

建筑行业两会专题报告

目标制定积极进取，特别国债贡献基建增量资金

超配

核心观点

目标制定和政策方针偏积极，彰显稳增长信心。3月5日，国务院总理代表国务院，向十四届全国人大二次会议作政府工作报告（以下简称《报告》）。根据《报告》，2024年目标实现国内生产总值增长5%左右，城镇新增就业、失业率、消费价格、居民收入等指标均与2023年增速保持一致。2024年政府工作报告新增“稳中求进、以进促稳、先立后破”十二字工作方针，删去此前“稳字当头”的表述，提出“谨慎出台收缩性抑制性举措”。我们认为，今年《报告》将“进”和“立”摆在更突出的位置，政策定调更积极，充分彰显稳增长信心。

超长期特别国债推出，有望成为中央加杠杆的核心工具。《报告》提出，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元。超长期特别国债不纳入一般公共预算，不计入赤字率，融资成本低，发行期限为10年以上，适合用于投资额大、回报周期长的重大战略项目。回顾历史，1998-2008年中国累计发行1.13万亿元长期建设国债，用于应对亚洲金融危机带来的经济增速下滑、出口回落、物价水平下降问题，1997-1999年中央财政总支出分别同比增长10.4%/100.2%/22.0%，中央政府杠杆率持续提升，带动固定资产投资快速回暖。超长期特别国债有望发挥类似世纪之初长期建设国债的作用，作为中央财政加杠杆的核心工具，驱动全社会投资加速回暖。

特别国债贡献主要增量资金来源，预测2024年基建投资资金来源+8.5%。根据以上假设分析，预测2024年基建投资资金来源15.44万亿元，同比+8.5%，同比增加增量资金约1.2万亿元。其中，一般公共预算支出/政府性基金支出/其他配套资金同比增速分别为3.0%/18.8%/7.0%。基建资金的主要增量来源于政府性基金支出较高的预期增速，拆分来看，主要是专项债计划新增规模维持在高位（3.9万亿元，较上年发行目标增加1000亿元）和增发超长期特别国债（包括去年10月发行结转至今年的5000亿元）。

投资建议：重大项目投资规模高位运行，超长期特别国债支撑基建资金增长，预测全年基建投资保持低速增长。建筑央企在承接重大项目上存在优势，融资成本低于行业均值，有望保持订单和业绩持续增长；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；政策趋势与库存周期共振，看好工业建筑相关板块估值修复。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；数据测算存在误差的风险。

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：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

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-政策趋势与库存周期共振，看好工业建筑相关板块》——2024-03-05
- 《建筑行业周观点-开工节奏相对偏慢，把握基建预期差和建筑出海机遇》——2024-02-26
- 《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》——2024-02-23
- 《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

内容目录

两会定调：“进”和“立”摆在更突出的位置	5
资金角度看基建投资：从财政出发的新视角	7
基建资金来源拆分的新视角	7
站在当前时点展望全年基建资金情况	10
政府投资的“稳”与“进”，建筑行业的“立”与“破”	16
地方政府稳杠杆，中央财政加杠杆	16
先“立”基建投资新重点，再“破”政府投资依赖	17
PPP 新政：全面转向特许经营	20
政策趋势与库存周期共振，看好工业建筑产业链	21
投资建议	23
风险提示	24

图表目录

图 1: 基建投资额完成额和资金来源规模 (单位: 亿元)	7
图 2: 基建投资和资金来源增速对比 (单位: %)	7
图 3: 2022 年狭义基建投资资金来源结构 (单位: %)	8
图 4: 基建资金中财政资金和相关配套资金占比 (单位: %)	8
图 5: 基建投资资金来源中财政资金的内部结构	8
图 6: 2023 年专项债投向结构 (单位: %)	9
图 7: 国有土地出让金支出和收入的关系 (单位: %)	9
图 8: 基建资金中贷款占比明显低于社融中贷款比例 (单位: %)	10
图 9: 固定资产投资资金来源中自有资金占自筹资金的比例 (单位: 亿元, %)	10
图 10: 基建投资资金来源重分类后资金结构示意 (单位: %)	10
图 11: 一般公共预算基本遵循以收定支原则 (单位: %)	11
图 12: 一般公共预算收入增速和 GDP 增速 (单位: %)	11
图 13: 不同口径下财政赤字率变化 (单位: %)	11
图 14: 一般公共预算用于基建的规模和比例 (单位: 亿元, %)	11
图 15: 目标财政赤字规模和赤字率 (单位: 亿元, %)	11
图 16: 目标赤字规模和实际完成赤字规模 (单位: 亿元)	11
图 17: 目标中央预算内投资及增速 (单位: 亿元, %)	12
图 18: 目标一般公共预算支出及增速 (单位: 亿元, %)	12
图 19: 历年专项债新增目标和实际新增规模 (单位: 亿元)	12
图 20: 专项债单月新增发行规模 (单位: 亿元)	12
图 21: 近年来国债净新增规模 (单位: 亿元)	13
图 22: 长期建设国债发行规模及投资增速 (单位: 亿元, %)	13
图 23: 基建中长期贷款新增额和累计同比 (单位: 亿元, %)	13
图 24: 基建与固投资金中国内贷款增速对比 (单位: 亿元, %)	13
图 25: 城投债净融资额累计值及累计同比 (单位: 亿元, %)	14
图 26: 城投债偿还规模占发行规模的比例 (单位: %)	14
图 27: 基建投资资金来源结构变化 (单位: 亿元)	15
图 28: 基建投资资金来源中财政资金内部结构 (单位: 亿元)	15
图 29: 消费者收入预期指数明显下滑	16
图 30: 城投债净融资规模处于低位 (单位: 亿元, %)	16
图 31: 办公和高铺租金水平持续下行 (单位: 元/日·m ²)	17
图 32: 世界主要经济体政府杠杆率对比 (单位: %)	17
图 33: 地方政府再融资债发行情况 (单位: 亿元)	17
图 34: 历年国债发行和净融资规模 (单位: 亿元)	17
图 35: 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)	18
图 36: PPP 的两种主要模式	20
图 37: 存量 PPP 项目回报机制结构 (单位: %)	20

图 38: 制造业投资和民间制造业投资增速 (单位: %)	21
图 39: 制造业投资收益及增速 (单位: 亿元, %)	21
图 40: 工业企业产成品存货和 PPI 同比 (单位: %)	22
图 41: 工业企业利润增速和利润率变化 (单位: %)	22
图 42: 钢结构板块估值与工业库存周期相关性 (单位: %)	22
表 1: 近两次政府工作报告中部分表述对比	5
表 2: 一般公共预算支出投向基建的金额 (单位: 亿元)	8
表 3: 基建投资资金来源拆分和预测 (单位: 亿元)	14
表 4: 2024 年各地重大项目投资计划一览 (单位: 亿元)	18
表 5: 部分地区 2024 年重大项目投资计划情况	19
表 6: 部分在手 PPP 应收款较多的建筑公司情况 (单位: 亿元)	21

两会定调：“进”和“立”摆在更突出的位置

3月5日，国务院总理代表国务院，向十四届全国人大二次会议作政府工作报告（以下简称《报告》）。政府工作报告中提出2024年目标国内生产总值增长5%左右，坚持稳中求进、以进促稳、先立后破；积极的财政政策要适度加力、提质增效，赤字率拟按3%安排；稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。一般公共预算支出规模28.5万亿元，比上年增加1.1万亿元。拟安排地方政府专项债券3.9万亿元，比上年增加1000亿元。为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元。

