

# 建筑行业 2025 年度投资策略

## 迈向缩表时代，迎接估值回升

优于大市

### 核心观点

**地产基建投资下行，制造业投资相对有韧性。** 房地产投资持续下行，由于销售低迷，地产新开工大幅下滑，导致房屋施工面积持续下行，预计 2025 年新增投资仍然偏弱，房建工程投资额同比-7.7%。受制于地方债务风险管控、专项债缺项目等问题，基建投资持续走弱，新开工投资额大幅下滑，在建项目显著减少，预测 2025 年狭义基建投资-3.3%。制造业投资相对更具韧性，工业库存周期正由被动去库存正在逐步转向主动补库存，随着下游需求复苏，工业扩产需求将推动制造业投资增长。

**建筑企业新订单减少，三张报表承压。** 建筑行业下游需求下滑，建筑企业新签订单减少，产值增长放缓，龙头央企依靠较低的融资成本抢占市场份额，民营企业收入业绩持续下滑。由于工程回款情况恶化，营业收入在资产负债表中以各种形式存在的应收款项资产持续累积，导致建筑企业“被动扩表”。在下游客户回款付款不佳和政策要求清理民营企业账款的共同作用下，当前国企总承包商在收款和付款两端均面临较大压力，现金流压力显著增加。

**迈向缩表时代，迎接估值回升。** 从市净率角度出发，建筑企业长期破净的原因在于长期资产占比提升、资产质量下降，随着一系列化债政策落地实施，建筑企业相关应收款将有望得到清偿，对应资产质量回升、PB 估值修复。从市盈率角度出发，建筑企业长期低估值的原因在于净利润与自由现金流变动方向背离，而随着建筑企业营业收入现金含量提升，资本开支减少，净利润和企业自有现金流变动方向将走向收敛，推动建筑板块 PE 估值回升。

**国家重大工程推进，细分领域孕育投资机会。** 当前国内有效需求不足，居民和企业加杠杆意愿低迷，呼唤政府部门加大投资创造增量需求。而地方财政风险尚未化解，专项债等地方加杠杆工具面临“缺项目”的窘境，预计中央财政将成为新一轮增量投资的主导力量。2025 年将实施更积极的财政政策，预算内资金、国债、特别国债等中央财政资金将重点发力铁路、水电、核电、港口等具有重大战略意义的基础设施建设。

**投资建议：** 重点推荐资产质量提升、现金流改善、牵头重大工程建设的低估值建筑央企**中国铁建、中国交建、中国中铁、中国建筑、中国中冶**，推荐有望参与核电、水电等重大工程建设的中岩大地，推荐经营稳健、受益于板块估值提升的**鸿路钢构、亚翔集成、中材国际、中国化学、中国海诚、太极实业**。

**风险提示：** 宏观经济下行的风险、财政发力不及预期的风险、重大工程项目审批落地不及预期的风险、建筑企业战略转向慢于预期的风险。

### 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    |       |
|-----------|------|------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |      |        |         | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 601186.SH | 中国铁建 | 优于大市 | 9.35   | 1,186   | 1.75  | 1.62  | 5.34  | 5.77  |
| 601800.SH | 中国交建 | 优于大市 | 10.73  | 1,498   | 1.40  | 1.51  | 7.65  | 7.10  |
| 601390.SH | 中国中铁 | 优于大市 | 6.52   | 1,493   | 1.36  | 1.31  | 4.78  | 4.97  |
| 601668.SH | 中国建筑 | 优于大市 | 6.08   | 2,530   | 1.35  | 1.45  | 4.51  | 4.18  |
| 601618.SH | 中国中冶 | 优于大市 | 3.37   | 645     | 0.43  | 0.46  | 7.91  | 7.29  |
| 003001.SZ | 中岩大地 | 优于大市 | 47.00  | 60      | 0.56  | 1.16  | 83.89 | 40.52 |
| 002541.SZ | 鸿路钢构 | 优于大市 | 17.78  | 123     | 1.28  | 1.35  | 13.94 | 13.14 |
| 603929.SH | 亚翔集成 | 优于大市 | 28.42  | 61      | 2.69  | 2.66  | 10.56 | 10.68 |
| 600970.SH | 中材国际 | 优于大市 | 9.64   | 255     | 0.97  | 0.99  | 9.94  | 9.69  |

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 行业研究 · 行业投资策略

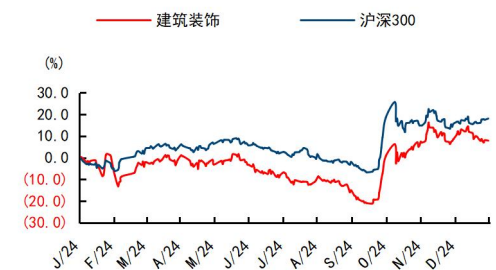
#### 建筑装饰

#### 优于大市 · 维持

证券分析师：任鹤  
010-88005315  
renhe@guosen.com.cn  
S0980520040006

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

- 《建筑行业专题报告-从运河建设观察中央财政发力基建的路径》——2024-12-09
- 《化债政策点评-建筑行业率先受益化债，中央财政撬动增量需求可期》——2024-11-11
- 《建筑行业周观点-积极因素逐步累计，景气度边际好转》——2024-08-26
- 《建筑行业 8 月投资策略-行业新订单低迷，央企龙头优势增强》——2024-08-15
- 《建筑行业周观点-行业基本面预计全年偏弱，建议关注央企龙头》——2024-08-12

---

|           |      |      |       |     |      |      |       |       |
|-----------|------|------|-------|-----|------|------|-------|-------|
| 601117.SH | 中国化学 | 优于大市 | 8.45  | 516 | 0.91 | 0.97 | 9.28  | 8.72  |
| 002116.SZ | 中国海诚 | 优于大市 | 10.29 | 48  | 0.72 | 0.77 | 14.23 | 13.32 |
| 600667.SH | 太极实业 | 优于大市 | 7.35  | 155 | 0.43 | 0.52 | 17.22 | 14.10 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| <b>地产基建投资下行，制造业投资相对有韧性</b>     | <b>7</b>  |
| 地产：施工面积减少，新增投资下行               | 7         |
| 基建：地方投融资受限，重大工程贡献增量            | 9         |
| 制造业：需求相对有韧性，周期筑底复苏可期           | 11        |
| <b>建筑企业新订单减少，三张报表承压</b>        | <b>13</b> |
| 订单和收入下滑，净利率持续下探                | 13        |
| 被动扩表延续，资产结构恶化                  | 14        |
| 收付款两端承压，预计全年经营性现金净流出           | 16        |
| <b>迈向缩表时代，迎接估值回升</b>           | <b>18</b> |
| PB 持续下降的原因：资产变“重”，资产质量下降       | 18        |
| PE 持续下降的原因：净利润与自由现金流长期不匹配      | 20        |
| PB 估值修复：化债推动资产质量优化             | 21        |
| PE 估值修复：迈向缩表时代，利润和自由现金流匹配度长期提升 | 22        |
| <b>国家重大工程推进，细分领域孕育投资机会</b>     | <b>24</b> |
| 铁路工程：新疆货运需求快速增长，五线入藏格局加速构建     | 25        |
| 水电工程：雅鲁藏布江下游水电开发工程正式落地         | 27        |
| 核电工程：恢复核准，建设提速                 | 30        |
| 港口工程：沿海港口建设重启                  | 31        |
| <b>投资建议</b>                    | <b>33</b> |
| 迎接建筑板块估值提升                     | 33        |
| 把握国家重大工程投资机遇                   | 33        |
| <b>风险提示</b>                    | <b>34</b> |

## 图表目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图 1: 中国房地产开发投资完成额及增速 (单位: 亿元, %)         | 7  |
| 图 2: 中国房地产开发建筑投资完成额及增速 (单位: 亿元, %)       | 7  |
| 图 3: 中国房屋施工面积及增速 (单位: 万平方米, %)           | 7  |
| 图 4: 中国房地产开发资金来源及同比 (单位: 亿元, %)          | 7  |
| 图 5: 中国房屋新开工面积及增速 (单位: 万平方米, %)          | 8  |
| 图 6: 中国房屋竣工面积及增速 (单位: 万平方米, %)           | 8  |
| 图 7: 历年总库存 (单位: 万平方米)                    | 8  |
| 图 8: 年末房屋施工面积及增速 (单位: 亿平方米, %)           | 8  |
| 图 9: 房地产资金来源与销售增速高度相关 (单位: %)            | 9  |
| 图 10: 房建工程投资额及增速 (单位: 亿元, %)             | 9  |
| 图 11: 广义及狭义基建投资增速 (单位: %)                | 9  |
| 图 12: 基建细分领域投资增速变化 (单位: %)               | 9  |
| 图 13: 2024 年新增专项债发行节奏慢于往年 (单位: 亿元)       | 10 |
| 图 14: 2024 年重点工程计划投资额明显下降 (单位: 亿元)       | 10 |
| 图 15: 国债净融资在高基数下保持快速增长 (单位: 亿元, %)       | 10 |
| 图 16: 水利、铁路投资快速增长 (单位: %)                | 10 |
| 图 17: 近三年单月开工项目总投资额 (单位: 亿元)             | 11 |
| 图 18: 制造业主要细分行业投资增速 (单位: %)              | 11 |
| 图 19: 实物工作量增速和基建增速相关性高 (单位: %)           | 11 |
| 图 20: 以开工投资额推算未来两年实物工作量将显著下降 (单位: 亿元, %) | 11 |
| 图 21: 制造业投资及工业增加值增速 (单位: %)              | 12 |
| 图 22: 制造业投资及工业企业利润增速 (单位: %)             | 12 |
| 图 23: 工业企业产成品存货和 PPI 同比 (单位: %)          | 12 |
| 图 24: 工业企业利润增速和利润率变化 (单位: %)             | 12 |
| 图 25: 建筑业新签合同额及增速 (单位: 万亿元, %)           | 13 |
| 图 26: 建筑业总产值及增速 (单位: 万亿元, %)             | 13 |
| 图 27: 八大建筑央企新签合同额及市占率 (单位: 亿元, %)        | 13 |
| 图 28: 八大建筑央企前三季度新签订单及增速 (单位: 亿元, %)      | 13 |
| 图 29: 上市建筑公司按性质分营收市场份额 (单位: %)           | 14 |
| 图 30: 上市建筑公司按性质分归母净利及增速 (单位: 亿元, %)      | 14 |
| 图 31: 建筑板块毛利率和净利率变化 (单位: %)              | 14 |
| 图 32: 建筑板块各项费用率变化 (单位: %)                | 14 |
| 图 33: 建筑板块总资产变化 (单位: 亿元)                 | 15 |
| 图 34: 建筑板块总负债及资产负债率变化 (单位: 亿元, %)        | 15 |
| 图 35: 建筑板块货币资金及在总资产中占比 (单位: 亿元, %)       | 15 |
| 图 36: 建筑板块带息负债及在总负债中占比 (单位: 亿元, %)       | 15 |
| 图 37: 建筑板块应收账款与合同资产规模变化 (单位: 亿元)         | 16 |

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图 38: 建筑板块三季度应收账款与合同资产周转率 (单位: 次)             | 16 |
| 图 39: 建筑板块长期应收款和其他非流动资产规模 (单位: 亿元)            | 16 |
| 图 40: 建筑板块前三季度长期应收款和其他非流动资产规模净增加 (单位: 亿元)     | 16 |
| 图 41: 建筑板块前三季度经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿元)          | 17 |
| 图 42: 建筑板块全年经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿元)            | 17 |
| 图 43: 建筑板块前三季度收付现比情况 (单位: %)                  | 17 |
| 图 44: 建筑板块全年收付现比情况 (单位: %)                    | 17 |
| 图 45: 建筑板块中前四大建筑央企总市值占比超四成 (单位: 亿元, %)        | 18 |
| 图 46: 建筑板块市盈率估值水平波动与龙头建筑央企中国建筑、中国中铁高度相关       | 18 |
| 图 47: 建筑板块中前四大建筑央企营业收入及占比 (单位: 亿元, %)         | 18 |
| 图 48: 以新签合同金额衡量的八大建筑央企市占率变化 (单位: 亿元, %)       | 18 |
| 图 49: 建筑 CR4 近十年非流动资产快速增加 (单位: 亿元)            | 19 |
| 图 50: 建筑 CR4 非流动资产占比持续上升 (单位: %)              | 19 |
| 图 51: 建筑 CR4 非流动资产增速显著高于收入增速 (单位: %)          | 19 |
| 图 52: 建筑 CR4 总资产周转率持续下降 (单位: 次)               | 19 |
| 图 53: 建筑 CR4 应收账款出表规模 (单位: 亿元)                | 20 |
| 图 54: 建筑 CR4 应收款项融资规模变化 (单位: 亿元)              | 20 |
| 图 55: 建筑 CR4 归母净利润变化 (单位: 亿元)                 | 20 |
| 图 56: 建筑 CR4 自由现金流量变化 (单位: 亿元)                | 20 |
| 图 57: 前四大建筑央企构建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金 (单位: 亿元) | 21 |
| 图 58: 前四大建筑央企各类经营性资本净增加 (单位: 亿元)              | 21 |
| 图 59: PPP 项目累计投资额 (单位: 万亿元)                   | 21 |
| 图 60: 存量 PPP 项目回报机制结构 (单位: %)                 | 21 |
| 图 61: 特殊新增专项债发行情况 (单位: 亿元)                    | 22 |
| 图 62: 重点化债省份特殊新增专项债发行规模 (单位: 亿元)              | 22 |
| 图 63: 建筑板块历年前三季度总资产净增加 (单位: 亿元)               | 22 |
| 图 64: 建筑板块非货币资产净增加移动平均 (单位: 亿元, %)            | 22 |
| 图 65: 建筑板块资本开支及同比增速 (单位: 亿元, %)               | 23 |
| 图 66: 建筑板块前三季度长期应收款及其他非流动资产净增加金额 (单位: 亿元)     | 23 |
| 图 67: 近年来国债净新增规模 (单位: 亿元)                     | 24 |
| 图 68: 长期建设国债发行规模及投资增速 (单位: 亿元, %)             | 24 |
| 图 69: 农民工行业分布占比 (单位: %)                       | 25 |
| 图 70: 建筑业从业人员平均工资与全国平均对比 (单位: 元)              | 25 |
| 图 71: 铁路每年新增运营里程及增速 (单位: 公里, %)               | 25 |
| 图 72: 铁路投资额及增速 (单位: 亿元, %)                    | 25 |
| 图 73: 新疆固定资产投资额及增速 (单位: 亿元, %)                | 26 |
| 图 74: 西藏固定自查投资额及增速 (单位: 亿元, %)                | 26 |
| 图 75: 新疆煤炭产量及发运量情况 (单位: 万吨, %)                | 26 |
| 图 76: 新疆铁路里程及单位里程货运量 (单位: 公里, 万吨/公里)          | 26 |
| 图 77: “五线入藏”铁路网规划                             | 27 |
| 图 78: 雅鲁藏布江中下游流域示意                            | 28 |

