

建筑装饰

证券研究报告
2024年11月08日

财政发力背景下，后续基建投资的空间如何展望？

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521010001
wangtao@tfzq.com

任嘉禹

分析师

SAC 执业证书编号: S1110524070001
renjiayu@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《建筑装饰-行业专题研究:特朗普再度当选对建筑建材行业有何影响?》
2024-11-08
- 《建筑装饰-行业研究周报:坚定看多投资链, 关注基建加速和区域化债》
2024-11-03
- 《建筑装饰-行业研究周报:逆周期调节强化, 关注基建加速和区域化债》
2024-10-27

中央财政或给基建投资托底，专项债助力基建滚动连续

结合地方政府化债背景来看，我们认为2024年“中央加杠杆、地方去杠杆”的趋势仍将持续，未来投资任务将更多的由中央主导：

- 24年以来地方城投债新增融资监管依然严格，专项债逐步成为基建资金的重要支撑，1-9月发行新增专项债券3.6万亿元，已经完成全年新增专项债限额（3.9万亿元）的92%。24年专项债发行节奏明显滞后，三季度开始专项债发行显著提速，Q3合计发行21059亿元，同比增加9581亿元，占全年限额的一半以上，我们预计四季度基建景气度仍有较大改善空间。
- 中央财政仍具备加杠杆的能力，截至24年6月，我国地方和中央财政的杠杆率分别为33.2%、24.6%。另一方面，超长期特别国债支撑项目建设，24年7000亿元的中央预算内投资已经下达，1万亿元超长期特别国债里用于“两重”建设的7000亿元也全部落实到项目，同时2025年还将继续发行超长期特别国债。

基建投资还有多少增长空间？

- 短期来看：**投资仍在我国经济发展中占据主导地位，23年占GDP比重42.14%，政府主导下的基建投资仍然是完成经济增长目标的必然要求。自上而下来看，24年GDP增长目标为5%左右，前三季度同比增长4.8%，在假设消费、贸易等均维持前三季度的平稳趋势下，要完成全年经济增长目标，则我们预计24年固定资产投资需增长5.3%，其中基建投资需增长9.7%，同比多增加1.4万亿元左右，对应到四季度，即仍需新增约9000亿元左右。
- 中长期看：**我国基础设施建设仍有现实需求，一方面，传统“铁公基”投资仍有增量，从我们梳理的22个省市发布的十四五交通投资规划来看，十四五期间交通投资规划投资额合计16.9万亿元，较十三五完成情况同比增长34%，其中24-25年铁路、公路投资等均有望维持较高景气度。另一方面，基建投资的区域景气度分化加速，西部大开发持续推进，以川渝为代表的西部12省市接受中央转移支付的比例较高（22-23年分别占全国转移支付的42.1%、41.7%），投资仍具备现实需求。

哪些细分领域需要重点关注？

- 水利工程：**水利投资由财政资金、地方政府专项债、社会资本等共同出资，23年财政资金支持比重达55%。22-23年水利投资连续超过万亿，且对GDP拉动效果明显，24年1-8月全国水利建设完成投资8019.4亿元，同比增加10.7%，新开工项目2.8万个，同比+18.7%，重点关注运河工程。
- 电力工程：**24年1-9月电源工程、电网工程分别完成投资5959、3982亿元，同比分别+7.2%、+21.1%。24年南方电网安排固定资产投资1730亿元，同比增幅达到23.5%。十四五规划投资约6700亿元，同比+33%。24年国家电网预计电网建设总投资有望超6000亿元，比去年新增711亿元。十四五计划投入3500亿美元（约合2.23万亿元）。

投资建议：重点关注基建产业链央国企标的

我们认为四季度基建投资或有望超预期，基建回暖或带动建筑央国企基本面改善，建议关注基建产业链相关标的，重点推荐区域高景气的弹性地方国企四川路桥，山东路桥，安徽建工等，建筑央企中国交建，中国中铁，中国建筑，中国铁建等，以及专业工程公司鸿路钢构等。

风险提示：基建&地产投资超预期、测算具有主观性、规划落地进度不及预期。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2024-11-08	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601668.SH	中国建筑	6.30	买入	1.30	1.25	1.30	1.35	4.85	5.04	4.85	4.67
601800.SH	中国交建	11.57	买入	1.39	1.55	1.71	1.91	8.32	7.46	6.77	6.06
601186.SH	中国铁建	9.69	买入	1.92	1.61	1.62	1.63	5.05	6.02	5.98	5.94
601390.SH	中国中铁	6.80	买入	1.35	1.26	1.29	1.31	5.04	5.40	5.27	5.19
601618.SH	中国中冶	3.53	买入	0.42	0.35	0.38	0.42	8.40	10.09	9.29	8.40
601669.SH	中国电建	5.91	买入	0.75	0.75	0.84	0.96	7.88	7.88	7.04	6.16
601868.SH	中国能建	2.51	买入	0.19	0.21	0.23	0.25	13.21	11.95	10.91	10.04
601117.SH	中国化学	8.35	买入	0.89	0.93	1.02	1.11	9.38	8.98	8.19	7.52
600039.SH	四川路桥	7.86	买入	1.03	0.86	0.95	1.05	7.63	9.14	8.27	7.49
000498.SZ	山东路桥	6.78	买入	1.47	1.53	1.69	1.89	4.61	4.43	4.01	3.59
600502.SH	安徽建工	5.11	买入	0.91	0.92	1.00	1.08	5.62	5.55	5.11	4.73
002060.SZ	广东建工	3.97	买入	0.41	0.44	0.47	0.52	9.68	9.02	8.45	7.63
002541.SZ	鸿路钢构	16.34	买入	1.71	1.27	1.47	1.71	9.56	12.87	11.12	9.56

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 怎么看基建投资的资金支持?	5
1.1. 基建资金来源解析	5
1.2. 财政还有多大发力空间?	6
2. 未来基建投资还有多少增长空间?	10
2.1. 短期：完成经济增长目标的必然要求	10
2.2. 中长期：基础设施建设仍有现实需求	14
2.2.1. 交通投资规划仍有较大增量	14
2.2.2. 基建投资的区域景气度分化加速	17
3. 哪些细分赛道需要重点关注?	20
3.1. 水利工程	20
3.2. 电力工程	22
4. 投资建议：重点关注基建产业链央国企标的	25
5. 风险提示	26

图表目录

图 1：过往各类资金来源占基建资金总来源比重变化	5
图 2：2023 年各类资金来源占基建资金总来源比重	5
图 3：基建投资完成额与资金来源总额历年情况（单位：亿元）	6
图 4：基建投资与资金来源占全部固投的比重	6

图 5: 我国中央和地方政府杠杆率	6
图 6: 2015-2024 年中央预算内投资安排	6
图 7: 政府预期目标: 地方专项债 (亿元)	8
图 8: 24 年 1-9 月地方专项债发行 (按省份统计)	8
图 9: 地方专项债发行 (按月份统计)	8
图 10: 23 年 1 月-24 年 9 月全国城投债发行量及净融资额	9
图 11: 2000-2023 年我国 GDP 及增速	10
图 12: 2000-2023 年我国消费、投资、贸易三驾马车占比	10
图 13: 2000-2023 年固定资产投资细分占比情况	11
图 14: 固定资产投资完成额的测算与实际披露值的对比 (亿元)	11
图 15: 沥青下游需求拆分	14
图 16: 水泥下游需求拆分	14
图 17: 2024 年以来水泥单月产量及同比增速	14
图 18: 2023 年以来石油沥青装置开工率 (%)	14
图 19: 2013-2023 年我国铁路固定资产投资规模及增速	16
图 20: 2013-2023 年我国铁路投产新线里程	16
图 21: 我国公路总里程	17
图 22: 我国高速公路总里程及占比	17
图 23: 新时代我国西部大开发和国家生态安全屏障战略的政策演进图	17
图 24: 2022-2023 年中央对地方转移支付规模 (亿元)	18
图 25: 四川交通固定资产累计投资及增速	19
图 26: 全国交通固定资产累计投资及增速	19
图 27: 2004-2023 年我国水利建设投资完成额及增速	20
图 28: 2007-2023 年新开工水利项目数量及增速	20
图 29: 各省“十四五”期间水利工程投资规划情况	21
图 30: 十四五期间 15 个省市水利投资额分类	21
图 31: 2008-2024 年 9 月电网建设投资完成额及增速	22
图 32: 2008-2024 年 9 月电源建设投资完成额及增速	22
图 33: 2023 年各电源装机容量占比	22
图 34: 2012-2023 年我国发电装机容量及增速	23
图 35: 2019-2023 年新增发电设备容量 (GW)	23
图 36: 2011-2024E 国家电网完成的电网建设投资额	23
图 37: 2014-2023 年我国在建及新核准核电机组数量	24
图 38: 2014-2023 年我国在建及累计投运核电装机容量	24
图 39: 2008-2023 年我国电源基本建设完成投资及增速	24
图 40: 2019-2023 年我国核电完成投资及增速	24
表 1: 2024 年超长期特别国债发行一览表	7
表 2: 24 年 1-9 月新增专项债用途统计	8
表 3: 固定资产投资和资本形成总额的口径区别	10
表 4: 2024-2025E 基建投资空间测算	11

表 5: 2024-2025 年基建投资分行业预测表	13
表 6: 各省市十三五/十四五交通投资规划情况梳理 (亿元)	15
表 7: 十四五铁路建设重点方向	16
表 8: 西部省份 GDP 及固定资产投资情况	18
表 9: 四川省十三五、十四五交通投资规划及双城经济圈重大项目投资情况	19
表 10: 《“十四五”水安全保障规划》目标	20
表 11: 建筑央企估值水平	25

1. 怎么看基建投资的资金支持？

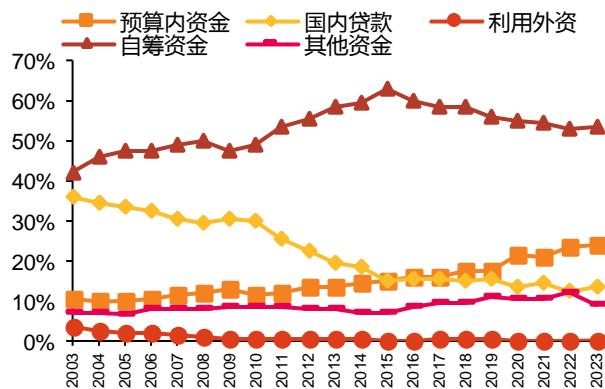
1.1. 基建资金来源解析

传统模式下，政府主导的基建投资资金来源主要分为预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金 5 个大类。此外，建设单位对施工企业的应付账款也是基建资金来源之一，但不计入基建资金来源的统计范围。2023 年预算内资金、国内贷款和自筹资金合计占基建投资资金来源 90.78%，对基建投资的资金面具有重大影响。

- 1) **预算内资金**：指财政一般公共预算内投向基建的部分，与支出分项中农林水、交通运输和城乡社区事务相关性较高；
- 2) **国内贷款**：基建中使用到国内贷款的部分主要是项目贷，不包括工程企业为项目短期垫资投入的借贷资金，我们认为其与整体信贷环境、城投公司资本金充裕情况有关，由于项目贷一般都是中长期贷款，我们认为央行贷款数据中的非金融企业中长期贷款对预测基建国内贷款有一定参考意义。
- 3) **自筹资金**：主要由政府性基金支出、城投债、PPP、非标等构成，其中政府性基金支出主要由土地出让金安排的支出和由专项债安排的支出两部分组成，主要需跟踪土地出让金收入情况及专项债用于基建的比例。