目标制定和政策方针偏积极，彰显稳增长信心。根据政府工作报告，2024年目标实现国内生产总值增长5%左右，城镇新增就业、失业率、消费价格、居民收入等指标均与2023年增速保持一致。经济增速目标符合我们在《2024年度投资策略：稳中求变，顺时而谋》中的预期：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。2024年政府工作报告新增“稳中求进、以进促稳、先立后破”十二字工作方针，删去此前“稳字当头”的表述，提出“谨慎出台收缩性抑制性举措”。我们认为，今年《报告》将“进”和“立”摆在更突出的位置，政策定调更积极，充分彰显稳增长信心。

政府投资强调“有效”，统筹防风险和稳发展。关于政府投资的表述上，将“政府投资和政策激励要有效带动全社会投资”调整为“发挥好政府投资的带动放大效应”，在中央财政发力的大背景下，预计政府投资的撬动能力更强，能够更好地发挥“放大效应”。《报告》中新增“防止低效无效投资”表述，对地方存量债务风险表述由“遏制”调整为“严防”，反映地方债务风险监管仍将趋严，地方债务扩张将继续受到严格限制。

表1：近两次政府工作报告中部分表述对比

涉及领域	2023年	2024年
经济增长	国内生产总值增长5%左右；城镇新增就业1200万人左右，城镇调查失业率5.5%左右；居民消费价格涨幅3%左右；居民收入增长与经济增长基本同步；进出口促稳提质，国际收支基本平衡；粮食产量保持在1.3万亿斤以上；单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降，重点控制化石能源消费，生态环境质量稳定改善。	国内生产总值增长5%左右；城镇新增就业1200万人以上，城镇调查失业率5.5%左右；居民消费价格涨幅3%左右；居民收入增长和经济增长同步；国际收支支持基本平衡；粮食产量1.3万亿斤以上；单位国内生产总值能耗降低2.5%左右，生态环境质量持续改善。
政策方针	要坚持稳字当头、稳中求进 ，面对战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多，保持政策连续性稳定性针对性，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。	我们要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。 稳是大局和基础，各地区各部门要多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策， 谨慎出台收缩性抑制性举措 ，清理和废止有悖于高质量发展的政策规定。进是方向和动力， 该立的要积极主动立起来，该破的要在立的基础上坚决破 ，特别是在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取。强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。
财政政策	要坚持稳字当头、稳中求进 ，面对战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多，保持政策连续性稳定性针对性，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。	我们要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。 稳是大局和基础，各地区各部门要多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策， 谨慎出台收缩性抑制性举措 ，清理和废止有悖于高质量发展的政策规定。进是方向和动力， 该立的要积极主动立起来，该破的要在立的基础上坚决破 ，特别是在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取。强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。
货币政策	积极的财政政策要加力提效。赤字率拟按3%安排。完善税费优惠政策，对现行减税降费、退税缓税等措施，该延续的延续，该优化的优化。	积极的财政政策要适度加力、提质增效。综合考虑发展需要和财政可持续，用好财政政策空间，优化政策工具组合。赤字率拟按3%安排，赤字规模4.06万亿元，比上年年初预算增加1800亿元。预计今年财政收入继续恢复增长，加上调入资金等，一般公共预算支出规模28.5万亿元，比上年增加1.1万亿元。拟安排地方政府专项债券3.9万亿元，比上年增加1000

政府投资

稳健的货币政策要精准有力。保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，支持实体经济发展。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

亿元。为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元。

稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。加强总量和结构双重调节，盘活存量、提升效能，**加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降。**畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转。增强资本市场内在稳定性。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。大力发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融。优化融资增信、风险分担、信息共享等配套措施，更好满足中小微企业融资需求。

房地产

政府投资和政策激励要**有效带动全社会投资**，今年拟安排地方政府专项债券3.8万亿元，加快实施“十四五”重大工程，实施城市更新行动，促进区域优势互补、各展其长，继续加大对受疫情冲击较严重地区经济社会发展的支持力度，鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设，激发民间投资活力。防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，**遏制增量、化解存量。**

发挥好政府投资的**带动放大效应**，重点支持科技创新、新型基础设施、节能减排降碳，加强民生等经济社会薄弱领域补短板，推进防洪排涝抗灾基础设施建设。推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，加快实施“十四五”规划重大工程项目。今年中央预算内投资拟安排7000亿元。合理扩大地方政府专项债券投向领域和用作资本金范围，额度分配向项目准备充分、投资效率较高的地区倾斜。统筹用好各类资金，防止低效无效投资。深化投资审批制度改革。着力稳定和扩大民间投资，落实和完善支持政策。实施政府和社会资本合作新机制，鼓励民间资本参与重大项目建设。进一步拆除各种藩篱，在更多领域让民间投资进得来、能发展、有作为。建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，完善全口径地方债务监测监管体系，分类推进地方融资平台转型。统筹好地方债务风险化解和稳定发展，进一步落实一揽子化债方案，**妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险。**

农业农村

加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，加快推进老旧小区和危旧房改造。有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产市场平稳健康发展。

适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式。**加大保障性住房建设和供给**，完善商品房相关基础性制度，**满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求。**优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展。

新型城镇化

一体推进农业现代化和农村现代化。稳定粮食播种面积，抓好油料生产，实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动。完善农资保供稳价应对机制。加强耕地保护，加强农田水利和高标准农田等基础设施建设。深入实施种业振兴行动。强化农业科技和装备支撑。健全种粮农民收益保障机制和主产区利益补偿机制。树立大食物观，构建多元化食物供给体系。发展乡村特色产业，拓宽农民增收致富渠道。巩固拓展脱贫攻坚成果，坚决防止出现规模性返贫。推进乡村建设行动。国家关于土地承包期再延长30年的政策，务必通过细致工作扎实落实到位。

完善粮食生产收储加工体系，全方位夯实粮食安全根基。推进国家水网建设。强化能源资源安全保障，加大油气、战略性矿产资源勘探开发力度。严守耕地红线，完善耕地占补平衡制度，加强黑土地保护和盐碱地综合治理，**提高高标准农田建设投资补助水平。**各地区都要扛起保障国家粮食安全责任。深入实施乡村建设行动，**大力改善农村水电路气信等基础设施和公共服务，加强充电桩、冷链物流、寄递配送设施建设，加大农房抗震改造力度**，持续改善农村人居环境，建设宜居宜业和美乡村。

生态文明

积极推进新型城镇化。我国城镇化还有很大发展提升空间。培育发展县城经济，补齐基础设施和公共服务短板，**使县城成为新型城镇化的重要载体。**注重以城市群、都市圈为依托，促进大中小城市协调发展。**推动成渝地区双城经济圈建设。**稳步实施城市更新行动，**推进“平急两用”公共基础设施建设和城中村改造，加快完善地下管网，推动解决老旧小区加装电梯、停车等难题，加强无障碍、适老化设施建设**，打造宜居、智慧、韧性城市。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

资金角度看基建投资：从财政出发的新视角

基建资金来源拆分的新视角

基建资金来源口径与固定资产投资相同，但其数据不直接披露，我们可以根据按年度披露的分行业固定资产投资资金来源加总得到。出于数据可得性的考虑，我们近似以“交通运输、仓储和邮政业”和“水利、环境和公共设施管理业”之和代表“基础设施建设（不含电力、热力、燃气及水的生产供应业）”的统计口径，出于数据可得性考虑，此处暂且忽略“电信广播电视和卫星传播服务业”和“互联网和相关服务业”两个新基建领域的投资（2020年投资额占比约4.8%）。

