

数据背后的地产基建图景（七）

地产基本面延续下行趋势，基建投资维持稳健增长

核心观点

房地产：基本面各项指标均延续下行趋势，板块行情启动仍待销售复苏

1. **销售**：3月销量降幅略有收窄，但房价持续承压。首先，从交易量分析。2024年1-3月，商品房销售面积22668万㎡，同比-19.4%，降幅较1-2月收窄了1.1个百分点，3月单月同比-18.3%；百强房企全口径销售额累计同比-49%，3月单月同比-47%。其次，从房价分析。2024年1-3月，商品房销售均价9421元/㎡，同比-10.2%，降幅较1-2月收窄了0.9个百分点，3月单月同比-9.3%。2024年3月，70个大中城市新建商品住宅销售价格同比-2.7%，环比-0.3%；70个大中城市二手住宅销售价格同比-5.9%，环比-0.5%。房价上涨预期和居民收入预期难言理想的背景下，3月地产销售虽有季节性热度但并不高涨。楼市冰冻三尺非一日之寒，等待春意需有耐心。

2. **投融资**：地产开发投资降幅扩大，房企到位资金受销售拖累较大。首先，从投资端分析。2024年1-3月，房地产开发投资额为22082亿元，同比-9.5%，降幅较1-2月扩大了0.5个百分点，3月单月同比-10.1%；百强房企权益拿地额累计同比+15%，3月单月同比-11%；300城住宅用地成交建面累计同比-20%，3月单月同比-49%，当月成交溢价率6.2%，仍处于较低水平。其次，从融资端分析，2024年1-3月，房企到位资金25689亿元，同比-26.0%，降幅较1-2月扩大了1.9个百分点，3月单月同比-29.0%，主要受销售不景气的影响。此外，房企非银融资3月环比季节性改善，但同比仍弱。

3. **开竣工**：新开工降幅有所收窄，竣工降幅持续扩大。2024年1-3月，房屋新开工面积17283万㎡，同比-27.8%，降幅较1-2月收窄了1.9个百分点，3月单月同比-25.4%。2024年1-3月，房屋竣工面积15259万㎡，同比-20.7%，降幅较1-2月扩大了0.5个百分点，3月单月同比-21.7%。

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1-3月，全国固定资产投资（不含农户）完成额10.0万亿元，同比增长4.5%，增速同比下降0.6pct，环比提升0.3pct。从投资主体看，2024年1-3月国有及国有控股投资累计同比增长7.8%，增速同比下降2.2pct，环比提升0.5pct，民间投资累计同比增长0.5%，增速同比下降0.1pct，环比提升0.1pct，整体来看，国有资产和民间投资信心不及2023年，但已有企稳迹象。

2. **基建投资**：2024年1-3月广义基建投资同比增长8.75%，增速同比下降2.1pct，环比下降0.2pct。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6.5%，增速同比下降2.3pct，环比提升0.2pct。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29.1%，增速同比提升6.8pct，环比提升3.8pct，交通运输、仓储和邮政业投资同比增长7.9%，增速同比下降1.0pct，环比下降3.0pct，水利、环境和公共设施管理业投资同比增加0.3%，增速同比下降7.5pct，环比下降0.1pct。

3. **项目开工与景气度**：2024年1/2/3月全国开工项目总投资额分别为5.4/5.4/4.0万亿元，累计同比增速-42.1%/-41.1%/-34.7%，单月同比增速-42.1%/-40.1%/-6.6%，年初新开工强度明显弱于前两年，3月同比降幅有所收窄，推测节后复工强度弱，同时受到“12省暂停基建”等政府投资相关监

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

- 《统计局2024年1-3月房地产数据点评-销售量价下行但降幅收窄，投融资额降幅持续扩大》——2024-04-17
- 《房地产行业周报（2024年第15周）-二手房成交量表现仍优于新房，京穗拟提升公积金贷款额度》——2024-04-15
- 《房地产行业周报（2024年第14周）-新房成交量季末冲高回落，二手房热度持续性尚待观察》——2024-04-08
- 《房地产行业2024年4月投资策略-二手房表现较优，静待楼市真实复苏》——2024-03-27
- 《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》——2024-03-27

管新政影响，全国新开工项目偏少，明显弱于前两年。2024 开年以来专项债发行偏慢，国际工程稳健增长。

投资策略：

1. **房地产**：3 月，商品房销售量价、开发投资额、竣工等指标的下行幅度基本符合我们此前判断，但新开工偏差仍然较大，原因在于小阳春期间房企仍在权衡将存量土储推盘变现的紧迫度。但目前已经看到新房价格的明显下跌，故我们坚持 2024 年新开工数据将改善的判断。我们重申，楼市的真实复苏是房地产板块行情出现的前提，期待在需求端政策的不断加持下，楼市能够初步企稳。个股端，核心推荐贝壳-W、绿城管理控股、龙湖集团、华润置地、华润万象生活。

2. **基建**：2024 年 1-3 月全国固定资产投资增速 4.5%，广义基建投资增速 8.75%，其中能源/水利/交通投资增速分别为 29.1%/7.9%/0.3%，开工项目投资额累计同比减少 34.7%。整体来看，投资、景气度趋势变化平稳，国际工程增长可期。我们维持此前观点：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，考虑到超长期特别国债支撑基建资金增长，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。预计全年基建投资保持低速增长，**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	33.0	1115.6	2.63	2.65	12.55	12.45
09979.HK	绿城管理控股	买入	6.3	114.0	0.61	0.75	10.25	8.33
01109.HK	华润置地	买入	23.5	1520.1	4.26	4.47	5.52	5.26
01209.HK	华润万象生活	买入	25.2	520.7	1.6	1.93	15.72	13.03
601390.SH	中国中铁	买入	7.2	1789.5	1.51	1.65	4.79	4.38
601800.SH	中国交建	买入	9.4	1523.8	1.57	1.71	5.96	5.47
601186.SH	中国铁建	买入	8.7	1184.1	2.14	2.31	4.07	3.77
600970.SH	中材国际	买入	13.0	343.5	1.25	1.44	10.40	9.03

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

房地产：基本面延续下行趋势	7
3 月销量降幅略有收窄，但房价持续承压	7
开发投资降幅扩大，到位资金受销售拖累较大	13
新开工降幅有所收窄，竣工降幅持续扩大	17
基建：投资维持稳健增长，国际工程	19
基建投资及制造业投资支撑固定资产投资维持稳步增长	19
基建增速开年稳健增长，能源投资维持高位，交通投资放缓	20
新开工项目投资额低迷，国际工程稳健增长	22
投资策略	24
房地产：重申楼市复苏是地产板块行情启动的必要条件	24
基建：预计 2024 全年基建投资保持低速稳健增长	25
风险提示	25

