

建筑行业 3 月投资策略

看好央企龙头、建筑出海、工业建筑三条主线

超配

核心观点

基建缺项目大于缺资金，建筑央企订单韧性较强。2024 年计划增发 1 万亿特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，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。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。项目大型化、综合化趋势对建筑企业的资质、融资成本、资金规模、风控能力、产业导入能力提出新的要求，综合型央企龙头优势凸显，行业集中度快速提升。建筑央企订单逆势增长，龙头集中度持续提升，持续收缩投资力度，现金流进入修复通道，有望持续迎来估值重塑。

国际工程持续回暖，看好“建筑出海”。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。

政策趋势与库存周期共振，看好工业建筑产业链。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，专业工程和钢结构板块有望受益。

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：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-特别国债提供基建资金增量，关注基建央企和工业建筑产业链》——2024-03-11

《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》——2024-03-08

《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-复工节奏相对偏慢，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

内容目录

行情回顾：2月建筑板块跑输大盘	5
基建缺项目大于缺资金，建筑央企订单韧性强	6
特别国债贡献基建增量资金，全年基建资金来源相对充足	6
“有效投资”实施挑战大，新项目开工仍受到制约	10
建筑央企订单韧性强，龙头市占率持续提升	12
国际工程持续回暖，看好“建筑出海”	14
政策趋势与库存周期共振，看好工业建筑产业链	16
投资建议	18
风险提示	18

图表目录

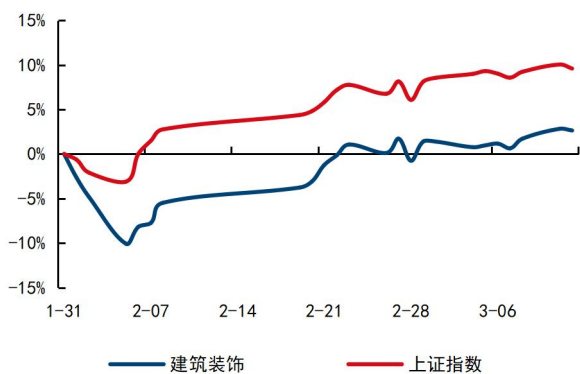
图 1: 2 月至今 SW 建筑装饰指数走势 (单位: %)	5
图 2: 年初至今 SW 建筑装饰指数走势 (单位: %)	5
图 3: 2 月至今 SW 建筑细分板块涨跌幅 (单位: %)	5
图 4: 年初至今 SW 建筑装饰三级行业涨跌幅 (单位: %)	5
图 5: 目标财政赤字规模和赤字率 (单位: 亿元, %)	6
图 6: 目标赤字规模和实际完成赤字规模 (单位: 亿元)	6
图 7: 目标中央预算内投资及增速 (单位: 亿元, %)	6
图 8: 目标一般公共预算支出及增速 (单位: 亿元, %)	6
图 9: 历年专项债新增目标和实际新增规模 (单位: 亿元)	7
图 10: 专项债单月新增发行规模 (单位: 亿元)	7
图 11: 近年来国债净新增规模 (单位: 亿元)	7
图 12: 长期建设国债发行规模及投资增速 (单位: 亿元, %)	7
图 13: 基建中长期贷款新增额和累计同比 (单位: 亿元, %)	8
图 14: 基建与固投资金中国内贷款增速对比 (单位: 亿元, %)	8
图 15: 城投债净融资额累计值及累计同比 (单位: 亿元, %)	8
图 16: 城投债偿还规模占发行规模的比例 (单位: %)	8
图 17: 基建投资资金来源结构变化 (单位: 亿元)	9
图 18: 基建投资资金来源中财政资金内部结构 (单位: 亿元)	9
图 19: 单月新开工项目投资额规模 (单位: 亿元)	11
图 20: 近三年累计新开工项目投资额规模 (单位: 亿元)	11
图 21: 近三年新增专项债单月发行规模 (单位: 亿元)	12
图 22: 近三年新增专项债累计发行规模 (单位: 亿元)	12
图 23: 近四年春节后全国工地开复工率 (单位: %)	12
图 24: 近四年春节后全国工地劳务上工率 (单位: %)	12
图 25: 八大建筑央企新签合同额和市占率 (单位: 亿元, %)	13
图 26: 八大建筑央企市占率变化 (单位: 亿元, %)	13
图 27: 部分建筑央企经营性现金流净额变化 (单位: 亿元)	13
图 28: 剔除保理以后建筑央企经营性现金流净额变化 (单位: 亿元)	13
图 29: 对外承包工程新签合同额及增速 (单位: 亿美元, %)	14
图 30: 对外承包工程完成额及增速 (单位: 亿美元, %)	14
图 31: 越南国内投资及增速 (单位: 十亿越南盾, %)	14
图 32: 一带一路国家基础设施发展指数 (单位: 点)	14
图 33: 中国非金融对外直接投资及增速 (单位: 亿美元, %)	15
图 34: 部分国家劳动和资源密集型产业出口额 (单位: 亿美元)	15
图 35: 国际工程龙头企业 2023 年新签订单情况 (单位: 亿元)	15
图 36: 制造业投资和民间制造业投资增速 (单位: %)	16
图 37: 制造业投资收益及增速 (单位: 亿元, %)	16