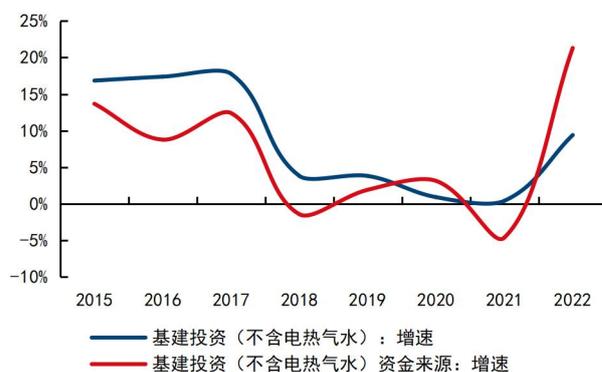
基建资金到位程度决定实物工作量落地进度。基建投资与基建资金来源之间存在强相关性，2022年基建资金来源14.7万亿元，基建投资16.7万亿元，二者的差值为已落地但资金未到位的工作量，可看做是建筑企业的合同资产规模（已完工未确认工程）。2022年投资完成额和资金来源的差值明显缩小，资金到位情况好转推动基建投资实现较快增长。

图1：基建投资额完成额和资金来源规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

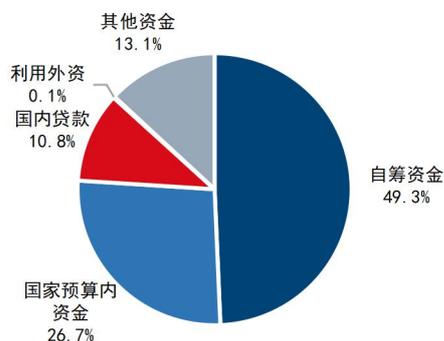
图2：基建投资和资金来源增速对比（单位：%）



资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

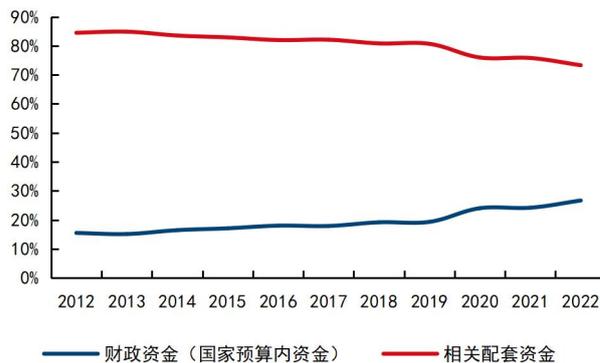
基建投资的资金来源可分为财政资金和配套资金两类。基建投资的资金来源主要包括国家预算资金、国内贷款、自筹资金、其他资金、利用外资。若从资金性质上进行重分类，可以把基建资金来源划分为财政资金和相关配套资金（银行信贷、城投自筹、民间资本等）两大类。2022年基建投资（不含电力、热力、燃气及水的生产供应业）的资金来源中，国家预算内资金3.93万亿元，占比26.7%。由于2017年起新增专项债发行规模和专项债投向基建比例持续提升，对配套资金（主要是信贷和城投自筹资金）产生一定的挤出效应，财政资金占比持续上升。

图3: 2022年狭义基建投资资金来源结构(单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

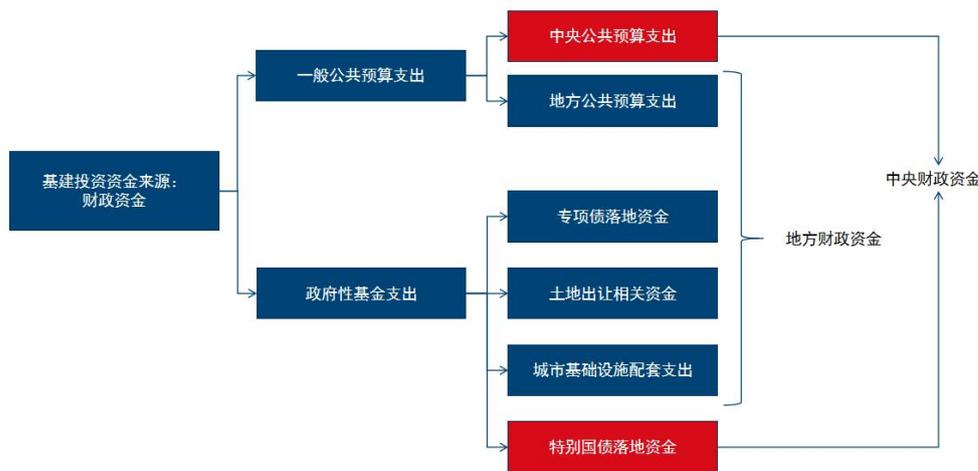
图4: 基建资金中财政资金和相关配套资金占比(单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

财政资金(国家预算内资金): 涵盖所有政府表内的基建支出。财政口径中的国家预算资金包括一般预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社保基金预算, 其中用于基建投资的主要是一般预算和政府性基金预算, 其中包含了中央投资预算、专项债、土地出让金、特别国债等多渠道资金来源。

图5: 基建投资资金来源中财政资金的内部结构



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

一般公共预算支出: 主要投向市政、水利、交通领域。一般公共预算支出数据可见于财政部全国一般公共预算支出决算表, 但其统计口径与家统计局略有差别, 在财政部口径下可归类为基建支出的项目中, 无法完全分离出工程建设项目人力与管理费用、500万以下的农村固定资产投资、公共建筑投资等非基建固定资产投资这些不纳入统计局基建口径的数据。此报告中, 采用一般公共预算支出中市政、水利、交通三大领域中八个子项支出估算一般公共预算投向基建的资金规模。

表2: 一般公共预算支出投向基建的金额(单位: 亿元)

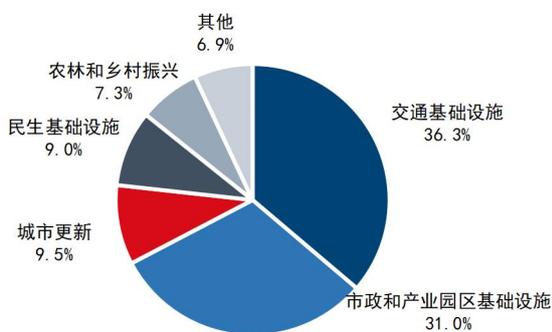
一级行业分类	二级行业分类	三级行业分类	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
城乡社区支出	城乡社区公共设施	城乡社区公共设施	8,133	9,344	9,521	10,292	11,489	8,319	7,619	7,611

农林水支出	水利	水利工程建设	1,973	1,884	1,886	1,809	1,931	1,792	1,705	1,702
		江河湖库水系综合整治	0	63	117	93	111	129	122	134
		南水北调工程建设	60	43	116	131	54	23	23	25
交通运输支出	公路水路运输	公路建设	1,569	1,681	1,574	1,532	1,709	2,419	2,057	1,936
		航道维护	127	93	93	79	87	78	83	93
		口岸建设	13	14	18	10	16	16	17	28
	铁路运输	铁路路网建设	744	632	101	610	875	708	390	760
合计			12,619	13,755	13,426	14,555	16,272	13,485	12,017	12,288

