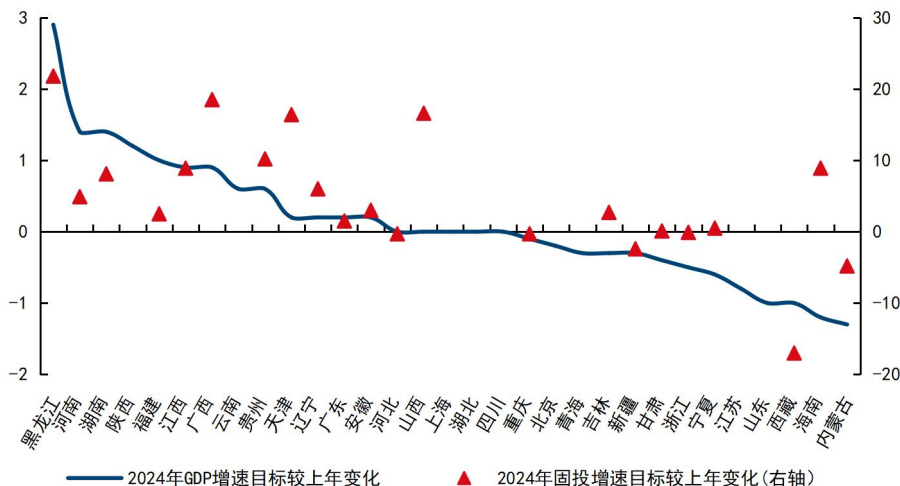


资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

从项目角度看, 地方投资计划有所收缩但仍保持一定强度

各地固投目标与 GDP 目标具有较强的一致性, 投资稳经济仍是共识。根据各省级行政区 (不含特别行政区) 2024 年政府工作报告, 2024 年 GDP 目标较上年实际增速有所提升/持平/下降的分别有 13/5/13 个省份, 计划 2024 年 GDP 增长提速的省份中, 有 11 省公布固定资产投资增速目标, 而该 11 省均提出了高于上年实际增速的增长目标。

图20: 各地 2024 年 GDP 和固定资产投资目标增速较上年变化 (单位: 百分点)



资料来源: 各地 2024 年政府工作报告, 国信证券经济研究所整理

2024 年重大项目落地强度可能整体相对偏弱, 但重大项目投资计划与地方债务压力不完全正相关, 部分“重点省份”投资计划仍有增长。各省级行政区 2024 年重大项目投资计划总体较 2023 年有所下降, 连续公布重大项目计划投资额的 20 个省份 2024 年可比口径的重大项目投资计划-15.4%。贵州 2024 年投资计划明显缩减 (-61%) 符合预期, 而地方债务压力尚可的山东 (-60%)、河南 (-47%) 2024 年计划投资额大幅下滑, 地方偿债压力较大的内蒙古 (+16%)、广西 (+17%)、宁夏 (+199%) 重点项目投资计划仍有较大幅度增长。并未观察到国务院 1 月发布

