

数据背后的地产基建图景（六）

2024 开年地产基本面未现好转，基建投资稳健增长

超配

核心观点

房地产：重申楼市复苏是地产板块行情启动的必要条件

1. **销售**：从交易量看，2024 年 1-2 月，商品房销售面积 11369 万 m^2 ，同比-20.5%，降幅较 2023 全年-8.5%扩大了 12.0 个百分点，延续了 2023 年 6 月以来的低迷表现；2024 年 2 月，30 城新建商品房单月成交面积约为 2019 年同期的 52%，而 18 城二手住宅单月成交套数约为 2019 年同期的 108%。从价格看，根据统计局数据，2024 年 1-2 月，商品房销售均价为 9294 元/ m^2 、同比-11.1%，相对于 2023 全年销售均价 10470 元/ m^2 、同比+2.5%下跌明显；2024 年 2 月，70 个大中城市新建商品住宅销售价格同比-1.9%，环比-0.4%，而二手住宅销售价格同比-5.1%，环比-0.6%；考虑到二手房降价幅度对潜在购房者的决策影响，若后续没有超预期政策，2024 年新房市场面临价格调整。

2. **投融资**：2024 年 2 月，房地产开发景气指数为 92.13，继续创历史新低，自 2022 年 1 月以来连续 26 个月低于 100。2024 年 1-2 月，房地产开发投资额 11842 亿元，同比-9.0%，降幅较 2023 全年-9.6%小幅收窄 0.6 个百分点；房企到位资金 16193 亿元，同比-24.1%，降幅较 2023 全年-13.6%扩大了 10.5 个百分点。拆解房企资金来源，可见房企的资金压力主要来自于销售趋弱、回款收缩，而国内贷款也未能起到正向拉动作用。

3. **开竣工**：根据统计局数据，2024 年 1-2 月，房屋新开工面积为 9429 万 m^2 ，同比-29.7%，降幅较 2023 全年-20.4%扩大了 9.3 个百分点；房屋竣工面积 10395 万 m^2 ，同比-20.2%，较 2023 全年+17.0%下降明显。竣工下行幅度基本符合我们的预期，而新开工降幅扩大与预期的偏差在于“割肉斩仓”逻辑尚未兑现，我们仍坚持 2024 年新开工数据好转的判断。

基建：预计 2024 全年基建投资保持低速稳健增长

1. **固定资产投资**：2024 年 1-2 月，全国固定资产投资（不含农户）完成额 5.1 万亿元，同比增长 4.2%，增速同比下降 1.3pct，环比提升 1.2pct。从投资主体看，国有及国有控股投资累计同比增长 7.3%，增速同比下降 3.2pct，环比提升 0.9pct，民间投资累计同比增长 0.4%，增速同比下降 0.4pct，环比提升 0.8pct，整体来看，国有资产和民间投资信心不及 2023 年初，但较 2023 年全年已有企稳迹象。

2. **基建投资**：2024 年 1-2 月广义基建投资同比增长 8.95%，增速同比下降 3.2pct，环比提升 0.7pct。狭义基建即基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 6.3%，增速同比下降 2.7pct，环比提升 0.4pct。从基建细分领域看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比增长 25.3%，增速同比持平，环比提升 2.3pct，交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 10.9%，增速同比提升 1.7pct，环比提升 0.4pct，水利、环境和公共设施管理业投资同比增加 0.4%，增速同比下降 9.4pct，环比提升 0.3pct。

3. **项目开工与景气度**：2023.12/2024.1/2024.2 全国开工项目总投资额分别为 1.8/5.4/5.4 万亿元，累计同比增速-12.4%/-42.1%/-41.1%，单月同比-34.2%/-42.1%/-40.1%，年初新开工强度明显弱于前两年，推测节后复工强度弱，同时受政府投资相关监管新政影响，全国新开工项目偏少。2024 开年

行业研究 · 行业专题

房地产

超配 · 维持评级

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

联系人：卢思宇

0755-81981872

lusiyu1@guosen.com.cn

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

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

《房地产行业周报(2024年第12周)-楼市成交量同比延续弱势，国常会提及进一步优化地产政策》——2024-03-26

《统计局 2024 年 1-2 月房地产数据点评-新房市场量价下行，房企到位资金承压》——2024-03-18

《房地产行业 2024 年 3 月投资策略暨年报前瞻-春节成交恢复缓慢，板块利润持续承压》——2024-02-27

《房地产行业 2024 年 2 月投资策略-基本面未显好转，政策密集出台》——2024-01-30

《经营性物业贷款新政点评-突破性放宽资金用途，信号意义强于实际影响》——2024-01-25

以来专项债发行偏慢，景气度略有回落，国际工程同比显著改善。

投资策略：

1. 房地产：虽然春节前后需求端利好政策持续推出，但2024年1-2月地产基本面暂未出现显著改善。我们重申楼市的真实复苏是房地产板块行情出现的前提，期待在“金三银四”季节性回暖和需求端政策的不断加持下，楼市能够初步企稳，则土储质量优、投资强度稳定的优质房企有望实现销售情况改善。个股端，核心推荐贝壳-W、绿城管理控股、华润置地、华润万象生活。

2. 基建：2024年1-2月全国固定资产投资增速4.2%，广义基建投资增速8.95%，其中能源/水利/能源投资增速分别为25.3%/10.9%/0.4%，开工项目投资额累计同比减少41.1%，国际工程同比显著改善。整体来看，一方面，今年开年基建投资在去年高基数的基础上保持稳健增长，对经济支撑作用仍然显著，预计全年基建稳增长仍然是主基调；另一方面，开工项目投资额不及预期，新增专项债规模下降，全年实现3.9万亿元专项债的目标面临较大挑战，基建投资增长可持续性还有待验证。考虑到超长期特别国债支撑基建资金增长，基建投资有望保持低速增长。**重点推荐中国中铁、中国交建、中国铁建、中材国际。**

风险提示：

1、后续政策落地不及预期；2、房企信用风险事件超预期冲击；3、重大项目审批进度不及预期；4、国企改革推进不及预期；5、地方财政压力持续增大。

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
02423.HK	贝壳-W	买入	35.3	1315.6	2.63	2.63	13.42	13.42
09979.HK	绿城管理控股	买入	6.4	129.0	0.48	0.61	13.38	10.52
01109.HK	华润置地	买入	24.3	1732.8	3.87	4.28	6.28	5.68
01209.HK	华润万象生活	买入	24.4	555.8	1.24	1.6	19.64	15.22
601390.SH	中国中铁	买入	6.8	1685.5	1.20	1.40	5.68	4.86
601800.SH	中国交建	买入	8.2	1336.6	1.09	1.30	7.53	6.30
601186.SH	中国铁建	买入	8.5	1150.2	1.76	2.13	4.81	3.98
600970.SH	中材国际	买入	10.8	285.4	0.98	1.03	11.02	10.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

房地产：基本面表现较弱	7
商品房销量延续低迷，房价仍在下行通道	7
开发投资降幅有所收窄，房企到位资金降幅扩大	13
新开工降幅扩大，竣工同比转负	18
基建：投资稳健增长，国际工程同比显著改善	19
基建投资及制造业投资支撑固定资产投资稳步增长	19
基建增速开年稳健增长，水利管理、道路、铁路投资提速明显	21
年初新开工项目投资额低迷，国际工程同比显著改善	22
投资策略	25
房地产：重申楼市复苏是地产板块行情启动的必要条件	25
基建：预计 2024 全年基建投资保持低速稳健增长	25
风险提示	26