图表目录

图 1: 商品房销售额累计同比	7
图 2: 商品房销售额单月同比	7
图 3: 商品房销售面积累计同比	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 3 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 3 月单月销售额及累计同比	8
图 10: Top20 房企 2024 年 1-3 月累计销售额及累计同比	9
图 11: 30 城新建商品房单月成交面积及同比	9
图 12: 30 城新建商品房当年累计成交面积同比	9
图 13: 18 城二手住宅单月成交套数及同比	10
图 14: 18 城二手住宅当年累计成交套数同比	10
图 15: 30 城新建商品房单月成交面积相比 2019 同期	10
图 16: 18 城二手住宅单月成交套数相比 2019 同期	10
图 17: 商品房销售均价累计同比	11
图 18: 商品房销售均价单月同比	11
图 19: 70 个大中城市新建商品住宅销售价格同比	11
图 20: 70 个大中城市新建商品住宅销售价格环比	11
图 21: 各能级城市新建商品住宅销售价格同比	12
图 22: 各能级城市新建商品住宅销售价格环比	12
图 23: 70 个大中城市二手住宅销售价格同比	12
图 24: 70 个大中城市二手住宅销售价格环比	12
图 25: 各能级城市二手住宅销售价格同比	13
图 26: 各能级城市二手住宅销售价格环比	13
图 27: 城镇储户对未来房价预期	13
图 28: 城镇储户对未来收入信心及就业预期指数	13
图 29: 房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）	14
图 30: 房地产开发投资累计同比	14
图 31: 房地产开发投资单月同比	14
图 32: 百强房企单月拿地金额及同比	14
图 33: 百强房企当年累计拿地金额同比	14
图 34: 300 城住宅用地单月成交面积及同比	15
图 35: 300 城住宅用地当年累计成交面积同比	15
图 36: 300 城住宅用地单月成交楼面均价及同比	15
图 37: 300 城住宅用地当月成交溢价率	15

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	16
图 41: 国内贷款拉动 vs 销售回款拉动	16
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	17
图 45: 分类别房企非银融资发行额累计同比	17
图 46: 房屋新开工面积累计同比	18
图 47: 新开工面积单月同比	18
图 48: 房屋竣工面积累计同比	18
图 49: 竣工面积单月同比	18
图 50: 固定资产投资完成额单月值及增速 (单位: 亿元, %)	19
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: %)	21
图 58: 2022 年起交通运输、仓储、邮政业增速对比 (单位: %)	21
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)	22
图 62: 2022 年以来开工项目投资额累计同比增速	22
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: 地方政府债券发行额 (单位: 亿元)	23
图 66: 建筑业新签合同额累计值及同比 (单位: 亿元, %)	23
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, %)	24
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, %)	24

表1：重点公司盈利预测与估值（截至 2024 年 4 月 19 日） 25

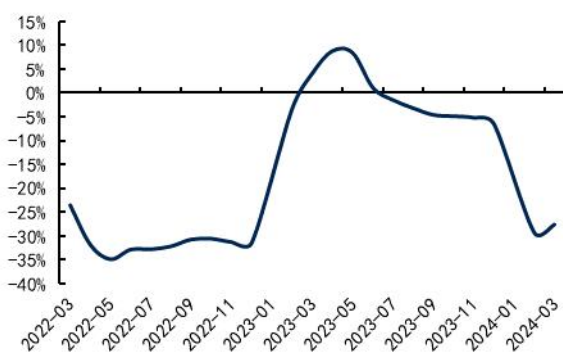
房地产：基本面延续下行趋势

3月销量降幅略有收窄，但房价持续承压

首先，从交易量分析。

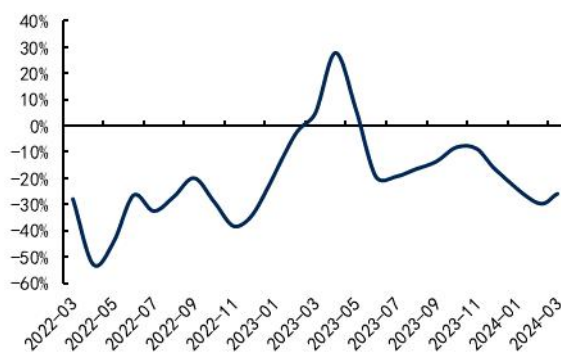
根据统计局公布数据，2024年1-3月，商品房销售额21355亿元，同比-27.6%，降幅较1-2月收窄了1.7个百分点；3月单月，商品房销售额10789亿元，同比-25.9%。2024年1-3月，商品房销售面积22668万m²，同比-19.4%，降幅较1-2月收窄了1.1个百分点；3月单月，商品房销售面积11299万m²，同比-18.3%。

图1: 商品房销售额累计同比



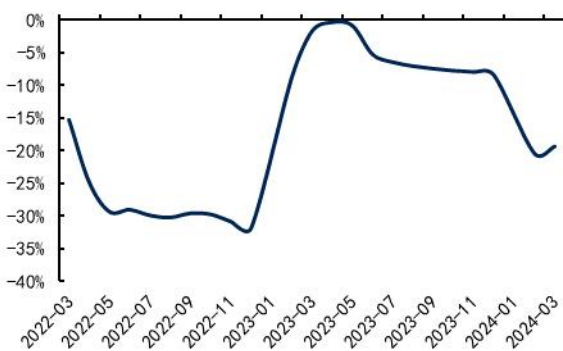
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 商品房销售额单月同比



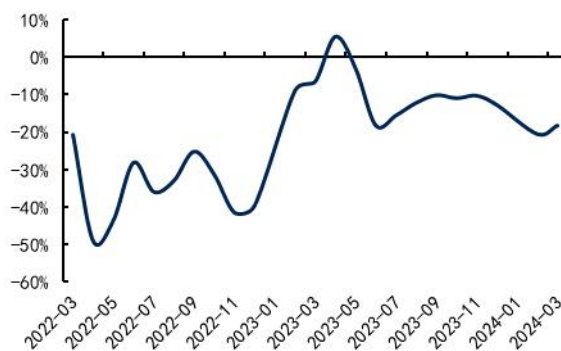
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 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

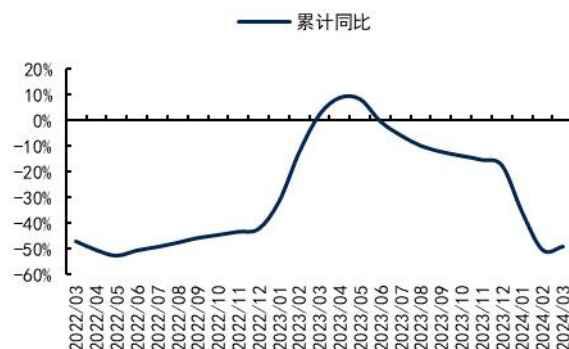
- ◆ 从房企维度看，根据克而瑞销售榜单，2024年1-3月，百强房企全口径销售额8465亿元，累计同比-49%。2024年3月单月，百强房企销售额为3921亿元，同比-47%，创3月销售额的历史新低。与疫情前相比，百强房企3月销售额约为2019年同期的42%，自2023年11月以来首次回到40%以上，逐渐企稳回升。Top20房企2024年3月单月销售同比及累计销售额同比均为负数，仅中海地产受益于上海豪宅项目中海·顺昌玖里的开盘取得单月同比-4.1%的最小跌幅。

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3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 3 月单月销售额及累计同比



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图10: Top20 房企 2024 年 1-3 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

