



# 春风化雨，上下求索

## —— 建筑行业 2025 年投资策略

建筑分析师：龙天光

建筑分析师：张涿荻



# 春风化雨，上下求索

## —— 建筑行业 2025 年投资策略

2025 年 1 月 2 日

### 核心观点

- **回顾：**建筑行业 2024Q1-3 业绩承压，经营性现金流大幅流出。建筑指数年初至今上涨 9.31%，低空经济、园林、岩土和出海相关公司涨幅居前。八大建筑央企 2023/2024Q1-3 新签订单增速分别为 10.84%/-2.19%，行业集中度提升。
- **建筑企业经营性现金流和应收账款有望修复：**回顾 2024 年前三季度，建筑行业上市公司因积极偿付农民工工资及欠款，叠加地方政府债务压力导致回款困难等因素，建筑企业经营性现金流大幅流出。展望 2025 年，专项债额度有望超 4 万亿元。地方政府债务置换有序推进，建筑企业的现金流量表有望得到修复；建筑企业的应收账款预计得到改善，资产负债表更加健康。
- **基建仍是稳增长关键，房建产业链基本面将改善：**特朗普赢得大选，欲实施贸易保护主义。基建稳增长重要性凸显，预计 2025 年狭义/广义基建投资增速分别为 6.6%/6.31%。9 月 24 日国新办发布会宣布降房贷利率及首付比例等。中央经济工作会议提出持续用力推动房地产止跌回稳，预计 2025 年房地产投资下降 7.1%，销售、新开工等有望回升。二手房交易将从以价换量阶段过渡到价稳量稳阶段。房建产业链从政策推动景气回升过渡到基本面回升。
- **出海、低空经济、电力工程、水利工程等景气高，并购重组助力转型升级：**第五次全球产业转移将促进目标国家基建发展。“一带一路”沿线国家基础设施建设需求强劲，预计将为建筑央企及国际工程企业带来较大的海外订单增量。《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030 年）》指出到 2030 年建立以高端化、智能化、绿色化为特征的通航产业发展新模式，形成万亿级市场。通航设计企业率先受益。电改促进新能源工程蓬勃发展，水利工程景气高。建筑企业积极响应政策实施并购重组，促进自身资产运营优化和转型升级。
- **投资建议：化债修复基建报表；地产止跌回稳提升房建景气度；出海与新质生产力打开成长空间。推荐基建、房建、电力工程、水利工程、出海、低空经济和并购重组等。**基建和国际工程推荐中国铁建、中国中铁、中国建筑、中国交建、中国电建、中国中冶、中国化学、中国能建、中工国际、中材国际、中钢国际、北方国际、隧道股份、浦东建设、山东路桥、四川路桥等；房建推荐上海建工、安徽建工、广东建工等；低空经济关注设计总院、华建集团、中衡设计、华设集团、中交设计、中衡设计、上海建科、地铁设计等。
- **风险提示：**固定资产投资下滑的风险；应收账款回收不及预期的风险。

### 重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
601668.SH	中国建筑	1.29	1.35	1.46	4.61	4.41	4.08	推荐
601390.SH	中国中铁	1.36	1.44	1.57	4.72	4.46	4.09	推荐
601186.SH	中国铁建	2.02	2.23	2.48	4.54	3.85	3.62	推荐
601800.SH	中国交建	1.47	1.52	1.65	7.18	5.16	4.74	推荐

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 建筑行业

推荐 维持评级

### 分析师

#### 龙天光

☎：021-2025-2646

✉：longtianguang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519060004

#### 张涿获

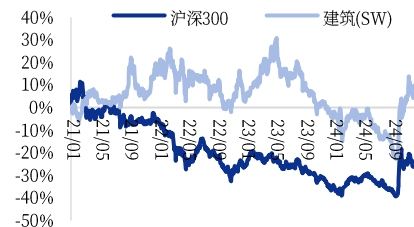
☎：021-2025-2646

✉：zhangludi\_sh@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060002

### 相对沪深 300 表现图

2024-12-17



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

1. 【银河建筑】2024H1 策略\_东方既白，兰新蕙质
2. 【银河建筑】2024 年策略\_基建为矛，房建为盾
3. 【银河建筑】2023 年策略\_价值重估，水落石出