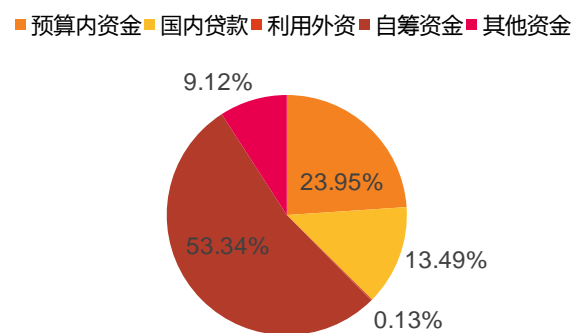
基建投资资金来源中自筹资金占比较高，地方政府支出大，15 年后预算内资金占比提升明显。我们统计了 2003-2023 年过往各类资金来源占基建资金总来源比重的变化情况，2003 年至 2023 年期间，基建资金来源变化的大趋势是：自筹资金比例上升，2010 年后国内贷款比例下降，预算内资金稳中有升，其余来源保持稳定，按照 wind 最新数据，2023 年自筹资金占全部资金来源 53%，排在第二、三名的分别为国家预算内资金和国内贷款，分别占 24%、13%左右，从过去十几年中的大趋势来看，自筹资金比重明显上升，其中 2015 年占比最高达到 63%左右，2015 年后随着预算内资金占比的提升加速，自筹资金的占比有所下降，而预算内资金的占比从 2015 年的 15.1%提升到 2023 年的 23.95%，而国内贷款比重下降明显，2010 年后从 30%下降至 13%左右。

图 1：过往各类资金来源占基建资金总来源比重变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

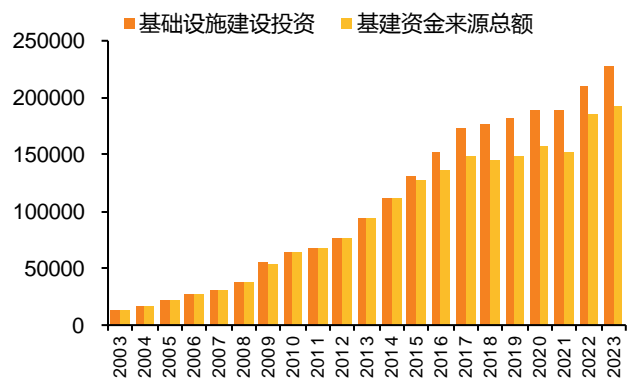
图 2：2023 年各类资金来源占基建资金总来源比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

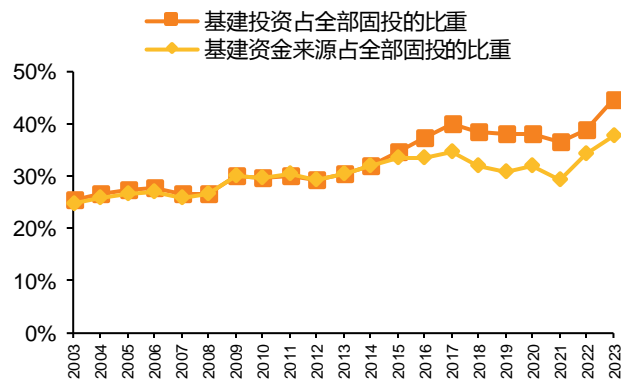
15 年以后，基建资金来源较基建投资完成额开始呈现显著差异，和自筹资金的占比减少表现出一致性的变化趋势，我们认为这反映了地方财政（土地财政、PPP、非标等）的缺口，最终体现为产业链上下游的应收账款。从数据上看，2014 年前基建投资完成额均与资金来源总额接近相同，2015 年之后基础设施建设投资的金额逐渐高于基建资金来源总额，我们认为其主要构成部分为当年应付款（可以表现为城投公司的应付账款）。同样地，2003 年以来，基建投资完成额和资金来源占全部固定资产投资的比重也呈现出几乎一致的变动幅度。

图 3：基建投资完成额与资金来源总额历年情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：基建投资与资金来源占全部固投的比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 财政还有多大发力空间？

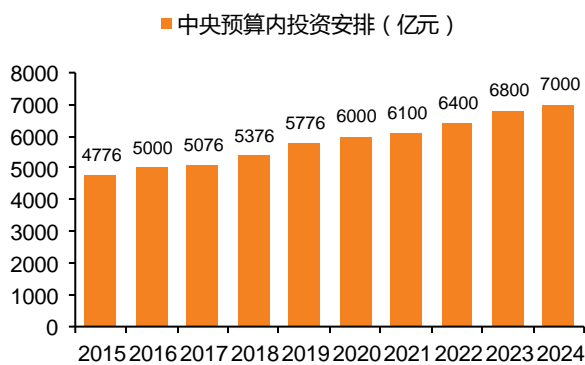
我们认为 2024 年以来“中央加杠杆、地方去杠杆”的趋势仍将持续。一方面，在地方政府债务率持续提升、债务风险不断积累的背景下，地方政府加杠杆的能力有限。另一方面，中央财政仍具备加杠杆的能力。自 2011 年地方政府杠杆率首次超过中央以来，我国中央财政一直保持了相对较低的杠杆规模（政府债务/名义 GDP），截至 24 年 6 月，我国地方政府和中央政府的杠杆率分别为 33.2%、24.6%。根据国家发展改革委数据，24 年 7000 亿元的中央预算内投资已经下达，1 万亿元超长期特别国债里用于“两重”建设的 7000 亿元也全部落实到项目，同时 2025 年还将继续发行超长期特别国债。10 月 12 日财政部部长蓝佛安在新闻发布会上提到，还有其他政策工具也正在研究中，中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间，因而我们判断未来投资任务将更多的由中央主导。

图 5：我国中央和地方政府杠杆率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2015-2024 年中央预算内投资安排



资料来源：Wind，央视网，中国经济网，天风证券研究所

特别国债“常态化”发行，中央财政扩张托底基建投资。2024 年政府工作报告明确指出，“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”，资金用途从应对具体问题向全面投资建设转变。24 年拟发行的 1 万亿元特别国债，期限分别为 20 年、30 年、50 年，首次发行时间为 5 月 17 日，11 月中旬发行完毕。前三次发行特别国债的具体目的依次为 1998 年补充四大商业银行资本金、2007 年注册成立中投公司管理外汇、2020 年应对新冠疫情，而本轮发行超长期特别国债的目的是推进国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。国家发展改革委主任郑栅洁 10 月 8 日在国新办发布会上说，2025 年要继续发行超长期特别国债并优化投向。这意味着未来的财政政策将更加积极，发行超长期特别国债将逐步成为我国进行全面投资建设的重要融资手段之一。

表 1：2024 年超长期特别国债发行一览表

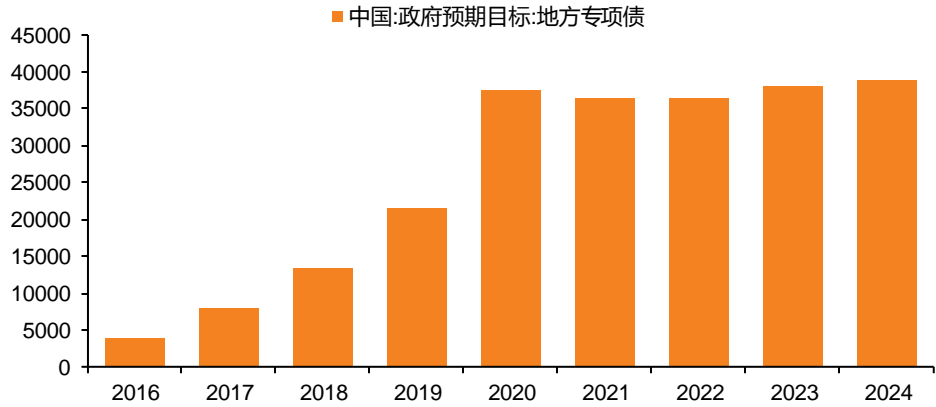
期限（年）	招标日期	首发/续发
20	5月24日	首发
	6月19日	续发
	7月19日	续发
	8月14日	首发
	9月20日	续发
	10月18日	续发
	11月8日	续发
	5月17日	首发
	6月7日	续发
	6月21日	续发
	7月5日	续发
30	7月24日	首发
	8月2日	续发
	8月21日	续发
	9月6日	续发
	9月24日	首发
	10月11日	续发
	10月25日	续发
	11月15日	续发
	6月14日	首发
	8月9日	续发
	10月16日	续发
50		

资料来源：国务院，天风证券研究所

专项债在化解地方政府隐性债务、支撑项目建设方面的作用逐步凸显，未来仍有望扩容。近年来由于地产景气下行导致的地方政府卖地收入明显收缩，而专项债则是“开前门、堵后门”的重要化债手段，也就是一方面把各地不规范、高杠杆、高利息的隐性债务统一纳入管理，遏制地方隐性债务规模增量，同时稳妥化解存量，另一方面通过发债前的项目审批，提高资金的使用效率。因而从2020年开始，专项债逐步成为基建发展的重要助推力，且未来有望逐步扩容。

从Wind数据来看，2020年之后专项债新增限额出现明显提升，24年政府工作报告中提及“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1000亿元。”地方专项债的发行额度达到近十年最高峰。

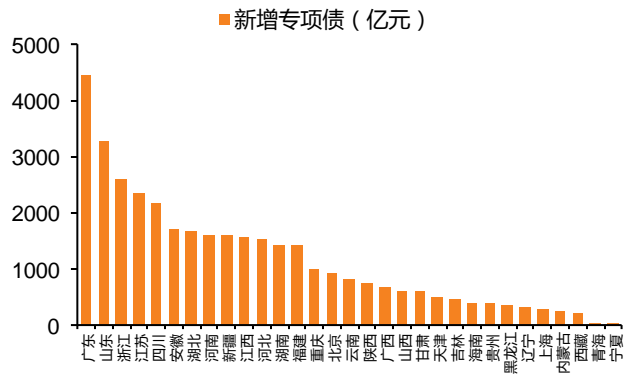
图 7：政府预期目标：地方专项债（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

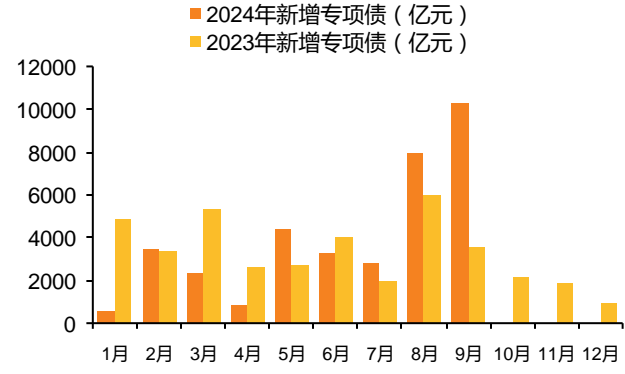
三季度开始专项债发行显著提速。从 2024 年的实际发行情况来看，1-9 月发行新增专项债券 3.6 万亿元，已经完成全年新增专项债限额（3.9 万亿元）的 92%，支持项目超过 3 万个，用作项目资本金超 2600 亿元。从发行节奏来看，对比 2023 年来说，24 年专项债发行明显更加滞后，上半年专项债仅发行 14935 亿元，同比减少 8073 亿元，占全年新增专项债限额的 38.3%，进度明显慢于去年，我们认为主要由于 23 年底新增的 1 万亿元特别国债，大部分用于了 24 年的项目建设，给项目资金提供了较好支撑。而进入三季度开始，专项债发行显著提速，7、8、9 三个月分别新增 2815、7965、10279 亿元，Q3 合计发行 21059 亿元，同比增加 9581 亿元，占全年限额的一半以上。考虑到资金落地到项目仍需要一定时间，我们预计 24Q4 及 25Q1 基建景气度仍有较大改善空间。