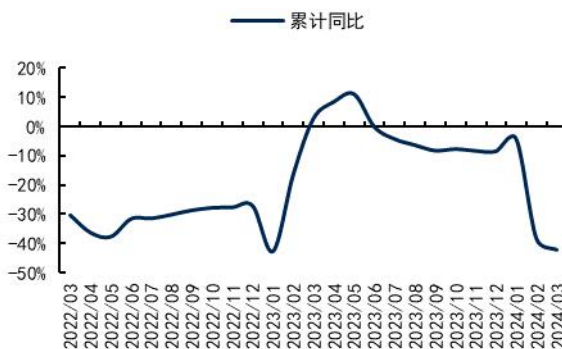
- ◆ 从城市维度看, 新房市场, 2024 年 1-3 月, 30 城新建商品房成交面积为 2050 万 m^2 , 累计同比-42%; 3 月单月, 30 城新建商品房成交面积为 863 万 m^2 , 同比-47%。二手房市场, 2024 年 1-3 月, 18 城二手住宅成交套数为 17.28 万套, 累计同比-22%; 3 月单月, 18 城二手住宅成交套数为 7.31 万套, 同比-33%。与疫情前相比, 2024 年 3 月, 30 城新建商品房的单月成交面积约为 2019 年同期的 58%, 处于 2022 年以来的较低水平; 而 18 城二手住宅单月成交套数约为 2019 年同期的 107%, 成交量相对稳定。

图11: 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12: 30 城新建商品房当年累计成交面积同比



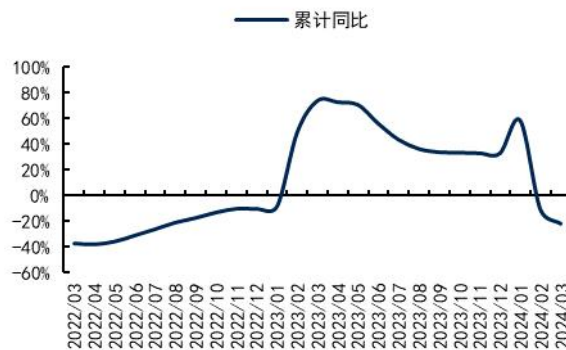
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 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14: 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15: 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16: 18城二手住宅单月成交套数相比2019同期

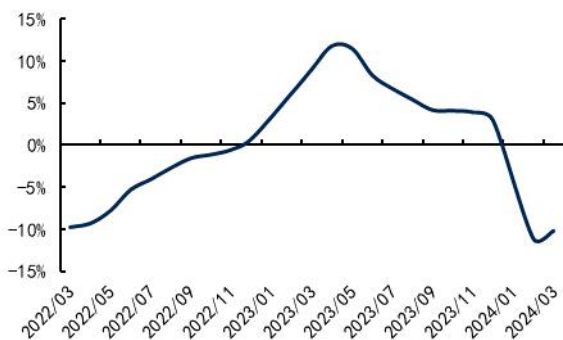


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

其次，从房价分析。

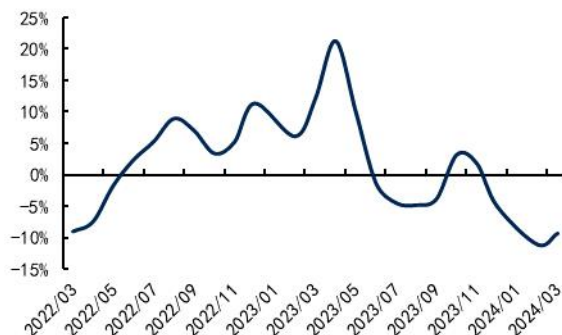
根据统计局数据，2024年1-3月，商品房销售均价9421元/㎡，同比-10.2%，降幅较1-2月收窄了0.9个百分点；3月单月，商品房销售均价9548元/㎡，同比-9.3%。考虑到二手住宅降价幅度对潜在购房者的决策影响，若后续没有超预期政策，2024年新房价格面临更大压力。

图17: 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

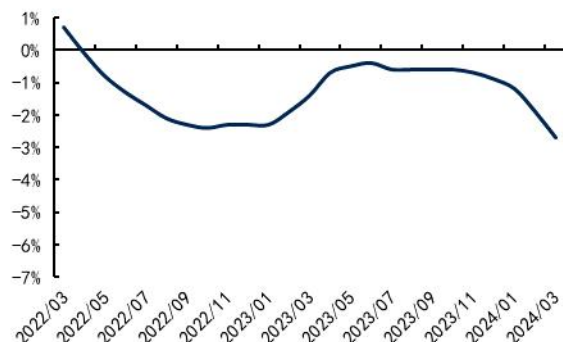
图18: 商品房销售均价单月同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

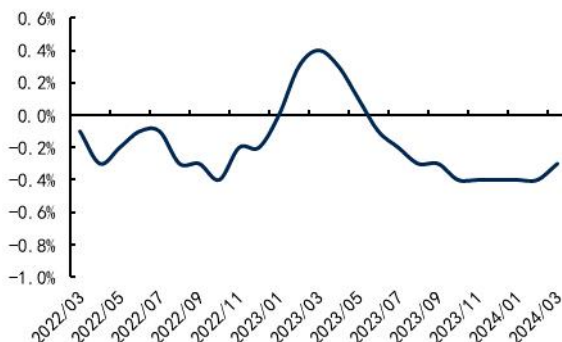
- ◆ 从新房市场看, 2024年3月, 70个大中城市新建商品住宅销售价格同比-2.7%, 环比-0.3%; 分城市能级看, 一线、二线、三线城市新建商品住宅价格同比分别-1.5%、-2.0%、-3.4%, 环比分别为-0.1%、-0.3%、-0.4%。从月度数据看, 各能级城市新房价格同比降幅呈扩大趋势。

图19: 70个大中城市新建商品住宅销售价格同比



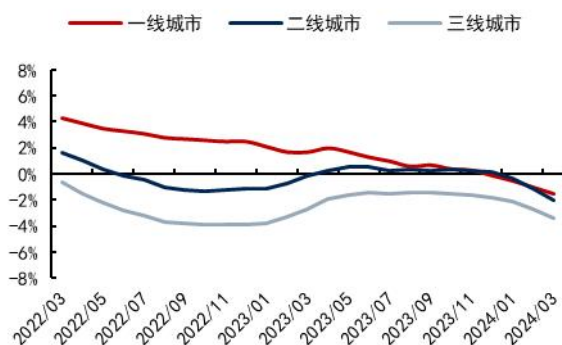
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 70个大中城市新建商品住宅销售价格环比



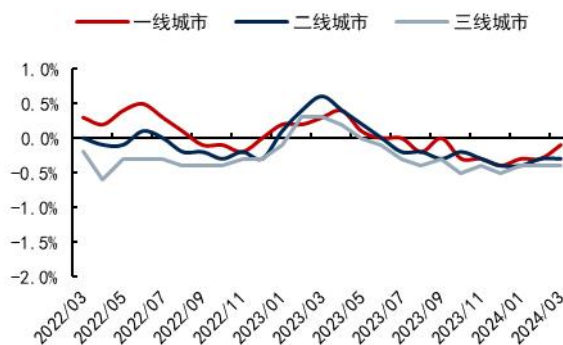
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 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