图 38: 工业企业产成品存货和 PPI 同比 (单位: %)	16
图 39: 工业企业利润增速和利润率变化 (单位: %)	16
图 40: 钢结构板块估值与工业库存周期相关性 (单位: %)	17

行情回顾：2月建筑板块跑输大盘

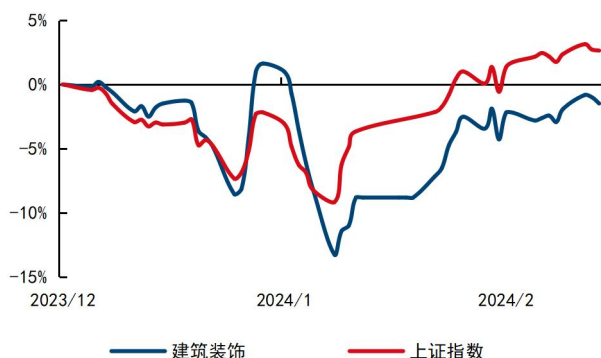
2月建筑板块跑输大盘。2月至今（3月12日）申万建筑装饰指数上涨2.64%，同时期上证指数上涨9.59%，建筑装饰指数跑输大盘6.95pct，在31个一级行业中收益排名第29。建筑行业收益表现主要受到2月初行情影响，后续略跑赢大盘。

图1：2月至今SW建筑装饰指数走势（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

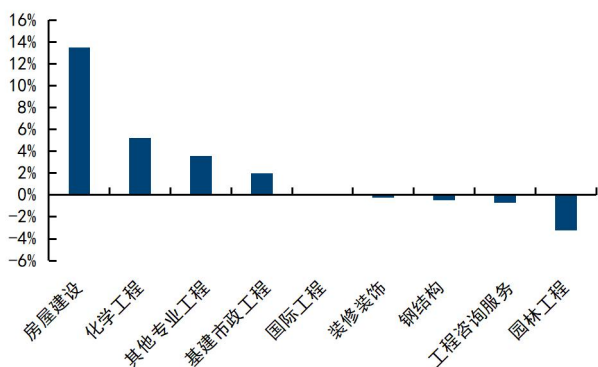
图2：年初至今SW建筑装饰指数走势（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

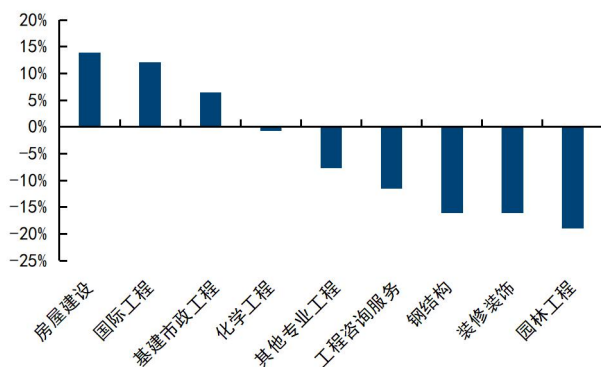
年初至今国际工程和基建市政工程板块收益较好。2月至今建筑板块涨幅较大的细分行业为房屋建设（+13.49%）、化学工程（+5.23%）、其他专业工程（+3.56%），跌幅较大的细分行业为园林工程（-3.25%）、工程咨询服务（-0.73%）、钢结构（-0.50%）。年初至今房屋建设、国际工程、基建市政工程涨幅较高，房屋建设板块受到个股波动影响较大，国际工程和基建市政工程板块基本面相对更稳健。

图3：2月至今SW建筑细分板块涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图4：年初至今SW建筑装饰三级行业涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

基建缺项目大于缺资金，建筑央企订单韧性强

特别国债贡献基建增量资金，全年基建资金来源相对充足

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5: 目标财政赤字规模和赤字率（单位：亿元，%）



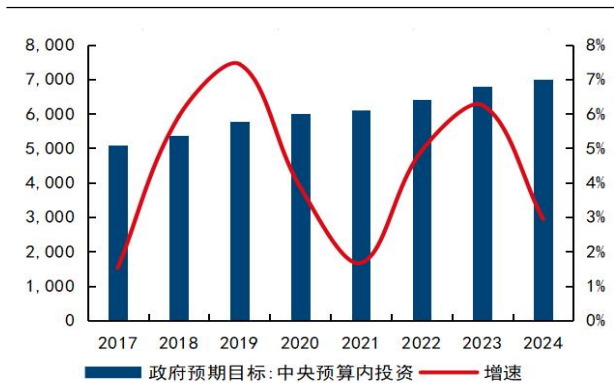
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 目标赤字规模和实际完成赤字规模（单位：亿元）