图 8：24 年 1-9 月地方专项债发行（按省份统计）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：地方专项债发行（按月份统计）



资料来源：Wind，天风证券研究所

专项债使用范围或逐步扩大，当前是支撑基建投资资金的重要载体。10 月 12 日财政部提出，下一步将研究扩大专项债券使用范围，健全管理机制，保持政府投资力度和节奏，一方面研究完善专项债券投向清单管理，增加用作项目资本金的领域，最大限度扩大使用范围；另一方面用好专项债券支持收购存量商品房用作保障性住房。除了规模的扩大，政策也引导专项债更多用于基础设施建设，当前专项债是支撑基础设施建设的重要载体。根据我们的统计，24 年 1-9 月，全国各地新增专项债 3.6 万亿元，其中用于交通基础设施、市政及产业园区基础设施、旧城及棚户区改造的比例合计达到一半左右。

表 2：24 年 1-9 月新增专项债用途统计

专项债用途	新增规模（亿元）	占比（%）
交通基础设施	7948	22.1%
市政和产业园区基础设施	6757	18.8%
旧城及棚户区改造	2370	6.6%
民生服务	1780	4.9%

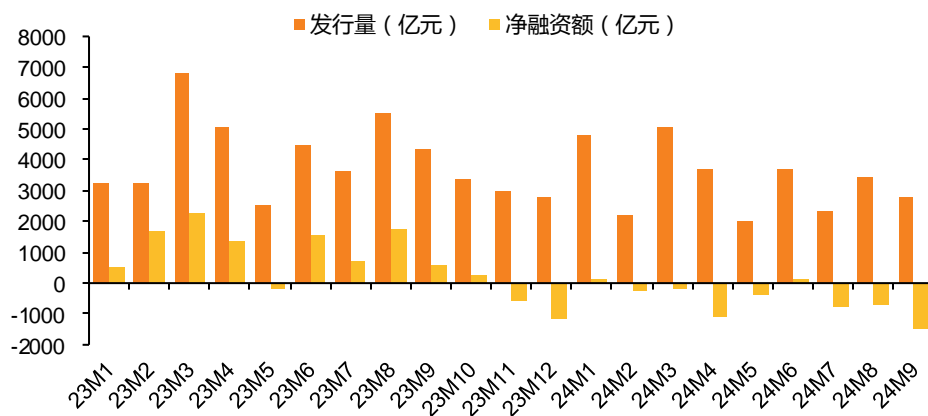
生态环保	799	2.2%
农林水利	608	1.7%
冷链物流设施	174	0.5%
其他	15558	43.2%
新增专项债合计	35993	100.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

9月单月全国城投融资净偿还达到24年以来最高峰。24年以来城投债新增融资监管依然严格，借新还旧比例维持高位，7-9月城投累计净融资额持续为负，三季度合计净偿还3034亿元，较上半年净偿还量显著增加。其中9月净偿还规模1497亿元，达到24年以来单月净偿还规模高峰。我们判断在中央财政积极支持地方化债背景下，三季度全国专项债发行显著提速，使得各地通过城投债融资的需求迫切性相对减弱。

地方政府防范风险任务仍重，后续城投融资或仍维持低量。23年7月24日中央政治局会议提出，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案，8月28日十四届全国人大常委会第五次会议上财政部也明确表示要“妥善化解存量隐性债务，优化期限结构、降低利息负担，逐步缓释债务风险”。此前计划允许地方政府发行1.5万亿元特殊再融资债券，以帮助包括天津、贵州、云南、陕西和重庆等12个偿债压力较大的省份和地区偿还债务。10月12日财政部部长蓝佛安在新闻发布会上提到，2024年以来，财政部已安排了1.2万亿元地方政府债券额度，支持地方化解存量隐性债务和消化政府拖欠企业账款（2023年全年安排了2.2万亿元债务限额）。截至2023年末，全国纳入政府债务信息平台的隐性债务余额比2018年摸底数减少了50%，债务风险可控。我们认为从政策角度而言，24年地方政府仍以防范风险为主，土地市场转冷以及“一揽子化债”方案出台后，城投整体投资节奏有所放缓，城投债的配套资金或仍维持低量。

图 10：23年1月-24年9月全国城投债发行量及净融资额



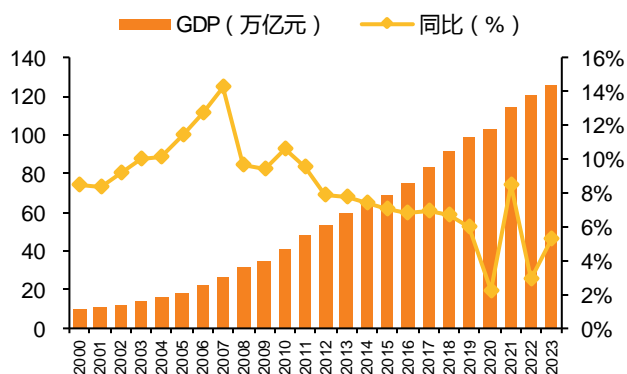
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 未来基建投资还有多少增长空间?

2.1. 短期：完成经济增长目标的必然要求

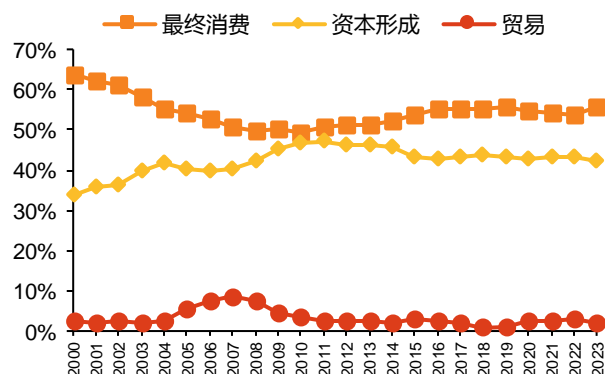
投资仍在我国经济发展中占据主导地位。从支出法核算角度看，经济增长是投资、消费、净出口这三种需求之和，因此经济学上常把最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口这三者形象地比喻为拉动经济增长的“三驾马车”。最终消费支出反映消费需求，可以分为居民消费和政府消费；资本形成总额反映投资需求，可以分为固定资本形成总额和存货增加；货物和服务净出口反映外部需求，指货物和服务出口减货物和服务进口的差额。从占比来看，截至到 23 年末，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口分别为 70.1、53.0、2.7 万亿元，占 GDP 的比重分别为 55.72%、42.14%、2.13%。从 2009 年开始，投资对经济增长的贡献波动下降，消费对经济增长的贡献波动上升，但相较美国、日本等发达国家而言，我国居民消费在经济增长中的占比仍然较低（23 年我国为 39.2%，同期美国、日本分别为 67.9%、54.4%），投资仍然在经济增长中起到主导作用（23 年我国为 42.14%，同期美国私人投资占比 18%，政府支出 17%，合计 35%，日本为 26%）。

图 11：2000-2023 年我国 GDP 及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2000-2023 年我国消费、投资、贸易三驾马车占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

需要注意的是，资本形成总额和固定资产投资完成额的统计口径存在一定差异，前者统计中不包括土地购置费、旧建筑物和旧设备购置费，而后者则不包含 500 万元以下项目的投资、固定资产的零星购置、商品房销售增值、新产品试制增加的固定资产、未经过正式立项的土地改良支出、无形固定资产的增加。从数据层面看，两者的实际差异较小，2023 年我国全社会固定资产投资完成额为 51 万亿元，同比增长 2.8%，固定资本形成总额为 52.11 万亿元，两者差额约为 1 万亿左右。因此我们以统计局披露的全社会固定资产投资完成额来近似的拟合 GDP 核算中的固定资本形成总额。

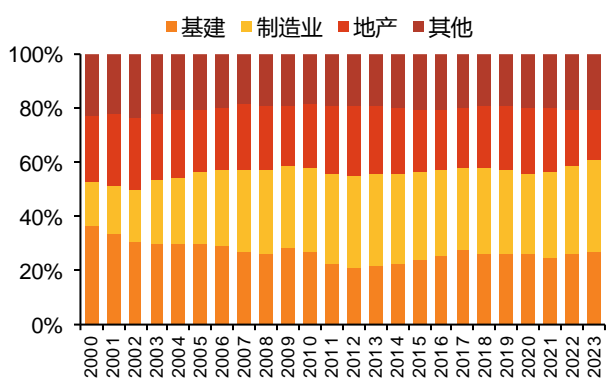
表 3：固定资产投资和资本形成总额的口径区别

	全社会固定资产投资额	固定资本形成总额
土地购置费	✓	×
旧建筑物和旧设备购置费	✓	×
计划总投资 500 万元以上项目的投资	✓	✓
500 万元以下项目的投资	×	✓
固定资产的零星购置	×	✓
商品房销售增值	×	✓
新产品试制增加的固定资产	×	✓
未经过正式立项的土地改良支出	×	✓
有形固定资产的增加	✓	✓
无形固定资产的增加	×	✓

资料来源：青岛市统计局，天风证券研究所

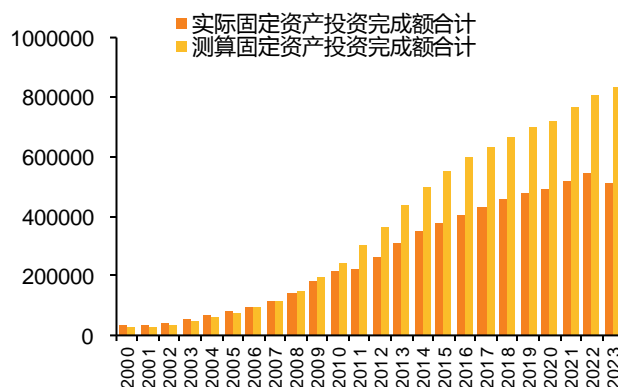
基础设施建设投资约占全社会固定资产投资完成额的三成，我们测算 23 年投资规模大约在 13.9 万亿元左右。将固定资产投资完成额拆分开来看，可分为制造业、基建、地产、其他四个大类。其中基建主要由交通运输、仓储和邮政业+水利、环境和公共设施管理业+电力、热力、燃气及水的生产和供应业三项加总。由于 17 年以后统计局不披露细分项的具体数值，因此我们按照统计局公布的可比口径同比数据来对 18-23 年各细分项目的累计投资额进行计算，可以算出至 2023 年制造业、基建、地产、其他投资完成额占固定资产投资额的比例分别为 33.7%、27.2%、18.3%、20.8%。需要注意的是，如按照上文中的计算方法，最终得到的固定资产投资完成额加总后数据，与统计局披露的全社会固定资产投资额有一定差异，我们认为可能由于部分不符合投资统计制度规定的项目退出了调查范围，且统计局对部分问题数据进行了改正，并剔除跨地区、跨行业重复统计数据所致。但总体而言，我们认为测算出的各细分行业投资占比数据仍具备较好的参考价值。如按照 23 年全社会固定资产投资 51 万亿元、基建占比 27.2%进行计算，则我们预计 23 年广义基建投资的规模大约在 13.9 万亿元左右。

图 13：2000-2023 年固定资产投资细分占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：固定资产投资完成额的测算与实际披露值的对比（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