的《加强重点省份政府投资管理办法》对重点管控省份的投资计划产生明显影响，重大项目清单中不乏高速公路、市政、产业园区类“限制项目”。

表4: 2024年各地重大项目投资计划一览（单位：亿元）

省份	2024年重大项目投资额计划增幅	测算政府债务率 (地方财政预算财力/地方政府债务限额)	重大项目年内落地投资额			
			2024计划	2023实际	2023计划	2022计划
天津	0.90%	185%	2,466	-	2,445	2,158
贵州	-61.30%	138%	3,100	-	8,004	6,449
内蒙古	16.30%	132%	9,000	8,529	7,739	6,336
新疆	-	124%	-	3,230	3,000	2,700
福建	5.00%	118%	6,807	7,387	6,480	6,168
辽宁	-	118%	1,700	-	-	-
青海	-	118%	-	-	-	2,000
云南	-	117%	-	-	-	-
河北	-15.40%	117%	2,200	-	2,600	2,500
海南	20.20%	113%	1,225	-	1,019	856
广西	17.30%	111%	5,000	5,285	4,262	4,008
重庆	4.70%	111%	4,500	4,858	4,300	3,570
湖南	-	110%	-	-	4,617	4,527
宁夏	199.90%	109%	2,000	1,567	667	601
吉林	-	107%	-	-	-	-
黑龙江	-	102%	-	-	3,104	1,916
陕西	-10.70%	97%	4,304	5,000	4,818	4,629
江西	72.20%	97%	10,000	-	5,808	4,607
安徽	-	97%	-	-	18,321	16,572
甘肃	-	97%	-	2,690	2,512	2,223
山东	-59.80%	97%	10,283	28,000	25,600	34,000
河南	-47.40%	90%	10,000	-	19,000	13,000
四川	7.70%	90%	7,616	9,244	7,071	8,857
湖北	-2.30%	89%	3,174	3,551	3,247	3,038
北京	-	89%	2,811	-	-	2,802
山西	-	84%	-	3,522	3,406	2,928
广东	0.00%	79%	10,000	12,027	10,000	9,000
浙江	0.00%	76%	10,000	12,976	10,000	10,972
江苏	13.00%	66%	6,408	7,000	5,670	5,590
上海	7.00%	55%	2,300	2,257	2,150	2,000
西藏	11.90%	17%	1,600	-	1,430	1,404

资料来源：各地政府部门官网，国信证券经济研究所整理

注：重大项目均指省级重点投资项目，不能完全排除各地政府部门计划投资每年发布口径变化导致数据偏差的风险

从各地政策表述上看，民生保障项目和产业配套基础设施将成为发力重点。各地政府工作报告中对投资部分的表述中，“有效投资”、“产业投资”等关键词出现频率明显增加，在投资计划中更加倾向于制造业投资。部分财政压力较大的地区对重大项目的资金来源也着重进行了规划，主要举措为加快推进国债支持项目建设，向对口国家部委争资争项，加强产业配套基础设施、教育医疗等民生投资、民间资本投资等领域的项目安排。

表5: 部分地区 2024年重大项目投资计划情况

省份	内容
山东	山东省政府发布《关于下达 2024 年省重大项目名单的通知》，包括 555 个 2024 年省重大实施类项目名单和 45 个 2024 年省重大准备类项目名单。省级重点项目主要涵盖 重大产业、基础设施、民生保障 三个类别。其中：重大产业项目 1397 个、年度计划投资 5322 亿元；重大基础设施项目 305 个、年度计划投资 3575 亿元；重大民生保障项目 298 个、年度计划投资 1386 亿元，共计 10283 亿元。（对照 2023 年计划投资 2.56 万亿元，实际完成 2.80 万亿元。）
江苏	2024 年江苏省重大项目清单共安排项目 510 个，包括实施项目 450 个、储备项目 60 个，实施项目年度计划投资 6408 亿元。其中 产业项目 280 个，年度计划投资 2166 亿元； 民生保障项目 12 个，年度计划投资 967 亿元； 生态环保项目 13 个，年度计划投资 119 亿