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图 79: 西藏自治区矿产资源开发基地分布图 .....             | 29 |
| 图 80: 核电是电力系统的基荷能源 .....                 | 30 |
| 图 81: 各发电设备平均利用小时数 (单位: 小时) .....        | 30 |
| 图 82: 核电机组核准进度提速 (单位: 座) .....           | 31 |
| 图 83: 核电基本建设投资及增速 (单位: 亿元, %) .....      | 31 |
| 图 84: 中国核建新签合同额显著增长 (单位: 亿元, %) .....    | 31 |
| 图 85: 中国核建核电工程收入快速提升 (单位: 亿元, %) .....   | 31 |
| 图 86: 沿海港口建设投资额及增速 (单位: 亿元, %) .....     | 32 |
| 图 87: 沿海港口新增万吨级泊位数 (单位: 个) .....         | 32 |
| 图 88: 中国交建疏浚工程新签合同额及增速 (单位: 亿元, %) ..... | 32 |
| 图 89: 中国交建疏浚工程在建项目金额 (单位: 亿元) .....      | 32 |
| <br>                                     |    |
| 表 1: 雅鲁藏布江概况 .....                       | 27 |
| 表 2: 雅鲁藏布江下游水电开发相关政策表述 .....             | 29 |
| 表 3: 雅鲁藏布江中游干流水电站建设情况 .....              | 29 |



## 地产基建投资下行，制造业投资相对有韧性

### 地产：施工面积减少，新增投资下行

房地产开发投资持续下行，施工面积和资金来源降幅更大。2024年1-11月，房地产开发投资完成额9.36万亿元，同比-10.4%，其中建筑工程完成投资5.12万亿元，同比-10.8%。若同比增速至年末维持不变，则2024年全年房地产开发投资额约为9.94万亿元，为2021年高点的67%，其中建筑工程投资额约为5.50万亿元，为2021年高点的62%。截至2024年11月末，全国房屋施工面积为72.6亿平方米，同比-12.7%，1-11月房地产开发资金来源9.66万亿元，同比-18.0%。

图1：中国房地产开发投资完成额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图2：中国房地产开发建筑投资完成额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图3：中国房屋施工面积及增速（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图4：中国房地产开发资金来源及同比（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

新开工面积下降2/3，竣工面积延续下行。2024年1-11月，全国房屋新开工面积6.73亿平方米，同比-23.0%，全国房屋竣工面积4.82亿平方米，同比-26.2%。若同比增速至年末维持不变，则2024年全年房屋新开工面积约为7.3亿平方米，为2019年高点的32%，房屋竣工面积约为7.4亿平方米，为2021年高点的75%。

图5: 中国房屋新开工面积及增速 (单位: 万平方米, %)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

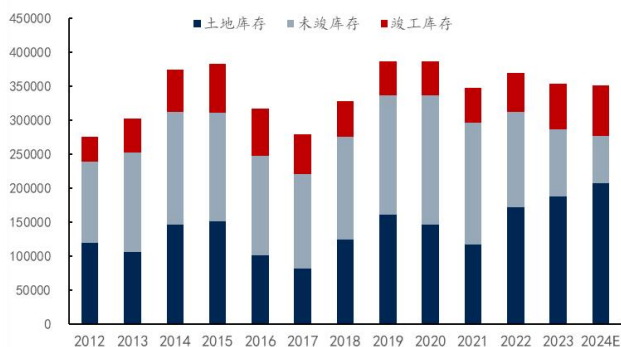
图6: 中国房屋竣工面积及增速 (单位: 万平方米, %)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

**预测 2025 年房屋施工面积延续下滑。**房屋施工面积和期初施工面积、新开工面积、竣工面积高度相关。当前土地储备处于高位，而未竣工库存持续回落，地产销售在 2024 年三季度短暂呈现复苏势头，但在年底又有所回落。在不考虑超预期政策的前提下，我们预计 2025 年地产销售在低技术下降幅将明显收窄，“土地多、未竣工少”的现状将推动新开工增速转正，同时竣工面积延续下滑。预测 2025 年房屋新开工面积同比+12.2%，竣工面积同比-26.2%，对应 2024 年末施工面积同比-9.1%，2025 年末施工面积同比-6.8%。

图7: 历年总库存 (单位: 万平方米)



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图8: 年末房屋施工面积及增速 (单位: 亿平方米, %)

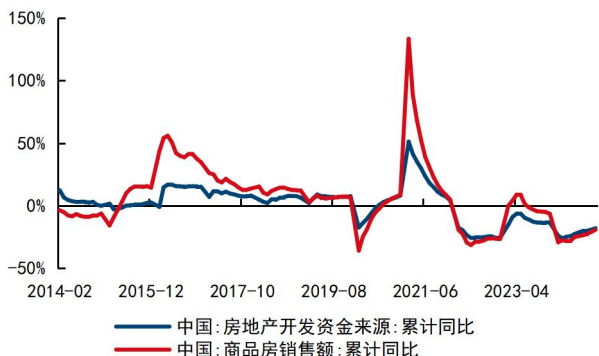


资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

**预测 2025 年房建工程投资仍然偏弱。**房建工程投资与房屋施工面积和资金到位情况高度相关，资金来源又高度依赖地产销售，当前新房销售额持续磨底，一揽子刺激政策仍需持续观察后续落地执行效果。综上，谨慎预测 2025 年房地产销售额同比-8.0%，对应房地产开发资金来源同比-5.6%，**房建工程投资额同比-7.2%**。



图9: 房地产资金来源与销售增速高度相关 (单位: %)



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图10: 房建工程投资额及增速 (单位: 亿元, %)

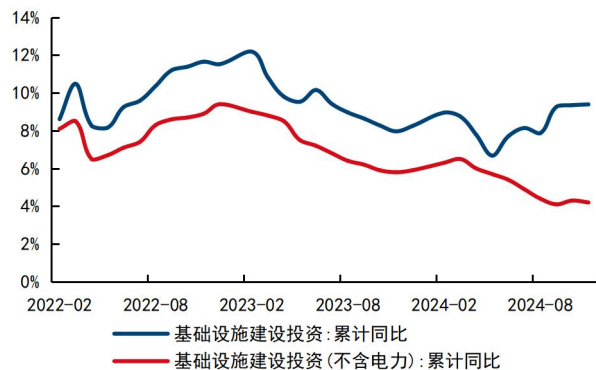


资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

### 基建: 地方投融资受限, 重大工程贡献增量

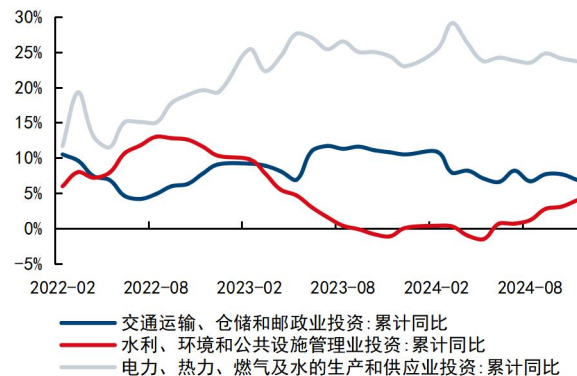
**狭义基建投资放缓, 能源基建投资保持快速增长。**2024年1-11月, 狭义基建投资同比+4.2%, 广义基建投资同比+9.4%, 年内狭义基建与广义基建增速差走阔, 主因能源基建保持快速增长, 而交通和市政投资增速明显放缓。2024年1-11月, 交通运输、仓储和邮政投资同比+6.9%, 水利、环境和公用设施投资同比+4.0%, 下半年交通基建投资放缓, 水利及市政公用投资提速。

图11: 广义及狭义基建投资增速 (单位: %)



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

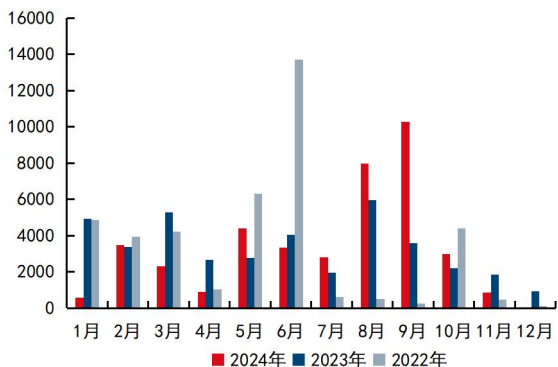
图12: 基建细分领域投资增速变化 (单位: %)



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

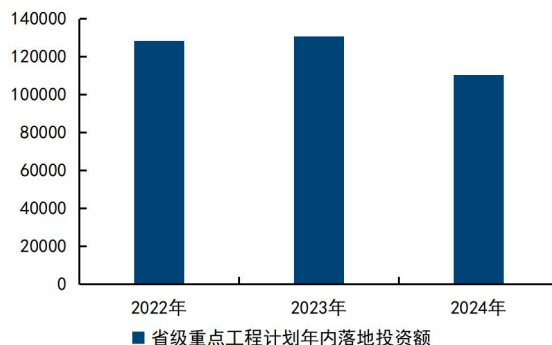
**专项债发行节奏显著慢于往年, “资金等项目”问题严峻。**2024年新增专项债年内发行节奏显著慢于往年, 主要原因在于专项债要求用于兼具一定公益性和收益性要求的建设项目, 但是目前大部分具有收益性的项目其收益来源都与地产景气度相关(包括土地出让、商办出租、停车场收费、物业服务等), 对未来这部分收益的预期下滑, 导致项目可行性论证受阻, 专项债发行节奏滞后。同时, 经过连续两年的专项债发力以后, 专项债项目储备逐渐减少, 有公开数据的16个省份2023年在库重点项目规划总投资额同比-20.9%, 有公开数据的20个省份2024年年内重大项目投资计划-15.4%。

图13: 2024年新增专项债发行节奏慢于往年(单位:亿元)



资料来源:企业预警通,国信证券经济研究所整理

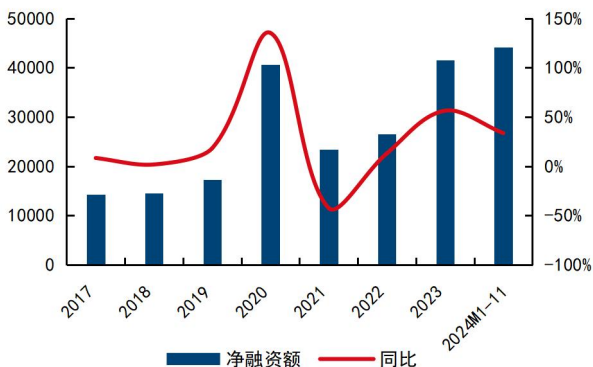
图14: 2024年重点工程计划投资额明显下降(单位:亿元)



资料来源:各地政府部门官网,国信证券经济研究所整理

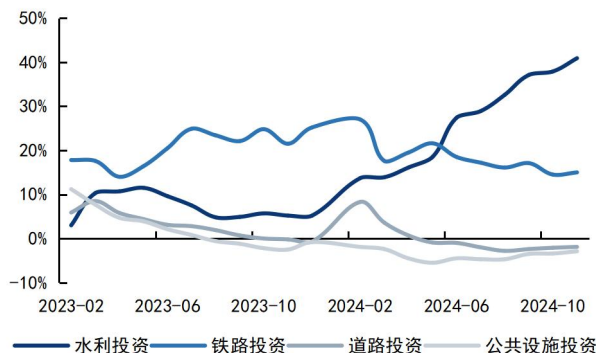
**中央财政释放增量资金,重点推动国家重大项目投资加速落地。**2024年1-11月国债发行18.6万亿元,同比大幅增长87.0%,净融资4.4万亿元,同比增长33.6%,2024年四季度推出的万亿国债对应的1.5万个项目已于2024年上半年全部开工。2024年1-10月全国水利投资同比增长37.9%,铁路投资同比增长14.5%,均显著高于狭义基建增速,反映“中央财政加杠杆”支持的重点基建领域实物工作量加速落地。同时,由地方财政主导的市政公共设施和道路建设投资额明显下滑,2024年1-10月,公共设施投资同比下降3.4%,道路投资同比下降2.1%。