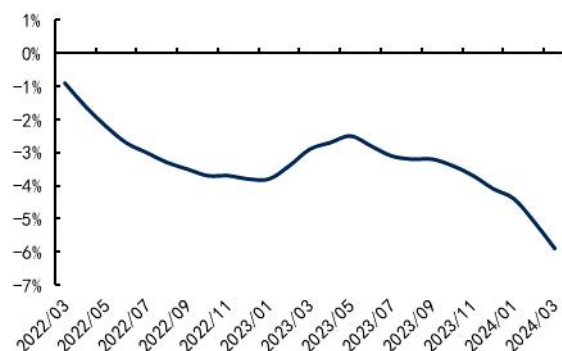
图22: 各能级城市新建商品住宅销售价格环比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

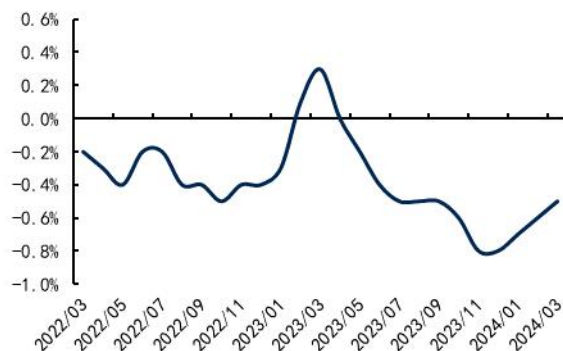
- ◆ 从二手房市场看, 2024年3月, 70个大中城市二手住宅销售价格同比-5.9%, 环比-0.5%; 分城市能级看, 一线、二线、三线城市二手住宅价格同比分别-7.3%、-5.9%、-5.7%, 环比分别-0.7%、-0.5%、-0.5%。从月度数据看, 各能级城市二手房价格环比降幅继续收窄但仍明显大于新房, 同比降幅难言企稳。

图23: 70个大中城市二手住宅销售价格同比



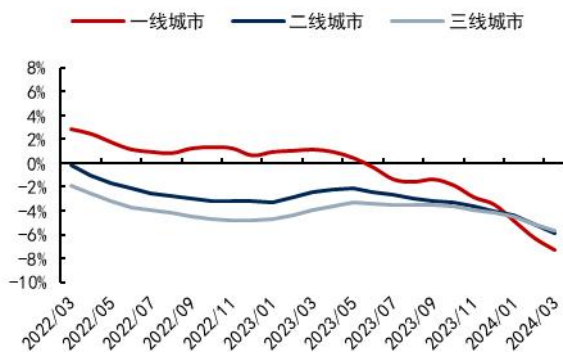
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 70个大中城市二手住宅销售价格环比



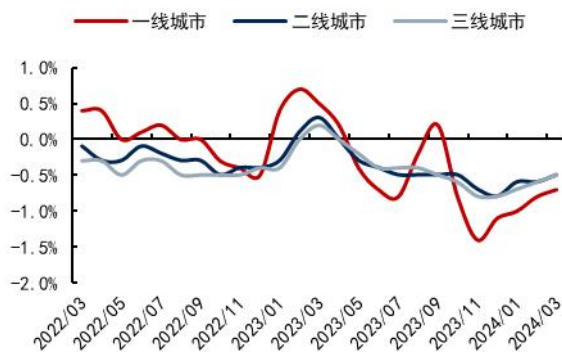
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 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

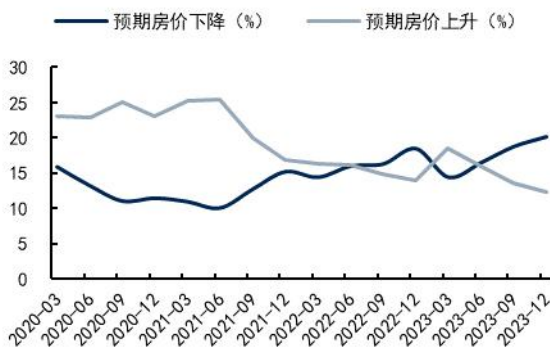
图26: 各能级城市二手住宅销售价格环比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

房价上涨预期和居民收入预期难言理想的背景下, 3月地产销售虽有季节性热度但并不高涨。我们始终强调, 楼市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27: 城镇储户对未来房价预期



资料来源: 央行城镇储户问卷调查报告, 国信证券经济研究所整理

图28: 城镇储户对未来收入信心及就业预期指数



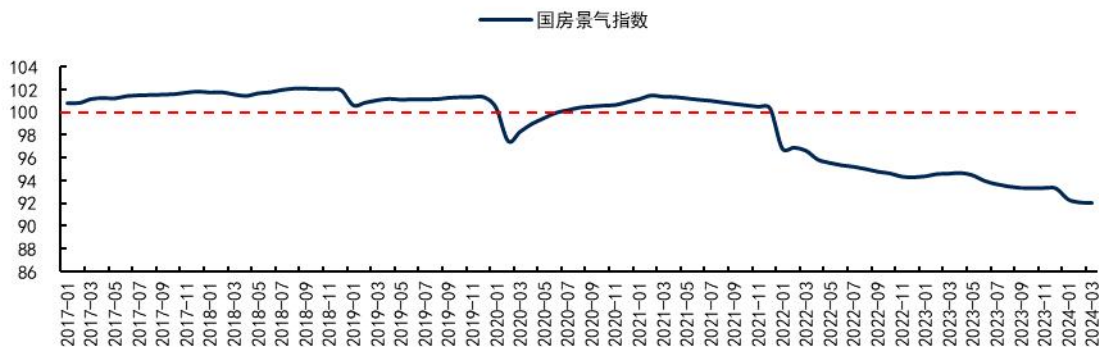
资料来源: 央行城镇储户问卷调查报告, 国信证券经济研究所整理

开发投资降幅扩大, 到位资金受销售拖累较大

首先, 从投资端分析。

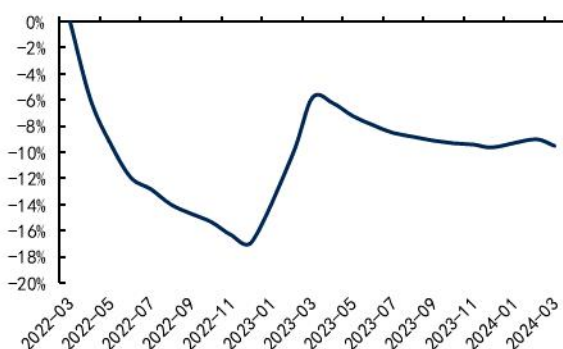
根据统计局数据, 2024年3月, 房地产开发景气指数为92.07, 继续创历史新低, 自2022年1月以来连续27个月低于100。2024年1-3月, 房地产开发投资额为22082亿元, 同比-9.5%, 降幅较1-2月扩大了0.5个百分点; 3月单月, 房地产开发投资额10240亿元, 同比-10.1%。

图29: 房地产开发景气指数 (简称“国房景气指数”)