资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

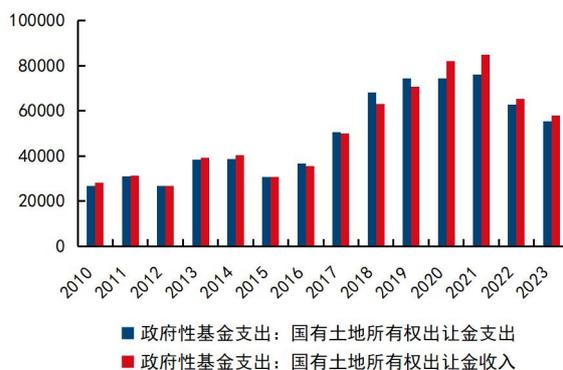
政府性基金支出：常规年份主要为专项债和土地出让支出，特别国债增量值得关注。常规年份中，政府性基金预算支出用于基建的部分主要是专项债用于基建部分、土地出让金支出用于城市建设部分、城市基础设施配套费支出三部分。2020年起专项债不可用于土储和棚改后，专项债投向基建的比例明显提升，当前预计可达到90%；土地出让金支出与土地出让金收入高度相关，其中80%用于拆迁补偿和土地开发前期成本，约10%投向相关配套基础设施建设；城市基础设施配套费相对规模较小，支出力度与土地出让收入相关性强。另外，特别国债纳入政府性基金而非一般公共预算管理，不计入财政赤字，2024年将为政府性基金支出部分贡献重要增量。

图6：2023年专项债投向结构（单位：%）



资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

图7：国有土地出让金支出和收入的关系（单位：%）



资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

配套资金：实际准财政资本金占2成，信贷资金占8成。自筹资金是基建投资资金来源中的最大部分，2022年投向基建的自筹资金为7.26万亿元，占比49%。在统计局口径下，自筹资金指建设单位（通常为地方城投公司）用于项目建设的自有或自借资金，理论上应剔除财政资金和银行资金。而2023年城投债净融资仅1.45万亿元，估算全国城投公司留存净利润1.8亿元，则仍存在约4万亿元缺口。从实际出发，银行贷款是我国基础设施建设当前最重要的融资手段，而2022“国内贷款”一项在基建的资金来源中仅占比10.8%，远低于当年人民币贷款在社融中的占比（65.3%）。参考历史数据，2016年固定资产投资中自有资金在自筹资金中的比例就已经下降至30%左右。综上，自筹资金可以理解为30%的自有资金和70%的信贷等其他自筹资金，并入“国内贷款”和“其他资金”后，可以认为基建资金中除财政资金外的配套资金由20%的准财政资本金和80%的信贷资金构成。

图8: 基建资金中贷款占比明显低于社融中贷款比例 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

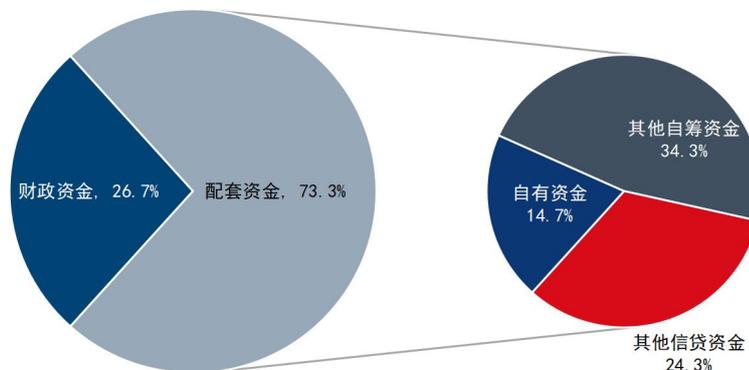
图9: 固定资产投资资金来源中自有资金占自筹资金的比例 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

重分类后, 基建资金中财政资金占 1/4, 财政及准财政资金占 4 成。经过以上拆解过程, 穿透资金性质后, 我们将基建投资的资金来源重新梳理分类, 财政资金大约占 1/4, 配套资金约占 3/4; 配套资金中具有准财政性质的企事业单位自有资金占 20%, 占基建资金总体约 15%; 其他信贷资金占配套资金的 80%, 占基建资金总体的约 60%。

图10: 基建投资资金来源重分类后资金结构示意图 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

站在当前时点展望全年基建资金情况

一般公共预算支出: 以收定支, 适度赤字, 取决于政府投资意愿。一般公共预算支出投向基建的金额取决于一般公共预算收入、赤字率、投向基建的比例三个因素。一般公共预算收入增速逐年趋近于 GDP 增速, 增长相对稳定, 因此投向基建的一般公共预算支出主要取决于赤字率和投向基建占比两个反映政府投资倾向的指标。近几年宏观经济增速放缓, 导致公共预算收入放缓, 尽管赤字率略有提升, 但一般公共预算支出增速仍处于下行趋势。从投向上看, 一般公共预算支出更倾向于民生保障类支出, 投向基建的规模和比例均在下行。

图11：一般公共预算基本遵循以收定支原则（单位：%）



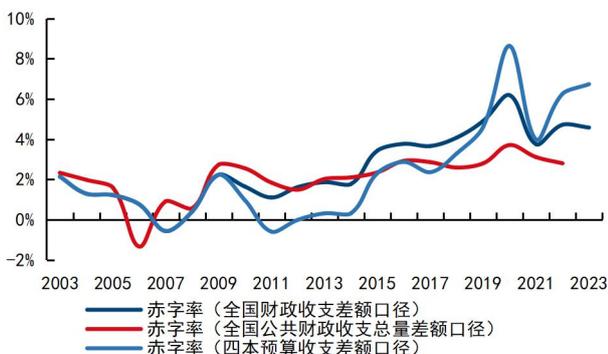
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图12：一般公共预算收入增速和 GDP 增速（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图13：不同口径下财政赤字率变化（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

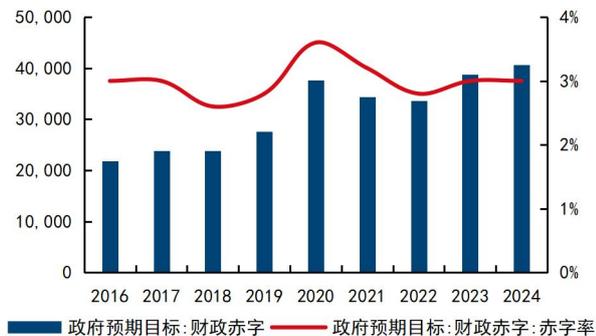
图14：一般公共预算用于基建的规模和比例（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，财政部，国信证券经济研究所整理

一般公共预算支出：目标赤字率不变，预算内支出谨慎发力。《报告》提出 2024 年赤字率拟按 3% 安排，赤字规模 4.06 万亿元，中央预算内投资拟安排 7000 亿元，一般公共预算支出规模 28.5 万亿元。赤字率目标与 2023 年年初目标保持一致，赤字规模较上年增加 1800 亿元，一般公共预算支出增加 11000 亿元（其中中央预算内投资增加 200 亿元）。若考虑 2023 年增发的 1 万亿元国债计入赤字，则 2024 年目标赤字率较上年实际赤字率略有下降，反映预算内财政扩张相对谨慎。