自上而下来看，我们预计 24Q4 基建投资仍有约 9000 亿元左右的增长空间，24-25 年基建投资均有望同比+9.7%、8.8%。2024 年《政府工作报告》提出，全年 GDP 增长目标为 5%左右。从实际情况来看，24Q1-3 我国 GDP 为 949746 亿元，按不变价格计算，同比增长 4.8%，其中消费、投资、贸易对经济增长的贡献率分别为 49.9%、26.3%、23.8%，分别拉动 GDP 增长 2.4、1.3、1.1 个百分点。参考前文对于基建投资规模的测算，在假设消费、贸易等均维持前三季度的平稳趋势下，我们预计 24 年固定资产投资需增长 5.3%，其中基建投资需增长 9.7%至 15.2 万亿元，同比多增加 1.4 万亿元左右，对应到四季度，即仍需新增约 9000 亿元左右的基建投资规模。

表 4：2024-2025E 基建投资空间测算

	2022	2023	2024E	2025E
累计值（亿元）				
GDP	1202471	1258647	1321580	1387659
最终消费支出	643828	701361	732922	767369
资本形成总额	519793	530440	558321	586312
固定资本形成总额	504835	521112	548503	576002
存货增加总额	14959	9327	9818	10310
固定资产投资	542366	509708	536499	563397
基建投资	132454	138670	152181	165569
制造业投资	166652	171630	187077	200173
地产投资	105010	93362	85893	80739
其他行业投资	105592	106046	111348	116915
贸易	38850	26847	30337	33978
同比增长率（%）				

GDP	3.0%	5.3%	5.0%	5.0%
最终消费支出	3.9%	8.9%	4.5%	4.7%
资本形成总额	4.8%	2.0%	5.3%	5.0%
固定资本形成总额	4.7%	3.2%	5.3%	5.0%
存货增加总额	9.5%	-37.6%	5.3%	5.0%
固定资产投资	4.9%	2.8%	5.3%	5.0%
基建投资	11.5%	8.2%	9.7%	8.8%
制造业投资	9.1%	6.5%	9.0%	7.0%
地产投资	-8.4%	-8.1%	-8.0%	-6.0%
其他行业投资	10.8%	3.8%	5.0%	5.0%
贸易	30.3%	-30.9%	13.0%	12.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

自下而上来看，若将基建细分行业拆分开来预测，我们预计 24 年广义/狭义基建增速分别为 9.0%、2.2%。其中基建的结构性和区域性特征明显，真实需求主导的水利投资、铁路、电力等重大交通领域建设、城市综合管廊的确定性较高，结构性和区域性机会值得重点关注。

其中，我们预计 24 年基建增速预测主要基于以下假设：

1) 交通水利类：

公路：据交通部数据，24 年 1-9 月公路建设投资同比-11.6%，而统计局披露的 24 年 1-9 月道路运输业固定资产投资同比-2.4%，综合来看，我们认为 24-25 年公路建设投资整体仍有较大的下行压力，对应增速为-5%、-4%。

铁路：此前国铁集团预计“十四五”铁路投资规模与“十三五”相当，21-23 年已完成铁路投资 2.22 万亿元，则我们预计 24-25 年的年均铁路投资需达到 8800 亿元左右。从实际情况来看，24 年 1-9 月铁路固定资产投资累计同比+10.3%，我们预计 24-25 年增速分别为 10%、6%；

机场：机场建设在经历了 2020-2021 年超过 10%的快速增长后，2022 年机场投资完成 1231 亿元，增速仅为 0.7%，23 年为 1241 亿元，增速 0.8%。我们预计 24-25 年机场民航建设或仍维持低位增长，增速保持每年 2%左右；

水利：23 年我国水利管理业同比+5.2%，24 年 1-9 月水利管理业投资同比+37.1%，我们认为 24-25 年水利投资景气度仍有望保持较高景气度，预计增速分别为 37%、20%。

2) 偏市政类：

电力热力：从 22 年开始我国电力热力投资持续高增长，我们预计 24-25 年趋势有望延续，增速分别为 31.2%、26.2%。

其他市政类项目：真实需求主导的民生基建也是这几年的发展重点，其中水的生产和供应以及燃气的生产和供应包含在内。由于偏市政类的投资大多由地方政府主导，考虑到当前地方政府防风险以及控制负债比例是当前工作的重点，我们判断增速均有望维持相对平稳的态势。

3) 生态环保及城市轨交：

生态环保作为专项债支出的重点领域，24 年三季度开始，随着专项债发行提速，生态环保投资增速实现转正，我们预计 24-25 年仍有望保持 2.5%、2%的增长；21-23 年轨交投资连续三年负增长，据可统计的 36 个城市 24 年计划完成投资数据情况，24 年计划完成投资额合计约 4153.59 亿元，从整体看，我们预计 24-25 年的增速或将持续维持在低位，分别为 -6%、-5%。

表 5：2024-2025 年基建投资分行业预测表

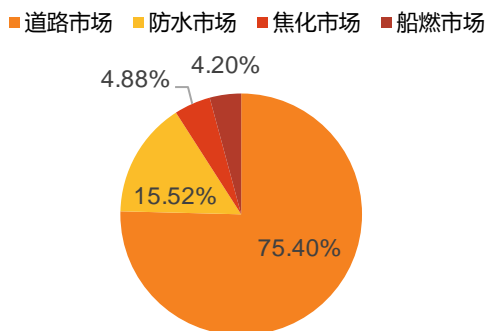
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
1. 交通水利								
公路（亿元）	21335	21895	24312	25995	28527	28240	26828	25755
yoy	0.40%	2.62%	11.04%	6.92%	9.74%	-1.01%	-5.00%	-4.00%
全国铁路（亿元）	8028	8029	7819	7489	7109	7645	8410	8914
yoy	0.22%	0.01%	-2.62%	-4.22%	-5.07%	7.54%	10.00%	6.00%
机场（亿元）	937	969	1081	1223	1231	1241	1266	1291
yoy	7.74%	3.49%	11.55%	13.05%	0.70%	0.84%	2.00%	2.00%
水利管理业（亿元）	9530	9663	10098	10229	11621	12225	16748	20098
yoy	-4.90%	1.40%	4.50%	1.30%	13.60%	5.20%	37.00%	20.00%
2. 偏市政类								
公共设施管理（亿元）	69969	70179	69196	68297	75194	74593	71982	70183
yoy	2.50%	0.30%	-1.40%	-1.30%	10.10%	-0.80%	-3.50%	-2.50%
电力热力生产供应（亿元）	19342	19304	22585	23308	28972	36881	48372	61051
yoy	-12.30%	-0.20%	17.00%	3.20%	24.30%	27.30%	31.16%	26.21%
水生产供应（亿元）	6352	7426	9089	8707	9343	10053	10455	10873
yoy	15.30%	16.90%	22.40%	-4.20%	7.30%	7.60%	4.00%	4.00%
燃气生产供应（亿元）	2372	2802	3043	2976	3172	3702	3850	3966
yoy	6.40%	18.10%	8.60%	-2.20%	6.60%	16.70%	4.00%	3.00%
3. 生态环保（亿元）	5466	7499	8144	7932	8408	8165	8369	8536
yoy	43.00%	37.20%	8.60%	-2.60%	6.00%	-2.90%	2.50%	2.00%
4. 城市轨交（亿元）	5470	5959	6286	5860	5444	5716	4901	4656
yoy	14.87%	8.93%	5.49%	-6.78%	-7.10%	5.00%	-6.00%	-5.00%
广义基建投资（亿元）	176185	182049	188258	188654	210387	227722	248253	265704
yoy	1.79%	3.33%	3.41%	0.21%	11.52%	8.24%	9.02%	7.03%
(1+2+3+4)/广义基建	84.46%	84.44%	85.87%	85.88%	85.09%	82.76%	81.04%	81.04%
狭义基建投资（亿元）	145325	150848	152205	152814	167179	177042	180897	184520
yoy	3.80%	3.80%	0.90%	0.40%	9.40%	5.90%	2.18%	2.00%
(1+公共设施+3+4)/狭义基建	83.08%	82.33%	83.40%	83.12%	82.27%	77.85%	76.56%	75.56%

资料来源：Wind 等，天风证券研究所

注：按照各行业拆分预测

从下游建材产品的需求量角度来看，24 年基建整体开工节奏有所延后，随着三季度专项债密集发行，基建微观实物量端的反映可能会在 Q4 逐步显现。我们选取与基建开工密切相关的重要建材指标——水泥、沥青的消费情况，来表征基建项目的实物工作量。以天山股份为例，水泥的下游需求主要包括基建、房地产和农村，其中基建占比约 50%，农村市场占比 30%，房地产市场占比 20%左右。而沥青下游需求中道路市场的占比高达 75%以上，其次为防水需求，占比 15.5%。综合来看，上述两种大宗建材的需求均与基建密切相关。

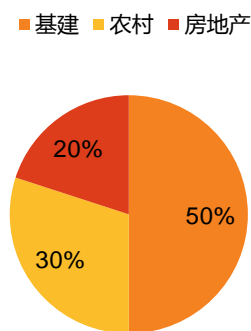
图 15：沥青下游需求拆分



资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

注：采用了 2022 年的数据

图 16：水泥下游需求拆分



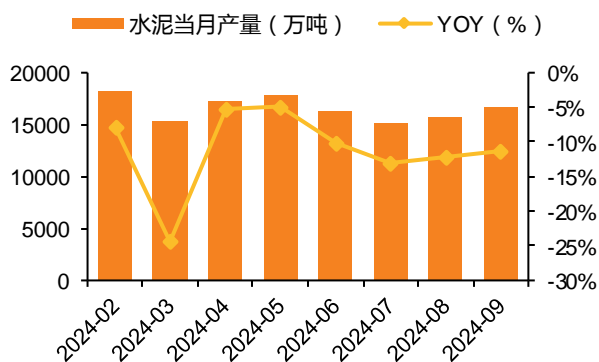
资料来源：天山股份公司公告，天风证券研究所

注：采用了 2022 年的数据

- 1) 水泥方面，24 年 1-9 月全国水泥产量为 13.27 亿吨，同比-10.7%，总体需求仍较为疲软，9 月单月产量 1.7 亿吨，同比-11.4%，增速环比+0.7pct，单月环比降幅收窄。
- 2) 沥青方面，截至 10 月 16 日，石油沥青装置开工率为 27.8%，仍在相对低位，但较 9 月 12 日以来上浮 3.5pct，环比已有小幅度提升。

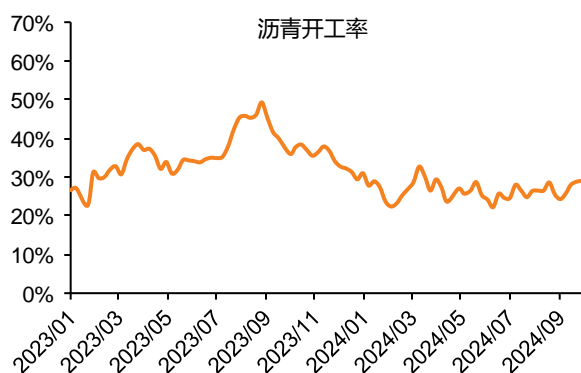
从上述建材产品的情况可以看出，今年以来基建的实物量仍然有所不足，进入 Q4 以来数据端均呈现一定的改善趋势。考虑到从资金落地到转化为实物工作量仍然需要一定周期，我们判断随着 7-9 月专项债的密集发行，基建资金有望加速落地，截至 10 月 17 日，全国水泥磨机开工率为 53%，较 8 月中旬以来上涨 5pct，预计四季度实物工作量或逐步改善，带动相关建材产品的需求转好。

图 17：2024 年以来水泥单月产量及同比增速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 18：2023 年以来石油沥青装置开工率 (%)