图15: 国债净融资在高基数下保持快速增长(单位:亿元,%)



资料来源:企业预警通,国信证券经济研究所整理

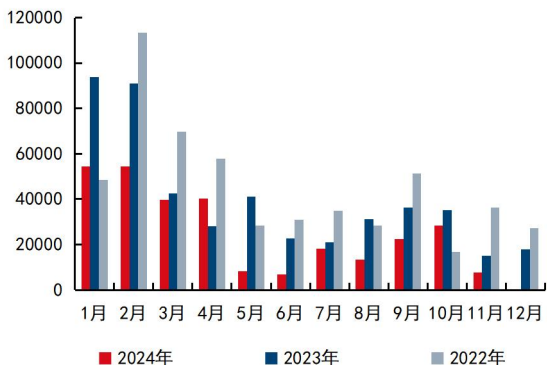
图16: 水利、铁路投资快速增长(单位:%)



资料来源:wind,国家统计局,国信证券经济研究所整理

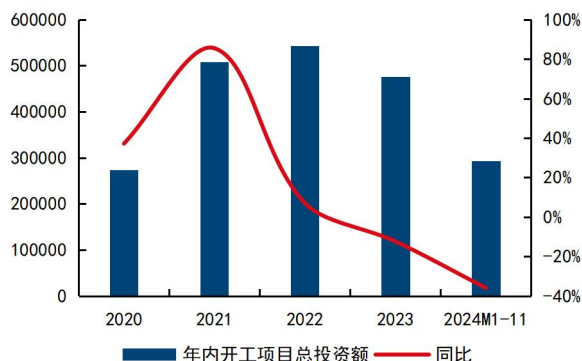
**基建开工投资额大幅下滑,预计基建投资将持续承压。**根据Mysteel统计,2024年1-11月全国项目开工计划总投资额为29.4万亿元,同比显著下降35.9%。我们假设基建项目的开工将在未来三年内形成“实物工作量”,可以发现实物工作量的增速与基建投资增速具有较高相关性。2021-2022年受益于新增专项债的快速扩容,开工项目投资额大幅增长,随着2021-2022年开工的项目陆续完工,而2023-2024年新开工下滑,预计未来两年实物工作量都将出现明显下滑,预测2024-2026年实物工作量增速分别为+1.2%/-16.2%/-27.8%,对应狭义基建增速分别为+0.2%/-3.3%/-5.7%。

图17: 近三年单月开工项目总投资额 (单位: 亿元)



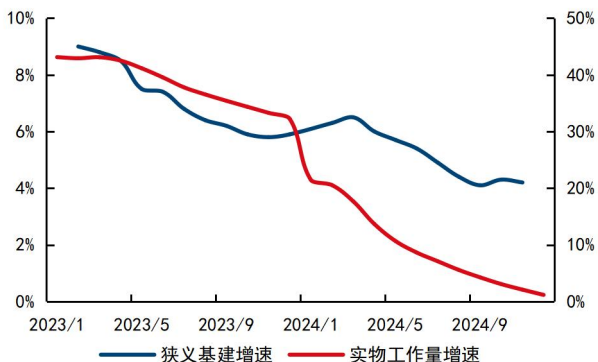
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图18: 制造业主要细分行业投资增速 (单位: %)



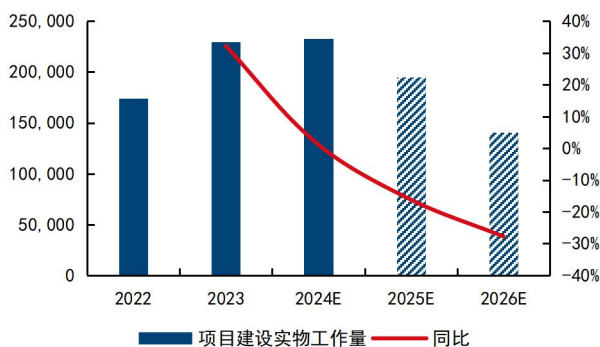
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图19: 实物工作量增速和基建增速相关性高 (单位: %)



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图20: 以开工投资额推算未来两年实物工作量将显著下降 (单位: 亿元, %)



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

## 制造业: 需求相对有韧性, 周期筑底复苏可期

**地方政府强调“有效投资”，制造业投资是重要抓手。**根据2024年各地政府工作报告中对投资部分的表述中，“有效投资”、“产业投资”等关键词出现频率明显增加，在投资计划中更加倾向于制造业投资。各地省级重大项目中，产业相关项目年内计划落地投资普遍达到总投资的1/3以上。相对基础设施投资，工业及制造业投资有清晰的回报机制，民间资本参与度高，能够在扩大投资的同时避免地方债务压力继续增大，预计将得到更多的政策支持。

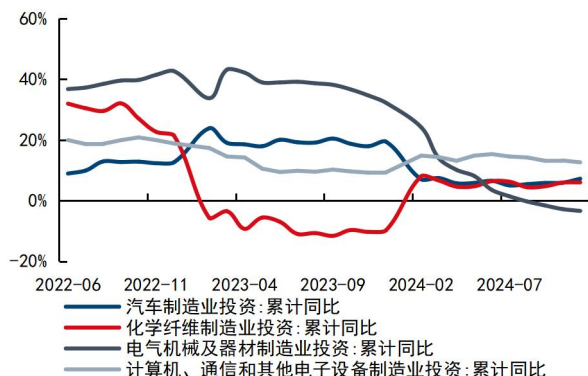
**制造业投资保持较快增长。**2024年1-11月，全国制造业固定资产投资同比+9.3%，规模以上工业增加值同比+5.8%，固定资产投资和工业增加值同步提速。从细分行业看，2024年1-11月，计算机、通信、电子设备投资同比+12.6%，继续保持较高增速，汽车/电气机械投资增速较2023年有所回落，分别同比+7.2%/-3.4%，而化纤制造业投资明显复苏，同比+6.0%（去年同期-10.3%）。

图21: 制造业投资及工业增加值增速 (单位: %)



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图22: 制造业投资及工业企业利润增速 (单位: %)



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

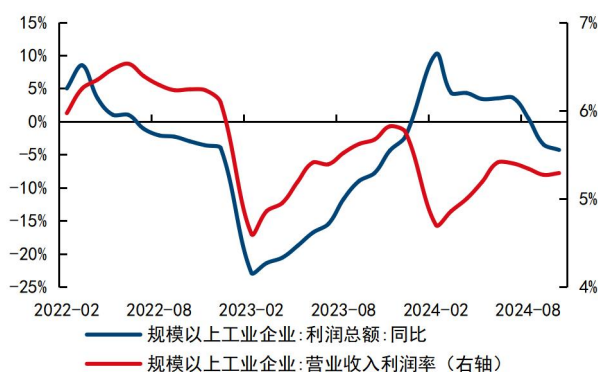
**库存周期转向, 制造业资本开支上行可期。**2023年下半年起, 工业企业各项经营指标转暖, 产成品存货同比增速筑底后缓慢回升, PPI 单月降幅收窄, 工业企业利润逐月修复。2024年10月, 制造业产成品存货期末同比+3.9%, 较年初提速1.3个百分点。制造业产成品存货同比工业企业各项指标回暖反映工业库存周期逐渐由被动去库存转向主动补库存, 而后随着扩产需求释放, 资本开支有望进入上行周期。

图23: 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24: 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



## 建筑企业新订单减少，三张报表承压

### 订单和收入下滑，净利率持续下探

建筑业企业新签订单下降，产值增长放缓。2024 年前三季度，全国建筑业新签订单 22.3 万亿元，同比-4.7%，全国建筑业完成产值 21.7 万亿元，同比+4.4%。由于下游需求下滑，建筑业企业新签订单减少，产值增长放缓，而如果订单持续减少，那么由订单结转而来的建筑业产值大概率也会进入负增长区间。

图25: 建筑业新签合同额及增速 (单位: 万亿元, %)

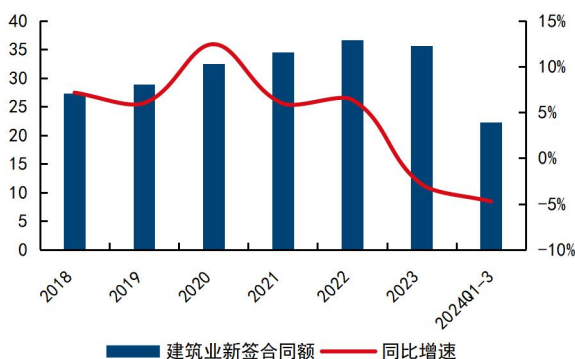
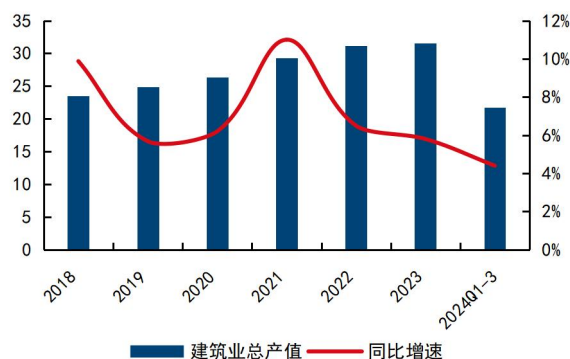


图26: 建筑业总产值及增速 (单位: 万亿元, %)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

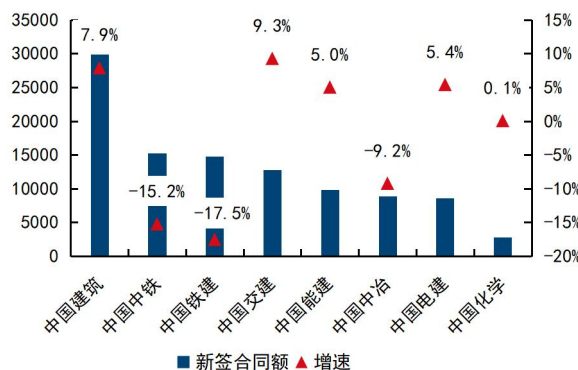
龙头央企新订单集中度持续上升，海外订单保持双位数增长。2024 年前三季度，八大综合性建筑央企新签建筑合同额合计 10.29 万亿元，同比-2.4%，优于建筑业整体-4.7%的增速，八大建筑央企以新签合同额衡量的市占率已由 2020 年的 35.4% 快速上升至 46.1%。分区域看，前三季度八大央企海外新签订单 1.19 万亿元人民币，占比 11.6%，同比+14.9%，国内新签订单 9.10 万亿元，同比-4.3%，接近行业整体降幅。

图27: 八大建筑央企新签合同额及市占率 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图28: 八大建筑央企前三季度新签订单及增速 (单位: 亿元, %)

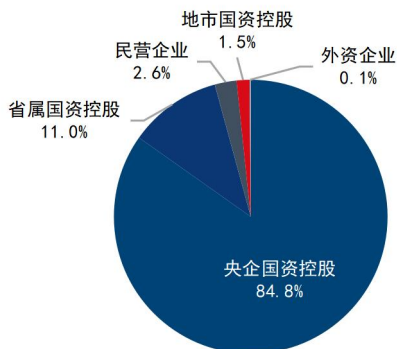


资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

上市公司收入和利润普遍下降，民企份额显著收窄。2024 年前三季度，上市建筑企业合计实现营业收入 6.19 万亿元，同比下降 4.8%，实现归属于母公司的净利润 1378 亿元，同比下降 11.4%。从公司性质来看，2024 年前三季度，上市建筑公

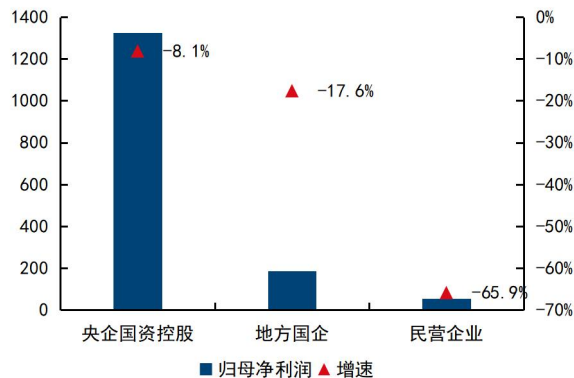
司中建筑央企/地方国企/民营企业收入增速分别为-3.6%/-12.1%/-7.1%，归母净利润增速分别为-8.1%/-17.6%/-65.9%，收入份额分别为84.8%/12.5%/2.6%，归属于母公司的净利润份额分别为88.5%/11.2%/1.3%。2024年建筑国央企市场份额显著提升，民营企业收入持续下滑，利润空间显著收窄，市场份额大幅下降。

图29：上市建筑公司按性质分营收市场份额（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

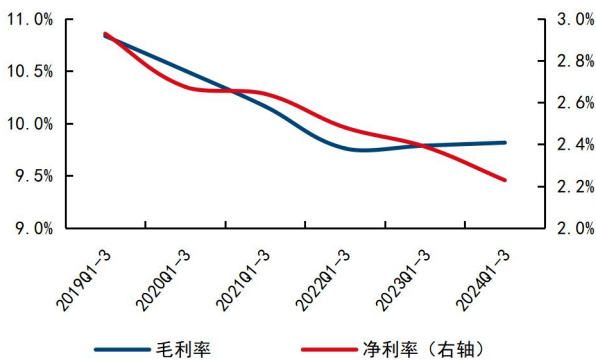
图30：上市建筑公司按性质分归母净利及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