图表目录

图 1: 商品房销售额累计同比	7
图 2: 商品房销售面积累计同比	7
图 3: 商品房销售额单月同比	7
图 4: 商品房销售面积单月同比	7
图 5: 百强房企单月销售额及同比	8
图 6: 百强房企当年销售额累计同比	8
图 7: 百强房企历年 2 月销售额	8
图 8: 百强房企单月销售额相比 2019 同期	8
图 9: Top20 房企 2024 年 1-2 月累计销售额及累计同比	8
图 10: 30 城新建商品房单月成交面积及同比	9
图 11: 30 城新建商品房当年累计成交面积同比	9
图 12: 18 城二手住宅单月成交套数及同比	9
图 13: 18 城二手住宅当年累计成交套数同比	9
图 14: 30 城新建商品房单月成交面积相比 2019 同期	10
图 15: 18 城二手住宅单月成交套数相比 2019 同期	10
图 16: 商品房销售均价累计同比	10
图 17: 商品房销售均价单月同比	10
图 18: 70 个大中城市新建商品住宅销售价格同比	11
图 19: 70 个大中城市新建商品住宅销售价格环比	11
图 20: 各能级城市新建商品住宅销售价格同比	11
图 21: 各能级城市新建商品住宅销售价格环比	11
图 22: 70 个大中城市二手住宅销售价格同比	12
图 23: 70 个大中城市二手住宅销售价格环比	12
图 24: 各能级城市二手住宅销售价格同比	12
图 25: 各能级城市二手住宅销售价格环比	12
图 26: 1 年期及 5 年期 LPR 走势	13
图 27: 主流城市首套及二套房贷利率走势	13
图 28: 各能级城市首套房贷利率走势	13
图 29: 各能级城市二套房贷利率走势	13
图 30: 房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）	14
图 31: 房地产开发投资累计同比	14
图 32: 房地产开发投资单月同比	14
图 33: 百强房企单月拿地金额及同比	15
图 34: 百强房企当年累计拿地金额同比	15
图 35: 300 城住宅用地单月成交面积及同比	15
图 36: 300 城住宅用地当年累计成交面积同比	15
图 37: 300 城住宅用地单月成交溢价率	16

图 38: 房地产开发企业到位资金累计同比	16
图 39: 房地产开发企业到位资金单月同比	16
图 40: 房企到位资金中国内贷款和销售回款占比	17
图 41: 国内贷款拉动 vs 销售回款拉动	17
图 42: 房企非银融资单月发行总额及同环比	17
图 43: 房企非银融资单月发行额的类别构成	17
图 44: 房企非银融资发行总额当年累计同比	18
图 45: 分类别房企非银融资发行额累计同比	18
图 46: 房屋新开工面积累计同比	18
图 47: 房屋竣工面积累计同比	18
图 48: 新开工面积单月同比	19
图 49: 竣工面积单月同比	19
图 50: 固定资产投资完成额单月值及增速 (单位: 亿元, %)	20
图 51: 固定资产投资完成额累计值及同比 (单位: 亿元, %)	20
图 52: 固定资产投资完成额构成 (单位: %)	20
图 53: 固定资产投资资金来源累计同比 (单位: %)	20
图 54: 固定资产投资“三大项”同比增速 (单位: %)	20
图 55: 广义/狭义基建投资累计同比 (单位: %)	21
图 56: 分领域基建投资增速 (单位: %)	21
图 57: 交通运输、仓储、邮政业投资增速 (单位: %)	22
图 58: 2022 年起交通运输、仓储、邮政业增速对比 (单位: %)	22
图 59: 水利、环境和公共设施管理业投资增速 (单位: %)	22
图 60: 2022 年起水利领域投资增速对比 (单位: %)	22
图 61: 2022 年以来月度重大项目开工投资额 (单位: 亿元)	23
图 62: 2022 年以来开工项目投资额累计同比增速	23
图 63: 非制造业 PMI: 建筑业	23
图 64: 非制造业 PMI: 建筑业-分要素	23
图 65: 开工率: 沥青: 国内 64 家样本企业 (单位: %)	24
图 66: 建筑业新签合同额累计值及同比 (单位: 亿元, %)	24
图 67: 对外承包工程新签合同额及增速 (单位: 亿美元, %)	24
图 68: 对外承包工程完成营业额及增速 (单位: 亿美元, %)	24
图 69: 一带一路对外承包工程新签合同额及增速 (单位: 亿美元, %)	25
图 70: 一带一路对外承包工程完成营业额及增速 (单位: 亿美元, %)	25

表1：重点公司盈利预测与估值（截至 2024 年 3 月 25 日）	26
--	----

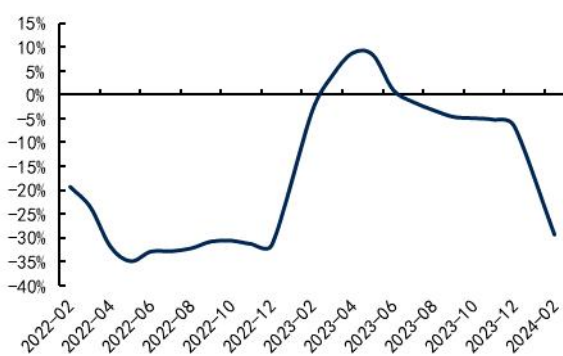
房地产：基本面表现较弱

商品房销量延续低迷，房价仍在下行通道

首先，从交易量分析。

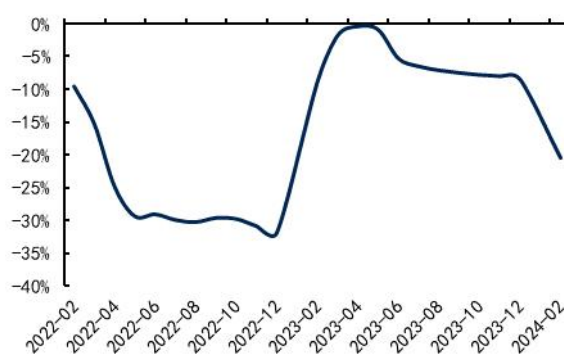
根据统计局公布数据，2024年1-2月，商品房销售额10566亿元，同比-29.3%（若按调整前基数计算-32%），降幅较2023全年的-6.5%扩大了22.8个百分点；销售面积11369万 m^2 ，同比-20.5%（若按调整前基数计算-25%），降幅较2023全年的-8.5%扩大了12.0个百分点；延续了2023年6月以来的低迷表现。

图1：商品房销售额累计同比



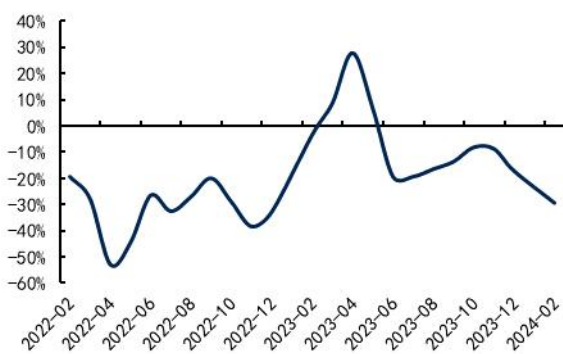
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：商品房销售面积累计同比



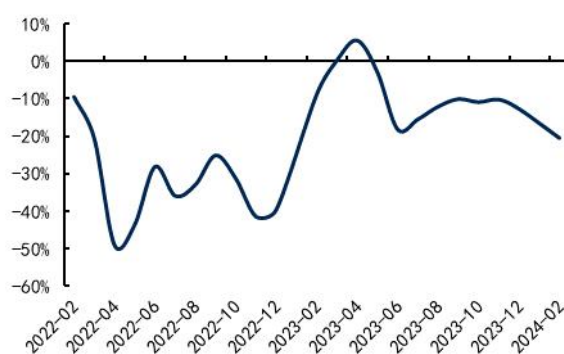
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：商品房销售额单月同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

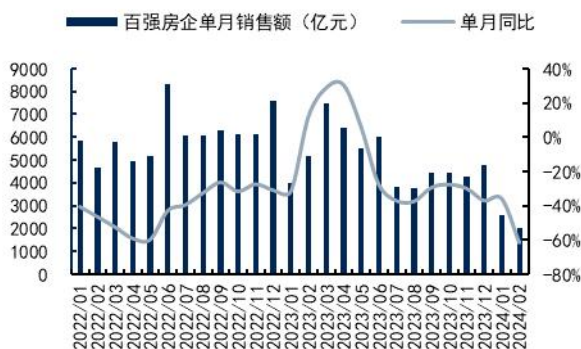
图4：商品房销售面积单月同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