资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

2.2. 中长期：基础设施建设仍有现实需求

2.2.1. 交通投资规划仍有较大增量

全国大中城市轨道交通建设仍将大规模展开。城市群和都市圈一体化建设使未来城市轨道交通基础设施的需求还将进一步加大，轨道交通工程建设市场前景广阔。根据《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》以及《交通强国建设纲要》，我国将进一步加快城际铁路、市域（郊）铁路建设，构建高速公路环线系统，有序推进城市轨道交通发展。到“十四五”末基本建成京津冀、粤港澳大湾区、长三角轨道交通网。预计未来 5 年，地铁将新增运营里程 3000 公里。

从我们梳理的 22 个省市发布的十四五交通投资规划来看，除了四川、湖南、西藏、宁夏这 4 个省之外，其余省份的十四五期间交通投资额相较十三五期间实际完成的投资额均有

不同程度的提升，增速较快的省份有广西、河南（分别为150%、114%），并且增速下滑的4个省在十三五期间均超额完成了原定的交通规划。上述22个省份的十四五期间交通投资规划投资额合计16.9万亿元，较十三五完成情况相比增长了34%。我们认为经济社会发展及各领域建设投资的五年规划是预判我国基建投资需求的重要指标，从财政角度看，短期内地方政府财政收入端的压力可能对基建投资增速的向上弹性构成一定制约，但中长期基建需求向好的根基在于对中国经济保持稳定增长的信心。

表 6：各省市十三五/十四五交通投资规划情况梳理（亿元）

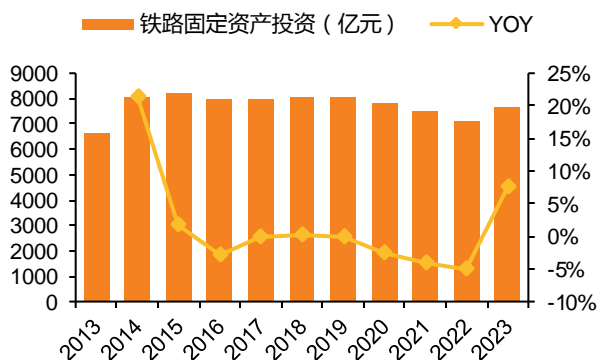
省份	十三五规划	十三五完成	十四五规划	十四五规划/十三五完成	十三五完成度
广东	14600	14300	20020	40%	98%
浙江	10000	14000	20000	43%	140%
广西	6088	6000	15000	150%	99%
云南	5000	11500	13000	13%	230%
四川	10300	13000	12000	-8%	126%
江苏	-	6293	10000	59%	-
河南	6650	4400	9400	114%	66%
福建	7500	7230	8300	15%	96%
湖北	7000	6964	8200	18%	99%
江西	5300	4484	6173	38%	85%
河北	6000	5817	6000	3%	97%
安徽	3000	4240	5000	18%	141%
重庆	4000	4312	5000	16%	108%
湖南	4050	5500	5000	-9%	136%
甘肃	9000	4234	5000	18%	47%
西藏	2388	2516	1900	-24%	105%
黑龙江	1300	2190	4000	83%	168%
吉林	1200	1333	2200	65%	111%
海南	1000	1200	2200	83%	120%
青海	3000	1850	2104	14%	62%
宁夏	850	868	600	-31%	102%
山西	1977	-	-	-	-
陕西	5000	4600	5000	9%	92%
内蒙古	4460	4485	-	-	101%
山东	-	8147	-	-	-
贵州	7600	8873	-	-	117%
新疆	1800	-	4000	-	-
天津	-	-	-	-	-
辽宁	1438	1713	-	-	119%

资料来源：各省市市政府网，发改委等，天风证券研究所

铁路方面，14年以来我国年均铁路投资大约在8000亿元左右，24-25年铁路固定资产投资有望超预期。2014年我国完成铁路固定资产投资8088亿元，同比+21.5%，之后的年均投资规模基本维持在8000亿元左右波动，20-22年铁路投资完成额有所收缩，最低至22年回落到7109亿元。23年有所上升，全国铁路完成固定资产投资7645亿元，同比增长7.5%。22年1月，国铁集团表示，结合在建和拟建项目安排，预计“十四五”全国铁路固定资产投资总规模与“十三五”总体相当，继续保持平稳态势。我们统计十三五期间我国铁路完成固定资产投资合计3.99万亿元，年均投资为7980亿元。而21-23年我国已完成铁路投资2.22万亿元，假设十四五期间维持十三五3.99万亿的投资强度，则我们预计24-25年的年均铁路投资需达到8800亿元。2024年上半年，全国铁路完成固定资产投资3373

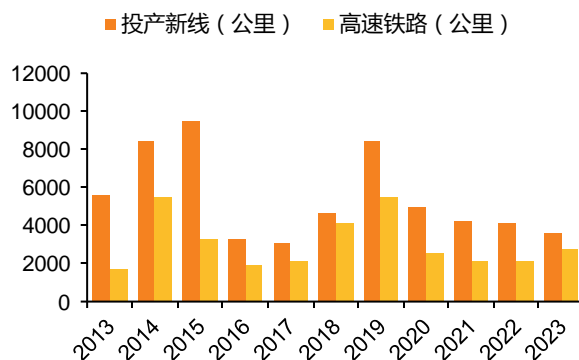
亿元，同比增长 10.6%，创历史同期新高。

图 19：2013-2023 年我国铁路固定资产投资规模及增速



资料来源：国铁集团，国家铁路局，交通运输部，天风证券研究所

图 20：2013-2023 年我国铁路投产新线里程



资料来源：国铁集团，国家铁路局，交通运输部，天风证券研究所

未来或更加聚焦现有干线的联网、补网、强链，以及相关设备的更新改造。根据前文，我们认为后续新增铁路路网里程的空间或相对有限，预计后续铁路投资或更加聚焦于现有铁路干线的联网、补网、强链，以及铁路相关设备的更新改造。从区域上来看，以川藏铁路为代表的西部铁路留白地区推进力度有望加大。

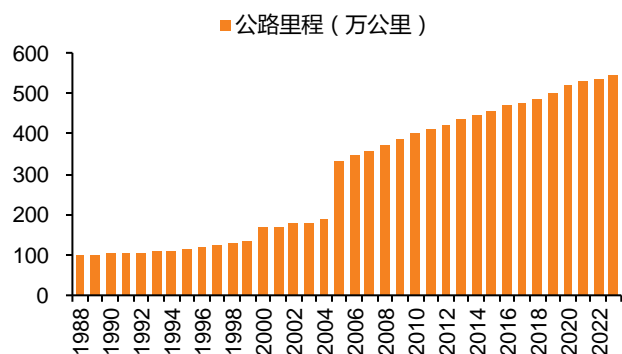
表 7：十四五铁路建设重点方向

铁路建设重点方向	具体内容
高质量推进川藏铁路建设	国铁集团将坚持把川藏铁路作为铁路建设的“头号工程”，聚焦打造精品工程、安全工程、绿色工程、创新工程、廉洁工程，坚持科学施工、安全施工、绿色施工，充分发挥科技创新关键作用，坚持尽锐出战，集全行业之力推进工程建设。
着力填补西部铁路“留白”	着力构建多向入藏通道、完善出疆对外通道，加快推动新藏铁路前期工作，创造条件启动重点路段建设。推进青藏铁路升级改造，开展滇藏铁路重点路段前期研究。加快北疆骨干通道建设，完善南疆铁路网络布局，加强南北疆联系，推动疆内铁路环起来，进出疆铁路畅起来。提高重点边境地区铁路覆盖，提升东北边境地区路网质量，完善西南边境地区路网布局，强化口岸及出入境通道建设。
加快完善“八纵八横”高速铁路网	按照优先贯通高铁主通道的原则，着重抓好沿江、沿海等服务国家战略、客流有支撑保障的高铁主通道缺失段建设，力争“十四五”期间“八纵八横”高铁主通道基本贯通，有效提升沿江、沿海、京沪等主通道能力和质量；同时有序推进区域性高铁连接线、延伸线建设，增强路网灵活性和机动性。
有序拓展普速铁路网覆盖	统筹推进中西部地区铁路网建设，加强边疆地区铁路网，提高革命老区、民族地区和欠发达地区铁路网络密度，提升沿江等重点区域铁路货运能力，支持资源丰富、人口密集区域的地方开发性铁路建设，提高普速铁路网通达深度；同时继续支持加快铁路物流基地、专用线和集疏运体系等补短板项目建设，加快畅通大宗货运“公转铁”、多式联运“前后一公里”，提升铁路集疏运能力。
积极推进城市群都市圈城际铁路和市域（郊）铁路发展	支持按照市场化方式，利用既有铁路富余能力，通过适当改造开行城际和市域（郊）列车。支持地方政府按照规划推进城际和市域（郊）铁路建设。准确把握城际和市域（郊）铁路功能定位和建设标准，注重与高速铁路、普铁干线的合理分工、衔接融合，推动构建多层次、广覆盖、一体化的快速轨道交通网络。

资料来源：国铁集团官网，天风证券研究所

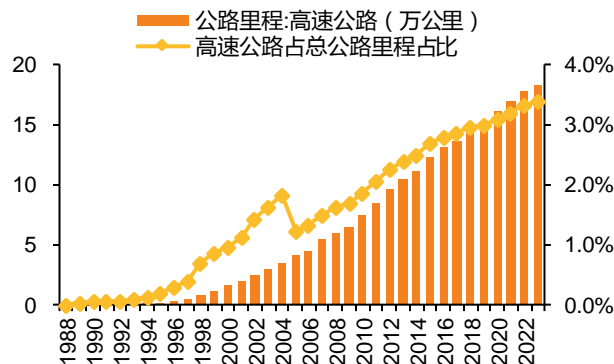
公路方面，国家发展改革委、交通运输部 22 年印发的《国家公路网规划》提出，到 2035 年，全国公路总规模约 46.1 万公里，其中国家高速公路约 16.2 万公里，普通国道约 29.9 万公里，基本建成覆盖广泛、功能完备、集约高效、绿色智能、安全可靠的现代化高质量国家公路网。根据《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，到 2025 年，我国计划公路通车里程达 550 万公里，计划高速公路通车里程 19 万公里。截止到 2023 年，我国公路总里程为 543.68 万公里，其中高速公路 18.36 万公里，占比为 3.38%，较十四五规划值分别还差 6.32、0.64 万公里，按此计算，24-25 年年均仍需要建成 3200 公里以上的高速公路。

图 21：我国公路总里程



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：我国高速公路总里程及占比

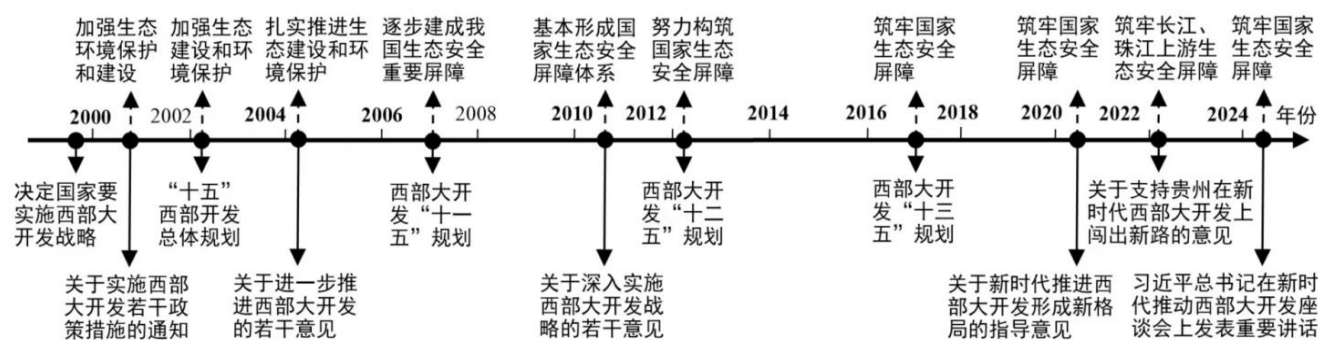


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2.2. 基建投资的区域景气度分化加速

西部大开发：背靠资源禀赋，承接产业转移，西部地区基建仍有较大空间。我国西部地域广阔，主要涵盖内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等 12 个省、自治区、直辖市，占全国 72% 的国土面积，27% 人口。1999 年 9 月党的十五届四中全会通过的《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》，明确提出“国家要实施西部大开发战略”。2024 年 8 月 23 日，中共中央政治局会议审议《进一步推动西部大开发形成新格局的若干政策措施》提出，西部大开发是党中央作出的重大战略决策，要深刻领会党中央战略意图，准确把握西部大开发在推进中国式现代化中的定位和使命。从发展模式来看，西部地区不用复制沿海地区的产业结构模式，可以立足于自身资源禀赋，比如聚焦于资源开发、矿业、农业等领域，同时要强化能源资源保障，推进清洁能源基地建设。