元；**基础设施**项目 145 个，年度计划投资 3156 亿元。（对照 2023 年计划投资 5670 亿元，实际完成 6787 亿元。）

- 福建** 2024 年度省重点项目 1593 个，总投资 4.28 万亿元，年度计划投资 6807 亿元。（对照 2023 年计划投资额 6480 亿元，实际完成 7387 亿元。）
- 广东** 2024 年安排省重点项目 1508 个，总投资约 8.1 万亿元，年度计划投资 1 万亿元，其中续建项目 1247 个，力争投产项目 235 个，新开工项目 261 个，**基础设施**工程投资 5986 亿元，**民生保障**工程投资 760 亿元，**产业工程**投资 3254 亿元。（对照 2023 年计划投资额 10000 亿元，实际完成 12027 亿元。）
- 天津** 2024 年安排市级重点建设项目 807 个，总投资 1.62 万亿元，年度计划投资 2465.78 亿元。其中，新开工项目 213 个，总投资 2726.1 亿元，年度计划投资 1073.65 亿元；续建项目 594 个，总投资 1.35 万亿元，年度计划投资 1392.13 亿元。安排重点储备项目 253 个，总投资 3869.49 亿元。**以社会资本为重点建设项目投资占比超 80%**。（对照 2023 年计划投资 2360.57 亿元。）
- 内蒙古** 2024 年目标固定资产投资增长 15%左右，力争完成重大项目投资 9000 亿元以上，力争**基础设施**重大项目投资不低于 1700 亿元（对照 2023 年固定资产投资增长 19.8%，计划投资额 7739 亿元，完成投资 8259 亿元。）
- 辽宁** 2024 年目标固定资产投资增长 10%，提出了今年 300 个省级重点项目，总投资超 1.4 万亿元，年度计划投资超 1700 亿元。（对照 2023 年新开工建设项目达到 6266 个，数量增长 6.6%，完成投资增长 9.5%。）
- 吉林** 突出抓项目扩投资。实施重大项目 2500 个以上，其中亿元以上项目 1000 个以上。**大力拓展产业类项目，投资占比达到一半以上。**
- 黑龙江** 推动建设一批高技术、高成长性、高附加值项目，建设省级重点产业项目 1000 个，**力争新引擎和战略性新兴产业项目占比超过 50%**。
- 贵州** 安排省重大工程项目 3000 个以上。**加大基础设施补短板力度。**加快黄百、盘兴等铁路建设，开工建设铜吉、黔桂增建二线等铁路，加快推进沪遵等铁路前期工作。推动龙滩枢纽 1000 吨级通航设施加快建设。加快贵阳至平塘等 13 个在建高速公路项目建设，新开工厦蓉国高都匀至贵阳段扩容工程等项目，高速公路通车里程达 9000 公里。开工建设黔东南州宣威、铜仁市花滩子等大中型水库，新建成骨干水源工程 100 个，新建或改造供水管网 1.2 万公里。新建 5G 基站 3 万个。互联网出省带宽达 5.3 万 G。新建充电桩 6000 个。新增天然气输气管道 120 公里。
- 广西** 自治区统筹推进重大项目 2500 个以上、力争完成投资 5000 亿元以上。（对照 2023 年计划投资 4261.67 亿元，实际完成 5285 亿元。）

资料来源：各地政府部门官网，国信证券经济研究所整理

支撑建筑央企估值回升的三点因素

建筑央企估值回调充分，已达到历史最低水平。2023年3-4月受“中特估”和“一带一路”主题的催化，建筑板块走势显著优于大盘，年内收益最高达到近25%，跑赢大盘约16pct；而下半年随着“一带一路”预期逐步兑现，建筑板块明显回调，全年下跌6.82%，跑输上证指数2.28pct。经历估值回调后，当前八大建筑央企平均市净率仅0.6左右，处于历史最低水平，2023年建筑央企保持稳健经营，基本均能实现业绩正增长和现金流改善，短期内估值继续向下空间非常有限。

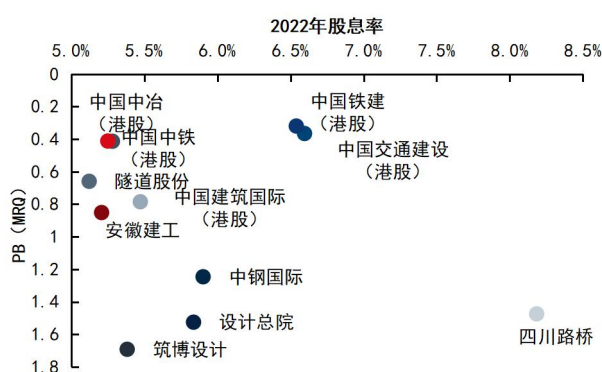
分红比例低但估值更低，建筑央企股息率有吸引力。尽管建筑股分红比例较小，但考虑到较低的估值，部分标的股息率相对可观。中国建筑2022年分红比率20.8%，但股息率达到4.65%，中国中铁2022年分红比率15.8%，股息率达到3.6%，若考虑港股，则分红率更高，估值安全垫更厚。随着建筑央企现金流改善和国企改革推进，分红比率有持续提升预期，若估值不变，则股息率将继续提升。