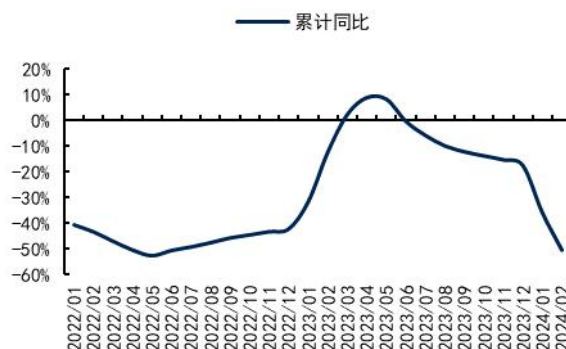
- ◆ 从房企维度看，根据克而瑞销售榜单，2024年1-2月，百强房企全口径销售额4544亿元，同比-51%。2024年2月，叠加春节影响，百强房企销售额为1989亿元，再创历史新低，与疫情前相比，百强房企单月销售额约为2019年同期的38%，处于2022年以来的较低水平。Top20房企2024年1-2月累计销售额同比均为负数。

图5: 百强房企单月销售额及同比



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图6: 百强房企当年销售额累计同比



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图7: 百强房企历年2月销售额



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图8: 百强房企单月销售额相比2019年同期



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图9: Top20 房企 2024 年 1-2 月累计销售额及累计同比



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

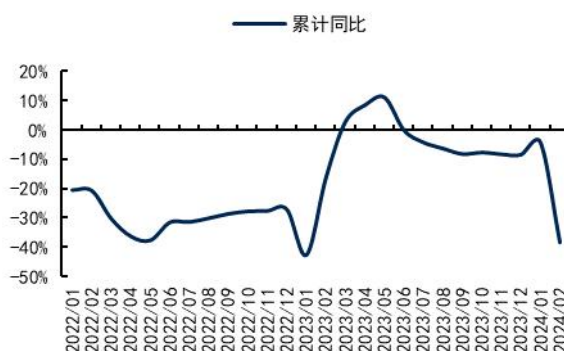
- ◆ 从城市维度看，新房市场，2024年1-2月，30城新建商品房成交面积为1187万m²，累计同比-38%。二手房市场，2024年1-2月，18城二手住宅成交套数为9.97万套，累计同比-11%。与疫情前相比，2024年2月，30城新建商品房的单月成交面积约为2019年同期的52%，处于2022年以来的较低水平，而18城二手住宅单月成交套数约为2019年同期的108%，成交量相对稳定。

图10: 30城新建商品房单月成交面积及同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 30城新建商品房当年累计成交面积同比



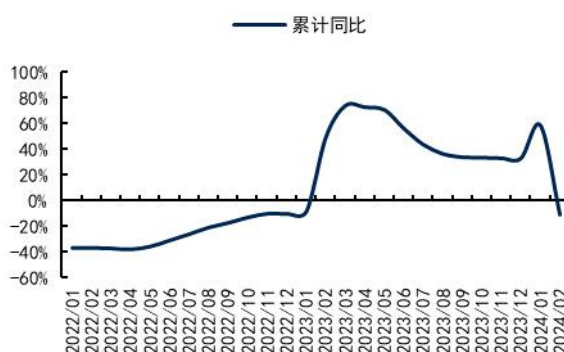
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 18城二手住宅单月成交套数及同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 18城二手住宅当年累计成交套数同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 30城新建商品房单月成交面积相比2019同期



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图15: 18城二手住宅单月成交套数相比2019同期

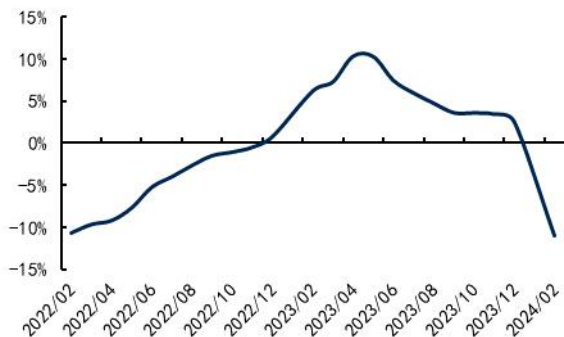


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

其次, 从房价分析。

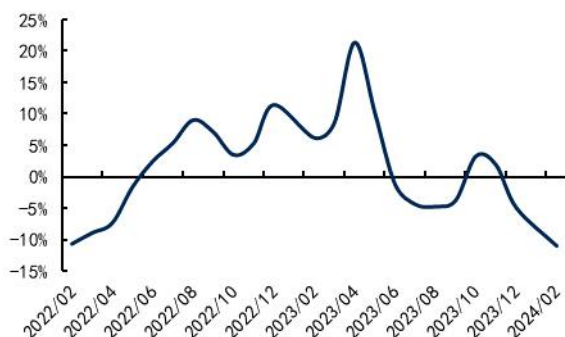
根据统计局数据, 2024年1-2月, 商品房销售均价为9294元/㎡、同比-11.1%, 相对于2023全年销售均价10470元/㎡、同比+2.5%下跌明显, 考虑到二手房降价幅度对潜在购房者的决策影响, 若后续没有超预期政策, 2024年新房市场面临价格调整。

图16: 商品房销售均价累计同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

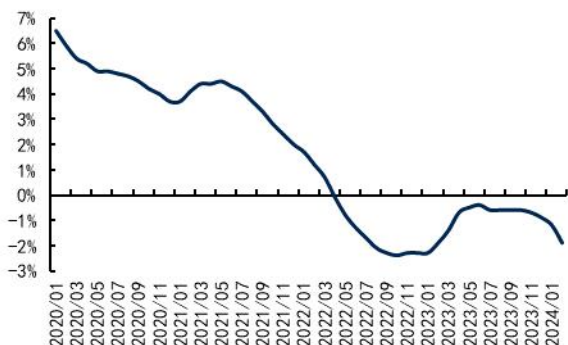
图17: 商品房销售均价单月同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

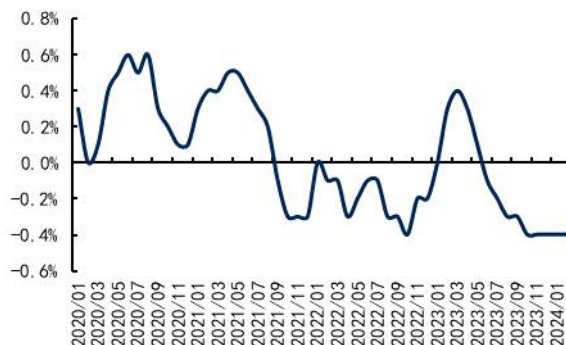
- ◆ 从新房市场看, 2024年2月, 70个大中城市新建商品住宅销售价格同比-1.9%, 环比-0.4%; 分城市能级看, 一线、二线、三线城市新建商品住宅价格同比分别-1.0%、-1.1%、-2.7%, 环比分别为-0.3%、-0.3%、-0.4%。从月度数据看, 各能级城市新房价格同比降幅呈扩大趋势。

图18: 70个大中城市新建商品住宅销售价格同比



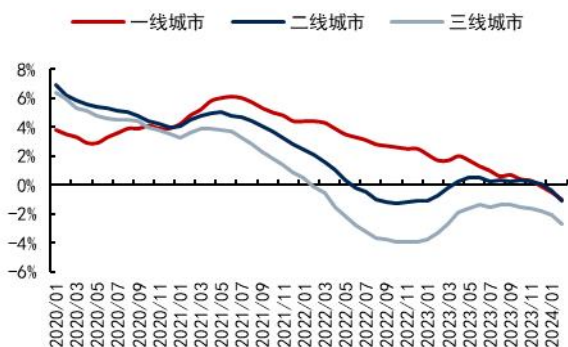
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 70个大中城市新建商品住宅销售价格环比



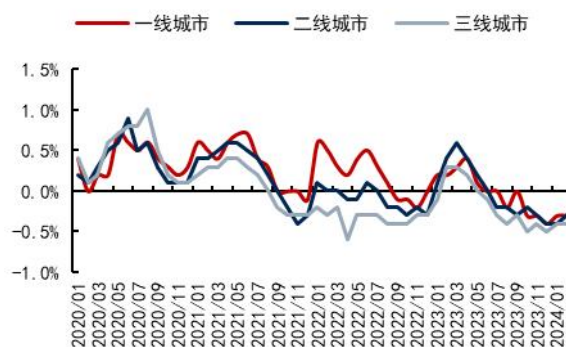
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 各能级城市新建商品住宅销售价格同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