图15：目标财政赤字规模和赤字率（单位：亿元，%）



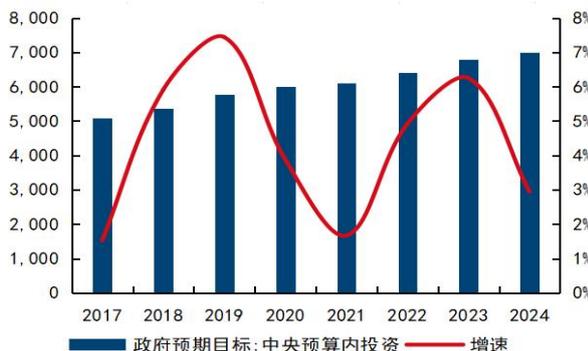
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图16：目标赤字规模与实际完成赤字规模（单位：亿元）



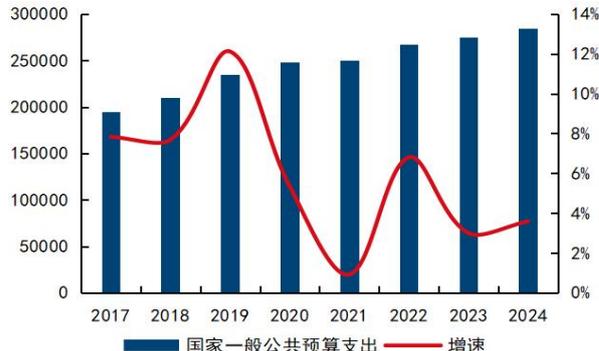
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17: 目标中央预算内投资及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 目标一般公共预算支出及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

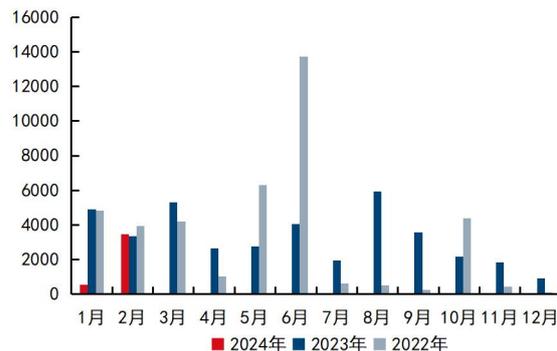
政府性基金支出：新增专项债限额略有提升，更加强调投资效率。《报告》提出，2024年拟安排地方政府专项债券3.9万亿元，比上年增长1000亿元，合理扩大地方政府专项债券投向领域和用作资本金范围，额度分配向项目准备充分、投资效率较高的地区倾斜。2023年受制于优质项目储备不足，新增专项债发行进度滞后，2024年预计将继续面临同样的发行压力，各地区专项债额度差异将继续分化。

图19: 历年专项债新增目标和实际新增规模 (单位: 亿元)



资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

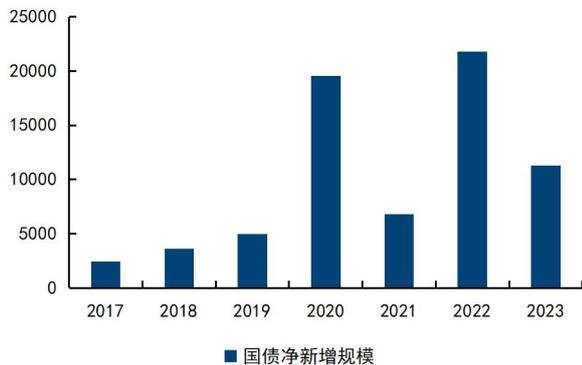
图20: 专项债单月新增发行规模 (单位: 亿元)



资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

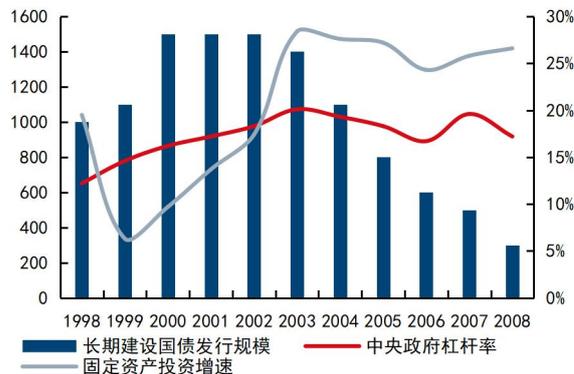
政府性基金支出：超长期特别国债推出，有望成为中央加杠杆的核心工具。《报告》提出，为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元。超长期特别国债不纳入一般公共预算，不计入赤字率，融资成本低，发行期限为10年以上，适合用于投资额大、回报周期长的重大战略项目。回顾历史，1998-2008年中国累计发行1.13万亿元长期建设国债，用于应对亚洲金融危机带来的经济增速下滑、出口回落、物价水平下降问题，1997-1999年中央财政总支出分别同比增长10.4%/100.2%/22.0%，中央政府杠杆率持续提升，带动固定资产投资快速回暖。超长期特别国债有望发挥类似世纪之初长期建设国债的作用，作为中央财政加杠杆的核心工具，驱动全社会投资加速回暖。

图21: 近年来国债净新增规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 财政部, 国信证券经济研究所整理

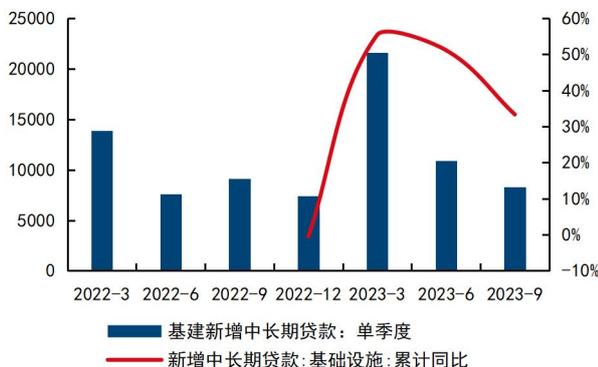
图22: 长期建设国债发行规模及投资增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 财政部, 国信证券经济研究所整理

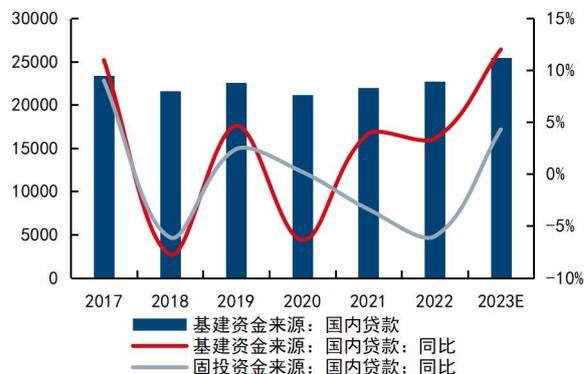
配套资金: 信贷资金持续向基建倾斜。2023 年前三季度新增基建中长期贷款 9.49 万亿元, 同比增长 33.3%, 社融总体偏弱的情况下, 基建融资需求相对较强, 金融机构信贷投放持续向基建倾斜, 反映为: 2021 年起固投和基建资金来源中的国内贷款增速明显分化, 国内贷款资金对固投总体的支撑持续减弱, 而对基建的支持力度持续增强。预测 2023 年基建资金来源中国内贷款规模为 2.55 万亿元, 同比+12%。

图23: 基建中长期贷款新增额和累计同比 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图24: 基建与固投资金中国内贷款增速对比 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

配套资金: 城投平台持续去杠杆, 拖累自筹资金增长。近年来地方融资平台新增融资监管持续收紧, 2023 年 10 月《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》要求融资平台只能本金借新还旧, 不得新增债务。2022 年全年城投债净融资规模 1.30 万亿元, 同比缩减 46%, 2023 年城投债净融资在低基数上也仅实现 10.9% 的增长。同时新增再融资城投债比例增加, 2023 年城投债偿还规模占新发行规模的 79.4%, 该比例 2020 年仅为 52.8%。