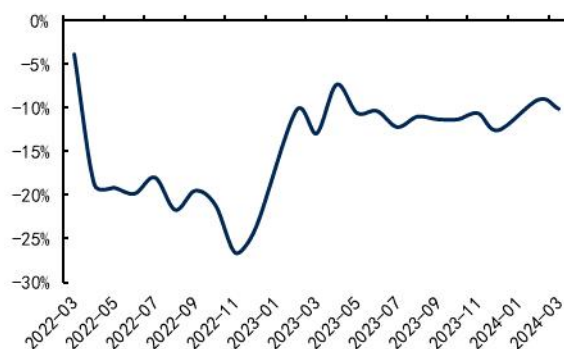
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图30: 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31: 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1-3月, 百强房企权益拿地额 2217 亿元, 累计同比+15%; 3月单月, 百强房企权益拿地额 640 亿元, 同比-11%。

图32: 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33: 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

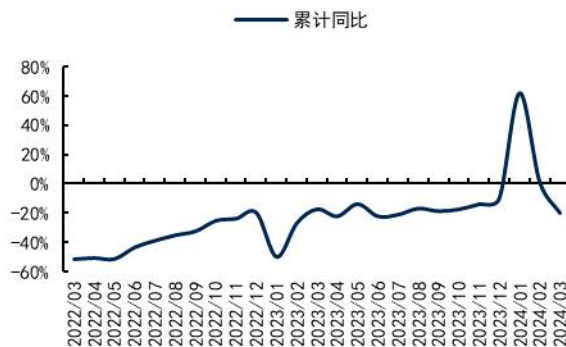
- ◆ 从城市维度看，根据中指研究院数据，2024年1-3月，300城住宅用地成交建面2598万 m^2 ，累计同比-20%；3月单月，300城住宅用地成交建面696万 m^2 ，同比-49%；300城住宅用地成交楼面均价8137元/ m^2 ，同比+22%；当月300城住宅用地成交溢价率6.2%，仍处于较低水平。

图34: 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35: 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36: 300城住宅用地单月成交楼面均价及同比



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图37: 300城住宅用地当月成交溢价率

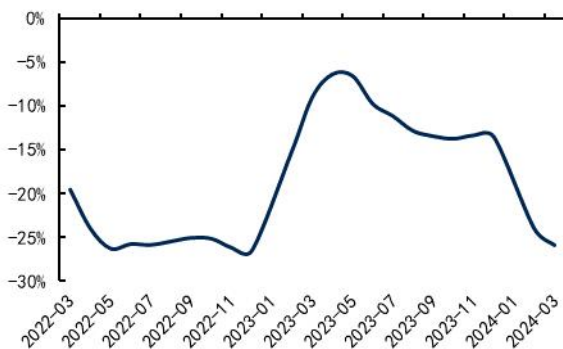


资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

其次，从融资端分析。

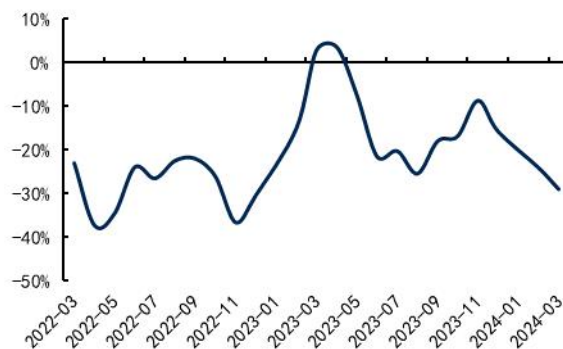
根据统计局数据，2024年1-3月，房企到位资金25689亿元，同比-26.0%，降幅较1-2月扩大了1.9个百分点；3月单月，房企到位资金9496亿元，同比-29.0%。拆解房企资金来源，2024年1-3月，国内贷款4554亿元，同比-9.1%；定金及预收款7435亿元，同比-37.5%；个人按揭贷款3643亿元，同比-41.0%。可见房企资金压力主要受销售不景气的影响。

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



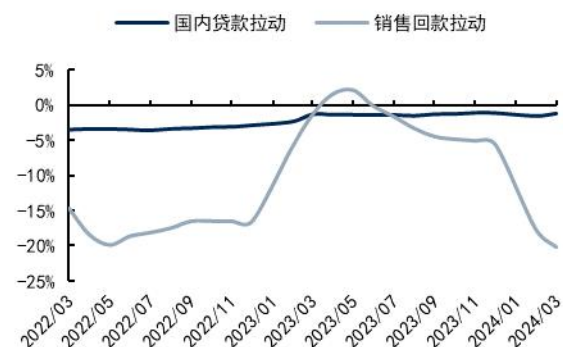
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

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 3 月环比季节性改善, 但同比仍弱。

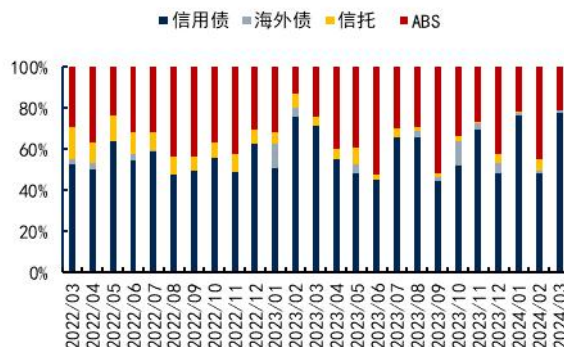
- ◆ 从单月值看, 环比季节性改善。2024 年 3 月, 房企非银融资单月发行 671 亿元, 环比+105%, 单月同比-30%, 降幅较上月收窄了 1pct; 其中, 信用债、海外债、信托、ABS 单月发行占总额比重分别为 78%、1%、0%、21%, 分别较上月变动了 +30pct、-1pct、-5pct、-24pct。
- ◆ 从累计值看, 同比降幅持续扩大。2024 年 3 月, 房企非银融资累计发行 1574 亿元, 累计同比-22%, 降幅较上月扩大了 7pct; 其中, 信用债、海外债、信托、ABS 当年累计发行额同比分别为-16%、-80%、-77%、-13%, 分别较上月变动了 -7pct、+7pct、-11pct、-25pct。

图42: 房企非银融资单月发行总额及同环比



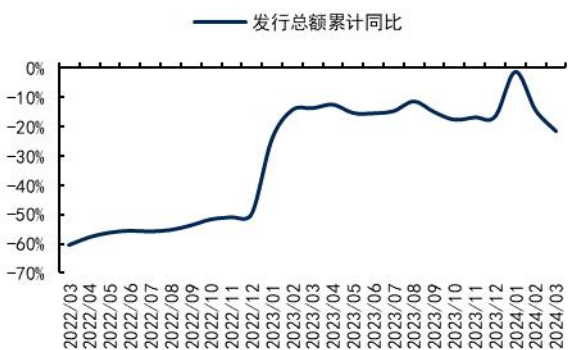
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图43: 房企非银融资单月发行额的类别构成