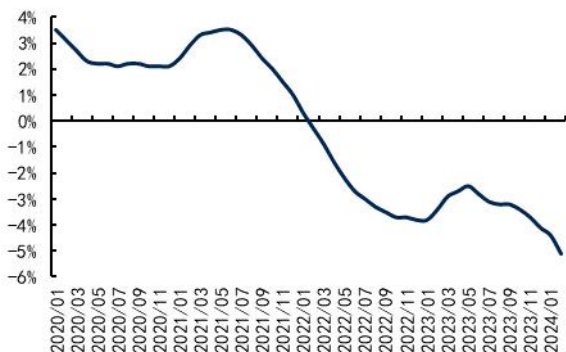
图21: 各能级城市新建商品住宅销售价格环比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

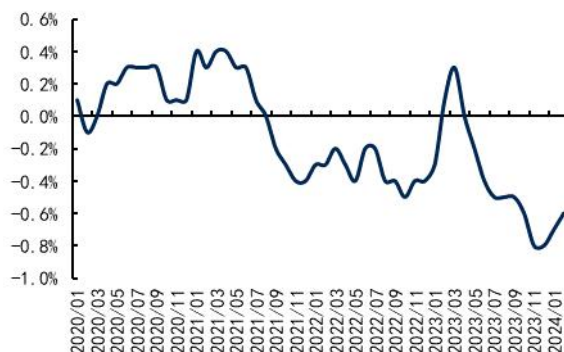
- ◆ 从二手房市场看, 2024年2月, 70个大中城市二手住宅销售价格同比-5.1%, 环比-0.6%; 分城市能级看, 一线、二线、三线城市二手住宅价格同比分别-6.3%、-5.1%、-5.1%, 环比分别-0.8%、-0.6%、-0.6%。从月度数据看, 各能级城市二手房价格环比降幅略有收窄但仍明显大于新房, 下探趋势难言企稳。

图22: 70个大中城市二手住宅销售价格同比



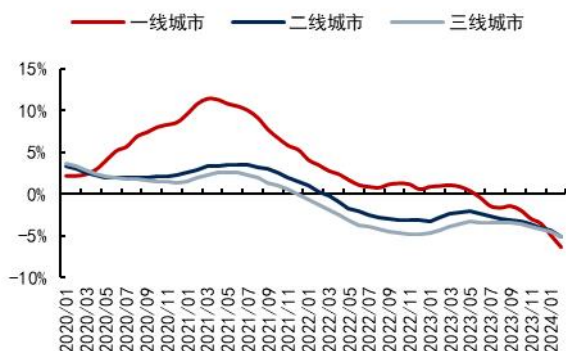
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 70个大中城市二手住宅销售价格环比



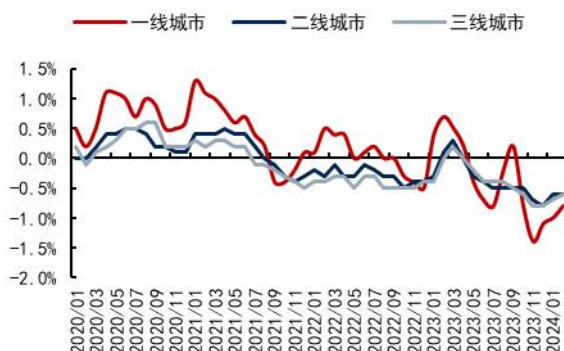
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 各能级城市二手住宅销售价格同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

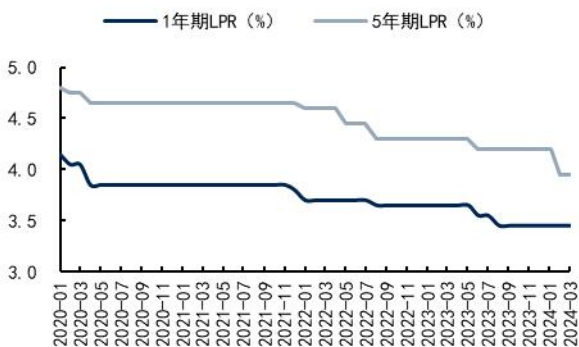
图25: 各能级城市二手住宅销售价格环比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

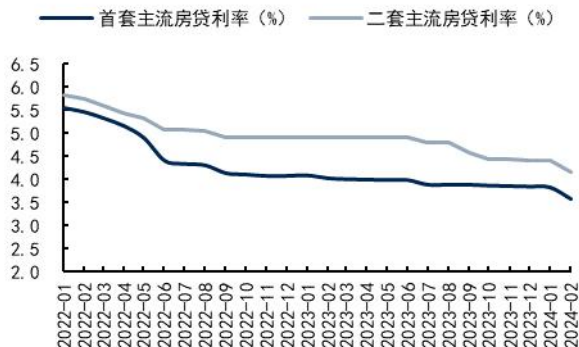
最后, 从政策态度分析。2024年1月以来, 具有风向标意义的一线城市纷纷出台需求端利好政策, 2月5年期LPR大幅下降, 带动各城市房贷利率进一步下降。但地产销售暂未出现显著改善, 主因更重要的房价上涨预期和居民收入预期难言理想。而楼市的真实复苏是房地产板块行情出现的前提, 单纯政策博弈难度较大。楼市冰冻三尺非一日之寒, 等待春意需有耐心。

图26: 1年期及5年期LPR走势



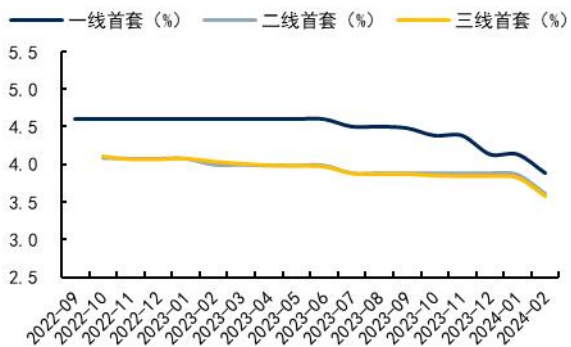
资料来源: 中国人民银行、Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 主流城市首套及二套房贷利率走势



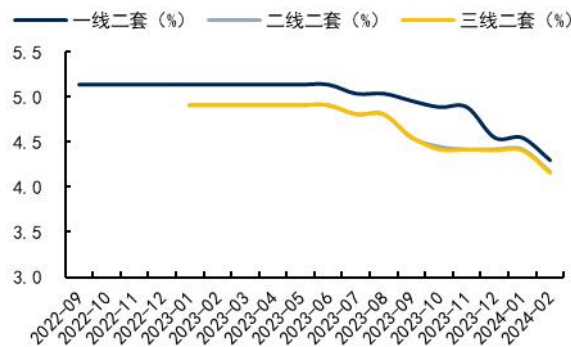
资料来源: 贝壳研究院, 国信证券经济研究所整理

图28: 各能级城市首套房贷利率走势



资料来源: 贝壳研究院, 国信证券经济研究所整理

图29: 各能级城市二套房贷利率走势



资料来源: 贝壳研究院, 国信证券经济研究所整理

开发投资降幅有所收窄, 房企到位资金降幅扩大

首先, 从投资端分析。

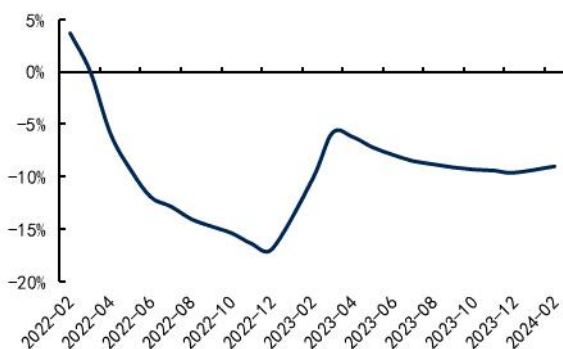
根据统计局数据, 2024年2月, 房地产开发景气指数为92.13, 继续创历史新低, 自2022年1月以来连续26个月低于100。2024年1-2月, 房地产开发投资额11842亿元, 同比-9.0% (若按调整前基数计算-13.4%), 降幅较2023全年的-9.6%小幅收窄0.6个百分点。