图21: 八大建筑央企平均市净率变化



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图22: 建筑板块高股息标的梳理



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

尽管“央企市值管理”对建筑央企基本面的直接影响有限，但在主题催化下，建筑央企的估值回升实则具备基本面的支撑，我们认为建筑央企估值提升的因素有以下三点：

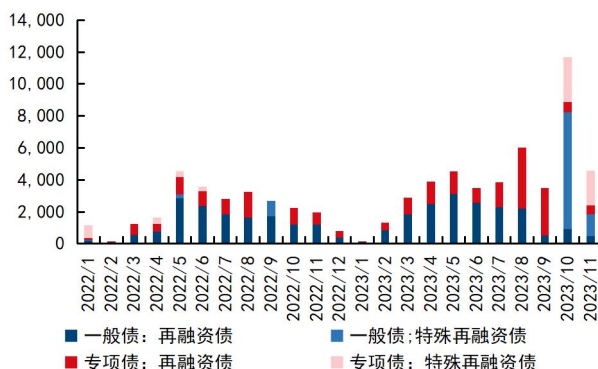
一、地方化债+中央财政发力，建筑企业资产质量有望提升

地方政府积极推进“化债”工作，“特殊再融资债”重启发行。7月政治局会议提出“实施一揽子化债方案”，10月和11月合计发行特殊再融资债1.37万亿元，全年累计特殊再融资债券发行规模同比+331%。再融资债可用于偿还债券或偿还债务，其中用于偿还债务的被称为“特殊再融资债”，“特殊再融资债”重启发行有助于地方履行存量到期的支出责任，建筑企业PPP项目应收款减值压力有望得到缓解。

新增政府债务信用主体上移，将有效降低融资成本。2023年10月中央财政决定增发1万亿国债，支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，而此次增发的国债由中央还本付息，全部通过转移支付的方式安排给地方使用。可以预见的是，未来债务发行的信用主体上移仍将继续演绎，由专项债置换城投债基本实现了新增债务由政府表外向政府表内转移，下一步由“发行国债+转移支付”置换地方政府债或能够有效控制地方债务规模增长，降低融资成本。对建筑企业而言，即使后续仍要垫资施工，由于信用主体上移，坏账比例预期也会下降，未来应收款质

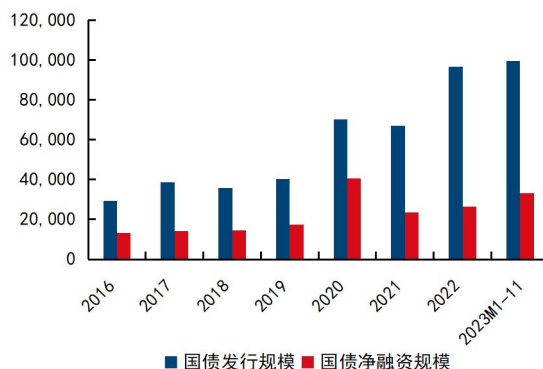
量将得到有效提升。

图23: 地方政府再融资债发行情况 (单位: 亿元)



资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

图24: 历年国债发行和净融资规模 (单位: 亿元)



资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

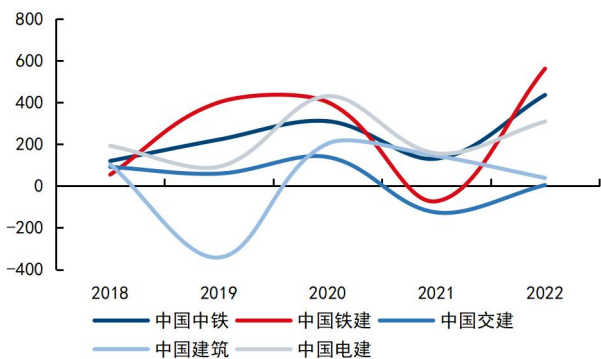
二、建筑央企持续推进业务结构转型, 现金流改善可期

建筑央企持续收缩投资规模, 回归工程服务本源, 未来现金流出压力有望缓和。

一方面, 新增投资缩减, 在手投资项目进入持续回款期, 现金流入将得到持续改善。另一方面, 央企高质量发展要求提出以来, 建筑央企对现金流重视程度明显提高, 各央企都加强了现金流相关考核, 现金流明显好转。中国中铁 2023 年新签合同额增长 2.2%, 其中传统工程承包业务新签合同获得了 11.4% 的增长, 而投资运营业务新签合同额大幅缩减了 54.7%。中国铁建 2023 年新签合同额+1.5%, 传统工程承包业务+8.8%, 投资运营业务-24.1%。