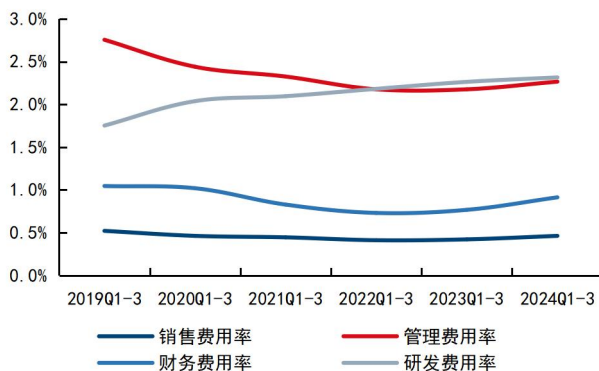
**毛利率触底企稳，净利率持续下探。**2024年前三季度，建筑板块整体毛利率为9.82%，较上年同期略微提升0.03个百分点，整体净利率为2.23%，较上年同期下滑0.13个百分点。销售/管理/财务/研发费用率分别为0.46%/2.27%/0.91%/2.32%较上年均有所提升，四项费用率合计较上年同期上升0.32个百分点。虽然毛利率触底企稳，但由于收入增速下降，而各项费用支出相对刚性，期间费用率显著提升，导致净利率持续下探。

图31：建筑板块毛利率和净利率变化（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图32：建筑板块各项费用率变化（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

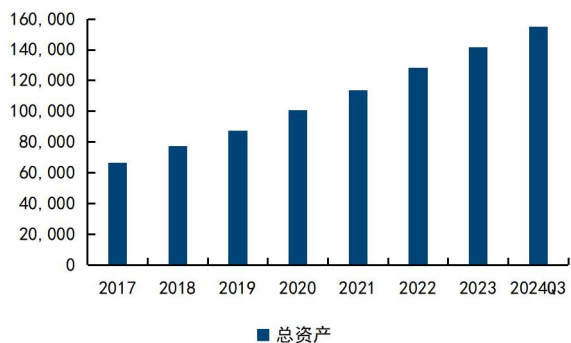
### 被动扩表延续，资产结构恶化

**回款恶化导致建筑企业“被动扩表”。**由于工程回款情况恶化，营业收入在资产负债表中以各种形式存在的应收款项资产持续累积，导致建筑企业“被动扩表”。2024年前三季度，建筑板块总资产较上年末净增加1.33万亿元，近五年建筑板块总资产复合增速达到12.8%。在国资考核要求下，2020-2022年建筑板块资产负债率短暂压降至75%以下，而后逐年上升，2024Q3末建筑板块资产负债率



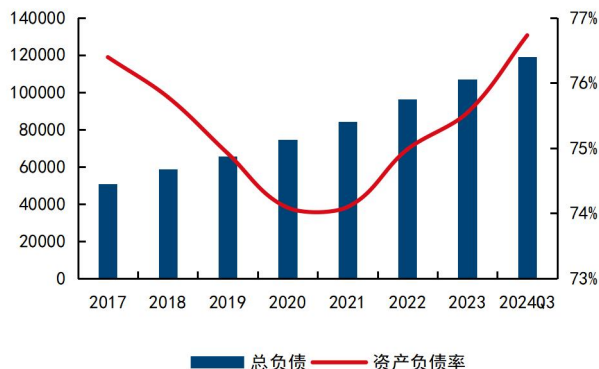
76.7%。从内部结构看，货币资金在资产中占比逐年下降，带息负债在负债中占比逐年上升，2024年Q3末短期借款较上年同期+16.5%，在总负债中的占比提升0.4个百分点，反映建筑企业现金周转压力持续增大，对经营性流贷的依赖度提升。

图33: 建筑板块总资产变化 (单位: 亿元)



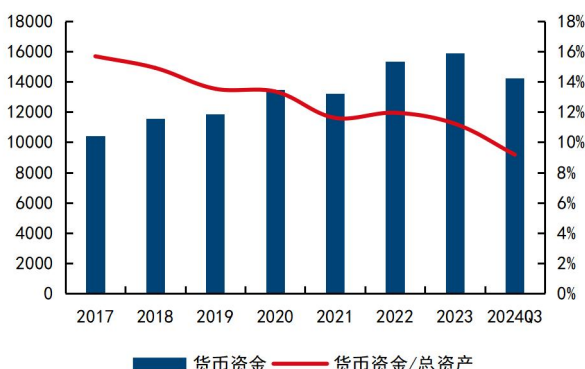
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: 建筑板块总负债及资产负债率变化 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图35: 建筑板块货币资金及在总资产中占比 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

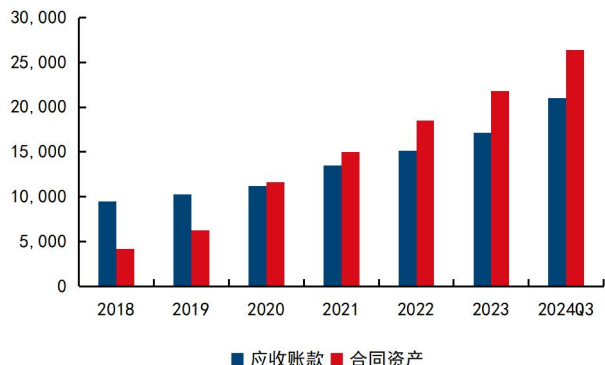
图36: 建筑板块带息负债及在总负债中占比 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

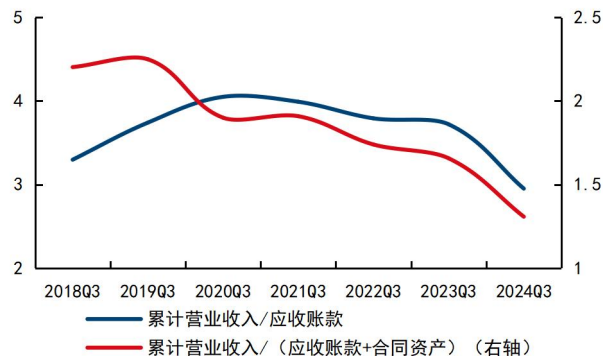
**合同资产规模快速增加，周转效率显著下降。**2020年后建筑板块应收账款和合同资产规模显著增加，且合同资产规模增长更快，2020-2023年应收账款复合增速为15.2%，合同资产复合增速为23.3%。应收账款和合同资产都反映已确认营业收入但未实现回款的金额，但前者经过客户确认，而后者仅对应建筑企业自身认为已完成的工程量。2024年前三季度，以应收账款和合同资产衡量的建筑企业资产周转效率为1.31次，呈加速下降趋势。

图37: 建筑板块应收账款与合同资产规模变化(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

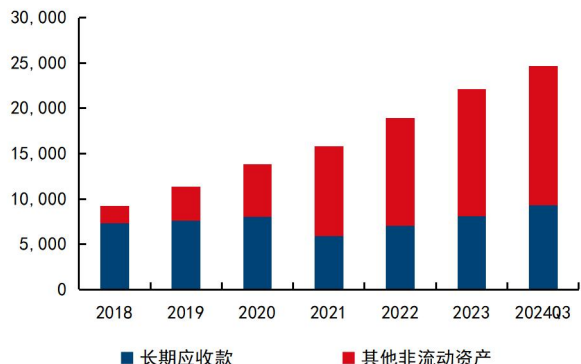
图38: 建筑板块三季度应收账款与合同资产周转率(单位: 次)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

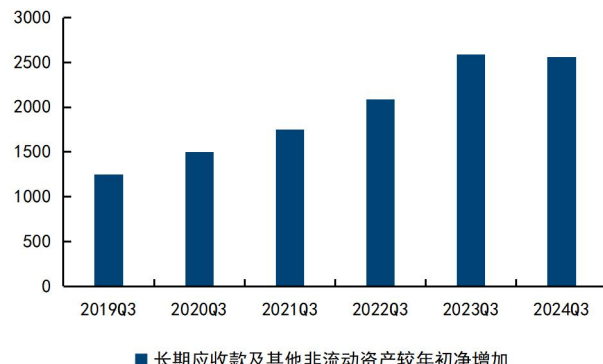
**长期资产规模持续增加, 新增投资强度边际放缓。**由于建筑企业承接 PPP (政府与社会资本合作) 项目的业务规模持续增加, 相应形成的长期应收款 (反映已建成在运营的 PPP 项目规模) 和其他非流动资产 (反映在建的 PPP 项目规模) 规模持续上升。截至 2024 年三季度末, 建筑板块长期应收款余额 9311 亿元, 其他非流动资产余额 15339 亿元。2024 年建筑企业新增 PPP 项目投资略有放缓, 前三季度两项资产净增加 2558 亿元, 同比-1.2%。

图39: 建筑板块长期应收款和其他非流动资产规模(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图40: 建筑板块前三季度长期应收款和其他非流动资产规模净增加(单位: 亿元)



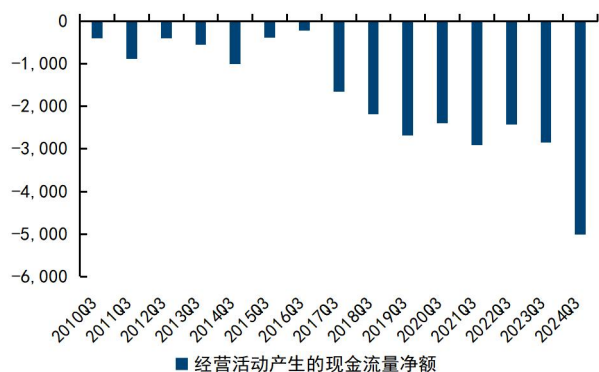
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 2021 年会计准则调整, 部分长期应收款计入其他非流动资产

## 收付款两端承压, 预计全年经营性现金净流出

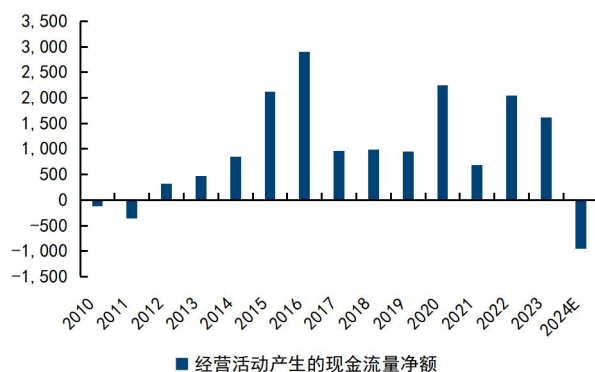
**经营现金流净流出大幅增加。**在下游客户回款付款不佳和政策要求清理民营企业账款的共同作用下, 当前国资总承包商在收款和付款两端均面临较大压力。2024 年前三季度建筑板块经营活动现金流净流出 5010 亿元, 较上年同期净流出大幅增加 76%, 考虑到四季度是传统集中回款季, 根据历史经验, 全年板块整体经营活动产生的现金流净额仍然难以转正。

图41: 建筑板块前三季度经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

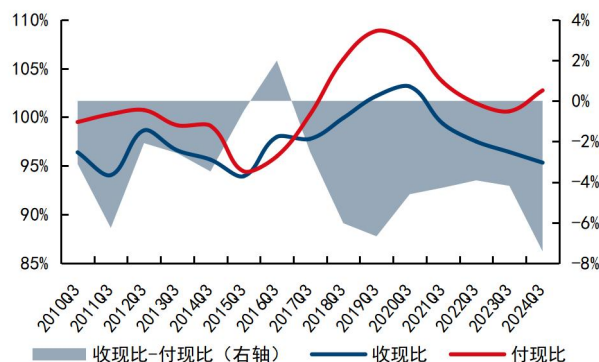
图42: 建筑板块全年经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

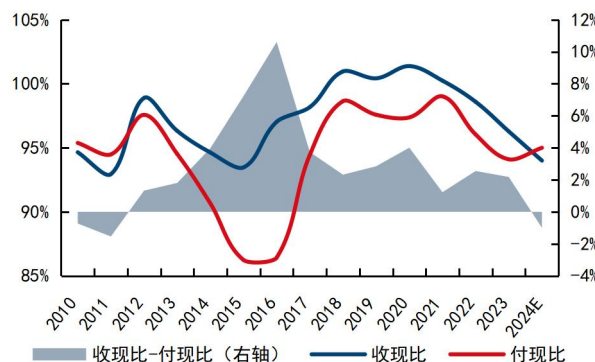
**收付现比差值走阔, 收付款两端承压。**从收付现比角度看, 2024 年前三季度建筑板块整体收现比为 95.3%, 同比下降 1.1 个百分点, 付现比为 102.7%, 同比上升 2.1 个百分点, 前三季度收付现比差值走阔, 反映建筑企业收付款两端均面临较大压力。预计 2024 年全年可能将自 2011 年后首次出现收付现比倒挂的现象。

图43: 建筑板块前三季度收付现比情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图44: 建筑板块全年收付现比情况 (单位: %)