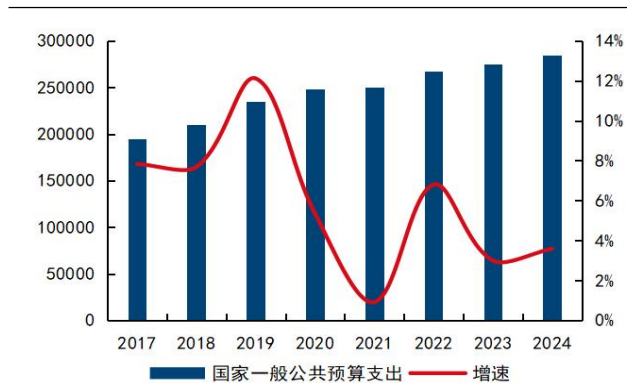
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 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8: 目标一般公共预算支出及增速（单位：亿元，%）

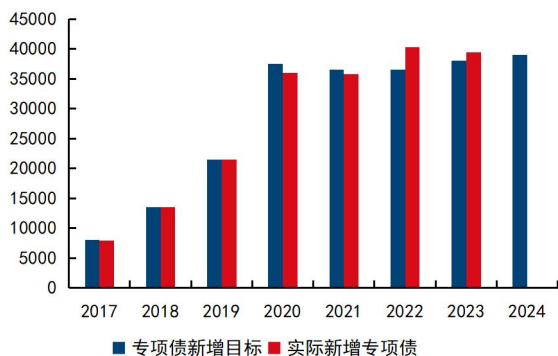


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

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

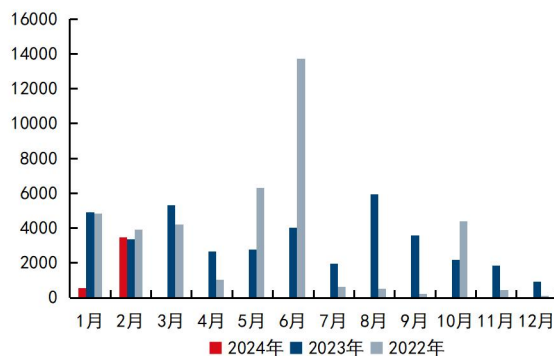
方政府专项债券 3.9 万亿元，比上年增加 1000 亿元，合理扩大地方政府专项债券投向领域和用作资本金范围，额度分配向项目准备充分、投资效率较高的地区倾斜。2023 年受制于优质项目储备不足，新增专项债发行进度滞后，2024 年预计将继续面临同样的发行压力，各地区专项债额度差异将继续分化。

图9: 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

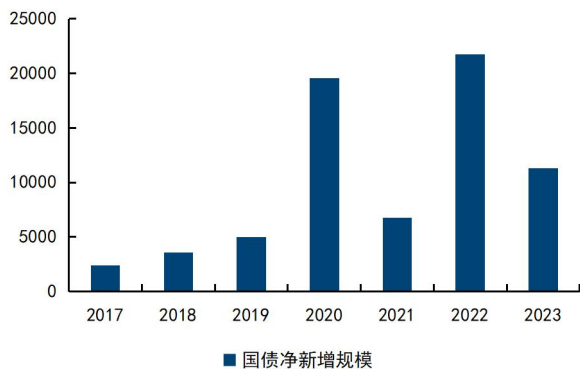
图10: 专项债单月新增发行规模 (单位: 亿元)



资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

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11: 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12: 长期建设国债发行规模及投资增速 (单位: 亿元, %)

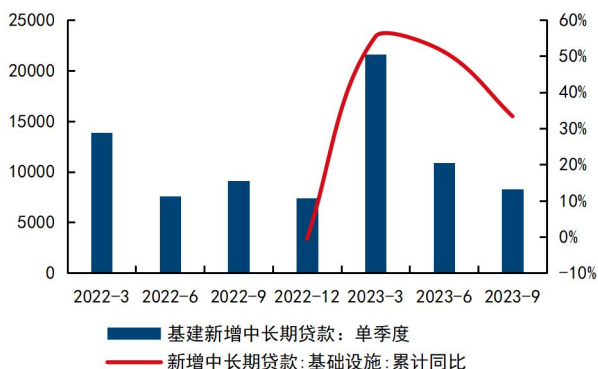


资料来源: 财政部, 国信证券经济研究所整理

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

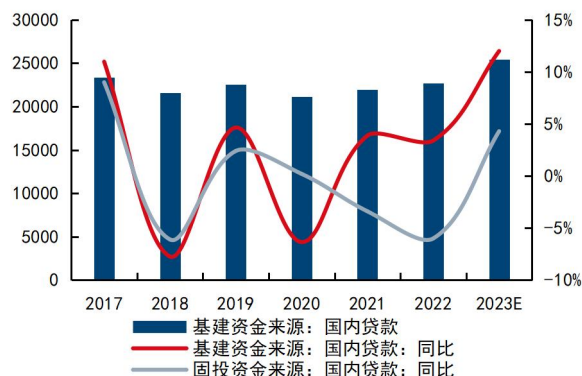
续增强。预测 2023 年基建资金来源中国内贷款规模为 2.55 万亿元，同比+12%。