图 23：新时代我国西部大开发和国家生态安全屏障战略的政策演进图



资料来源：陈伟《新时代西部大开发进程中的国家生态安全屏障》，天风证券研究所

此前，中共中央国务院印发《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》，我们认为内容或反映未来西部大开发的重点发展方向：

- 1) 开放：**以共建“一带一路”为引领、加大西部开放力度，积极参与和融入“一带一路”建设、强化开放大通道建设、构建内陆多层次开放平台、加快沿边地区开放发展等。
- 2) 基础设施：**以强化基础设施规划建设为抓手，夯实西部地区经济社会发展基础，加快川藏铁路等重大工程规划建设，重点规划建设一批重点水源工程、江河湖泊骨干治理工程、大型灌区工程，重点加强西电东送等跨省区能源通道建设等。
- 2) 生态环保：**加大美丽西部建设力度，进一步加大天然林保护、退耕还林还草、退牧还

草、重点防护林体系建设等重点生态工程实施力，筑牢国家生态安全屏障。

西部地区经济社会持续健康发展，给基建投资增长提供较好支撑。自 2019 年党中央对新时代推进西部大开发形成新格局作出部署以来，西部地区的 GDP 从 2019 年的 20.5 万亿元增长至 2023 年的 26.9 万亿元，年均增长 4.9%，增速居全国东部、中部、西部、东北四大板块之首。从投资情况来看，西部地区包括甘肃、贵州、宁夏、青海、陕西、四川、西藏、新疆、云南、内蒙古、广西、重庆 12 个省份，固定资产投资增速显著较快，24 年 1-9 月全国固定资产投资增速为 3.4%，其中西藏(20.6%)、内蒙古(11.0%)、新疆(6.2%)增速位居全国前列。

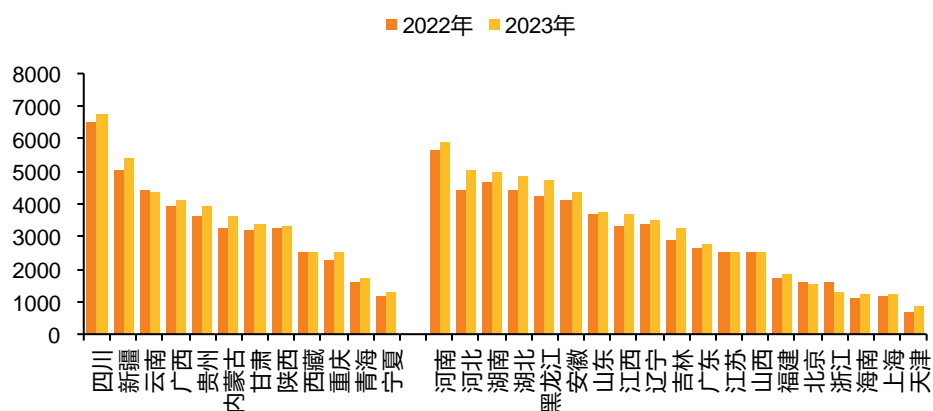
表 8：西部省份 GDP 及固定资产投资情况

省份	GDP		固定资产投资	
	24 年计划增速	24H1 实际增速	24 年计划增速	24Q1-3 实际增速
甘肃	6%左右	5.8%	6%左右	2.6%
贵州	5.5%左右	5.3%	4.5%左右	0.0%
宁夏	6%左右	5.1%	6%左右	5.4%
青海	5%左右	1.0%	-	0.7%
陕西	5.5%左右	4.3%	-	3.7%
四川	6%左右	5.4%	5%左右	1.9%
西藏	9%左右	6.1%	30%以上	20.6%
新疆	6.5%左右	5.4%	10%左右	6.2%
云南	5%左右	3.5%	10%以上	-11.4%
内蒙古	6%以上	5.9%	15%左右	11.0%
广西	5%以上	3.6%	3%以上	-7.9%
重庆	6%左右	6.1%	4%	1.8%
全国	5%左右	5.0%	-	3.4%

资料来源：Wind，各省市人民政府网，各省市 24 年政府工作报告，天风证券研究所

西部地区接受中央转移支付的占比较高。财政方面，西部地区历来是中央财政的重点扶持对象，接受中央财政对地方转移支付的比例较高，2022-2023 年，西部 12 省市一共接收中央转移支付的规模分别为 4.1、4.3 万亿元，占中央对地方转移支付总规模的比例分别为 42.1%、41.7%。总体看，随着中央财政的持续加码和国家战略规划的落地，我们认为未来西部地区的基建景气度或仍有支撑。

图 24：2022-2023 年中央对地方转移支付规模（亿元）



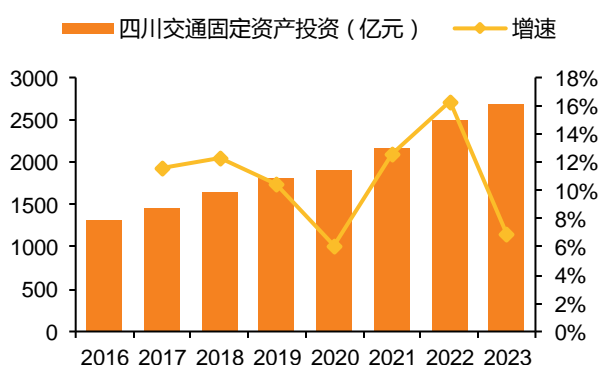
资料来源：Wind，财政部，天风证券研究所

重点关注川渝地区基建投资的弹性：“十三五”期间四川省交通基建战略地位高，十四五交通固定资产投资增速领跑全国。“十三五”期间，全国交通固定资产累计投资额 12.39 万亿元，四川省交通固定资产投资 0.81 万亿元，占全国投资额比例为 6.6%。西部交通在全

国地位突出，而四川省作为西部地区的交通枢纽，在西部投资中占重要地位。从增速看，“十四五”以来四川省交通固定资产投资额仍保持较好的增长水平，2023 年四川省完成公路水路固定资产投资 2685 亿元，同比+7%。

2024 年，四川省力争完成公路水路交通建设投资 2600 亿元以上，计划建成通车高速公路 500 公里以上，24 年高速公路通车总里程预计突破 1 万公里。从实际情况来看，24 年 1-6 月四川公路水路交通建设完成投资 1302.88 亿元，占年度目标 2600 亿元的 50.1%，6 月 21 日，四川省高速公路招商工作座谈会集中推出 36 个高速公路项目，项目总里程约 4100 公里，总投资约 8400 亿元。10 月 8 日四川省举行 2024 年第四季度重大项目现场推进活动，共推进项目 1823 个，总投资 7855 亿元，其中基础设施项目共 601 个，总投资 3645 亿元，占比 46.4%。

图 25：四川交通固定资产投资及增速



资料来源：Wind，《四川省“十三五”综合交通运输发展规划》，四川省人民政府，天风证券研究所

图 26：全国交通固定资产投资及增速



资料来源：Wind，交通运输部，中国政府网，天风证券研究所

“十四五”期间，推动交通强省建设迈上新台阶：根据“十四五”规划，21-25 年四川省综合交通运输建设规划完成投资额 12000 亿元以上，较“十三五”期间增长 16.5%。投资结构中公路水路铁路均有较高增速，其中铁路完成额预计 3000 亿元，较“十三五”期间增长 30.43%，公路水路完成额预计 7000 亿元，较“十三五”期间增长 40%。此外，随着推动成渝地区双城经济圈建设、打造内陆开放战略高地政策的提出，四川、重庆双方共同将开展《成渝地区双城经济圈综合立体交通网规划（2021-2035）》相关项目的建设，为交通基建带来稳定需求。

表 9：四川省十三五、十四五交通投资规划及双城经济圈重大项目投资情况

单位：亿元	“十三五”规划	“十四五”规划	变化幅度
全省综合交通运输建设规划完成投资额	10300	12000	16.5%
铁路完成额	2300	3000	30.4%
公路完成额	4800	7000	45.8%
水运完成额	200		
成渝双城经济圈重大项目投资			
单位：亿元	2021	2022	2023
项目数量（个）	67	160	248
总投资额	15674	20367	33000
计划投资额	1016	1835	3215

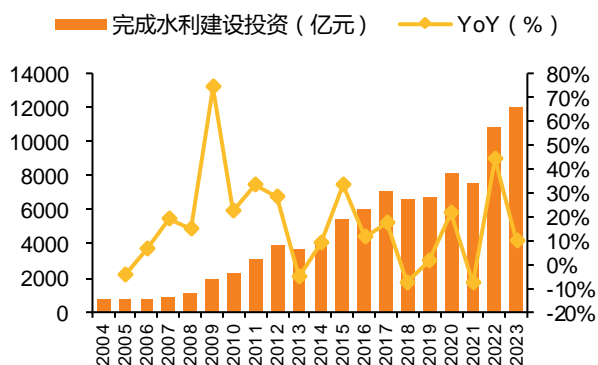
资料来源：四川省人民政府，重庆市发改委，天风证券研究所

3. 哪些细分赛道需要重点关注？

3.1. 水利工程

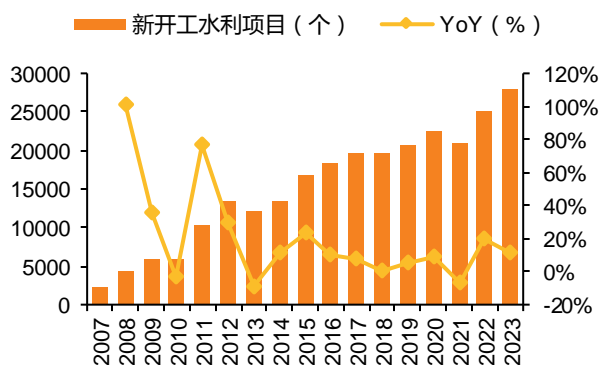
水利投资政策加码，24 年大型水利项目投资超预期。水利投资由财政资金、地方政府专项债、社会资本等共同出资，23 年财政资金支持比重达 55%。近几年水利政策持续加码，2023 年水利建设完成投资 11996 亿元，在 2022 年首次迈上万亿元台阶基础上，再创历史最高纪录。今年以来，全国水利系统以灾后恢复重建为重点，全力推进水利基础设施建设。24 年以来，水利投资持续高增长，24 年 1-8 月全国水利建设完成投资 8019.4 亿元，同比增加 10.7%，新开工项目 2.8 万个，同比+18.7%。河北、广东、浙江、山东、安徽等 5 省完成投资超过 400 亿元，有力保障了大规模水利建设资金需求。24 年的水利项目成为支撑基建平稳增长的重要引擎。据《水利建设投资对经济增长影响效应研究》(作者：崔晨甲，李淼)，2008-2022 年间水利工程的 GDP 乘数约在 1.0~1.3 附近，按照此前水利部的数据，重大水利工程每投资 1000 亿元，可以带动 GDP 增长 0.15 个百分点，新增就业岗位 49 万，因而我们认为水利投资在稳增长中仍将发挥重要的提振作用。