图25: 城投债净融资额累计值及累计同比 (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26: 城投债偿还规模占发行规模的比例 (单位%)



资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

特别国债贡献主要增量资金来源, 预测 2024 年基建投资资金来源+8.5%。根据以上假设分析, 预测 2024 年基建投资资金来源 15.44 万亿元, 同比+8.5%, 同比增加增量资金约 1.2 万亿元。其中, 一般公共预算支出/政府性基金支出/其他配套资金同比增速分别为 3.0%/18.8%/7.0%。基建资金的主要增量来源于政府性基金支出较高的预期增速, 拆分来看, 主要是专项债计划新增规模维持在高位 (3.9 万亿元, 较上年发行目标增加 1000 亿元) 和增发超长期特别国债 (包括去年 10 月发行结转至今年的 5000 亿元)。

表3: 基建投资资金来源拆分和预测 (单位: 亿元)

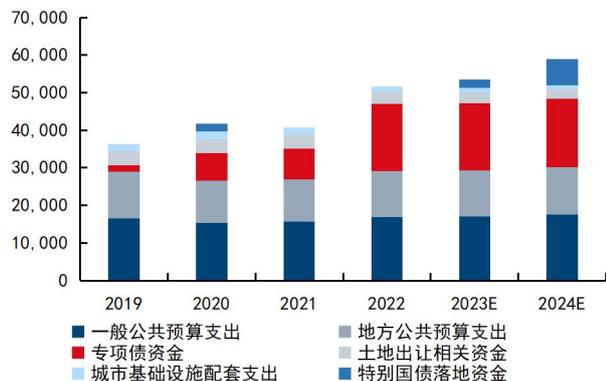
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
基建投资资金来源	123,327	127,183	121,302	147,157	142,312	154,443
国家预算内资金	23,840	30,572	29,367	39,289	41,270	46,333
一般公共预算支出	16,468	15,378	15,632	16,838	17,050	17,560
中央公共预算支出	4,043	4,200	4,270	4,480	4,760	4,900
中央预算内投资	5776	6000	6100	6400	6800	7000
中央预算投资用于基建比例	70%	70%	70%	70%	70%	70%
地方公共预算支出	12,425	11,178	11,362	12,358	12,290	12,660
地方一般公共预算支出	203,743	210,583	210,623	224,981	236,354	243,470
地方预算用于基建比例	6.1%	5.3%	5.4%	5.5%	5.2%	5.2%
政府性基金支出	7,372	15,194	13,735	22,450	24,220	28,773
专项债资金	1,835	7,374	8,042	17,869	17,913	18,098
新增专项债规模	21,487	36,019	35,805	40,264	39,444	39,000
专项债用于基建比例	60%	70%	80%	90%	90%	90%
土地出让相关资金	3,718	3,711	3,808	3,144	2,770	2,549
土地出让支出	74,366	74,230	76,163	62,878	55,407	50,974
土地出让支出用于基建比例	5%	5%	5%	5%	5%	5%
城市基础设施配套支出	1,819	2,062	1,885	1,437	1,266	1,165
特别国债落地资金		2,047			2,271	6,961
特别国债 ¹	-	10,000	-	-	5,000	15,000
特别国债用于基建比例	-	70%	-	-	90%	90%

¹ 2023 年 10 月发行的 1 万亿国债相对特殊, 其计入财政赤字, 但作为特别国债使用, 计入政府性基金支出预算, 其中 5000 亿安排在 2023 年使用, 5000 亿结转至 2024 年使用。

债券落地系数 ²	14%	29%	28%	49%	50%	52%
其他配套资金	99,487	96,611	91,935	107,869	101,041	108,110
配套资金比例 ³	80.7%	76.0%	75.8%	73.3%	71.0%	70.0%

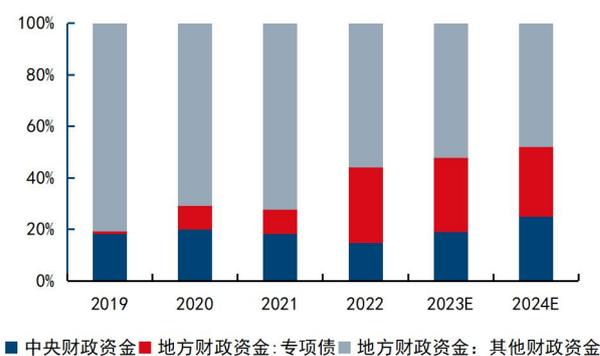
资料来源：中国政府网，财政部，国信证券经济研究所整理

图27：基建投资资金来源结构变化（单位：亿元）



资料来源：中国政府网，财政部，国信证券经济研究所整理

图28：基建投资资金来源中财政资金内部结构（单位：亿元）



资料来源：中国政府网，财政部，国信证券经济研究所整理

² 专项债和特别国债数据是发行额而不是落地额，为了统一口径增加“落地系数”指标，假设当年发行债券筹集的资金将在后续几年内连续落地，则随着发债规模逐年扩容，在建项目规模增加，“落地系数”持续提升。

³ 配套资金包括银行信贷、城投自有资金及城投债、非标融资、民间资本等，由于专项债等低成本融资规模持续上升，对配套资金产生一定的挤出效应，以及有隐债风险的资金持续退出，配套资金比例近年来持续下降，财政资金的名义撬动作用相对弱化。

政府投资的“稳”与“进”，建筑行业的“立”与“破”

地方政府稳杠杆，中央财政加杠杆

从投资扩内需角度看，2024 年居民和企业加杠杆能力仍然相对有限，而可以期待的是中央财政加杠杆，地方财政积极稳杠杆：

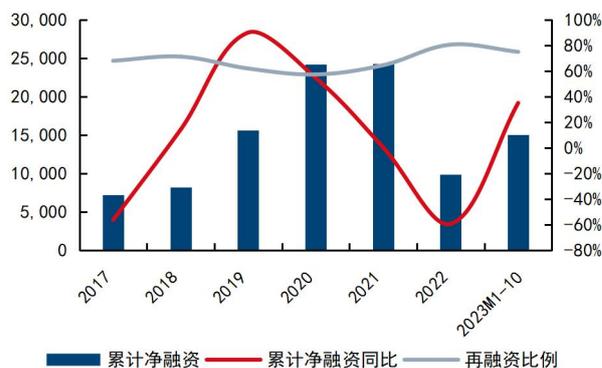
居民和企业部门信心相对不足，呼唤政府部门提升负债规模拉动内需。从居民端看，居民收入预期下滑导致消费意愿低迷，全国房价持续下行，买涨不买跌的心态也导致地产销售不断走弱；长期角度，出生率低迷和老龄化日趋严重，居民加杠杆能力和意愿均相对有限。从企业端看，终端消费疲软，地产销售下滑，海外需求不足等多因素导致当前企业端景气度承压，房价下跌导致城投企业资产端萎缩，进而导致名义资产负债率升高，从目前城投发债情况看，整体以再融资为主（1-10 月再融资规模占比 75%），新增融资规模仍处于低位。

图29：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30：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