图13: 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

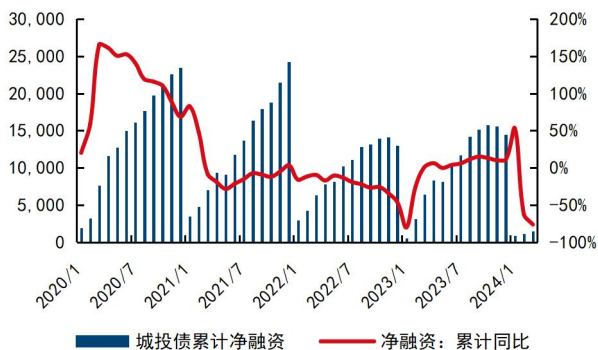
图14: 基建与固投资金中国内贷款增速对比 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

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15: 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16: 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%。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)。

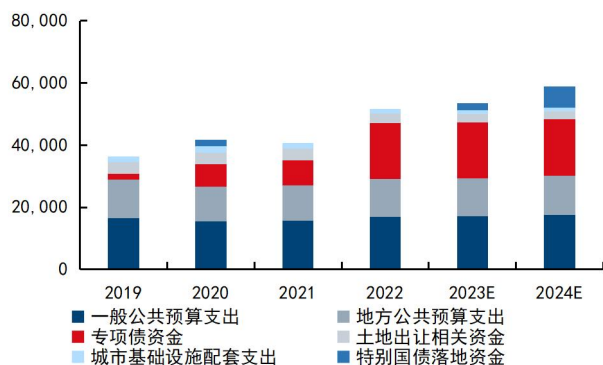
表1: 基建投资资金来源拆分和预测 (单位: 亿元)

	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%
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%

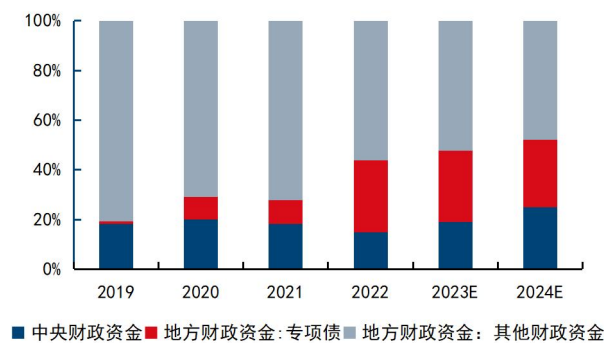
资料来源：中国政府网，财政部，国信证券经济研究所整理

图17：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18：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

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。

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。

“有效投资”实施挑战大，新项目开工仍受到制约

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2: 近两次政府工作报告中部分表述对比

涉及领域	2023 年	2024 年
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会融资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。	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。
房地产和地方财政	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，促进房地产业平稳发展。	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

重大项目落地强度预计整体偏弱，民生保障项目和产业配套基础设施将成为政策支持重点。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%。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。