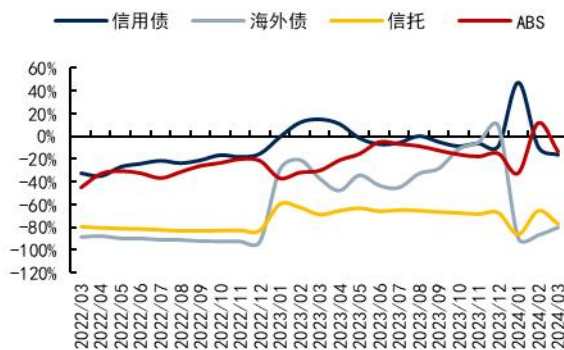
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

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

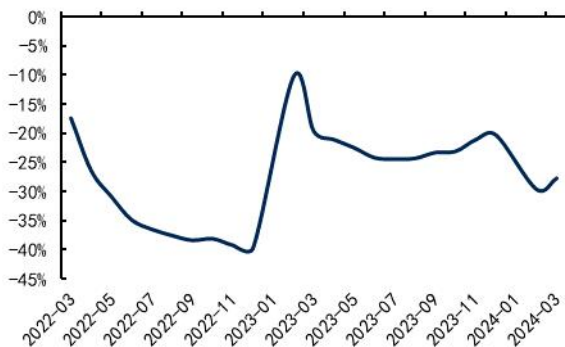


资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

新开工降幅有所收窄, 竣工降幅持续扩大

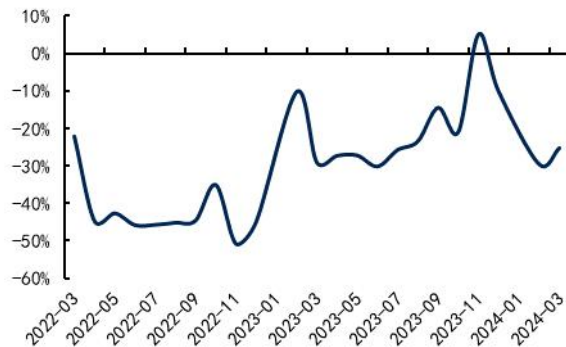
根据统计局数据, 2024年1-3月, 房屋新开工面积17283万m², 同比-27.8%, 降幅较1-2月收窄了1.9个百分点; 3月单月, 房屋新开工面积7854万m², 同比-25.4%。2024年1-3月, 房屋竣工面积15259万m², 同比-20.7%, 降幅较1-2月扩大了0.5个百分点; 3月单月, 房屋竣工面积4864万m², 同比-21.7%。

图46: 房屋新开工面积累计同比



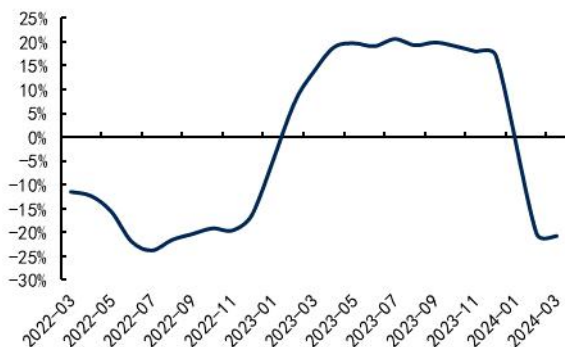
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图47: 新开工面积单月同比



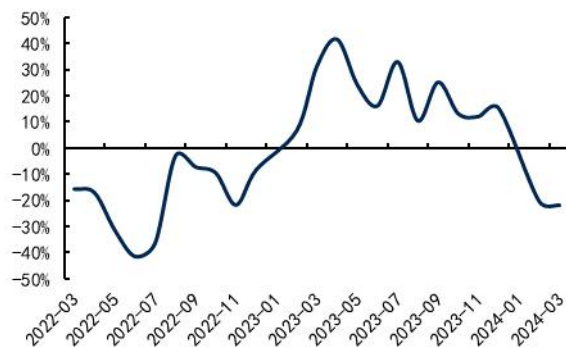
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图48: 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：投资维持稳健增长，国际工程

基建投资及制造业投资支撑固定资产投资维持稳步增长

固定资产投资增长 4.5%，投资主体信心已有企稳迹象。从累计增速看，2024 年 1-3 月，全国固定资产投资（不含农户）完成额 10.0 万亿元，同比增长 4.5%，增速同比下降 0.6pct，环比提升 0.3pct。从单月增速看，不考虑基数调整，3 月份单月同比下降 8.4%，环比下降 3.2%。从投资主体看，2024 年 1-3 月国有及国有控股投资累计同比增长 7.8%，增速同比下降 2.2pct，环比提升 0.5pct，民间投资累计同比增长 0.5%，增速同比下降 0.1pct，环比提升 0.1pct，整体来看，国有资产和民间资产投资信心不及 2023 年，但已有企稳迹象。从资金来源看，2024 年 1-3 月国家预算内资金同比增长 3.5%，国内贷款同比增长 5.2%，自筹资金同比增长 4.3%，债券同比增长 46.8%，其余资金来源同比减少，其中利用外资同比下降 76.6%。

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，预计该趋势将延续。2024 年 1-3 月房地产开发投资同比下降 9.5%，增速同比下降 3.7pct，环比下降 0.5pct；制造业投资同比增长 9.9%，增速同比提升 2.9pct，环比提升 0.5pct；广义基建投资同比增长 8.75%，增速同比下降 2.1pct，环比下降 0.2pct，狭义基建投资同比增长 6.5%，增速同比下降 2.3pct，环比提升 0.2pct。制造业投资增长提速，房地产开发投资降幅扩大，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，%）



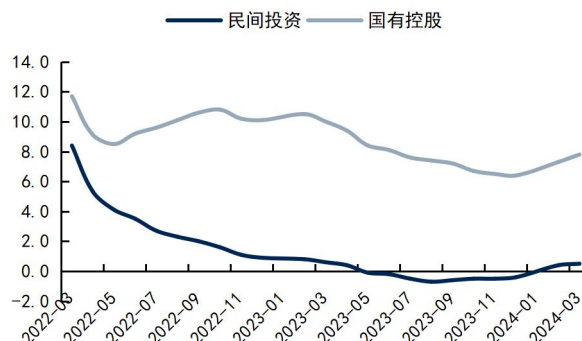
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理（注：单月同环比均采用未经调整基数计算）

图51: 固定资产投资完成额累计值及同比 (单位: 亿元, %)



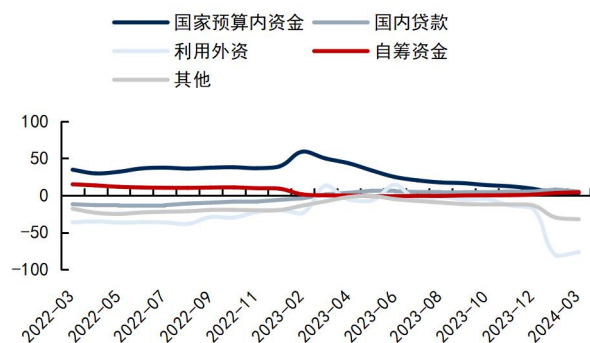
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图52: 固定资产投资完成额构成 (单位: %)