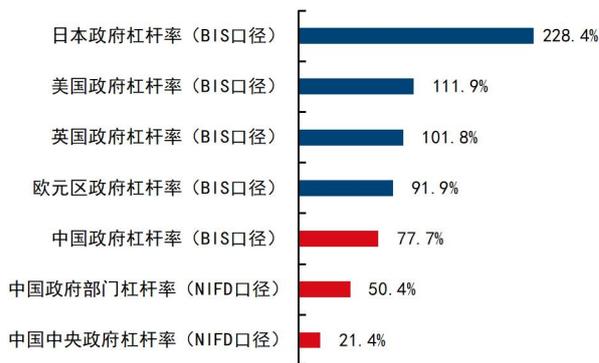
地方财政扩张受限，但中央财政仍有较大加杠杆空间。从地方政府端来看，地方政府近两年的主要加杠杆方式是地方政府专项债，用于兼具一定公益性和收益性要求的基建项目，但是目前大部分具有收益性的基建项目其收益来源都与地产景气度相关（包括土地出让、商办出租、停车场收费、物业服务等），在当前环境下这类收益来源预期大幅收窄，导致专项债项目发行受阻，进而削弱地方政府加杠杆能力。从中央政府端来看，2022 年末中国中央财政国债余额 25.9 万亿元，中央政府杠杆率 21.4%，政府杠杆率 50.4%（国际清算银行口径 77.7%），低于大多数世界主要经济体。中央财政仍然有较大加杠杆空间，能够以国债形式为基建提供融资，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

图31: 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32: 世界主要经济体政府杠杆率对比 (单位: %)

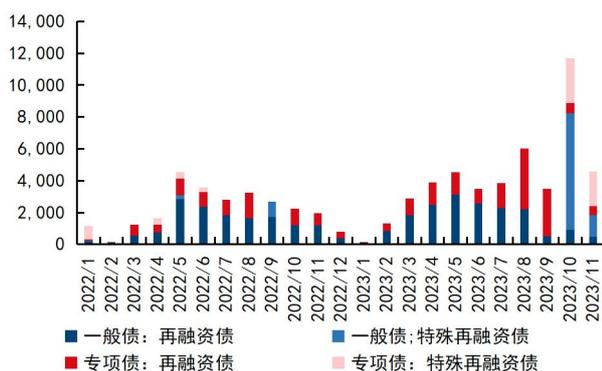


资料来源: 国家资产负债表研究中心 (NIFD), 国际清算银行 (BIS), 国信证券经济研究所整理

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。

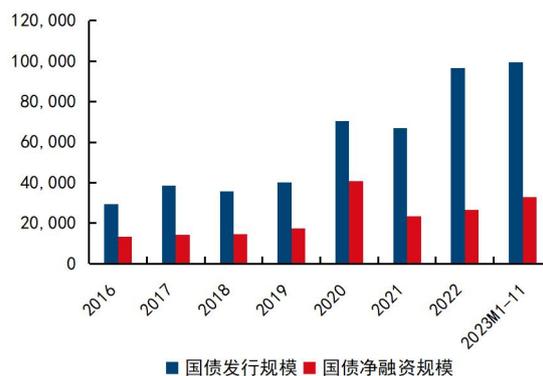
新增政府债务信用主体上移，将有效降低融资成本。2023年10月中央财政决定增发1万亿国债，支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，而此次增发的国债由中央还本付息，全部通过转移支付的方式安排给地方使用。可以预见的是，未来债务发行的信用主体上移仍将继续演绎，由专项债置换城投债基本实现了新增债务由政府表外向政府表内转移，下一步由“发行国债+转移支付”置换地方政府债或能够有效控制地方债务规模增长，降低融资成本。

图33: 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34: 历年国债发行和净融资规模 (单位: 亿元)



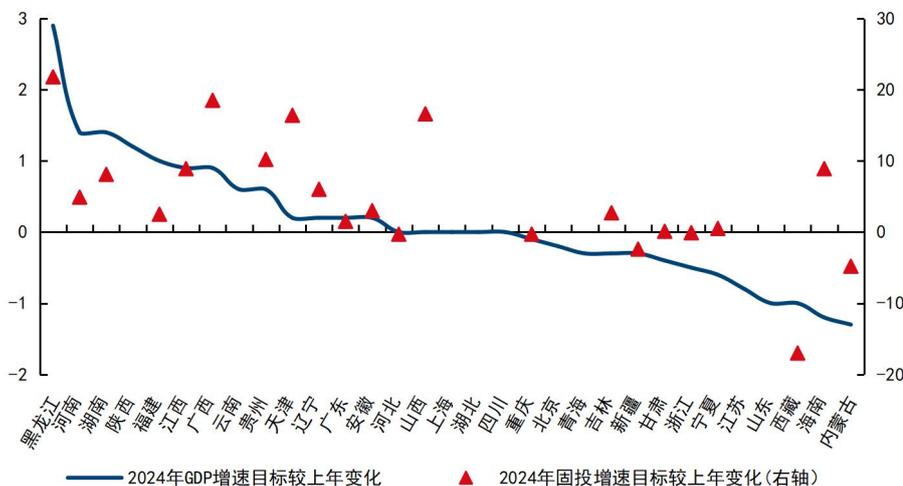
资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

先“立”基建投资新重点，再“破”政府投资依赖

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35: 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

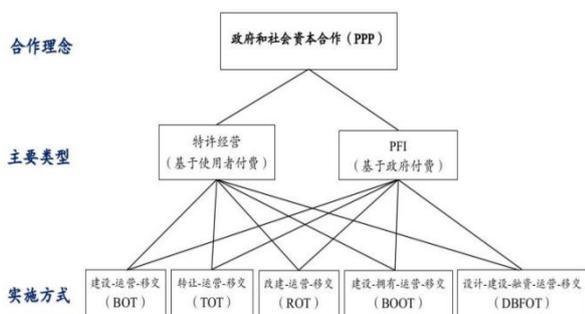
省份	内容
山东	山东省政府发布《关于下达 2024 年省重大项目名单的通知》，包括 555 个 2024 年省重大实施类项目名单和 45 个 2024 年省重大准备类项目名单。省级重点项目主要涵盖 重大产业、基础设施、民生保障 三个类别。其中：重大产业项目 1397 个、年度计划投资 5322 亿元；重大基础设施项目 305 个、年度计划投资 3575 亿元；重大民生保障项目 298 个、年度计划投资 1386 亿元，共计 10283 亿元。（对照 2023 年计划投资 2.56 万亿元，实际完成 2.80 万亿元。）
江苏	2024 年江苏省重大项目清单共安排项目 510 个，包括实施项目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

PPP 新政：全面转向特许经营

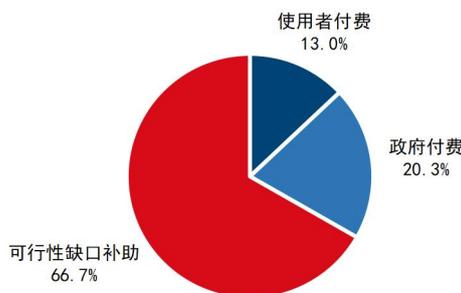
PPP 新模式开启，聚焦使用者付费模式。2023 年 11 月发改委与财政部发布《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》首次提出 PPP 模式应全部采取特许经营模式实施，政府与社会资本合作范围应限定于有经营性收益的项目，对市场化程度较高、公共属性较弱的项目，应由民营企业独资或控股；关系国计民生、公共属性较强的项目，民营企业股权占比原则上不低于 35%。截止 2023 年 2 月，存量 PPP 项目投资额中使用者付费项目仅占 13%，如果考虑到可行性缺口补助项目中的使用者付费部分和未入库的使用者付费项目，**预计未来新增 PPP 项目年投资额将缩减约 3/4**。从国际经验上看，PPP 模式主要可以分为基于特许经营的“法国模式”和基于政府付费的“英国模式”，中国存量政府付费类 PPP 项目投资额占比 20.3%（若包含潜在支出责任，这个比例将更高），**PPP 新政有助于促使原本可采取使用者付费模式的 PPP 项目回归本源，未来 PPP 模式发展方向将更倾向于“法国模式”。**