图30: 房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）



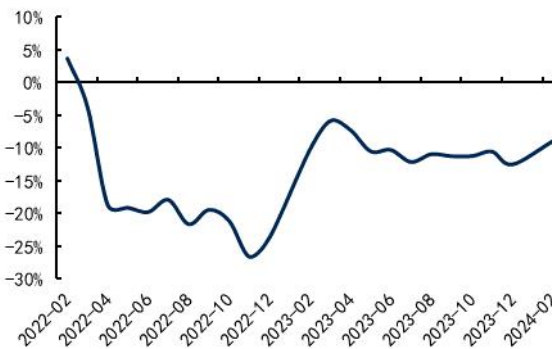
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图31: 房地产开发投资累计同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图32: 房地产开发投资单月同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

- ◆ 从房企维度看，根据中指研究院数据，2024年1-2月，百强房企权益拿地额1577亿元，同比+31%，而2023年百强房企累计权益拿地额同比+1.7%是继2021全年同比-22%、2022全年同比-49%后首次实现同比转正，2024年延续正增长趋势。

图33: 百强房企单月拿地金额及同比



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

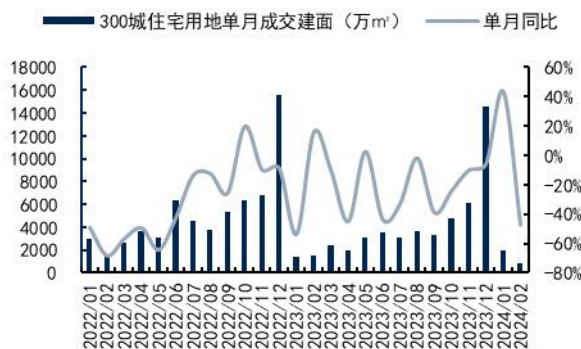
图34: 百强房企当年累计拿地金额同比



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

- ◆ 从城市维度看, 根据中指研究院数据, 2024年1-2月, 300城住宅用地成交建面2768万 m^2 , 累计同比-5%。2024年2月, 当月300城住宅用地成交溢价率5.9%, 仍处于较低水平。

图35: 300城住宅用地单月成交面积及同比



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图36: 300城住宅用地当年累计成交面积同比



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图37: 300城住宅用地单月成交溢价率



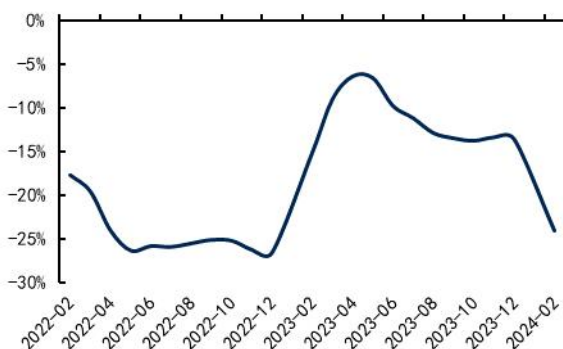
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

其次，从融资端分析。

根据统计局数据，2024年1-2月，房企到位资金16193亿元，同比-24.1%（若按调整前基数计算-24.1%），降幅较2023全年的-13.6%扩大了10.5个百分点。虽然1月，城市房地产融资协调机制的落地速度和惠及广度令人欣喜，除国央企外，不少混合制房企甚至已出险民企项目也进入白名单，但房企资金压力仍较重。

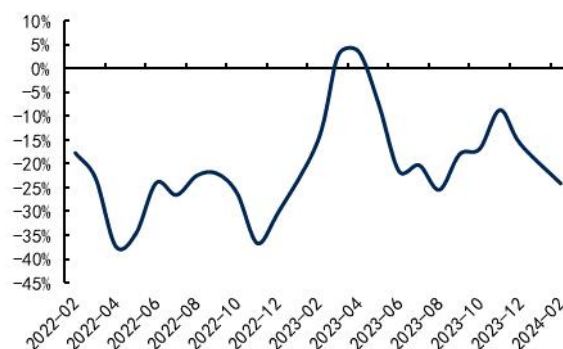
拆解房企资金来源，2024年1-2月，国内贷款3144亿元，同比-10.3%；定金及预收款4630亿元，同比-34.8%；个人按揭贷款2214亿元，同比-36.6%。可见房企资金压力主要来自于销售趋弱回款收缩，而国内贷款也未能起到正向拉动作用。

图38: 房地产开发企业到位资金累计同比



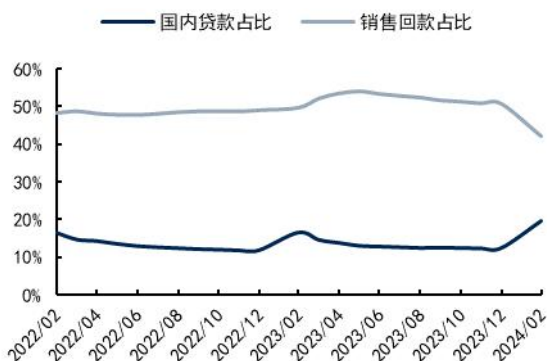
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图39: 房地产开发企业到位资金单月同比



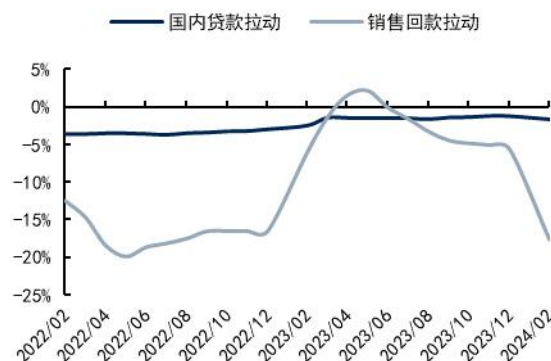
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图40: 房企到位资金中国内贷款和销售回款占比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图41: 国内贷款拉动 vs 销售回款拉动



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

此外, 根据中指院跟踪数据, 房企非银融资额表现趋弱。

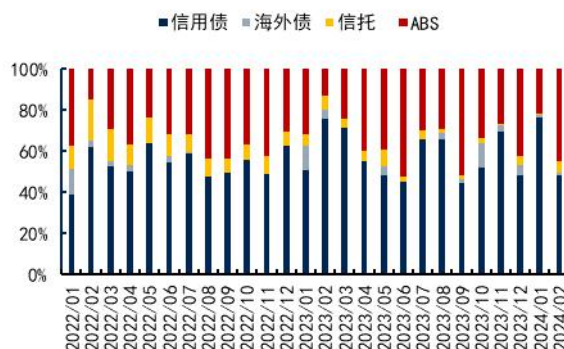
- ◆ 从单月值看, 同环比均疲软。2024年2月, 房企非银融资单月发行328亿元, 环比-43%, 单月同比-31%, 降幅较1月扩大了29pct; 其中, 信用债、海外债、信托、ABS单月发行占总额比重分别为48%、1%、6%、45%, 分别较1月变动了-28pct、0pct、+5pct、+23pct。
- ◆ 从累计值看, 降幅改善乏力。2024年1-2月, 房企非银融资累计发行903亿元, 累计同比-15%, 降幅较1月扩大了13pct; 其中, 信用债、海外债、信托、ABS当年累计发行额同比分别为-9%、-87%、-66%、+11%, 分别较1月变动了-57pct、+3pct、+21pct、+43pct。

图42: 房企非银融资单月发行总额及同环比



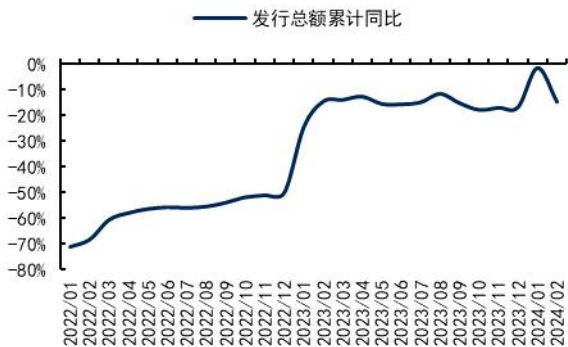
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图43: 房企非银融资单月发行额的类别构成