## 目录

### Catalog

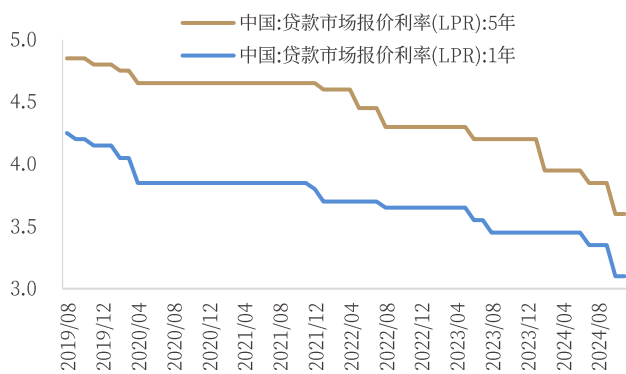
<b>一、 逆周期调节强化，稳增长可期</b> .....	<b>4</b>
(一) 货币政策适度宽松，逆周期调节强化 .....	4
(二) 财政政策加码，化债力度加大 .....	7
(三) 固定资产投资韧性强，基建稳增长蓄势待发 .....	12
<b>二、 政策暖风助力地产止跌回稳</b> .....	<b>16</b>
(一) 房地产投资承压，销售降幅收窄 .....	16
(二) 新开工、房企拿地降幅收窄，竣工降幅扩大 .....	16
(三) 二手房成交以价换量，新房库存增速回落 .....	17
<b>三、 海外工程景气高，“一带一路”需求旺</b> .....	<b>23</b>
(一) 内外因共振，基建工程出海迎机遇 .....	23
(二) 建筑央企和国际工程企业是出海主力军 .....	25
(三) 重点企业多元化差异化出海策略 .....	27
<b>四、 内需有望提振，新质生产力助转型</b> .....	<b>30</b>
(一) 低空经济蓄力前行，勘察设计增量可期 .....	30
(二) 新型电力系统建设提速，新能源市场空间广阔 .....	33
(三) 水利投资持续高景气，运河工程项目加速落地 .....	35
(四) 城市基建智慧化，专业工程探索绿色化转型 .....	38
(五) 并购重组促进建筑产业转型升级 .....	40
<b>五、 春风化雨，上下求索</b> .....	<b>42</b>
(一) 建筑行业集中度持续提升 .....	42
(二) 估值位于历史中低位，市值考核加速价值发现 .....	43
(三) 投资建议：化债修复报表，出海与低空经济助成长 .....	44
<b>六、 风险提示</b> .....	<b>46</b>

# 一、逆周期调节强化，稳增长可期

## (一) 货币政策适度宽松，逆周期调节强化

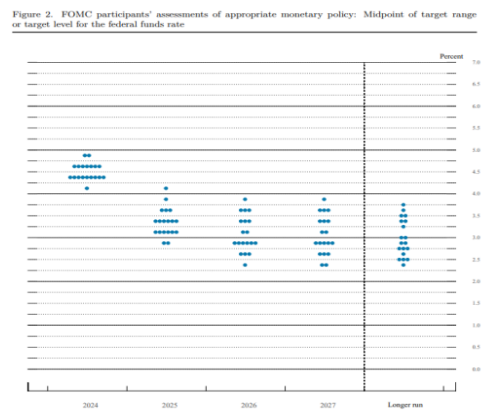
**全球主要经济体处于降息周期。**2024年9月24日，国新办举行新闻发布会，密集推出总量一揽子工具，包括：1、降准50BP，释放约1万亿元流动性。潘行长表示，目前，金融机构加权平均存款准备金率为7%。其中，大型银行为8.5%，拟降到8%；中型银行为6.5%，拟降到6%；农村金融机构在几年前已经执行5%的存款准备金率，这次不在调整的范畴。降准政策实施后，银行业平均存款准备金率大概为6.6%。在2024年内还将视市场流动性的状况，可能择机进一步下调存款准备金率25-50BP。2、降低政策利率。调降7天期逆回购操作利率20BP，将带动MLF利率下调30BP，预期LPR、存款利率也将同步下调20~25BP。本次降息为2021年以来单次调降幅度最大，上次单次调降20BP还在2020年3月。11月8日，美联储在FOMC会议上宣布降息25BP，降息后利率水平为4.5%-4.75%。欧洲央行12月12日在货币政策会议上决定将利率下调25个基点，使欧洲央行的存款利率降至3%，存款利率是欧元区20国借贷成本的基准，并保留进一步宽松的可能性。全球主要经济体在应对政治不确定和潜在贸易战的环境中维持宽松。