图36: PPP 的两种主要模式



资料来源：清华大学投融资政策研究中心，国信证券经济研究所整理

图37: 存量 PPP 项目回报机制结构 (单位: %)



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

新政推动政府从“购买方”向“补助方”转变。新政强调“不因采用政府和社会资本合作模式额外新增地方财政未来支出责任”，但同时提出“政府可在严防新增地方政府隐性债务、符合法律法规和有关政策规定要求的前提下，按照一视同仁的原则，在项目建设期对使用者付费项目给予政府投资支持；政府付费只能按规定补贴运营、不能补贴建设成本。除此之外，不得通过可行性缺口补助、承诺保底收益率、可用性付费等任何方式，使用财政资金弥补项目建设和运营成本”。**我们认为新政的目标并不是禁止政府资金投入 PPP 项目，而意在推动政府在 PPP 模式中的角色转变，即从“购买方”向“补助方”转变。**新政下，政府可以通过“投资支持”的形式补贴社会资本方的建设成本，“投资支持”实质上是政府对项目的一次性无偿支持，这样安排既可以提高项目投资回报，也不会新增未来地方财政支出责任。在运营阶段，政府付费未来仅针对行业补贴（如绿色低碳类项目补贴，与项目类型相关而与是否采用 PPP 模式无关），不再以可行性缺口、可用性补助等方式补贴项目运营，未来 PPP 项目收益中不再包含政府的潜在支出责任，项目的运营情况与使用者付费充分挂钩。

优先选择民营企业参与，国资建企亦有机遇。新政提出“优先选择民营企业参与”，对市场化程度较高、公共属性较弱的项目，应由民营企业独资或控股；关系国计民生、公共属性较强的项目，民营企业股权占比原则上不低于 35%；少数涉及国家安全、公共属性强且具有自然垄断属性的项目，应创造条件、支持民营企业参与。政策表述从此前的“鼓励”、“支持”替换为“优先选择”、“应独资或控股”等明确要求，**部分具备特许经营项目运作经验的民营企业将有望受益于政策**

的倾斜。同时，PPP项目融资规模大，亦需要国资建企参与以优化项目公司的主体性质，降低融资成本，建筑央企依然有很大的参与空间，在具有较强公共属性的项目中预计将继续占据主导地位。

表6: 部分在手PPP应收款较多的建筑公司情况（单位：亿元）

证券代码	证券名称	公司性质	长期应收款	资产总计	总市值	长期应收款/总资产	长期应收款/总市值
600502.SH	安徽建工	省属国资	377.6	1596	81	23.7%	467.1%
601800.SH	中国交建	央企	2339.0	17935	1055	13.0%	221.7%
600820.SH	隧道股份	省属国资	289.5	1536	173	18.8%	167.4%
002628.SZ	成都路桥	民营	26.4	73	26	36.1%	103.6%
603955.SH	大千生态	民营	12.9	31	21	41.8%	60.5%
300355.SZ	蒙草生态	民营	46.3	154	64	30.1%	72.0%
002431.SZ	棕榈股份	省属国资	26.3	198	46	13.3%	57.9%
603815.SH	交建股份	民营	14.1	103	50	13.7%	28.3%

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

政策趋势与库存周期共振，看好工业建筑产业链

地方政府强调“有效投资”，制造业投资是重要抓手。根据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。各地省级重大项目中，产业相关项目年内计划落地投资普遍达到总投资的1/3以上。相对基础设施投资，工业及制造业投资有清晰的回报机制，民间资本参与度高，能够在扩大投资的同时避免地方债务压力继续增大，预计将得到更多的政策支持。2023年1-12月制造业投资同比+6.5%，其中民间资本投资同比+9.4%，且下半年保持加速趋势。

图38: 制造业投资和民间制造业投资增速（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图39: 制造业投资收益及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

去库存进入尾声，工业企业资本开支上行可期。2023年下半年起，工业企业各项经营指标转暖，产成品存货同比增速略有回升（12月+2.1%，较7月最低点+0.5pct），PPI单月降幅收窄（12月-2.7%，较6月最低点+2.7pct），工业企业利润增速触底回升（12月+16.8%，较3月最低点+36pct），利润率逐月修复（12月为5.8%，较2月最低点+1.2pct）。工业企业各项指标回暖反映工业库存周期逐渐由被动去库存转向主动补库存，而后随着扩产需求释放，资本开支有望进入上行周期。

图40: 工业企业产成品存货和PPI 同比 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

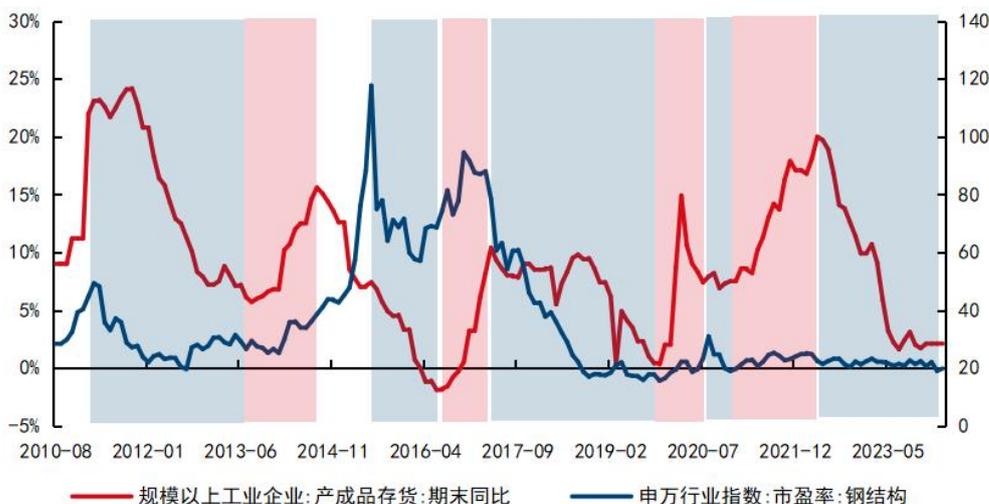
图41: 工业企业利润增速和利润率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

工业建筑景气度回升, 有望带动专业工程及钢结构板块估值修复。工业库存周期由被动去库存转向主动补库存, 则工业扩产需求有望逐渐释放, 专业工程及钢结构与工业建筑相关度高, 工业扩产需求上升将带动相关企业订单增长。复盘历史, 钢结构板块估值与工业企业库存增速具有较强的相关性, 库存增速反转将有望带动钢结构板块估值提升。

图42: 钢结构板块估值与工业库存周期相关性 (单位: %)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

重大项目投资规模高位运行，超长期特别国债支撑基建资金增长，预测全年基建投资保持低速增长。建筑央企在承接重大项目上存在优势，融资成本低于行业均值，有望保持订单和业绩持续增长；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；政策趋势与库存周期共振，看好工业建筑相关板块估值修复。**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；数据测算存在误差的风险。

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