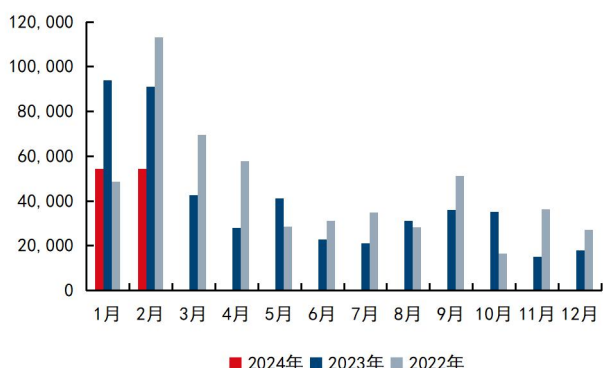
表3: 部分地区 2024 年重大项目投资计划情况

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

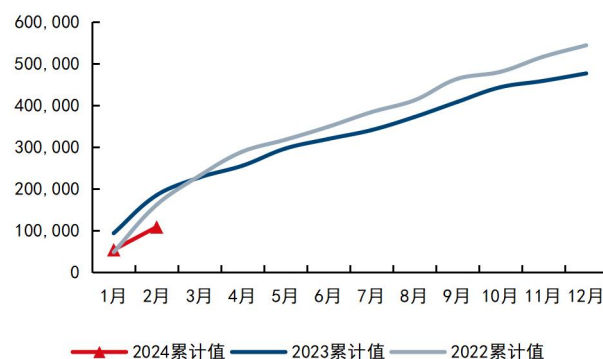
年初新开工低迷，新增专项债规模下降。2024 年 1-2 月新开工项目投资额 10.88 万亿元，同比-41.1%，较 2022 年-32.8%，新开工投资额连续四个月同比下降，新开工强度明显弱于前两年。新增专项债情况与开工节奏基本吻合，1-2 月新增专项债 3466 亿元，同比 -58.1%，较 2022 年-60.5%，1 月新增规模较小，2 月有所提速，但要实现年内新增发行 3.9 万亿元的目标仍然面临较大挑战。

图19: 单月新开工项目投资额规模（单位：亿元）



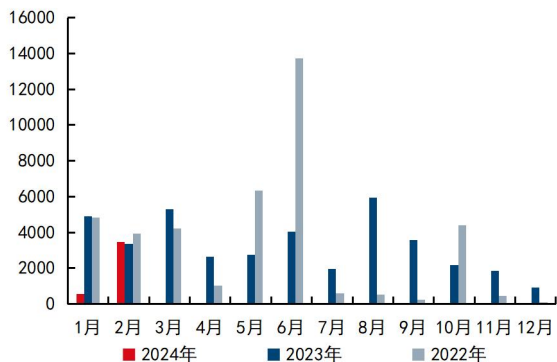
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图20: 近三年累计新开工项目投资额规模（单位：亿元）



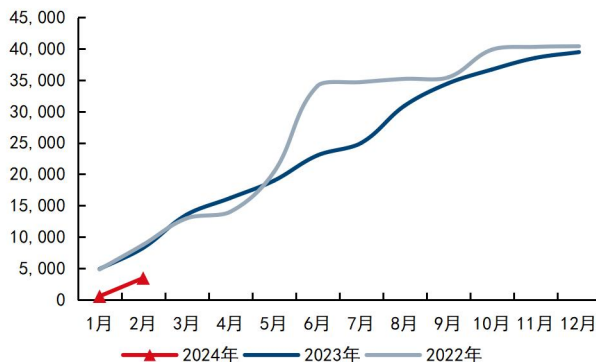
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图21: 近三年新增专项债单月发行规模 (单位: 亿元)



资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

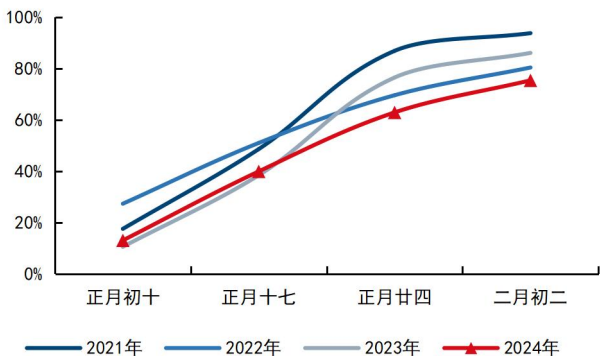
图22: 近三年新增专项债累计发行规模 (单位: 亿元)



资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

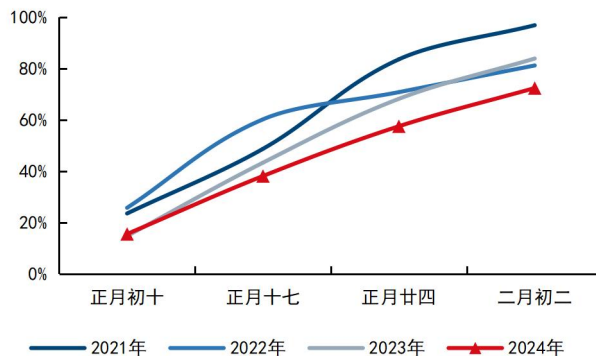
节后复工进度偏慢。截至3月12日(农历二月初三),百年建筑调研全国10094个工地开复工率75.4%,农历同比-10.7pct;劳务上工率72.4%,农历同比-11.5pct;资金到位率47.7%,环比增加3pct。其中,非房地产项目开复工率78.1%,劳务上工率73.9%,资金到位率50.1%。节后复工强度弱于往年,受政府投资相关监管新政影响,全国新开工项目偏少,续建项目进度偏缓。

图23: 近四年春节后全国工地开复工率 (单位: %)



资料来源: 百年建筑, 国信证券经济研究所整理

图24: 近四年春节后全国工地劳务上工率 (单位: %)