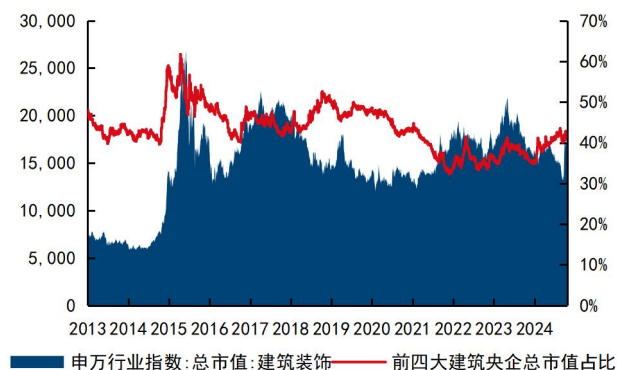


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 迈向缩表时代，迎接估值回升

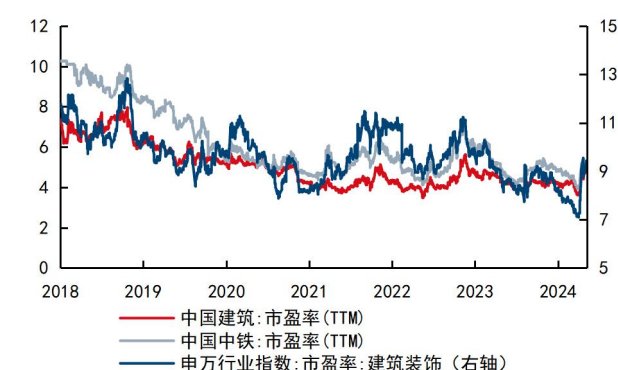
建筑行业证券化程度高，中字头建筑央企是建筑板块的估值锚。中字头龙头建筑央企总市值、收入规模等占比高，其经营业绩变动趋势与行业整体趋势高度相关，市场对中字头建筑央企的预期改变将影响整个板块的估值水平。2018年以来，龙头建筑央企和建筑板块PE估值水平持续下滑。当前CR4在建筑板块中总市值占比约为40%，总收入占比约为60%。此处我们主要选择房建和基建为主的前四大建筑央企进行研究（中国建筑、中国交建、中国中铁、中国铁建，简称建筑“CR4”）。

图45: 建筑板块中前四大建筑央企总市值占比超四成（单位：亿元，%）



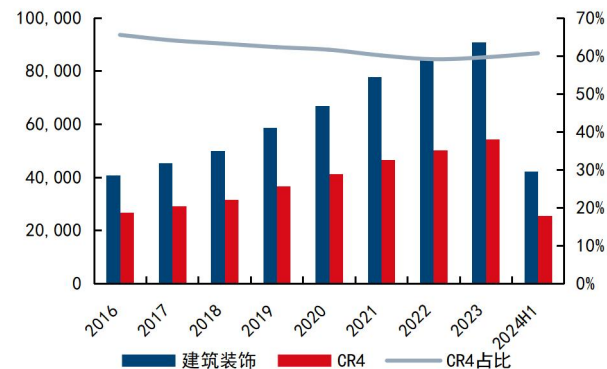
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图46: 建筑板块市盈率估值水平波动与龙头建筑央企中国建筑、中国中铁高度相关



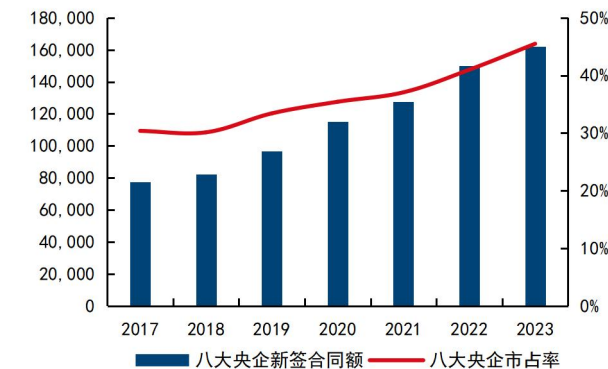
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图47: 建筑板块中前四大建筑央企营业收入及占比（单位：亿元，%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图48: 以新签合同金额衡量的八大建筑央企市占率变化（单位：亿元，%）



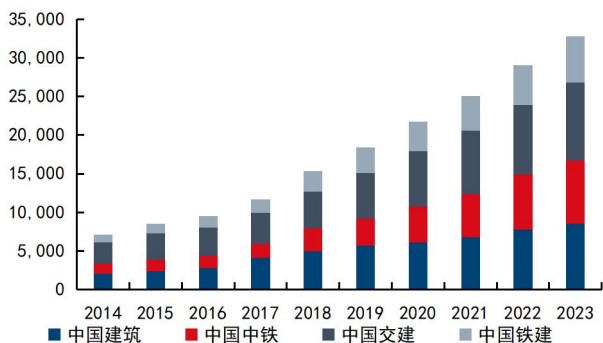
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### PB 持续下降的原因：资产变“重”，资产质量下降

PPP 模式发展的驱动下，长期资产快速膨胀。在 PPP 项目建设模式下，建筑公司与城投平台合资成立项目公司，由项目公司委托公司作为工程承包方，工程竣工交付后，由政府购买、可行性缺口补助、使用者付费的形式实现项目回款，其中政府购买/可行性缺口补助部分形成的资产计入“长期应收款”科目，使用者付费部分资产计入“无形资产-特许经营权”科目，在建设期未完工的 PPP 工程项目资产计入“其他非流动资产”科目。PPP 类相关资产在回收周期、流动性、确定性

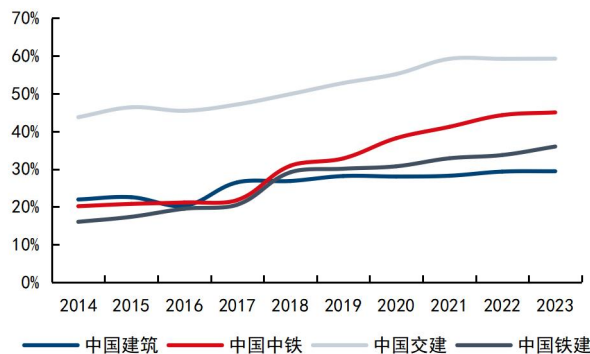
等方面均次于传统施工业务的应收账款，因此市场会给予其估值折价，进而导致更低的 PB 水平；由于资产膨胀速度高于收入增速，总资产周转率持续下降，对 ROE 产生较大压力。

图49: 建筑 CR4 近十年非流动资产快速增加 (单位: 亿元)



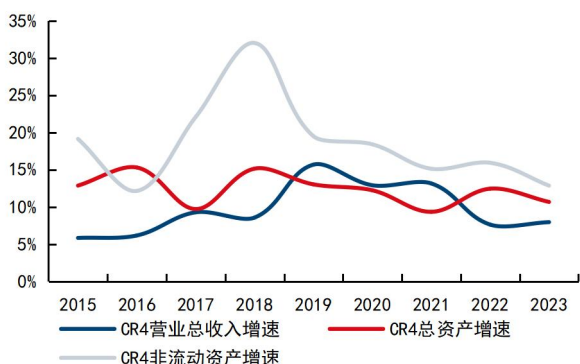
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图50: 建筑 CR4 非流动资产占比持续上升 (单位: %)



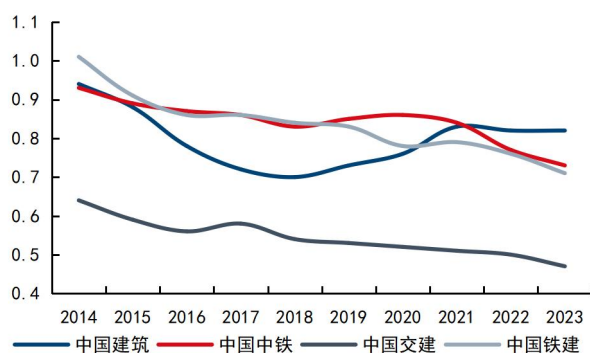
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图51: 建筑 CR4 非流动资产增速显著高于收入增速(单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图52: 建筑 CR4 总资产周转率持续下降 (单位: 次)



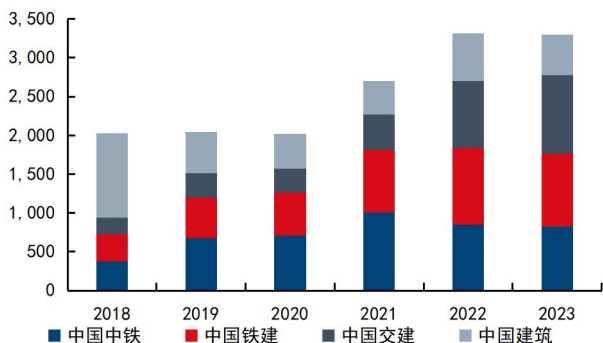
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**报表内资产实际价值能见度低导致估值折价。**抵债资产（如工抵房）、计入其他科目的长账龄应收款等资产难以评估其实际风险敞口和公允价值。长期应收款、特许经营权这类资产预期在未来很长一段时间内持续产生回款，无法通过账龄衡量资产质量，当下也就无法判断该资产是否存在回款不及预期，或使用户付费低于预期的风险。以上因素导致建筑公司报表可见性较低，市场更倾向于保守估值，给予更多的估值折价。

**应收账款出表产生的不确定性导致估值折价。**大型建筑央企会通过保理、ABS 等方式使部分应收账款出表，2023 年 CR4 出表应收账款共计 3301 亿元，四家年末应收账款净额合计为 6963 亿元，即 2023 年建筑 CR4 出表了 32%的应收账款，但应收款项融资规模仅 91 亿元，意味着在名义上 97%的保理和 ABS 业务对应的应收账款都已经“完全转移金融资产的全部风险和报酬”，但在实际操作是否存在潜在的风险担保或差额补足，投资者难以基于报表和公开信息跟踪。

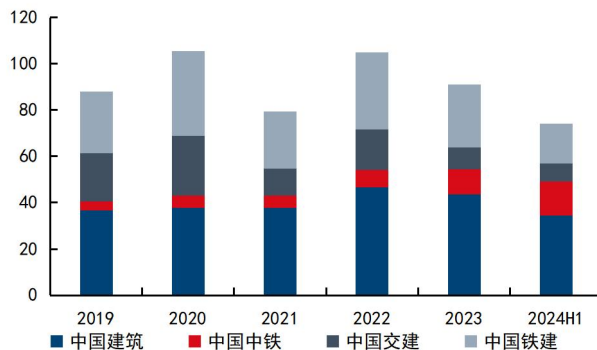


图53: 建筑 CR4 应收账款出表规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图54: 建筑 CR4 应收款项融资规模变化 (单位: 亿元)

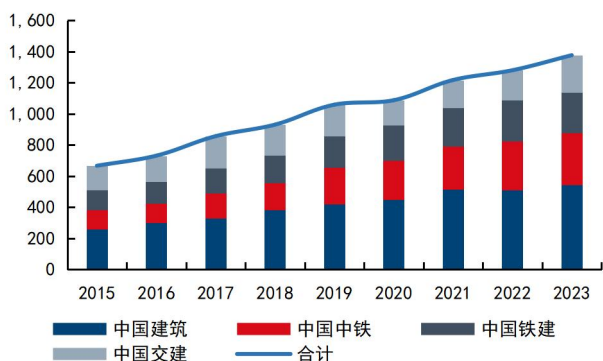


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### PE 持续下降的原因: 净利润与自由现金流长期不匹配

建筑企业利润持续增长, 但自由现金流规模停滞不前。建筑 CR4 在过去 8 年归母净利润持续增长, CAGR 为 9.5%, 除 2020 年以外, 年增速均保持在 5% 以上。而自由现金流波动较大, 2019 年后建筑 CR4 自由现金流明显下降, 2019-2021 年 FCFF 合计净流出 298 亿元, 三年 FCFF 与归母净利润的比值分别为 3.4%/-31.1%/0.4%, 2022 年起这一现象有所好转, 2022-2023 年 CR4 分别实现 FCFF1143 亿元/784 亿元, 与归母净利润的比值为 89.3%/57%。

图55: 建筑 CR4 归母净利润变化 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图56: 建筑 CR4 自由现金流量变化 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资本开支和经营性资本快速增长, 拖累企业自由现金流。资本开支持续增长主要源于 PPP 项目投资的增长, 2021 年以后增速有所放缓, 但仍然维持较高水平; 经营性资产净增加主要来源于合同资产 (已完工但未经业主确认的工程产值) 和其他非流动资产 (在建的 PPP 项目工程产值) 的净增加。二者同时影响 FCFF: 资本开支 2020 年达到高峰, 对应 2021 年其他非流动资产净增加达到高峰, 大量 PPP 项目进入施工阶段形成非现金收入。

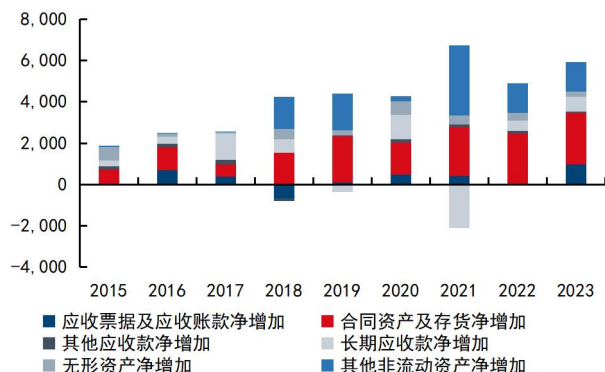


图57: 前四大建筑央企构建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金（单位：亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图58: 前四大建筑央企各类经营性资本净增加（单位：亿元）