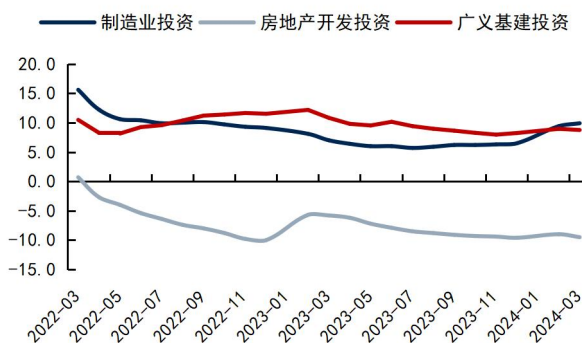
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

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: %)

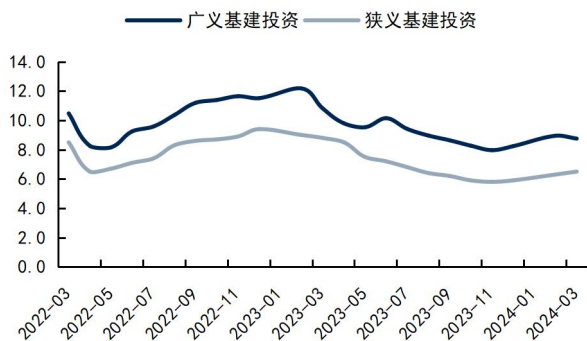


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

基建增速开年稳健增长，能源投资维持高位，交通投资放缓

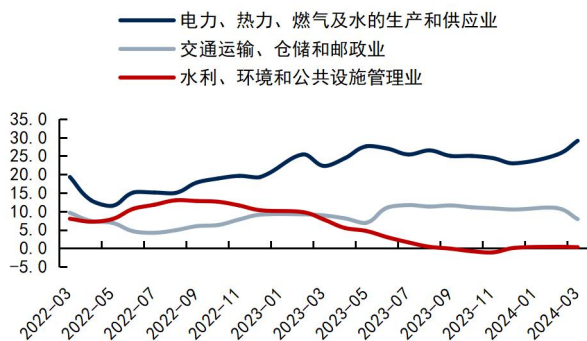
狭义基建增速环比提升，能源投资维持高位。2024年1-3月广义基建投资同比增长8.75%，增速同比下降2.1pct，环比下降0.2pct。狭义基建即基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长6.5%，增速同比下降2.3pct，环比提升0.2pct。从基建细分领域看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比增长29.1%，增速同比提升6.8pct，环比提升3.8pct，交通运输、仓储和邮政业投资同比增长7.9%，增速同比下降1.0pct，环比下降3.0pct，水利、环境和公共设施管理业投资同比增加0.3%，增速同比下降7.5pct，环比下降0.1pct。

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: %)

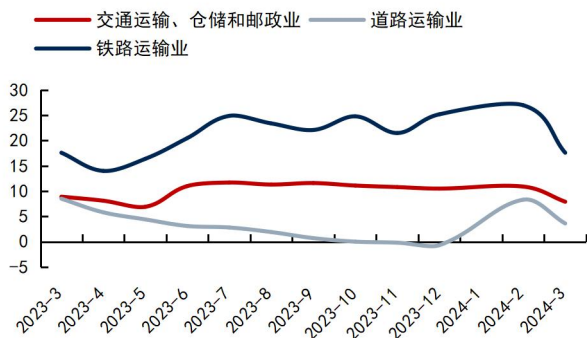


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

水利管理领域投资同比持平, 水利管理业保持提速。2024年1-3月, 水利、环境和公共设施管理业固定资产投资完成额约15288亿元, 同比增加0.3%, 增速同比下降7.5pct, 环比下降0.1pct, 绝对投资额保持平稳, 增速环比回落。其中, 水利管理业投资完成额2641亿元, 同比增长13.9%, 增速同比提升3.6pct, 环比提升0.2pct, 保持提速增长; 公共设施管理业投资完成额11613亿元, 同比减少2.4%, 增速同比下降10.1pct, 环比下降0.5pct。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。

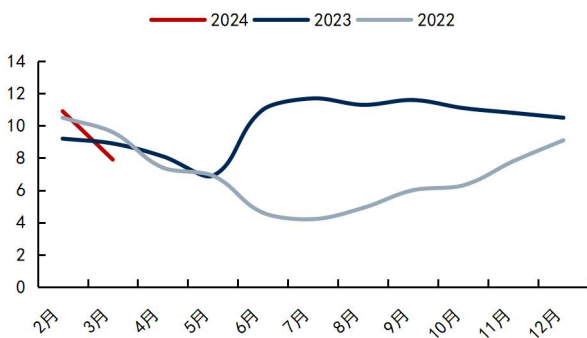
交运领域投资增速放缓。2024年1-3月, 交通运输、仓储、邮政业投资完成额13273亿元, 同比增长7.9%, 增速同比下降1.0pct, 环比下降3.0pct。其中道路运输业投资完成额8808亿元, 同比增长3.6%, 增速同比下降4.9pct, 环比下降4.7pct, 铁路运输业完成投资额1674亿元, 同比增长17.6%, 增速同比持平, 环比下降9.4pct。

图57: 交通运输、仓储、邮政业投资增速 (单位: %)



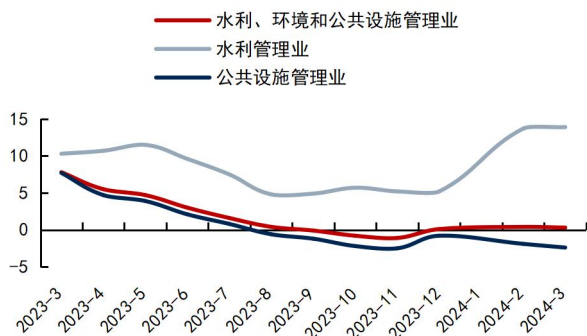
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图58: 2022年起交通运输、仓储、邮政业增速对比 (单位: %)



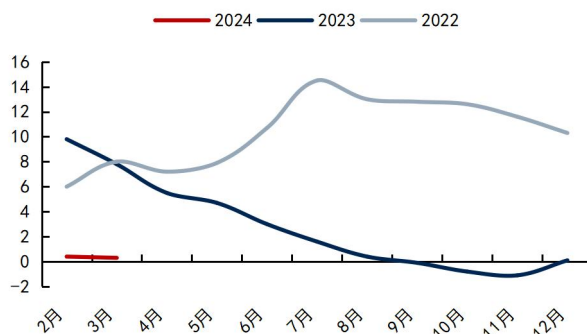
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

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: %)