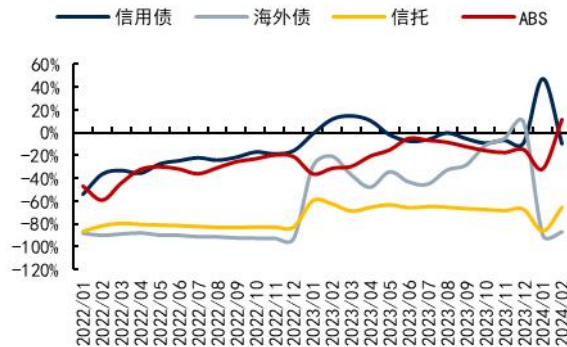
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图44: 房企非银融资发行总额当年累计同比



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图45: 分类别房企非银融资发行额累计同比



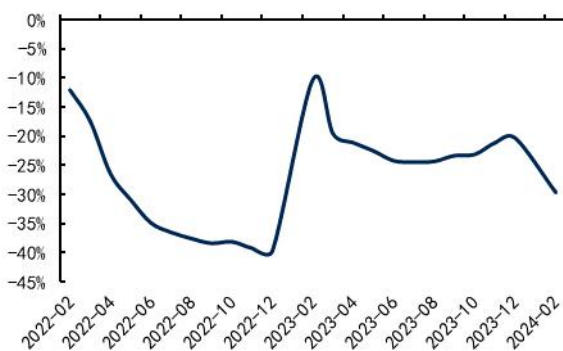
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

新开工降幅扩大, 竣工同比转负

根据统计局数据, 2024年1-2月, 房屋新开工面积为9429万 m^2 , 同比-29.7% (若按调整前基数计算-30.5%), 降幅较2023全年的-20.4%扩大了9.3个百分点; 房屋竣工面积10395万 m^2 , 同比-20.2% (若按调整前基数计算-21.1%), 与2023全年的+17.0%相比下降明显。

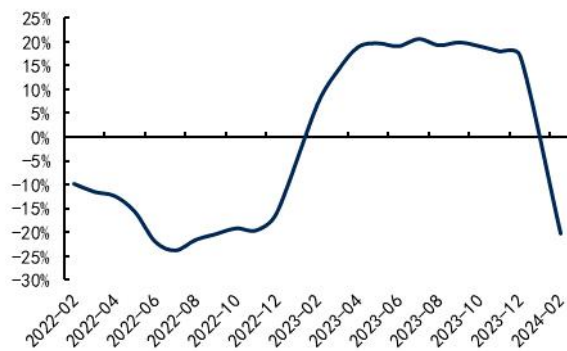
竣工下行幅度基本符合我们的预期, 而新开工降幅扩大与预期的偏差在于“割肉斩仓”逻辑尚未兑现, 我们仍坚持2024年新开工数据好转的判断。

图46: 房屋新开工面积累计同比



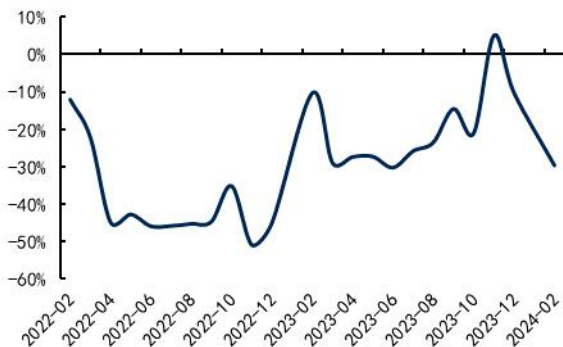
资料来源: 国家统计局, Wind, 国信证券经济研究所整理

图47: 房屋竣工面积累计同比



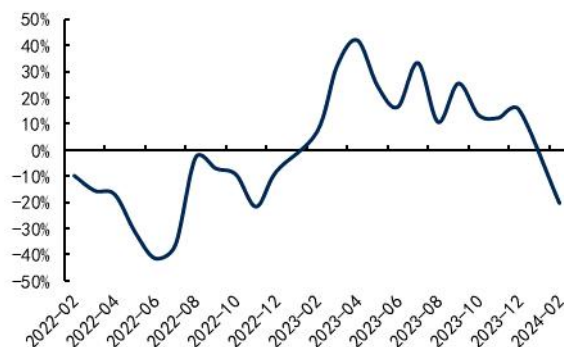
资料来源: 国家统计局, Wind, 国信证券经济研究所整理

图48: 新开工面积单月同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图49: 竣工面积单月同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

基建: 投资稳健增长, 国际工程同比显著改善

基建投资及制造业投资支撑固定资产投资稳步增长

固定资产投资增长 4.2%，投资主体信心环比企稳。从累计增速看，2024 年 1-2 月，全国固定资产投资（不含农户）完成额 5.1 万亿元，同比增长 4.2%，增速同比下降 1.3pct，环比提升 1.2pct。从单月增速看，不考虑基数调整，2 月份单月同比减少 5.1%，环比增长 20.4%，绝对值上与 2023 年 2 月基本持平，环比增长主因 2023 年 12 月基数较低。从投资主体看，2024 年 1-2 月国有及国有控股投资累计同比增长 7.3%，增速同比下降 3.2pct，环比提升 0.9pct，民间投资累计同比增长 0.4%，增速同比下降 0.4pct，环比提升 0.8pct，整体来看，国有资产和民间资产投资信心不及 2023 年初，但较 2023 年全年已有企稳迹象。从资金来源看，2024 年 1-2 月国家预算内资金同比增长 3.4%，国内贷款同比增长 8.0%，自筹资金同比增长 3.3%，债券同比增长 41.4%，其余资金来源同比减少。

其中，制造业投资增长提速，基建投资增长稳健，房地产开发投资持续下降。2024 年 1-2 月房地产开发投资同比下降 9.0%，增速同比下降 3.3pct，环比提升 0.6pct；制造业投资同比增长 9.4%，增速同比提升 1.3pct，环比提升 3.1pct；广义基建投资同比增长 8.95%，增速同比下降 3.23pct，环比提升 0.71pct，狭义基建投资同比增长 6.3%，增速同比下降 2.7pct，环比提升 0.4pct。制造业投资增长提速，基建增速虽不及 2023 年初，但考虑到 2023 年初高基数影响，今年开年基建投资增长符合预期，对固定资产投资增长发挥了重要支撑作用。

图50: 固定资产投资完成额单月值及增速 (单位: 亿元, %)



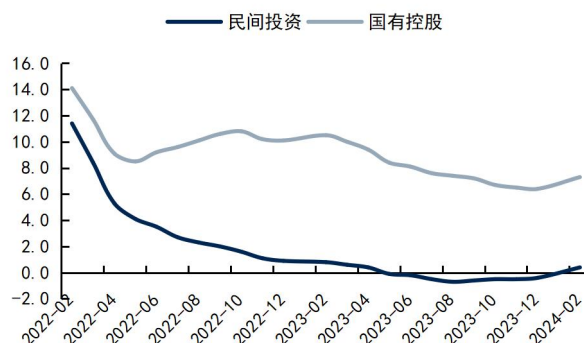
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理 (注: 单月同环比均采用未经调整基数计算)

图51: 固定资产投资完成额累计值及同比 (单位: 亿元, %)



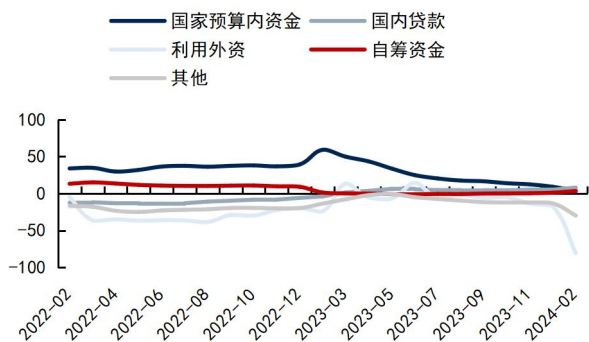
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图52: 固定资产投资完成额构成 (单位: %)