资料来源: 百年建筑, 国信证券经济研究所整理

建筑央企订单韧性强, 龙头市占率持续提升

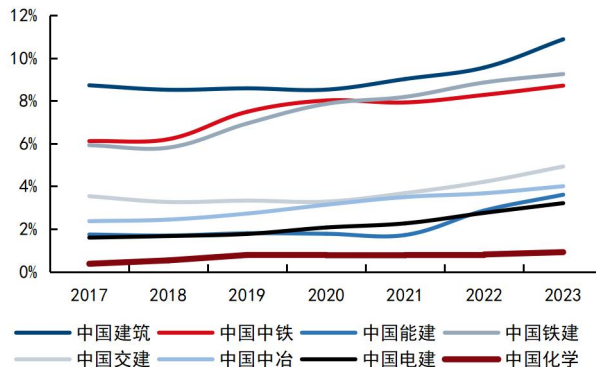
综合性建筑央企市占率持续提升。通过“肥瘦搭配”打包成的“项目群”更能同时兼顾到公益性和收益性,更容易通过审批并申请到配套专项债额度,推动新建的项目合同额不断增大,项目中包括的建设内容也越来越综合。项目大型化、综合化趋势对建筑企业的资质、融资成本、资金规模、风控能力、产业导入能力提出新的要求,综合型央企龙头优势凸显,行业集中度快速提升。2023年八大建筑央企新签合同额16.2万亿元,同比+7.8%,建筑业新签合同额35.6万亿元,同比-2.8%,八大央企市占率由41.0%上升至45.5%。

图25: 八大建筑央企新签合同额和市占率 (单位: 亿元, %)



资料来源:

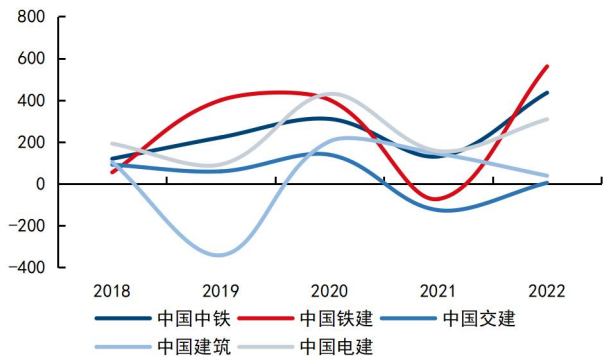
图26: 八大建筑央企市占率变化 (单位: 亿元, %)



资料来源:

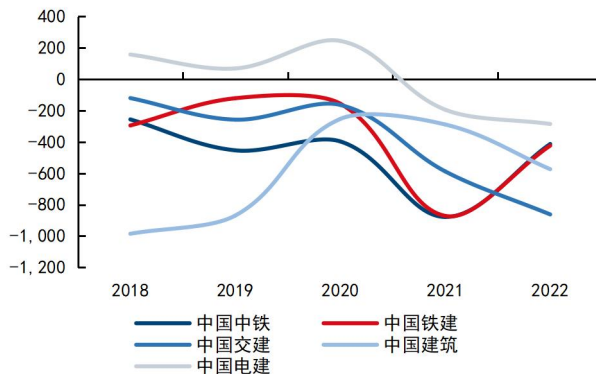
建筑央企持续收缩投资规模，回归工程服务本源，预计未来进入现金流修复通道。一方面，新增投资缩减，在手投资项目进入持续回款期，现金流入将得到持续改善。另一方面，央企高质量发展要求提出以来，建筑央企对现金流重视程度明显提高，各央企都加强了现金流相关考核，现金流明显好转。中国中铁 2023 年新签合同额增长 2.2%，其中传统工程承包业务新签合同获得了 11.4% 的增长，而投资运营业务新签合同额大幅缩减了 54.7%。中国铁建 2023 年新签合同额+1.5%，传统工程承包业务+8.8%，投资运营业务-24.1%。

图27: 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28: 剔除保理以后建筑央企经营性现金流净额变化 (单位: 亿元)

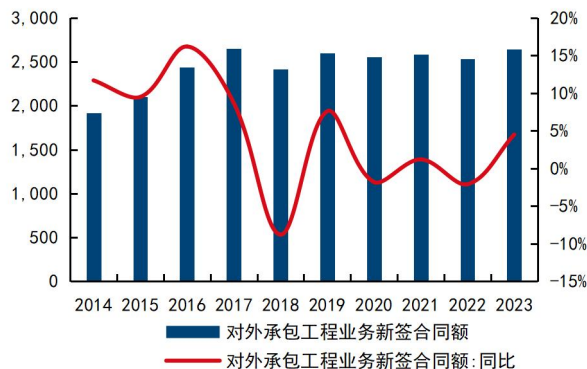


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

国际工程持续回暖，看好“建筑出海”