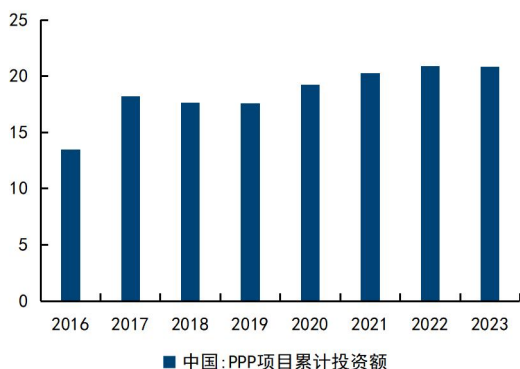


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### PB 估值修复：化债推动资产质量优化

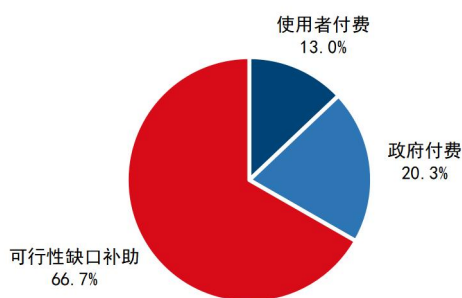
PPP 项目的潜在支出责任是典型的地方政府隐性债务。PPP 模式通过风险分担、利益分配的方式鼓励社会资本参与政府项目投资，不仅能够解决地方政府资金短缺问题，而且给予社会资本更多投资渠道。但在我国实际操作中，社会资本以央企国企为主，民间资本参与度较低，同时部分 PPP 项目审批不严，在实施工程中存在 BT（建造-移交）、明股实债、财政兜底、F+EPC（融资-工程总承包）等方式形成地方政府隐性债务。截至 2023 年 2 月，存量 PPP 项目投资额 20.86 万亿元，其中仅 13% 的项目收入来源为使用者付费，其余 87% 均需要政府承担全部或部分支付责任。假设 PPP 项目投资额中 50% 构成政府债务或潜在支出责任，则政府需要支付的 PPP 相关款项规模达到 10 万亿以上，其中包含较大规模的隐性债务。

图59: PPP 项目累计投资额（单位：万亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图60: 存量 PPP 项目回报机制结构（单位：%）

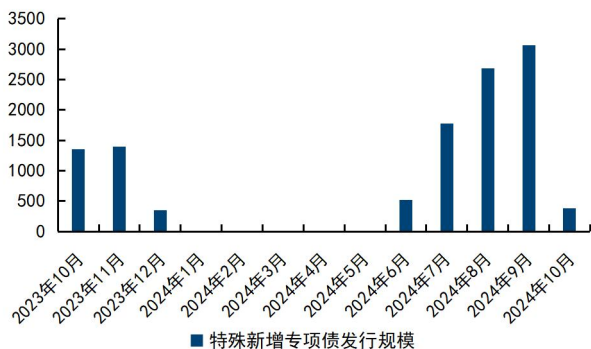


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

10 万亿化债政策出台，地方政府有望加速对建筑企业的各类欠款的偿付。本次化债方案提出，从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元。特殊新增专项债资金用途仍为政府投资项目，但没有披露项目相关资料，部分特殊新增专项债甚至未披露具体投向项目名称，仅标明为政府投资项目或明确用途为“存量”项目，可以认为是用于置换“隐性负债”。截至 2024 年 10 月，

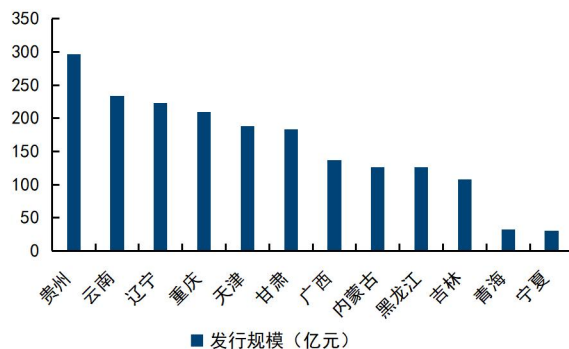
已披露 77 只“特殊”新增专项债（含拟发行），发行规模合计 8429.7 亿元。随着一揽子化债政策落地实施，地方政府有望加速对建筑企业的各类欠款的偿付，建筑企业资产质量将得到显著优化，建筑业将成为率先受益于化债政策的行业。

图61：特殊新增专项债发行情况（单位：亿元）



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

图62：重点化债省份特殊新增专项债发行规模（单位：亿元）



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

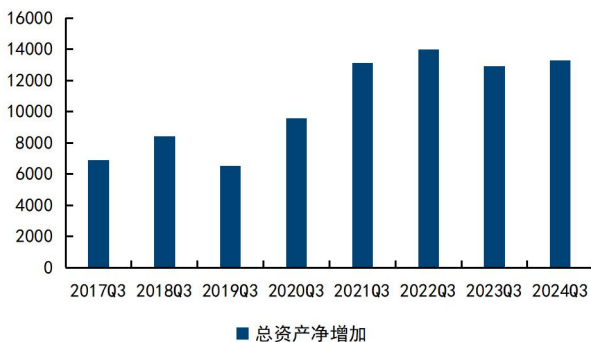
**建筑企业 PPP 相关应收款将率先得到清偿。**建筑企业在手 PPP 相关资产中，根据项目回报模式分类，政府购买/可行性缺口补助部分形成的资产计入“长期应收款”科目，使用者付费部分资产计入“无形资产-特许经营权”科目，在建设期的 PPP 工程项目资产计入“其他非流动资产”科目。我们判断化债资金将优先清偿已经投入运营且政府明确具有潜在支付责任的 PPP 项目欠款，对建筑企业表内资产清偿顺序为“长期应收款→应收账款→合同资产→其他非流动资产”。

从市净率角度出发，建筑企业长期破净的原因在于长期资产占比提升、资产质量下降，随着一系列化债政策落地实施，建筑企业相关应收款将有望得到清偿，对应资产质量回升、PB 估值修复。

### PE 估值修复：迈向缩表时代，利润和自由现金流匹配度长期提升

**非货币资产扩张速度边际放缓。**由于近年来建筑企业回款情况恶化，已确认收入的工程量形成各类非货币资产，显著推升总资产规模，导致建筑企业在景气度下行的背景下“被动扩表”。但是同时可以观察到，建筑企业资产增加值在 2021-2022 年达到顶峰，而后有所回落，收入形成非货币资产的比例由 2021Q3 高峰时的 21.5% 下降至 16.3%，反映营业收入形成实际现金流的比例提升。

图63：建筑板块历年前三季度总资产净增加（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

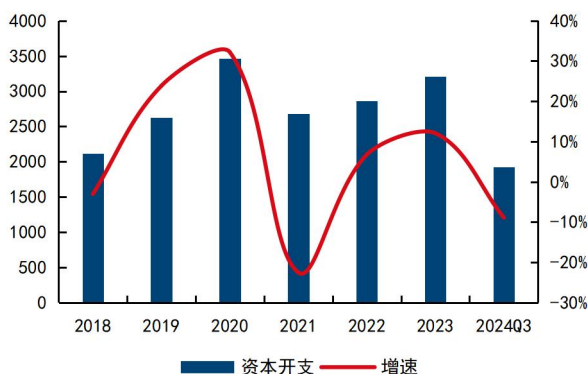
图64：建筑板块非货币资产净增加移动平均（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

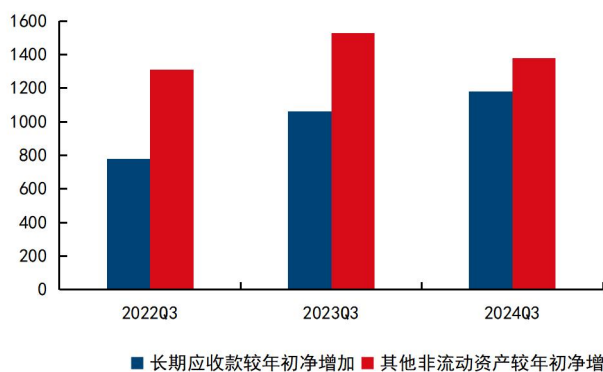
**资本开支下降，在建 PPP 项目加快收尾。**PPP 项目投资是建筑企业资本开支的主要去向，建筑板块资本开支金额在 2020 年达到高峰，而后虽有小幅增长，但整体投资强度再未超越前高，2024 年前三季度，建筑板块资本开支同比下降 8.9%。2024 年三季度末，建筑企业长期应收款较年初净增加 1180 亿元，同比+11.3%，其他非流动资产较年初净增加 1378 亿元，同比-9.8%。当前建筑企业在手仍有较多未执行完的 PPP 项目合同，预计仍需要 2-3 年时间使其全部建设完成并投入运营，但预计投资强度将边际下行，对建筑企业自由现金流的拖累边际减弱。

图65: 建筑板块资本开支及同比增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图66: 建筑板块前三季度长期应收款及其他非流动资产净增加金额（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

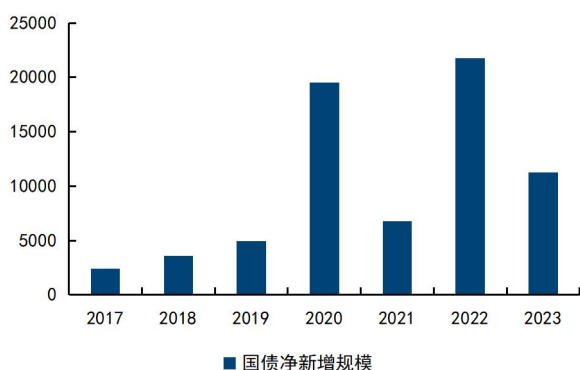
从市盈率角度出发，建筑企业长期低估值的原因在于净利润与自由现金流变动方向背离，而随着建筑企业营业收入现金含量提升，资本开支减少，净利润和企业自有现金流变动方向将有望收敛，推动建筑板块 PE 估值回升。

## 国家重大工程推进，细分领域孕育投资机会

**2025 年将实施更加积极的财政政策。**2024 年 11 月，财政部部长蓝佛安表示：“目前我们正在积极谋划下一步的财政政策，加大逆周期调节力度。目前，支持房地产市场健康发展的相关税收政策，已按程序报批，近期即将推出。隐性债务置换工作，马上启动。专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房方面，财政部正在配合相关部门研究制定政策细则，推动加快落地。”结合明年的经济社会发展目标，将实施更加积极的财政政策，主要包括增加赤字、扩大专项债发行规模和使用范围、继续发行超长期特别国债等。

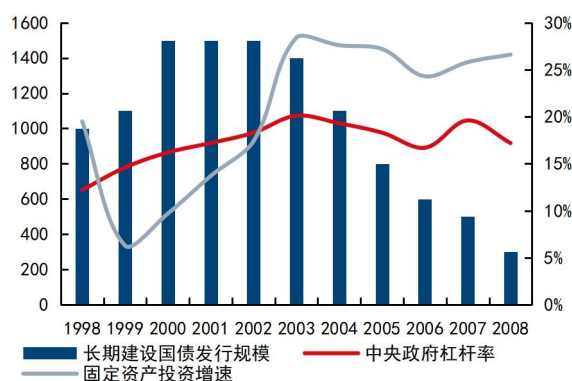
**超长期特别国债继续加码，将持续作为中央财政支持基建的核心手段。**超长期特别国债不纳入一般公共预算，不计入赤字率，融资成本低，发行期限为 10 年以上，适合用于投资额大、回报周期长的重大战略项目。回顾历史，1998-2008 年中国累计发行 1.13 万亿元长期建设国债，用于应对亚洲金融危机带来的经济增速下滑、出口回落、物价水平下降问题，1997-1999 年中央财政总支出分别同比增长 10.4%/100.2%/22.0%，中央政府杠杆率持续提升，带动固定资产投资快速回暖。超长期特别国债有望发挥类似世纪之初长期建设国债的作用，作为中央财政加杠杆的核心工具，驱动全社会投资加速回暖。

图67：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68：长期建设国债发行规模及投资增速（单位：亿元，%）

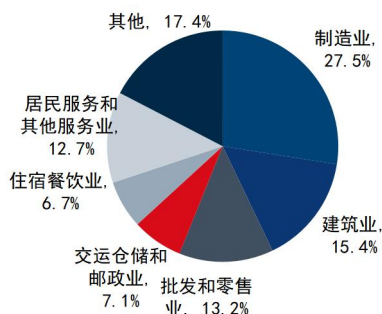


资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

**国家重大工程建设投资规模大，能够有效创造就业岗位，达到以工代赈的效果。**按照 2013—2018 年建筑业投资的就业弹性计算，每完成 1 亿元工程建筑投资，预计可创造就业岗位约 600 个，国家重大工程单项投资密度大，能够充分带动就业，促进共同富裕。建筑业是农民工人数第二大的行业，容纳 4500 万农民工就业，同时建筑业就业人员平均年收入仅 7.5 万元，显著低于全国平均的 9.8 万元。通过重大工程建设托底建筑业需求，能够有效提振低收入群体信心，助力稳就业、稳经济。

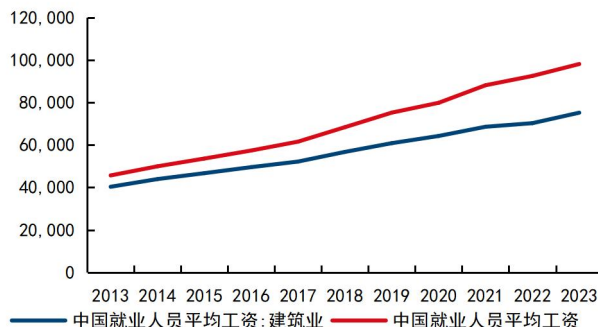


图69: 农民工行业分布占比 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图70: 建筑业从业人员平均工资与全国平均对比 (单位: 元)