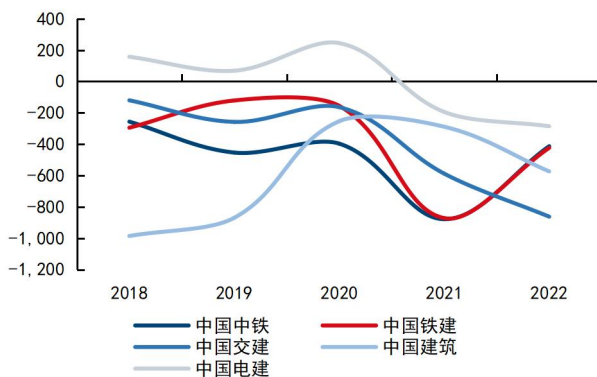
从现金流实际情况看, 建筑央企经营性现金流处于修复通道。部分建筑央企近年来经营性现金流持续为为正, 2022 年部分建筑央企利润现金比率达到 100% 以上, 现金流的改善很大程度上来源于建筑央企不断提升的应收账款保理规模 (资产证券化), 但即使提出保理来看, 中国中铁、中国铁建 2022 年 OCF 仍有明显改善, 中国交建、中国电建有边际改善。

图25: 部分建筑央企经营性现金流净额变化 (单位: 亿元)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图26: 剔除保理以后建筑央企经营性现金流净额变化 (单位: 亿元)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

三、基建投资或存在预期差，中央财政支持下重大项目支撑建筑企业订单

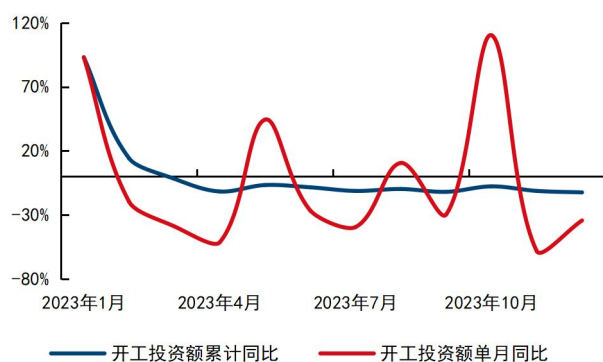
基建 12 月提速，“中央财政加杠杆”或存在预期差。12 月广义基建投资同比+8.24%，提速 0.28pct，狭义基建投资同比+5.9%，提速 0.1pct，12 月单月基建提速主要源于公共设施投资 12 月单月实现+16.2%的高增长。公共设施投资包括市政、环卫、市容、绿化、公园、景区等投资，基本囊括了涵洞、防空、城市排水、暴雨应急、城市公园等“平急两用”领域。若按如下步骤推演“平急两用”项目的落地节奏：**2023 年 7 月“平急两用”政策出台，8-9 月项目申报，10 月开工（根据 Mysteel 数据，10 月单月项目开工投资额+110%），再配合 10 月国债发行，可以发现“平急两用”能够解释 12 月公共设施投资的单月高增速。**因此，中央财政对基建的支撑作用或好于市场预期，能够为 2024 年建筑企业订单提供有力保障。

图27：公共设施投资单月值及单月同比（单位：亿元，%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图28：2023 年开工项目投资额累计和单月增速（单位：%）

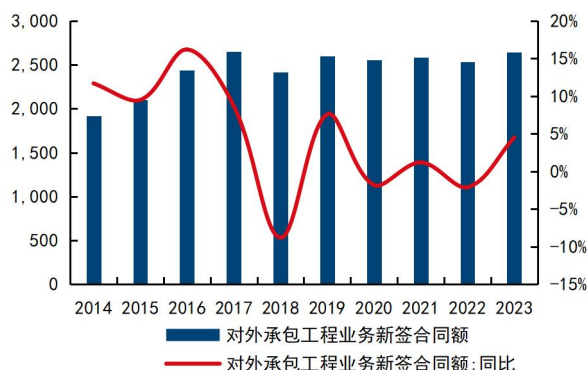


资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

“一带一路”建设需求复苏，国际工程回暖

2023 年海外工程订单和营收持续回暖。2023 年对外承包工程新签合同 2645 亿美元，同比+4.5%，业务完成额 1609 亿美元，同比+3.8%，二者均实现 2020 年以来最高增速，其中业务完成额首次实现增速回正。2023 年随着疫情管控正常化，海外商务活动重回正轨，工程存量订单加速履约，推动国际工程企业新签订单和收入业绩持续复苏。