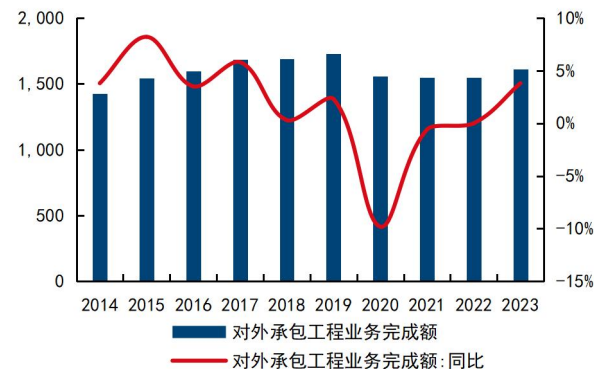
2023 年海外工程订单和营收持续回暖。2023 年对外承包工程新签合同 2645 亿美元，同比+4.5%，业务完成额 1609 亿美元，同比+3.8%，二者均实现 2020 年以来最高增速，其中业务完成额首次实现增速回正。2023 年随着疫情管控正常化，海外商务活动重回正轨，工程存量订单加速履约，推动国际工程企业新签订单和收入业绩持续复苏。

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

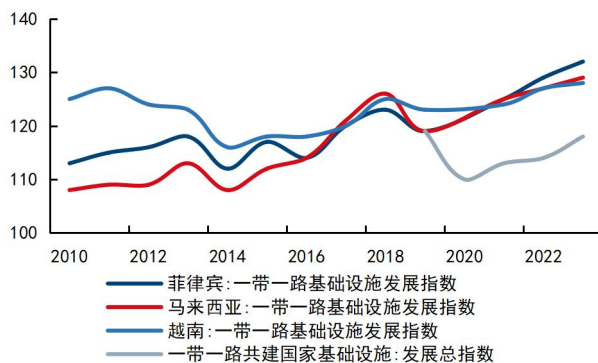
重点海外市场经济恢复明显，基础设施发展需求增加。“一带一路”沿线重点国家疫后经济持续恢复，投资需求持续增长，越南 2023 年国内投资总额达到 3428 万亿越南盾（合人民币约 1 万亿元），同比+22.5%。2023 年一带一路基础设施发展指数为 118 点，达到 2020 以来最高值，菲律宾、马来西亚、越南等东南亚国家基础设施发展指数显著高于总指数，反映基础设施投资需求旺盛。

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

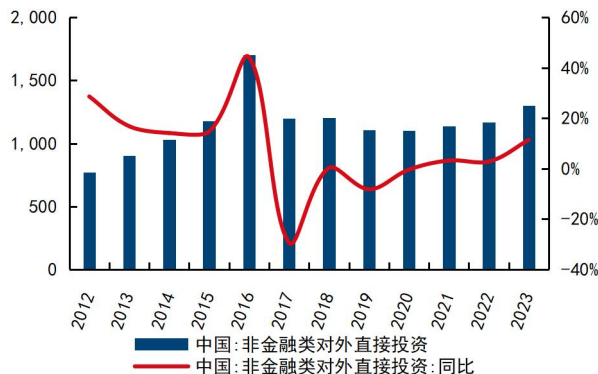
图32: 一带一路国家基础设施发展指数 (单位: 点)



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

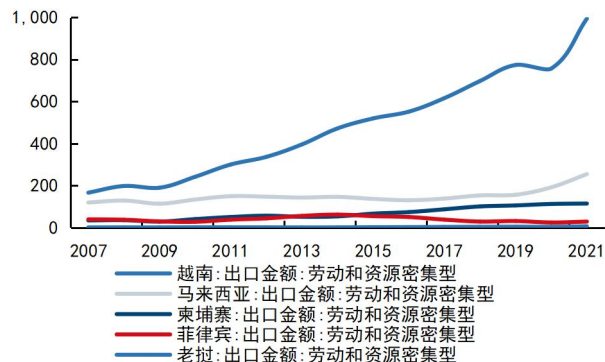
产业转移有望持续带动新兴市场国家基础设施投资需求。由于中国国内去库存压力相对较大，人力成本持续上升，企业对外投资快速增长，2023 年中国非金融类对外直接投资 1301 亿美元，同比+11.4%。一带一路沿线部分国家同时具备地理交通优势和劳动力成本优势，有望承接中国的产能溢出。产能转移将带动承接国经济增长，释放基础设施建设需求。

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)