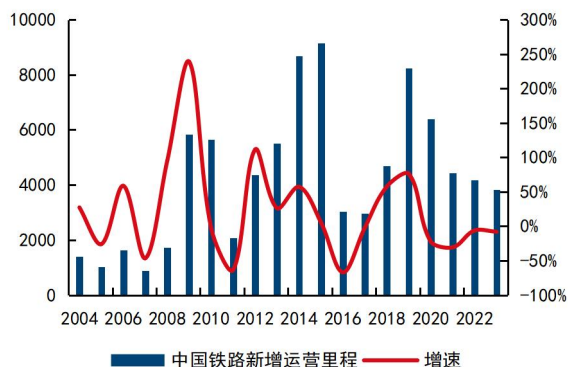


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 铁路工程: 新疆货运需求快速增长, 五线入藏格局加速构建

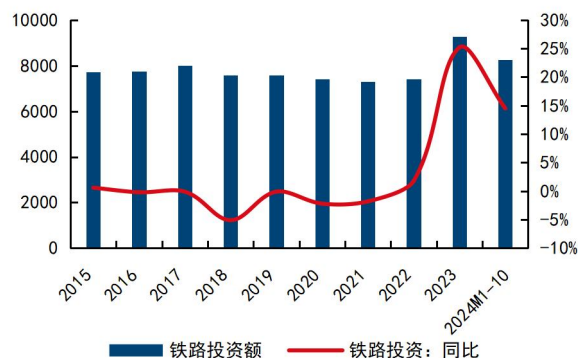
**铁路投资重新提速。**2015年以来中国铁路建设速度放缓,“十三五”(2016-2020年)规划新增铁路运营里程3万公里,实际完成2.53万公里,“十四五”(2021-2025年)规划新增铁路运营里程下降至1.9万公里,2021-2023年已完成1.24万公里,完成进度65%。根据国家统计局口径,2016-2021年全国铁路投资额连续6年负增长,随后呈现企稳回升趋势,2023年全国铁路投资完成额为9291亿元,同比+25.2%,2024年1-10月,全国铁路投资完成额为8262亿元,同比+14.5%。

图71: 铁路每年新增运营里程及增速 (单位: 公里, %)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图72: 铁路投资额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

**新疆和西藏预计将成为铁路建设的重点区域。**《“十四五”铁路发展规划》提出,认真贯彻落实习近平总书记解决我国西部铁路“留白”太大问题的重要指示精神,加强战略骨干通道,构建多向入藏通道,完善新疆对外通道,加快边境地区铁路建设。新疆和西藏地区有望成为中国未来铁路建设的重点地区,2023年新疆/西藏分别完成固定资产投资14616/2128亿元,同比+12%/+35%。

图73: 新疆固定资产投资额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

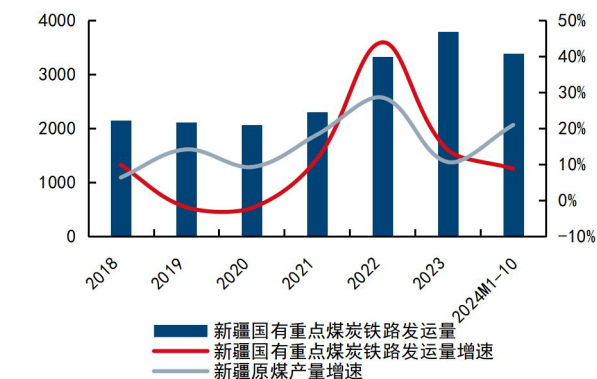
图74: 西藏固定自查投资额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

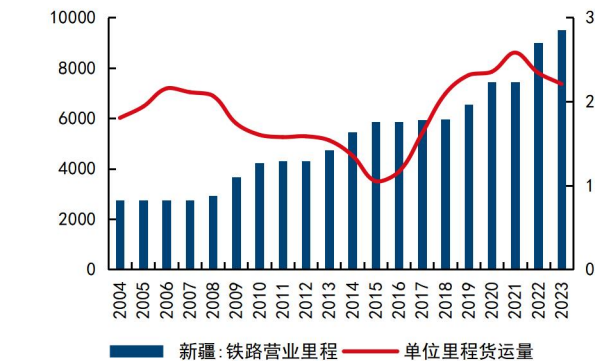
**新疆货运需求持续增长, 铁路新线建设有望加快推进。**新疆地区自然资源储量丰富, 其中煤炭储量位居全国第二, 当前中部和东部地区煤炭新增产能受限, 新疆煤炭产能有望持续释放, 2024年1-10月新疆原煤产量4.25亿吨, 同比+21%。截至2023年末新疆维吾尔自治区铁路运营里程达1188公里, 铁路网密度为10公里/万平方公里, 仅为江苏的2%。2015-2021年, 新疆铁路营业里程增长27%, 同期年铁路货运量增长211%, 单位里程货运量由1.05万吨/公里上升至2.58万吨/公里。2022-2023年新建线路投运加速, 但单位里程货运量仍处于历史较高区间。

图75: 新疆煤炭产量及发运量情况 (单位: 万吨, %)



资料来源: Wind, 国家统计局, 中国煤炭市场网, 国信证券经济研究所整理

图76: 新疆铁路里程及单位里程货运量 (单位: 公里, 万吨/公里)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

**五线入藏通道加速构建。**截至2022年底, 西藏自治区铁路总里程为1359公里, 根据西藏自治区中长期铁路网规划, “十四五”规划方案实施后总里程将大幅提升至4104公里, 2035年将达到5198公里。目前规划的进藏铁路线路共有5条: 青藏铁路, 甘藏铁路, 川藏铁路, 滇藏铁路、新藏铁路, 其中川藏铁路和滇藏铁路处于建设阶段, 部分路段已经通车运营; 新疆铁路和甘藏铁路处于规划研究阶段。新藏铁路已纳入“十四五”铁路发展规划, 据新疆日报报道, 新藏铁路的初步测量工作已经完成, 目前正在加紧推进项目剩余前期工作, 项目建设对于填补边疆路网空白、稳边固疆、增强民族团结等具有重要意义。



图77：“五线入藏”铁路网规划



资料来源：西藏自治区发改委，国信证券经济研究所整理

## 水电工程：雅鲁藏布江下游水电开发工程正式落地

西藏水能资源丰富，雅江下游可兴建大型水电站。根据国家能源局数据，西藏水能资源理论蕴藏量约 210GW，技术可开发量约 170GW，主要集中在金沙江上游、澜沧江上游、怒江上游和雅鲁藏布江下游所在的藏东南地区。雅鲁藏布江作为西藏自治区内最大的河流，水能资源蕴藏量为 113GW，其中干流下游的雅鲁藏布江大峡谷（大拐弯）段落差集中达 2000 米，水能资源储量达 70GW，可兴建大型水电站。

表1：雅鲁藏布江概况

| 项目                      | 排名  | 在中国河流中的排序          |
|-------------------------|-----|--------------------|
| 长度/km                   | 第 6 | 长江、黑龙江、黄河、珠江、澜沧江之后 |
| 流域面积/10 <sup>3</sup> km | 第 5 | 长江、黑龙江、黄河、珠江之后     |
| 流量/(m <sup>3</sup> /s)  | 第 3 | 长江、珠江之后            |
| 水能/GW                   | 第 2 | 长江之后               |
| 平均海拔/m                  | 第 1 |                    |

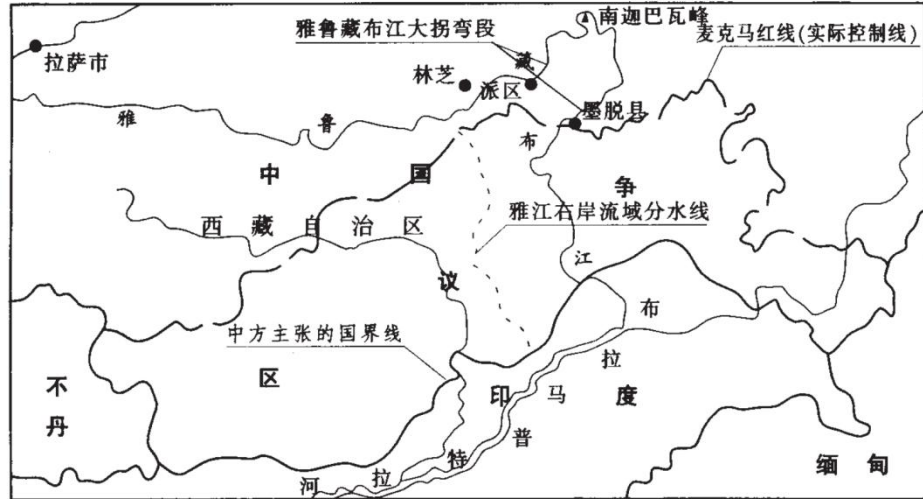
资料来源：《雅鲁藏布江水能开发》<sup>1</sup>，国信证券经济研究所整理

雅江下游靠近中印实际控制线，在中方控制区开发水能资源具有重大战略意义。对雅鲁藏布江是一条国际河流，下游流入印度和孟加拉国，在印度境内的河段被称为布拉马普特拉河。雅鲁藏布江大拐弯段靠近中印边界实际控制线，由于复杂的历史遗留问题，当前中印双方在边界问题上仍然存在较大分歧。根据路透社

<sup>1</sup> 徐大懋, 陈传友, 梁维燕. 雅鲁藏布江水能开发[C]//中国测绘学会. 全面建设小康社会: 中国科技工作者的历史责任——中国科协 2003 年学术年会论文集(上). 中国广东核电集团有限公司; 2003:1.

2024 年 7 月报导，印度政府计划在投资 10 亿美元在中国藏南地区（印方称“阿鲁纳恰尔邦”）加快推进建设 12 座水电站。在雅鲁藏布江下游加快推进水电站建设是反制印度对争议区渗透的关键举措，争取雅鲁藏布江后续开发的主导权，同时有利于带动边境地区基础设施建设，进而维护边境地区安全稳定。

图78: 雅鲁藏布江中下游流域示意



资料来源：《雅鲁藏布江水资源开发的战略思考》<sup>2</sup>，国信证券经济研究所整理

**雅江下游水电开发有望带动自治区及周边国家经济发展。**西藏地区矿产资源丰富，主要矿产包括铜、金、银、锌等，探矿、冶金需要消耗大量电力，开发水电资源能够加快西藏地区矿产资源开发，带动自治区经济发展。2015 年起，西藏电网首次实现“藏电外送”，至 2023 年底已累计实现水电等清洁能源外送超过 139.99 亿千瓦时，创造经济效益约 37 亿元，2024 年度预计外送电量 20 亿千瓦时左右，创造经济效益约 6 亿元。大湾区用电高峰正是雅江丰水季节，可形成良好的负荷匹配。雅鲁藏布江大拐弯处离严重缺电的东南亚诸国仅数百公里，雅江水电资源开发还能够为周边国家提供廉价的清洁电力，促进西南水电资源开发深度融入“一带一路”倡议框架，实现中国与南亚国家的互利共赢。

<sup>2</sup> 邱志鹏, 张光科. (2006). 雅鲁藏布江水资源开发的战略思考. 水利发展研究, 6 (2), 5.

图79: 西藏自治区矿产资源开发基地分布图



资料来源: 西藏自治区实物地质资料库, 国信证券经济研究所整理

**雅江下游水电开发纳入国家重大工程, 政策支持下相关项目有望加速落地。**2021年《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》中将雅鲁藏布江下游水电开发列为国家重大工程, 政策表述为“实施”而非此前的“规划”或“研究”。2024年8月, 中共中央、国务院印发《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》提出加快西南水电清洁能源基地建设, 2024年12月, 雅鲁藏布江下游水电工程正式获得核准。

表2: 雅鲁藏布江下游水电开发相关政策表述

| 时间      | 文件                                     | 主要内容                                                              |
|---------|----------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|
| 2021年1月 | 《西藏自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》   | 推动雅鲁藏布江下游、澜沧江上游西藏段、那曲河、玉曲河等流域水电开发, 快速推动藏电外送规模化发展, 建设国家重要的清洁能源接续基地 |
| 2021年3月 | 《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》 | 面向服务国家重大战略, 实施川藏铁路、西部陆海新通道、国家水网、雅鲁藏布江下游水电开发、星际探测、北斗产业化等重大工程。      |
| 2022年3月 | 《2022年能源工作指导意见》                        | 有序推进水电核电重大工程建设, 推动雅鲁藏布江下游水电开发前期工作                                 |
| 2024年8月 | 《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》                  | 加快西北风电光伏、西南水电、海上风电、沿海核电等清洁能源基地建设。                                 |

资料来源: 西藏自治区发改委, 中国政府网, 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

**预计雅下水电站工程总投资额将超1.5万亿元。**当前雅鲁藏布江中游已规划和建设了数个水电站, 自流向从上至下分别为巴玉、大古、街需、藏木、加查、冷达、仲达、朗镇等8个水电站, 规划装机容量约4GW, 平均每GW的单位投资额约为250亿元。雅江下游水能蕴藏量显著高于中游, 预计装机容量可达到60GW, 若按中游水电工程的平均投资强度测算, 总投资额将达到1.5万亿元, 而下游地质结构更加复杂, 建设难度更高, 预计投资额将更高。