图 27：2004-2023 年我国水利建设投资完成额及增速



资料来源：Wind，水利部，天风证券研究所

图 28：2007-2023 年新开工水利项目数量及增速



资料来源：Wind，水利部，天风证券研究所

政策驱动下，水利工程建设亦具备明确的现实需求。从政策角度来看，水利部印发《关于实施国家水网重大工程的指导意见》指出，要建成一批重大引调水和重点水源工程，新增供水能力 290 亿立方米。我们认为在十四五保障“防洪安全、供水安全、粮食安全、生态安全”的主基调下，防洪减灾、水资源优化配置和水生态保护修复，使得我国水利工程投资建设亦具备更为明确的现实需求。

表 10：《“十四五”水安全保障规划》目标

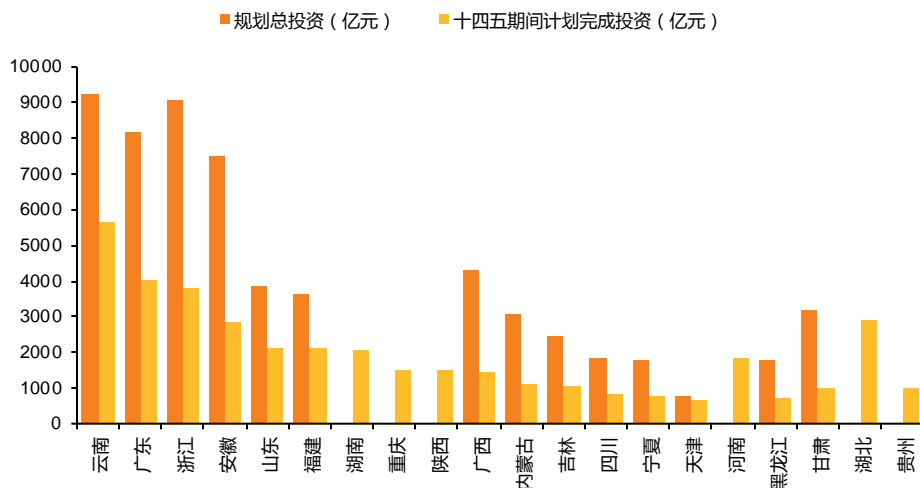
规划目标	具体内容
防洪减灾	大江大河干流 3 级以上堤防基本实现达标，中小河流治理河段达到规划的防洪标准，全国 5 级及以上堤防达标率由现状的 73% 提高到 77%。流域控制性枢纽有序建设，新增防洪库容 40 亿立方米。
水资源节约集约安全利用	全国用水总量控制在 6400 亿立方米以内，万元国内生产总值用水量、万元工业增加值用水量均较 2020 年下降 16% 左右，农田灌溉水有效利用系数提高到 0.58。水资源配置工程体系更加完善，新增水利工程供水能力 290 亿立方米，地级及以上城市应急备用水源基本建立，农村自来水普及率达到 88%，万亩以上灌区灌溉面积达到 5.14 亿亩。
水生态保护	江河湖库水源涵养与保护能力明显提升，重点河湖基本生态流量达标率达到 90% 以上，人为水土流失得到基本控制，重点地区水土流失得到有效治理，全国水土保持率提高到 73% 以上。

资料来源：《“十四五”水安全保障规划》，天风证券研究所

我们测算十四五期间各省份加总的水利计划完成投资额超 3.9 万亿元。我们对十四五期间水利投资规划进行了统计，我国已有 20 个省和直辖市对“十四五”期间水利工程投资额做

出了相关规划部署，十四五期间计划完成投资额达 3.9 万亿元，相较“十三五”期间规划 2.43 万亿元投资额增加近 1.5 万亿元，同比增加 60.8%。但值得注意的是，20 个省份披露的水利投资项目的总体规划投资额合计预计可达 6.1 万亿元，若政策进一步加码，则十四五期间水利投资建设有望超预期。

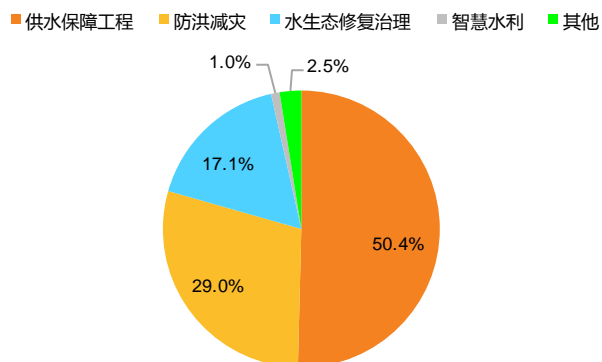
图 29：各省“十四五”期间水利工程投资规划情况



资料来源：各省市水利厅，各省市人民政府网等，天风证券研究所

从水利工程的投资方向来看，供水工程和防洪减灾仍占据主流，智慧水利重要性有所提升。从已披露十四五规划的具体投资项目分类上来看，十四五期间水利投资主要聚焦四个大方向：防洪减灾、供水保障工程、水生态修复、智慧水利。而供水工程和防洪减灾工程仍是十四五水利工程投资的主基调，分别占当前水利投资规划总额的 50.4%/29.0%。此外，智慧水利被提及较多，个别省份如浙江、广东已将智慧水利单独列为水利工程的投资类别，虽然目前占整个十四五期间投资额的比例较低，但我们预计在水利数字化、信息化加持下，智慧水利工程作为新兴领域，未来重要程度有望持续提升。2023 年底增发 1 万亿特别国债，从支持领域看，1 万亿元增发国债中，超过一半用于防洪排涝等相关水利设施建设，超过 2000 亿元用于京津地等地的灾后重建，其余资金主要用于自然灾害应急能力提升，以及森林火灾等综合防治体系建设。

图 30：十四五期间 15 个省市水利投资额分类



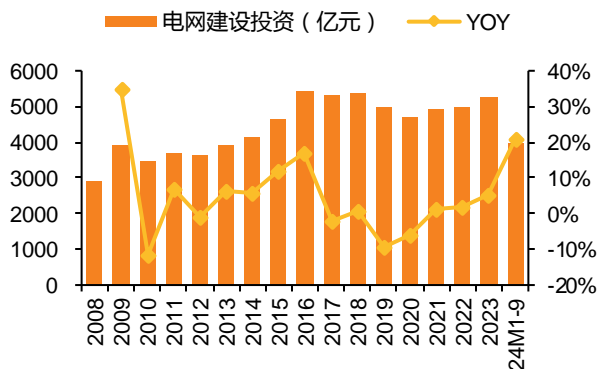
资料来源：各省市水利厅，各省市人民政府网等，天风证券研究所

注：不包括上文提及的 20 个省中的河南、黑龙江、甘肃、湖北、贵州，主要由于统计中未披露细分投资数据

3.2. 电力工程

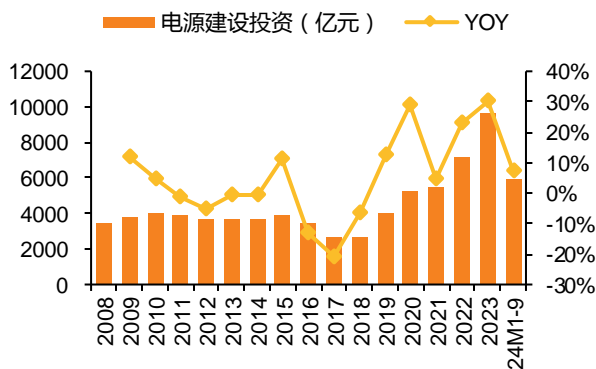
电源工程建设明显提速。双碳国策之下，我国新能源用电需求的不断增长，新能源装机量持续攀升，带动电源工程建设明显提速。2023 年我国电源工程、电网工程建设分别完成投资 9675、5275 亿元，同比+30.1%、+5.4%。24 年以来，电源及电网建设加速扩容，24 年 1-9 月电源工程、电网工程分别完成投资 5959、3982 亿元，同比分别+7.2%、+21.1%。

图 31：2008-2024 年 9 月电网建设投资完成额及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

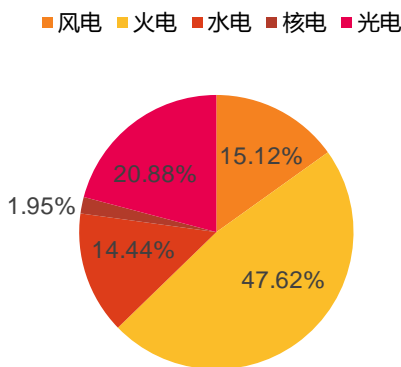
图 32：2008-2024 年 9 月电源建设投资完成额及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

新能源装机占比大幅提升，目前装机规模已超过传统煤电。2023 年新增太阳能发电设备容量 216GW，同比+147.1%，占当年发电新增设备总量的 58.5%；新增风电设备容量 75.7GW，同比+101.1%，占当年发电新增设备总量的 20.5%，风光设备规模增长迅速。从装机结构上看，截至 2023 年底，全国全口径发电装机容量 29.2 亿千瓦，其中，太阳能发电占比 21%、风电占比 15.1%，新能源发电装机规模占比持续加大。截止 2024 年 6 月底，我国新能源发电装机规模（11.8 亿千瓦）首次超过煤电（11.7 亿千瓦）。随着能源转型持续进行，风、光等新能源占比预计将会进一步提高。

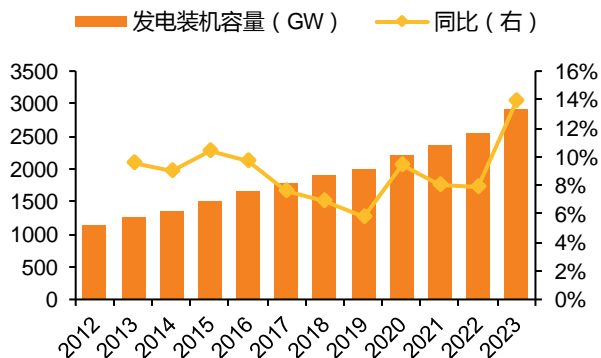
图 33：2023 年各电源装机容量占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

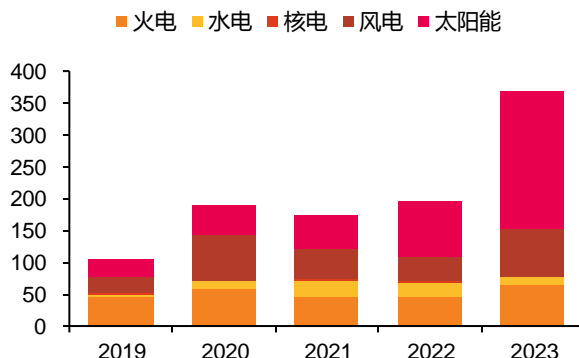
从电网的角度来看，用电量攀升、新能源发电的消纳使得我国电网建设仍有较大需求空间。我国用电规模仍在快速提高，但电力资源的区域供需不均衡，因此以特高压交流输电为代表的长距离输电工程仍有较大的市场空间。并且以风光水为代表的新能源发电装机规模及占比越来越高，考虑到新能源发电较传统火电而言稳定性较差，并且不同时间段用电量也存在较大差异，这也对电网工程建设提出了更高的要求。截止 2023 年，国内发电装机总量已达 2919.65GW，同比增长 13.9%，2019-2023 年 CAGR 为+9.8%，保持较快增长。2023 年 12 月，国家能源局召开 2024 年全国能源工作会议，提出坚持把保障国家能源安全作为首要职责，保障能源安全稳定供应能力稳步增强。随着电力保供重要性的提升，国内发电装机总量或将保持上升态势。