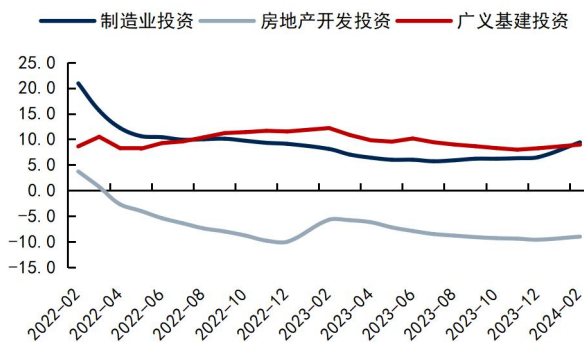
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图53: 固定资产投资资金来源累计同比 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图54: 固定资产投资“三大项”同比增速 (单位: %)

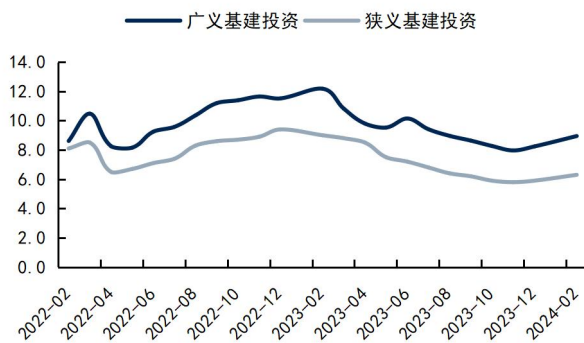


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

基建增速开年稳健增长，水利管理、道路、铁路投资提速明显

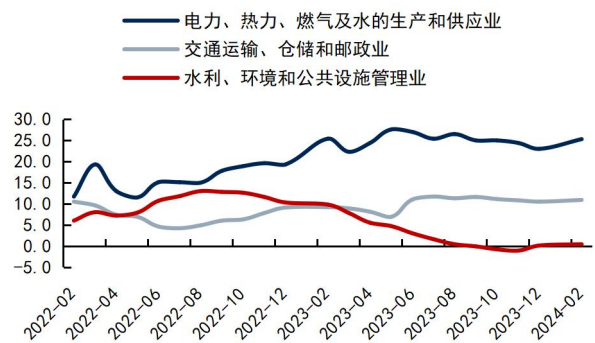
基建增速环比提升，能源、交通领域增速维持高位且同环比显著改善。2024年1-2月广义基建投资同比增长8.95%，增速同比下降3.2pct，环比提升0.7pct。狭义基建即基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长6.3%，增速同比下降2.7pct，环比提升0.4pct。从基建细分领域看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比增长25.3%，增速同比持平，环比提升2.3pct，交通运输、仓储和邮政业投资同比增长10.9%，增速同比提升1.7pct，环比提升0.4pct，水利、环境和公共设施管理业投资同比增加0.4%，增速同比下降9.4pct，环比提升0.3pct。

图55: 广义/狭义基建投资累计同比（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图56: 分领域基建投资增速（单位：%）

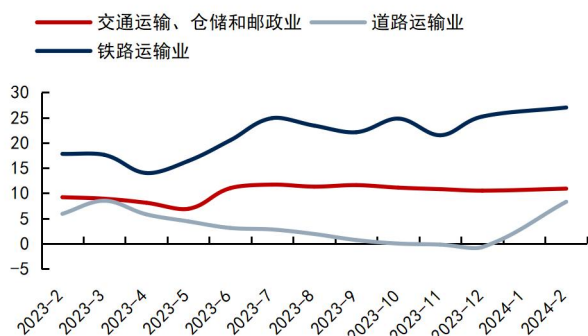


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

水利管理领域投资同比持平，水利管理业提速明显。2024年1-2月，水利、环境和公共设施管理业固定资产投资完成额6270亿元，同比增加0.4%，增速同比下降9.4pct，环比提升0.3pct，绝对投资额保持平稳，增速环比提速。其中，水利管理业投资完成额925亿元，同比增长13.7%，增速同比提升10.7pct，环比提升8.5pct，提速增长；公共设施管理业投资完成额4846亿元，同比减少1.9%，增速同比下降13.1pct，环比下降1.1pct。推测去年10月增发的用于加快恢复灾后重建的万亿国债部分形成了水利管理业实物工作量，水利管理业基数小（不足千亿），增速提升见效快。

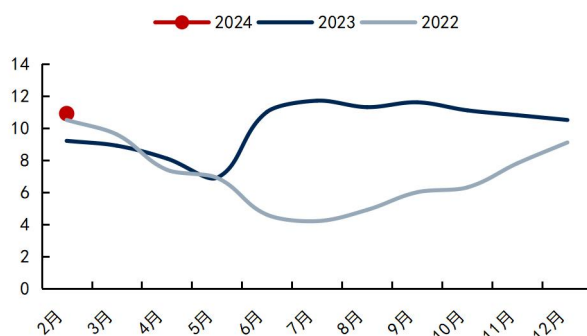
交运领域投资维持高增长，道路、铁路投资同环比均提速。2024年1-2月，交通运输、仓储、邮政业投资完成额5814亿元，同比增长10.9%，增速同比提升1.7pct，环比提升0.4pct。其中道路运输业投资完成额3972亿元，同比增长8.3%，增速同比提升2.4pct，环比提升7.6pct，铁路运输业完成投资额814亿元，同比增长27%，增速同比提升9.2pct，环比提升1.8pct。

图57: 交通运输、仓储、邮政业投资增速 (单位: %)



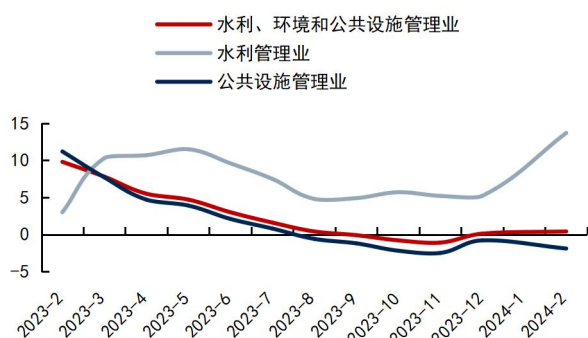
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图58: 2022年起交通运输、仓储、邮政业增速对比 (单位: %)



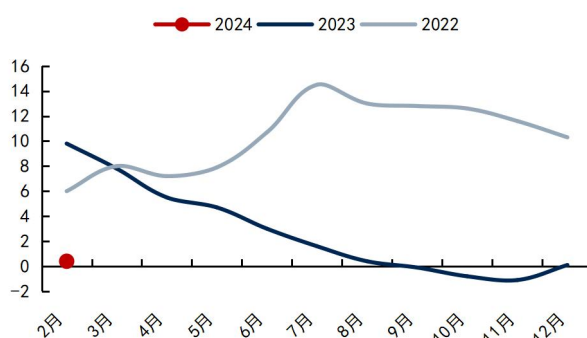
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图59: 水利、环境和公共设施管理业投资增速 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图60: 2022年起水利领域投资增速对比 (单位: %)

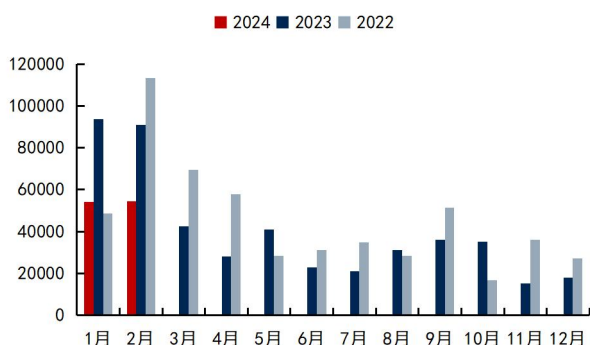


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

年初新开工项目投资额低迷, 国际工程同比显著改善

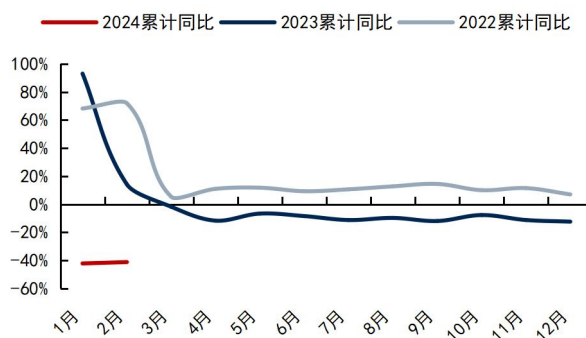
年初新开工项目投资额低迷。根据 Mysteel 数据, 2023.12/2024.1/2024.2 全国开工项目总投资额分别为 1.8/5.4/5.4 万亿元, 累计同比增速 -12.4%/-42.1%/-41.1%, 单月同比 -34.2%/-42.1%/-40.1%, 年初新开工强度明显弱于前两年, 推测节后复工强度弱, 同时受政府投资相关监管新政影响, 全国新开工项目偏少。