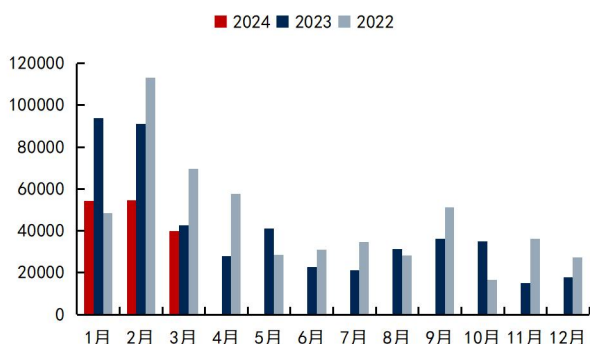


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

新开工项目投资额低迷, 国际工程稳健增长

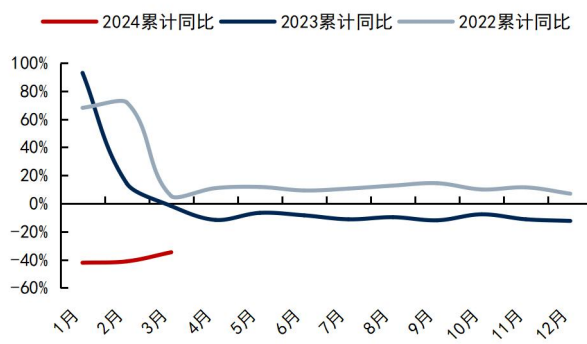
新开工项目投资额持续低迷, 3月同比降幅收窄。根据Mysteel数据, 2024年1/2/3月全国开工项目总投资额分别为5.4/5.4/4.0万亿元, 累计同比增速-42.1%/-41.1%/-34.7%, 单月同比增速-42.1%/-40.1%/-6.6%, 年初新开工强度明显弱于前两年, 3月同比降幅有所收窄, 推测节后复工强度弱, 同时受到“12省暂停基建”等政府投资相关监管新政影响, 全国新开工项目偏少, 明显弱于前两年。

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

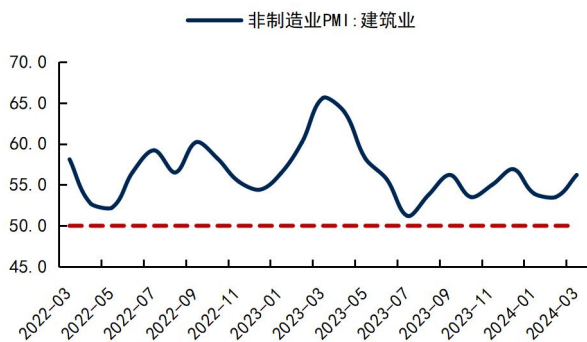
景气度环比持平, 一季度建筑业新签合同额同比小幅下滑。2024年1-3月建筑业PMI分别为53.9/53.5/56.2, 景气度环比维持平稳, 同比较弱。2023年, 建筑业PMI景气度一季度显著提升, 1-3月份PMI分别为56.4/60.2/65.6, 二季度环比回落, 4-6月份PMI分别为63.9/58.2/55.7, 7月PMI低至51.2, 随后触底回升, 12月PMI升至56.9。新签合同方面, 2024年一季度建筑业新签合同额6.7万亿元, 同比减少2.86%, 2023年建筑业累计新签合同额35.6万亿元, 同比减少2.85%, 一季度/二季度/三季度新签累计同比增速9.25%/3.11%/0.01%。

专项债发行节奏偏慢, 一季度累计新增同比下降53.3%。3月单月发行专项债4348.96亿元, 同比-31.5%, 其中再融资债发行2041.41亿元, 单月同比+93.8%, 新增专项债2307.55亿元, 单月同比-56.5%。2024年前三个月专项债累计新增发行6341亿元, 同比-53.3%, 相对于全年3.9万亿元的新增发行目标, 发行节奏偏

慢。

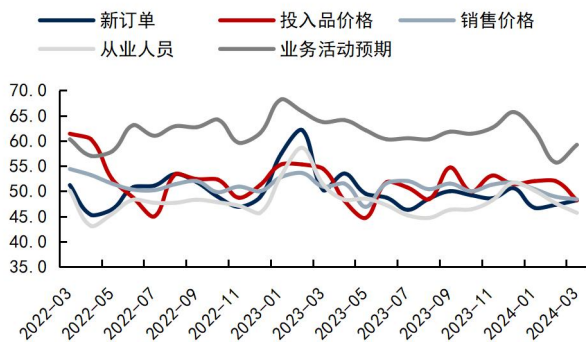
城投债以再融资为主，净融资大幅下滑。3月城投债发行7809.32亿元，同比+120.1%，净融资679.03亿元，同比-79.4%。近年来地方融资平台新增融资监管持续收紧，2023年10月《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》要求融资平台只能本金借新还旧，不得新增债务。2024年前三个月城投债净融资363.0亿元，同比-94.4%。

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: 地方政府债券发行额 (单位: 亿元)



资料来源: 财政部, 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1-2月，我国对外承包工程业务完成营业额1380.6亿元人民币，同比增长9%（以美元计为194.3亿美元，同比增长6.6%），新签合同额1951.2亿元人民币，同比增长12.1%（以美元计为274.6亿美元，同比增长9.6%）。其中，在

“一带一路”共建国家新签对外承包工程项目合同额 1628.6 亿元人民币，同比增长 17.7%（以美元计为 229.2 亿美元，同比增长 12.9%），占同期我国对外承包工程新签合同额的 83.5%；完成营业额 1114.2 亿元人民币，同比增长 9.6%（以美元计为 156.8 亿美元，同比增长 5.1%），占同期总额的 80.7%。

图67: 对外承包工程新签合同额及增速（单位：亿美元，%）



资料来源: 商务部, iFinD, 国信证券经济研究所整理

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

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，%）



资料来源: 商务部, iFinD, 国信证券经济研究所整理

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

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

3月，商品房销售量价、开发投资额、竣工等指标的下行幅度基本符合我们此前判断，但新开工偏差仍然较大，原因在于小阳春期间房企仍在权衡将存量土储推盘变现的紧迫度。但目前已经看到新房价格的明显下跌，故我们坚持2024年新开工数据将改善的判断。我们重申，楼市的真实复苏是房地产板块行情出现的前提，期待在需求端政策的不断加持下，楼市能够初步企稳。个股端，核心推荐贝壳-W、绿城管理控股、龙湖集团、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 1-3 月全国固定资产投资增速 4.5%，广义基建投资增速 8.75%，其中能源/水利/交通投资增速分别为 29.1%/7.9%/0.3%，开工项目投资额累计同比减少 34.7%。整体来看，投资、景气度趋势变化平稳，国际工程增长可期。我们维持此前观点：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，考虑到超长期特别国债支撑基建资金增长，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。预计全年基建投资保持低速增长，**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 4 月 19 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	33.0	1115.6	2.63	2.65	2.73	12.55	12.45	12.09
09979.HK	绿城管理控股	买入	6.3	114.0	0.61	0.75	0.91	10.25	8.33	6.87
01109.HK	华润置地	买入	23.5	1520.1	4.26	4.47	4.63	5.52	5.26	5.08
01209.HK	华润万象生活	买入	25.2	520.7	1.6	1.93	2.32	15.72	13.03	10.84
601390.SH	中国中铁	买入	7.2	1789.5	1.51	1.65	1.75	4.79	4.38	4.13
601800.SH	中国交建	买入	9.4	1523.8	1.57	1.71	1.87	5.96	5.47	5.01
601186.SH	中国铁建	买入	8.7	1184.1	2.14	2.31	2.36	4.07	3.77	3.69
600970.SH	中材国际	买入	13.0	343.5	1.25	1.44	1.63	10.40	9.03	7.98

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