图29: 对外承包工程新签合同额及增速 (单位: 亿美元, %)



资料来源: Wind, 商务部, 国信证券经济研究所整理

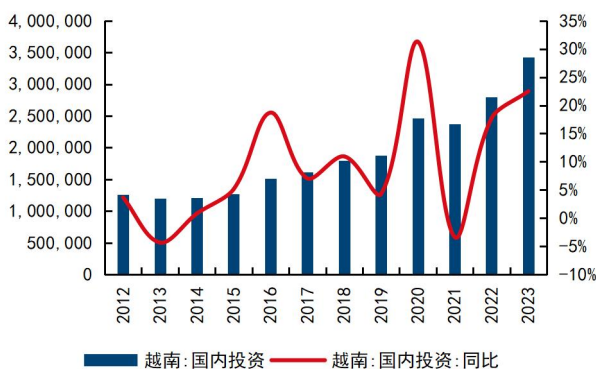
图30: 对外承包工程完成额及增速 (单位: 亿美元, %)



资料来源: Wind, 商务部, 国信证券经济研究所整理

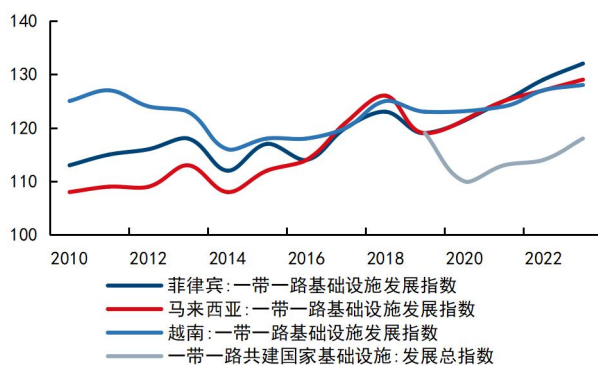
重点海外市场经济恢复明显，基础设施发展需求增加。“一带一路”沿线重点国家疫后经济持续恢复，投资需求持续增长，越南 2023 年国内投资总额达到 3428 万亿越南盾（合人民币约 1 万亿元），同比+22.5%。2023 年一带一路基础设施发展指数为 118 点，达到 2020 以来最高值，菲律宾、马来西亚、越南等东南亚国家基础设施发展指数显著高于总指数，反映基础设施投资需求旺盛。

图31: 越南国内投资及增速 (单位: 十亿越南盾, %)



资料来源: Wind, 越南统计局, 国信证券经济研究所整理

图32: 一带一路国家基础设施发展指数 (单位: 点)



资料来源: Wind, 中国对外承包工程商会, 国信证券经济研究所整理

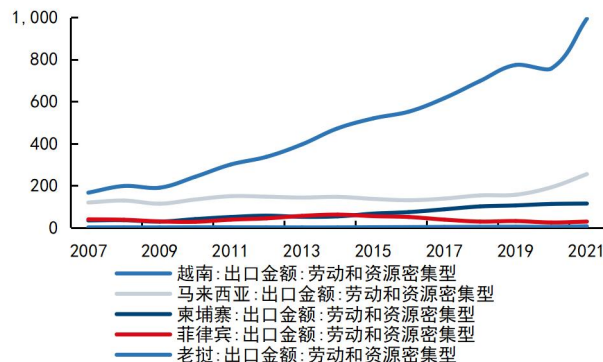
产业转移有望持续带动新兴市场国家基础设施投资需求。由于中国国内去库存压力相对较大，人力成本持续上升，企业对外投资快速增长，2023 年中国非金融类对外直接投资 1301 亿美元，同比+11.4%。一带一路沿线部分国家同时具备地理交通优势和劳动力成本优势，有望承接中国的产能溢出。产能转移将带动承接国经济增长，释放基础设施建设需求。