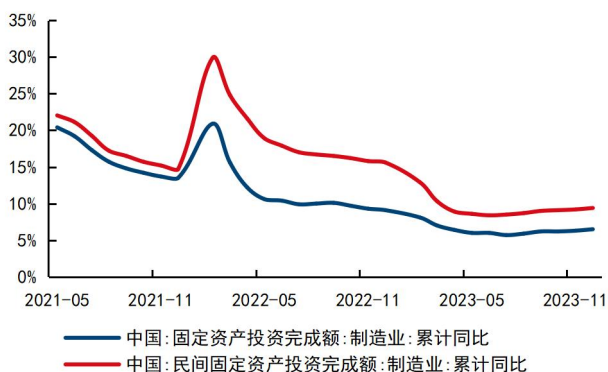
证券代码	证券简称	2023H1海外收入占比	2023年新签订单金额	2023年新签订单金额增速	2023年海外新签金额	2023年海外新签金额增速
002051.SZ	中工国际	60.5%	220	13%	166	28%
000065.SZ	北方国际	51.8%	189	21%	-	-
600970.SH	中材国际	39.7%	616	18%	333	55%
000928.SZ	中钢国际	29.7%	193	5%	106	55%
601886.SH	江河集团	23.4%	258	10%	-	-
601117.SH	中国化学	20.7%	3,268	10%	1,006	165%
601800.SH	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

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，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36: 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

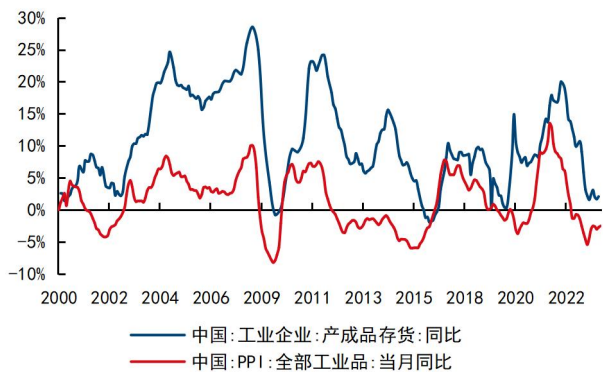
图37: 制造业投资收益及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

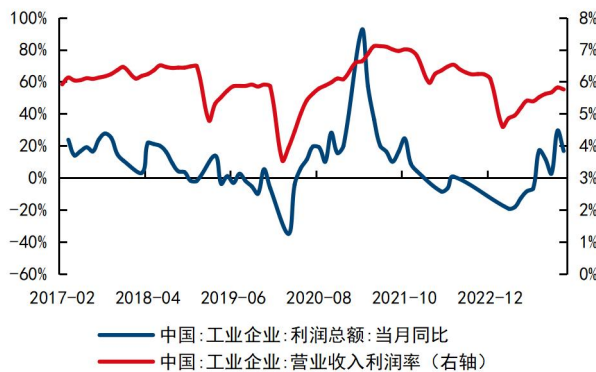
去库存进入尾声，工业企业资本开支上行可期。2023年下半年起，工业企业各项经营指标转暖，产成品存货同比增速略有回升（12月+2.1%，较7月最低点+0.5pct），PPI单月降幅收窄（12月-2.7%，较6月最低点+2.7pct），工业企业利润增速触底回升（12月+16.8%，较3月最低点+36pct），利润率逐月修复（12月为5.8%，较2月最低点+1.2pct）。工业企业各项指标回暖反映工业库存周期逐渐由被动去库存转向主动补库存，而后随着扩产需求释放，资本开支有望进入上行周期。

图38: 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

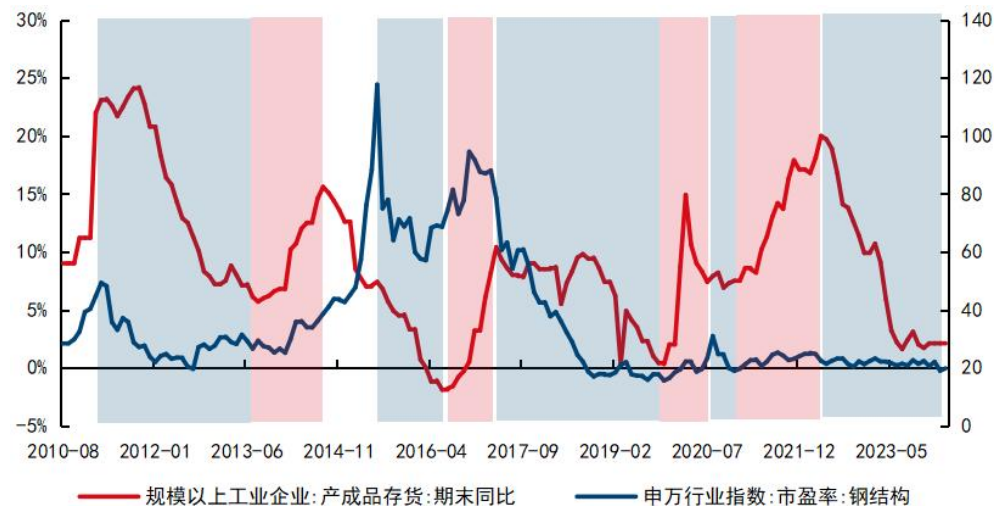
图39: 工业企业利润增速和利润率变化 (单位: %)



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40: 钢结构板块估值与工业库存周期相关性强（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