图61: 2022 年以来月度重大项目开工投资额 (单位: 亿元)



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

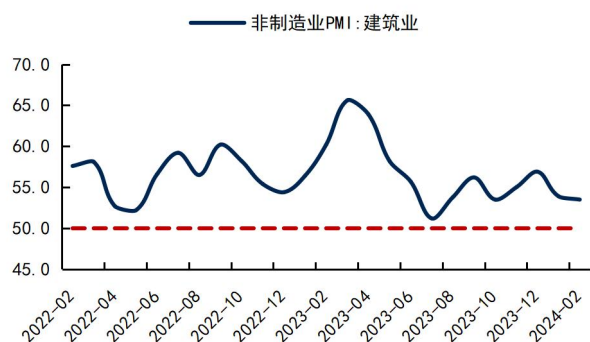
图62: 2022 年以来开工项目投资额累计同比增速



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

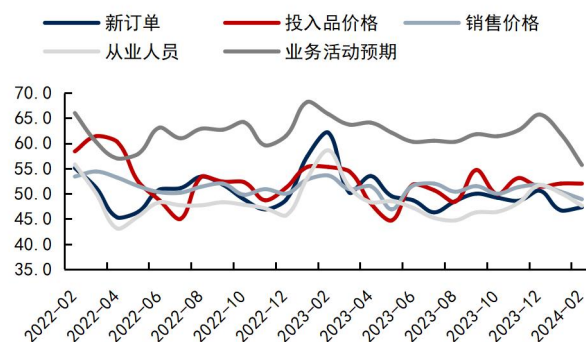
景气度略有回落, 全年新签合同额增速转负。2023 年, 建筑业 PMI 景气度一季度显著提升, 1-3 月份 PMI 分别为 56.4/60.2/65.6, 二季度环比回落, 4-6 月份 PMI 分别为 63.9/58.2/55.7, 7 月 PMI 低至 51.2, 随后触底回升, 12 月 PMI 升至 56.9, 2024 年 1 月, 建筑业 PMI 53.5, 较上月回落 0.4。分要素看, 业务活动预期大幅下滑。新签合同方面, 2023 年建筑业累计新签合同额 35.6 万亿元, 同比减少 2.85%, 一季度/二季度/三季度新签累计同比增速 9.25%/3.11%/0.01%。

图63: 非制造业 PMI : 建筑业



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图64: 非制造业 PMI : 建筑业-分要素



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图65: 开工率: 沥青: 国内 64 家样本企业 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图66: 建筑业新签合同额累计值及同比 (单位: 亿元, %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

国际工程方面，年初对外承包工程新签合同额与完成营业额较2023年初大幅提升。2023年全年，我国对外承包工程业务完成营业额11338.8亿元人民币，比上年增长8.8%（以美元计为1609.1亿美元，增长3.8%），新签合同额18639.2亿元人民币，增长9.5%（以美元计为2645.1亿美元，增长4.5%）。其中，在“一带一路”共建国家新签承包工程合同额16007.3亿元人民币，增长10.7%（以美元计为2271.6亿美元，增长5.7%）；完成营业额9305.2亿元人民币，增长9.8%（以美元计为1320.5亿美元，增长4.8%）。

2024年1月，我国对外承包工程业务完成营业额657.3亿元人民币，同比增长17.1%（以美元计为92.5亿美元，同比增长12%），新签合同额935.1亿元人民币，同比增长34.2%（以美元计为131.6亿美元，同比增长28.4%）。其中，在“一带一路”共建国家新签对外承包工程项目合同额761.1亿元人民币，同比增长25.7%（以美元计为107.1亿美元，同比增长20.2%），占同期我国对外承包工程新签合同额的81.4%；完成营业额529.4亿元人民币，同比增长14.4%（以美元计为74.5亿美元，同比增长9.4%），占同期总额的80.6%，主要投向新加坡、越南、马来西亚、泰国、印度尼西亚等国家。

（注：2023年8月起，商务部有关一带一路对外承包工程的统计口径由“一带一路沿线国家”变更为“一带一路共建国家”。我国已与152个国家签署了共建“一带一路”的合作文件，其中，“一带”沿线国家18个，“一路”沿线国家37个，“一带”与“一路”交汇处国家10个，非沿线国家87个。）

图67: 对外承包工程新签合同额及增速 (单位: 亿美元, %)



图68: 对外承包工程完成营业额及增速 (单位: 亿美元, %)



资料来源：商务部，iFinD，国信证券经济研究所整理

资料来源：商务部，iFinD，国信证券经济研究所整理

图69：一带一路对外承包工程新签合同额及增速（单位：亿美元，%）

图70：一带一路对外承包工程完成营业额及增速（单位：亿美元，%）



资料来源：商务部，iFinD，国信证券经济研究所整理

资料来源：商务部，iFinD，国信证券经济研究所整理

投资策略

房地产：重申楼市复苏是地产板块行情启动的必要条件

虽然春节前后需求端利好政策持续推出，但2024年1-2月地产基本面暂未出现显著改善。我们重申楼市的真实复苏是房地产板块行情出现的前提，期待在“金三银四”季节性回温和需求端政策的不断加持下，楼市能够初步企稳，则土储质量优、投资强度稳定的优质房企有望实现销售情况改善。个股端，核心推荐贝壳-W、绿城管理控股、华润置地、华润万象生活。

基建：预计2024全年基建投资保持低速稳健增长

2024年1-2月全国固定资产投资增速4.2%，广义基建投资增速8.95%，其中能源/水利/能源投资增速分别为25.3%/10.9%/0.4%，开工项目投资额累计同比减少41.1%，国际工程同比显著改善。整体来看，一方面，今年开年基建投资在去年高基数的基础上保持稳健增长，对经济支撑作用仍然显著，预计全年基建稳增长仍然是主基调；另一方面，开工项目投资额不及预期，新增专项债规模下降，全年实现3.9万亿元专项债的目标面临较大挑战，基建投资增长可持续性还有待验证。考虑到超长期特别国债支撑基建资金增长，基建投资有望保持低速增长。**重点推荐中国中铁、中国交建、中国铁建、中材国际。**

表1: 重点公司盈利预测与估值 (截至 2024 年 3 月 25 日)

证券代码	证券简称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
02423. HK	贝壳-W	买入	35.3	1315.6	2.63	2.63	2.65	13.42	13.42	13.32
09979. HK	绿城管理控股	买入	6.4	129.0	0.48	0.61	0.74	13.38	10.52	8.68
01109. HK	华润置地	买入	24.3	1732.8	3.87	4.28	4.76	6.28	5.68	5.11
01209. HK	华润万象生活	买入	24.4	555.8	1.24	1.6	1.98	19.64	15.22	12.30
601390. SH	中国中铁	买入	6.8	1685.5	1.20	1.40	1.56	5.68	4.86	4.36
601800. SH	中国交建	买入	8.2	1336.6	1.09	1.30	1.44	7.53	6.30	5.69
601186. SH	中国铁建	买入	8.5	1150.2	1.76	2.13	2.35	4.81	3.98	3.61
600970. SH	中材国际	买入	10.8	285.4	0.98	1.03	1.21	11.02	10.46	8.92

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所预测及整理

风险提示

1、后续政策落地不及预期；2、房企信用风险事件超预期冲击；3、重大项目审批进度不及预期；4、国企改革推进不及预期；5、地方财政压力持续增大。

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