图33: 中国非金融对外直接投资及增速 (单位: 亿美元, %)



资料来源: Wind, 商务部, 国信证券经济研究所整理

图34: 部分国家劳动和资源密集型产业出口额 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 联合国贸易和发展会议, 国信证券经济研究所整理

2023 年海外工程龙头企业新签高增长，业绩兑现确定性强。2023 年“中国-中亚五国”峰会、金砖国家峰会和“一带一路”峰会等重大国际会议召开，疫情管控放松国家商务活动恢复正常，海外占比较高的建筑企业 2023 年海外新签订单普遍实现了较高增速，随着订单持续履约结转，业绩将具有较高的兑现确定性。综合性建筑央企如中国交建、中国化学新签海外订单规模较大并实现大幅增长，专业国际工程公司如中工国际、中材国际、中钢国际海外占比较高，业绩受海外订单驱动弹性更大。

图35: 国际工程龙头企业 2023 年新签订单情况 (单位: 亿元)

证券代码	证券简称	2023H1海外收入占比	2023年新签订单金额	2023年新签订单金额增速	2023年海外新签金额	2023年海外新签金额增速
002051.SZ	中工国际	60.5%	220	13%	166	28%
000065.SZ	北方国际	51.8%	189	21%	-	-
600970.SH	中材国际	39.7%	616	18%	333	55%
000928.SZ	中钢国际	29.7%	193	5%	106	55%
601886.SH	江河集团	23.4%	258	10%	-	-
601117.SH	中国化学	20.7%	3,268	10%	1,006	165%
601800.SH	中国交建	15.5%	17,532	14%	3,197	48%
601669.SH	中国电建	15.0%	11,428	13%	2,152	12%
601868.SH	中国能建	13.3%	12,837	22%	2,807	17%

资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议：把握建筑央企估值回升和国际工程业绩兑现机遇

中央财政托底基建投资，预测 2024 年基建投资保持低速增长。各地固投目标与 GDP 目标具有较强的一致性，投资稳经济仍是共识，2024 年重大项目落地强度可能整体相对偏弱，但重大项目投资计划与地方债务压力不完全正相关，部分“重点省份”投资计划仍有增长。相比地方财政，中央财政仍然有较大加杠杆空间，能够以国债形式为基建提供融资，为重大项目建设提供支持。基于 5%的预期经济增长目标，维持 2024 年基建增速 5%以内低速增长的预测。

建筑央企估值回升具备可持续性。“国央企市值管理”目标本身对建筑央企基本面的直接影响并不显著，潜在影响可能是促进建筑央企继续落实缩减低效投资的经营策略。但在主题催化下，建筑央企的估值回升行业是具有可持续性的，该判断主要基于三点因素：1) 地方化债+中央财政发力，建筑企业资产质量有望提升；2) 建筑央企持续推进业务结构转型，现金流改善可期；3) 基建有预期差，中央财政支持下重大项目支撑建筑企业订单。

“一带一路”建设需求复苏，关注国际工程龙头业绩兑现。2023 年随着疫情管控正常化，海外商务活动重回正轨，工程存量订单加速履约，推动国际工程企业新签订单和收入业绩持续复苏。2023 年对外承包工程新签合同 2645 亿美元，同比+4.5%，业务完成额 1609 亿美元，同比+3.8%，二者均实现 2020 年以来最高增速，其中业务完成额首次实现增速回正。由于中国国内去库存压力相对较大，人力成本持续上升，企业对外投资快速增长，2023 年中国非金融类对外直接投资 1301 亿美元，同比+11.4%。一带一路沿线部分国家同时具备地理交通优势和劳动力成本优势，有望承接中国的产能溢出。产能转移将带动承接国经济增长，释放基础设施建设需求。2023 年海外占比较高的建筑企业 2023 年海外新签订单普遍实现了较高增速，随着订单持续履约结转，业绩将具有较高的兑现确定性。

重点推荐：中国中铁、中国交建、中国铁建、中材国际。

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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提及的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