图 34：2012-2023 年我国发电装机容量及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

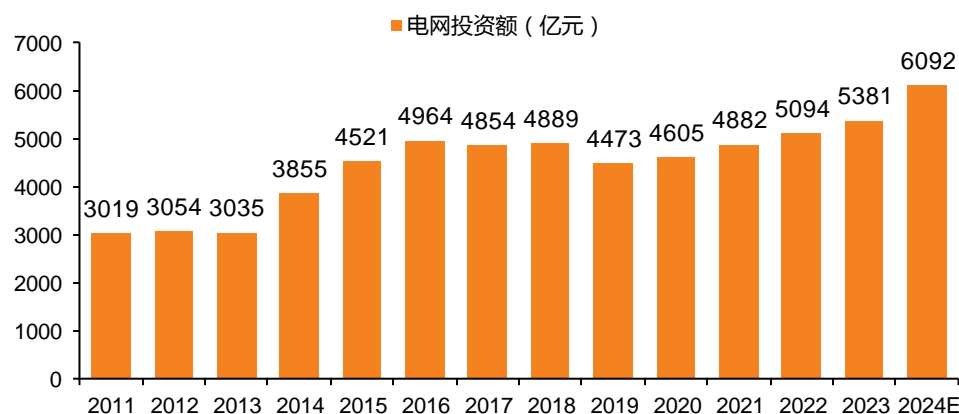
图 35：2019-2023 年新增发电设备容量 (GW)



资料来源：Wind，天风证券研究所

十四五期间电网工程建设不断加码。国家电网及南方电网均有较大规模的十四五电网投资规划出台。从规划投资情况来看，十四五期间南方电网规划投资约 6700 亿元，同比十三五时期+33%。而国家电网在 2021 能源电力转型国际论坛上表示，十四五计划投入 3500 亿美元（约合 2.23 万亿元），推进电网转型升级。23 年国家电网全年完成电网投资 5381 亿元，创下历史新高，2024 年国家电网预计电网建设总投资有望超 6000 亿元，比去年新增 711 亿元。此外，24 年南方电网安排固定资产投资 1730 亿元，同比增幅达到 23.5%，覆盖电网建设、抽水蓄能、新型储能等领域共 194 项能源重点工程。

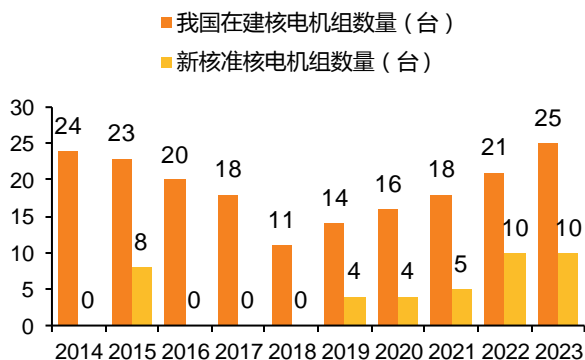
图 36：2011-2024E 国家电网完成的电网建设投资额



资料来源：中国能源新闻网，国资小新公众号，中国企业联合会可持续发展工商委员会，国家电网社会责任报告，天风证券研究所

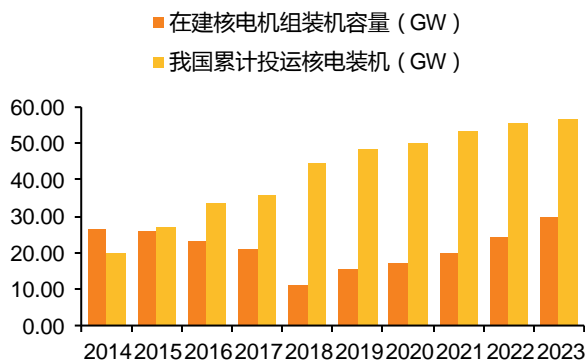
我国核电景气度正在加速上行。在 2016-2018 年的三年零核准期后，2019 年起我国核电核准提速。2021 年初，政府工作报告中提出“在确保安全的前提下积极有序发展核电”，系我国多年来首次采用“积极”的表述明确提及核电；“十四五”规划中明确提出积极有序的发展沿海三代核电建设；2022 年发布的《“十四五”现代能源体系规划》中再次提到积极安全有序发展核电，要求到 2025 年核电运行装机容量达到 7000 万千瓦左右，相比 2022 年末的 5563 万千瓦增长 25.8%；2022 年党的二十大报告提出，“积极稳妥推进碳达峰碳中和”“积极安全有序发展核电”；2023 年 12 月 29 日，经国务院常务会议审议，决定核准金七门核电项目 1、2 号机组与太平岭核电二期工程 3、4 号机组，这是自 2023 年 7 月 31 号核准 6 台机组后，年内第二次新核电项目通过审批。目前，我国大陆在运核电机组数量居全球第三，在建核电机组数量继续保持全球第一。

图 37：2014-2023 年我国在建及新核准核电机组数量



资料来源：中国核能行业协会，中国核建公司公告，核能号公众号，天风证券研究所

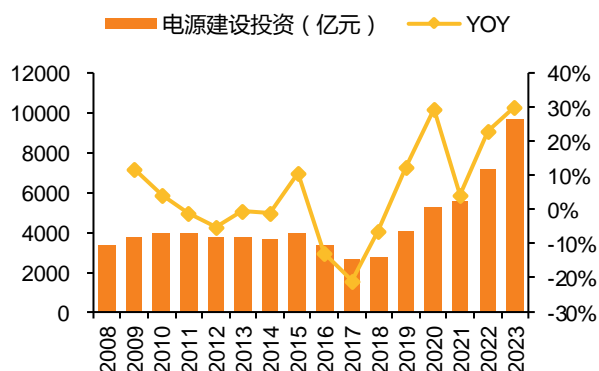
图 38：2014-2023 年我国在建及累计投运核电装机容量



资料来源：中国核能行业协会，Wind，天风证券研究所

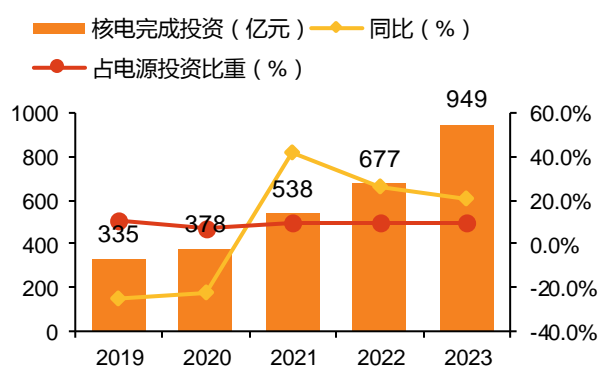
19 年以来我国电源建设投资步入快速发展阶段，核电投资持续提速。双碳国策之下，我国新能源用电需求的不断增长，新能源装机量持续攀升，带动电源工程建设明显提速。至 2023 年，我国电源建设完成投资 9675 亿元，同比+30.1%。其中，核电完成投资 949 亿元，同比+20.8%，占整个电源工程投资的比重约为 9.8%，19-23 年核电投资 CAGR 达 29.7%，呈现快速发展的趋势。

图 39：2008-2023 年我国电源基本建设完成投资及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：2019-2023 年我国核电完成投资及增速



资料来源：国家能源局，天风证券研究所

4. 投资建议：重点关注基建产业链央企标的

纵向来看，建筑央企估值已达十年来历史相对低位。从 PB (LF) 角度来看，截至 11 月 1 日收盘，仅中国核建、中国能建、中国化学 PB (LF) 大于 0.8 倍，中国建筑、中国铁建、中国中铁 PB (LF) 小于 0.6。从分位值来看，建筑央企 PE (TTM) 及 PB (LF) 均处于历史较低水平。

从地方国企的估值水平来看，区域基建景气度高增以及新一轮国企改革催化，激发地方国企内在发展动能。截至 2024/11/1，安徽建工、上海建工、山东路桥、浙江交科、隧道股份等 PB (LF) 仍低于 1 倍，PB 分位值也处于历史相对低位，估值修复空间较大。

从标的推荐的角度，我们认为四季度基建投资或有望超预期，基建回暖或带动建筑央企基本面改善。同时股权激励、国企改革等，亦有望激发央企内生增长动能，并改善报表质量。建议关注基建产业链相关标的，重点推荐区域高景气的弹性地方国企四川路桥，山东路桥，安徽建工等，建筑央企中国交建，中国中铁，中国建筑，中国铁建等，以及专业工程公司鸿路钢构等。

表 11：建筑央企估值水平

证券代码	证券简称	最新 PE_TTM	PE 最低值 (倍)	2010 年以来 PE 分位值	最新 PB_LF	PB 最低值 (倍)	2010 年以来 PB 分位值
建筑央企							
601668.SH	中国建筑	5.09	5.09	32.17%	0.57	0.57	7.03%
601800.SH	中国交建	7.54	7.54	47.33%	0.64	0.64	28.68%
601186.SH	中国铁建	5.59	5.59	29.78%	0.48	0.48	9.39%
601390.SH	中国中铁	5.39	5.39	20.78%	0.55	0.55	3.89%
601618.SH	中国中冶	9.66	9.66	36.34%	0.69	0.69	5.92%
601868.SH	中国能建	11.65	11.65	16.47%	0.96	0.96	32.53%
601117.SH	中国化学	9.06	9.06	15.85%	0.83	0.83	7.56%
601669.SH	中国电建	7.81	7.81	23.67%	0.71	0.71	14.20%
601611.SH	中国核建	12.51	12.51	20.92%	1.31	1.31	13.28%
地方国企							
600502.SH	安徽建工	5.73	5.73	6.68%	0.80	0.80	2.92%
002060.SZ	广东建工	11.39	11.39	4.31%	1.07	1.07	8.39%
600039.SH	四川路桥	10.68	10.68	41.19%	1.43	1.43	37.56%
600170.SH	上海建工	13.82	13.82	60.35%	0.72	0.72	4.85%
000498.SZ	山东路桥	4.25	4.25	10.91%	0.71	0.71	7.41%
002061.SZ	浙江交科	7.68	7.68	18.42%	0.75	0.75	6.36%
600820.SH	隧道股份	7.43	7.43	18.72%	0.74	0.74	20.15%
600939.SH	重庆建工	-35.74	0.00	0.00%	0.91	0.91	30.51%
600284.SH	浦东建设	10.77	10.77	9.39%	0.75	0.75	2.31%
600853.SH	龙建股份	9.57	9.57	2.19%	1.26	1.26	3.94%
002307.SZ	北新路桥	298.46	298.46	95.56%	1.34	1.34	3.22%
601789.SH	宁波建工	14.52	14.52	21.76%	1.03	1.03	4.71%
600248.SH	陕建股份	4.65	4.65	12.64%	0.75	0.75	6.36%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：数据截至 20241101

5. 风险提示

基建&地产投资超预期下行：我们预计专项债的密集发行推动基建形成实物工作量，有望带动基建景气度环比改善，若基建投资超预期下行，则宏观经济压力或进一步提升。

测算具有主观性：文中的测算均基于一定的假设条件，具有主观性，若假设条件不及预期，则可能导致测算结果失真，仅供参考。

规划落地进度不及预期：文中对于行业景气度的判断主要源于已出台的各类规划，若规划落地进度放缓，或资金到位情况不及预期，则可能导致基建投资增速不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com