表3: 雅鲁藏布江中游干流水电站建设情况

| 水电站名称 | 建设状态                           | 装机容量 (GW) | (计划)总投资额 (亿元) | 单位投资强度 (亿元/GW) | 开发单位 |
|-------|--------------------------------|-----------|---------------|----------------|------|
| 巴玉水电站 | 2013年开始可行性研究工作                 | 0.8       | 584           | 730            | 中国华电 |
| 大古水电站 | 2015年12月开工建设, 2022年全部完工        | 0.66      | 120           | 182            | 中国华电 |
| 街需水电站 | 2014年开工建设, 2023年主体工程完工, 目前在建设中 | 0.51      | 75            | 147            | 中国华能 |
| 藏木水电站 | 2015年10月全面投产运营                 | 0.51      | 95            | 186            | 中国华能 |

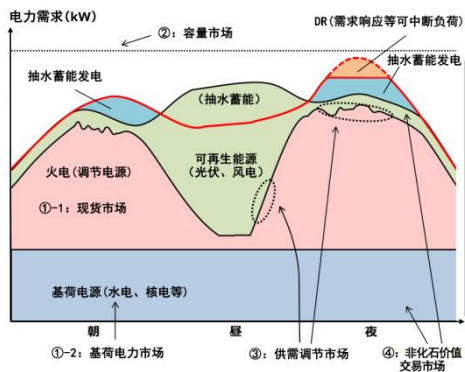
|       |                                       |       |      |     |        |
|-------|---------------------------------------|-------|------|-----|--------|
| 加查水电站 | 2015 年开工建设，2020 年 8 月首台机组并网发电，目前正常运营中 | 0.36  | 78.3 | 218 | 中国华能   |
| 冷达水电站 | 2021 年初全面开工建设，计划 2025 年全面投产发电         | 0.495 | 83   | 168 | 国家能源集团 |
| 仲达水电站 | 原计划 2023 年 6 月全部投产，目前暂缓建设             | 0.32  | -    | -   | 国家能源集团 |
| 朗镇水电站 | 2015 年开工建设，原计划 2022 年投产，目前在建设中        | 0.34  | 75   | 221 | 国家能源集团 |

资料来源：中国电力招标网、中国西电、华能集团、西藏日报，国信证券经济研究所整理

## 核电工程：恢复核准，建设提速

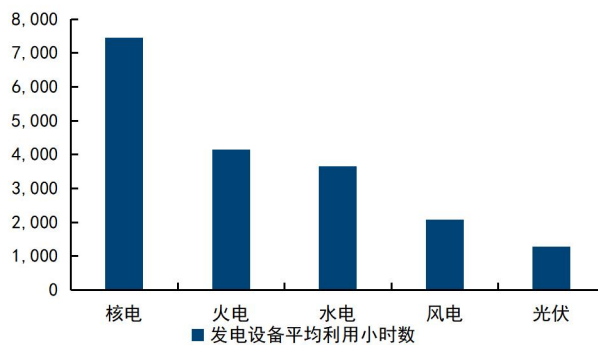
**核电：清洁高效，出力稳定的基荷能源。**核电属于非化石能源，具有清洁低碳、出力稳定、利用小时数高的特点。根据国际原子能机构（IAEA），在核电全生命周期内单位度电碳排放量仅 5.7 克，低于风电的 13.3 克，水电的 64.4 克，光伏的 74.6 克。相较于风电、光伏，核电能够全天稳定运行，且基本不受自然环境因素影响，利用小时数更高，能够在不增加电网消纳负担的前提下持续产生清洁电力。

图80：核电是电力系统的基荷能源



资料来源：中国电力报，国信证券经济研究所整理

图81：各发电设备平均利用小时数（单位：小时）

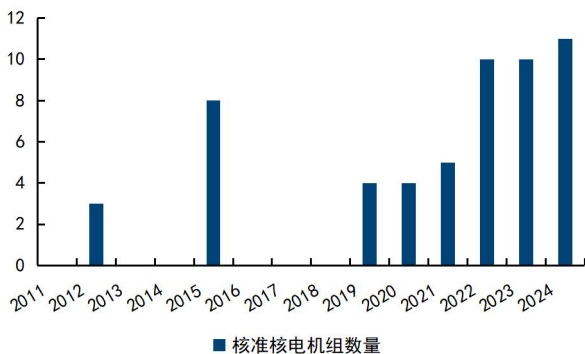


资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

**核电机组核准加速，政策表述转向积极。**2011 年日本福岛核事故后，中国核电机组核准一度陷入停滞，2011-2018 年间总计仅核准 11 台核电机组。2019 年中国重新放开核电审批，在接下来 3 年内每年核准 4-5 台机组。随后，核电机组常态化核准提速，2022 年和 2023 年各核准 10 台，2024 年 8 月国务院发布《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，提出加快沿海核电等清洁能源基地建设，积极安全有序发展核电，并随后决定核准 11 台核电机组。

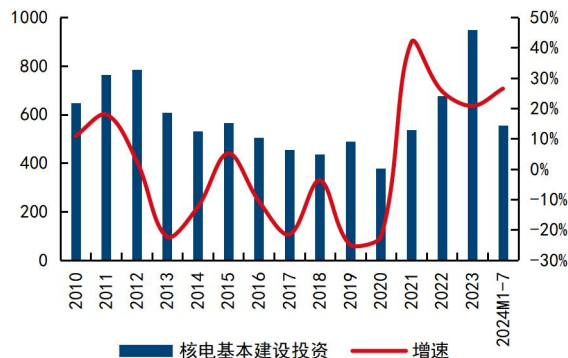


图82: 核电机组核准进度提速 (单位: 座)



资料来源: 中国核能行业协会, 国信证券经济研究所整理

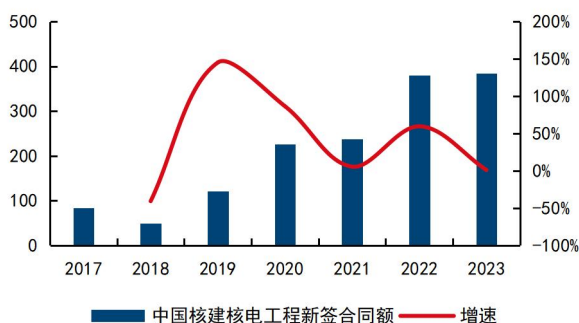
图83: 核电基本建设投资及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**核电建设龙头中国核建相关订单与收入显著增长。**2019年核电机组回复核准以来,中国核建核电工程新签合同额由2018年50亿平台快速跃升至2020年230亿平台,2022年再次提升至380亿水平。2024上半年,中国核建实现总新签合同额766.4亿元,同比+17.1%,公司整体新签订单在工民建市场景气度下行的背景下实现较快增长,其中核电工程或提供了较大的订单贡献。2024上半年中国核建实现核电工程收入150.8亿元,同比+28.6%。

图84: 中国核建新签合同额显著增长 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图85: 中国核建核电工程收入快速提升 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

## 港口工程: 沿海港口建设重启

**沿海港口建设投资复苏。**2011年以前中国港口吞吐量持续保持双位数增长,受益于出口货运需求持续增长的信心增强,2011年后沿海港口投资保持在较高水平,但从2017年开始,港口产能过剩导致中国沿海港口投资大幅减少,2018年国务院印发《关于加强滨海湿地保护 严格管控围填海的通知》,要求除国家重大战略项目外,全面停止新增围填海项目审批,随后新增港口建设投资持续收紧。而2020年后沿海港口投资开始复苏,2023年1-11月沿海港口投资额同比+16.8%,预计2024年沿海港口投资额将达到993亿元,近五年复合增长率达到13.6%。

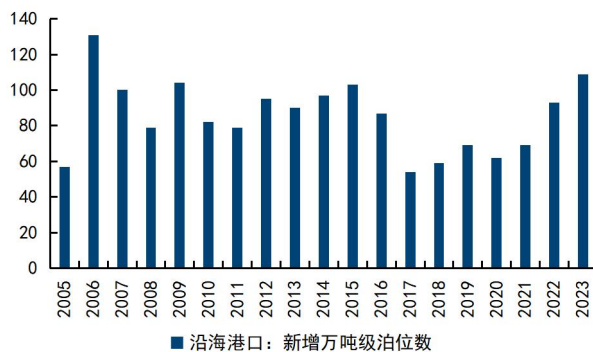


图86: 沿海港口建设投资额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 交通部, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

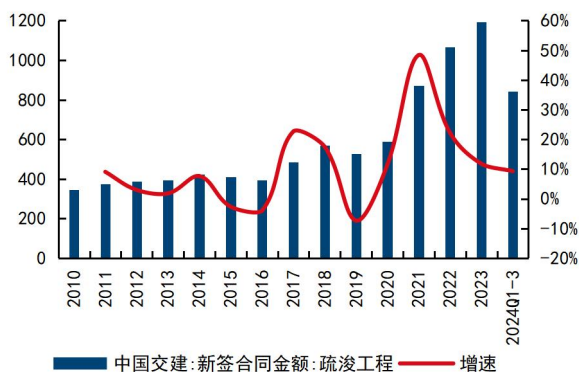
图87: 沿海港口新增万吨级泊位数 (单位: 个)



资料来源: 交通部, 国信证券经济研究所整理

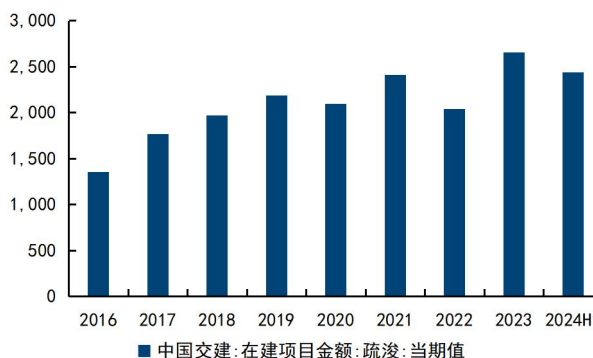
**港口建设龙头中国交建疏浚业务新订单快速增长。**根据中国交建公告, 2023 年公司疏浚业务新签合同额 1192 亿元, 同比+11.8%, 过去四年复合增长率达到 22.6%, 侧面印证港口投资复苏趋势。2024 年前三季度公司疏浚业务新签合同额 842 亿元, 同比+9.3%, 截至 2024 年上半年末, 公司在建疏浚项目金额 2441 亿元, 同比+1.9%。

图88: 中国交建疏浚工程新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 中国交建, 国信证券经济研究所整理

图89: 中国交建疏浚工程在建项目金额 (单位: 亿元)



资料来源: 中国交建, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议

### 迎接建筑板块估值提升

建筑企业当前面临下游需求收缩、工程回款滞后、债务压力增大等多重压力，三张报表持续承压。但与此同时，我们也可以看到两大积极因素正在逐步演进：

- 1) 一揽子化债政策将有力化解隐性债务风险，推动建筑企业应收账款清偿，驱动建筑企业资产结构优化、资产质量提升；
- 2) 建筑企业主动转变发展方式，以现金流为导向，强化现金管理、缩减投资支出，推动利润与现金流匹配度上升，利润质量提升。

我们认为，以上两个变化将首先作用于央企总承包商，驱动其估值体系重塑，进而推动整个建筑板块估值回升。

### 把握国家重大工程投资机遇

当前国内有效需求不足，居民和企业加杠杆意愿低迷，呼唤政府部门加大投资创造增量需求。而地方财政风险尚未化解，专项债等地方加杠杆工具面临“缺项目”的窘境，预计中央财政将成为新一轮增量投资的主导力量。国家重大战略工程投资规模大，能够有效提振中低收入者信心，创造增量需求，同时对国家层面的发展与安全具有重大意义，当前具备较强的必要性和可行性，预计将成为未来的重点投资领域，建议聚焦国家安全能力建设相关基础设施领域，关注铁路、水电、核电、港口等重大基础设施建设的投资机遇。

重点推荐资产质量提升、现金流改善、牵头重大工程建设的低估值建筑央企**中国铁建、中国交建、中国中铁、中国建筑、中国中冶**，推荐有望参与核电、水电等重大工程建设的**中岩大地**，推荐经营稳健、受益于板块估值提升的**鸿路钢构、亚翔集成、中材国际、中国化学、中国海诚、太极实业**。

## 风险提示

### 宏观经济下行的风险

在全球经济进入衰退周期的情况下，宏观经济景气度存在进一步下滑的风险。存在工程市场需求收缩，工程进度被迫延期，建筑企业应收账款账期拉长，减值压力增大的风险。

### 财政发力不及预期的风险

当前经济增速放缓，土地出让收入下降，政府在制定财政支出计划时，可能会综合考虑财政健康、地方政府的偿还能力等因素，存在最终财政政策对基建的支持力度不及预期的风险，财政赤字率、专项债额度的计划规模存在低于预期的风险。

### 重大工程项目审批落地不及预期的风险

重大工程项目审批落地需要经过严格的论证审批，存在因为项目收益性不足，建设必要性不足，可行性不足等因素导致的基建项目审批落地不及预期的风险。

### 建筑企业战略转向慢于预期的风险

建筑企业破除“规模至上”思维，以现金流为导向，加强项目筛选和回款管理，才能最终实现长期资产和利润质量提升，进而推动估值提升。存在由于建筑行业仍然囿于发展惯性，导致工程回款进一步恶化，债务压力持续增加，建筑板块估值回升逻辑兑现慢于预期的风险。

## 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<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上    |
|                                                                                                                                                                                                                                         |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                         |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上    |
|                                                                                                                                                                                                                                         |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点     |
|                                                                                                                                                                                                                                         | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 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 |
|                                                                                                                                                                                                                                         |            | 弱于大市 | 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