图1: LPR 1年和5年报价趋于下行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 美联储9月点阵图



资料来源: 美联储, 中国银河证券研究院

**逆周期调节强化。**9月25日，中国人民银行货币政策委员会2024年第三季度例会在北京召开。会议认为，今年以来宏观调控力度加大，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，**强化逆周期调节**。会议指出，主要经济体经济表现有所分化，货币政策进入降息周期。我国经济运行总体平稳，但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。要精准有效实施稳健的货币政策，更加注重做好逆周期调节，着力扩大内需、提振信心，推动经济持续回升向好。会议认为，要加大货币政策调控力度，**保持流动性合理充裕**，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，促进物价保持在合理水平。11月6日，特朗普赢得美国大选。特朗普提倡对所有商品征收10%基准关税，对中国商品征收60%关税。出口压力提高或促使我国基建投资提速。12月9日，中央政治局常委会召开，会议提出要扩大内需，推动科技创新和产业融合发展，稳住股市楼市。**要加强超常规逆周期调节，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。**

**中央经济工作会议提出实施更加积极的财政政策，适度宽松的货币政策。**12月11日至12日，中央经济工作会议在北京举行。会议提出的总体目标包括进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好。会议提出要实施更加积极的财政政策。提高财政赤字率。增加

发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。当前会议提出要实施适度宽松的货币政策。适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。货币政策重回 2008 年-2010 年的“适度宽松”，这也是历次货币政策表述中最宽松的表述。

**中央经济工作会议中和建筑行业关联较大的表述包括城市更新和“一带一路”等。**重点任务中涉及建筑行业的内容主要包括：1、以政府投资有效带动社会投资。意味着政府投资积极有为，起到带头作用。2、大力实施城市更新。建筑行业告别大水漫灌时代，以“三大工程”为代表的城市更新将是未来的主旋律。3、高质量完成国有企业改革深化提升行动。建筑行业上市央国企无论是资产总量、还是营业收入、亦或是归母净利润，占比均超过建筑上市公司的 95%，建筑央国企占据绝对主导地位。国企改革对建筑行业意味着自身的改革。4、推动高质量共建“一带一路”走深走实。建筑央国企是高质量共建“一带一路”的先锋和主力军。5、推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造。房地产止跌回稳将带动房建需求回稳，城中村和危旧房改造是“三大工程”核心之一。6、大力发展海洋经济和湾区经济。湾区经济典型代表为纽约、旧金山、香港等。湾区经济发展，海湾交通基建首当其冲。7、培育绿色建筑。节能低碳建筑、建筑工业化、建筑数字化、健康无污染的建筑材料等是绿色建筑的核心。

表1：2024 年中央经济工作会议总体目标和重点任务中和建筑相关较大的内容

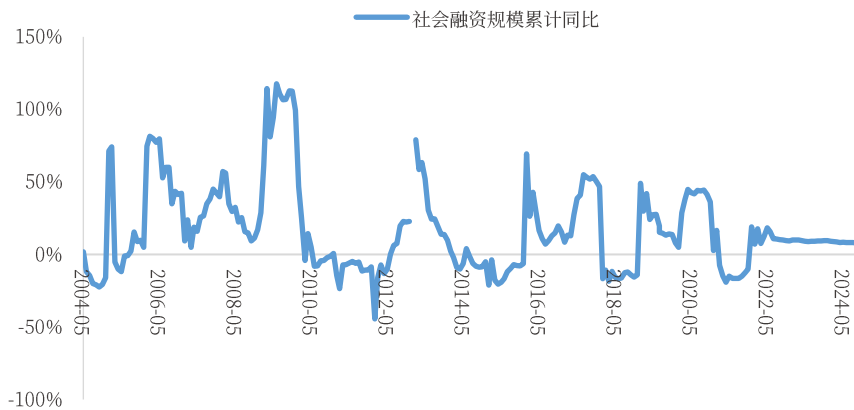
总体目标和重点任务	总体目标和重点任务主要内容
总体目标	坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好。
大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求	实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。更大力度支持“两重”项目。适度增加中央预算内投资。加强财政与金融的配合， <b>以政府投资有效带动社会投资</b> 。及早谋划“十五五”重大项目。 <b>大力实施城市更新</b> 。实施降低全社会物流成本专项行动。
以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系	加强基础研究和关键核心技术攻关，超前布局重大科技项目，开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动。开展“人工智能+”行动，培育未来产业。加强国家战略科技力量建设。健全多层次金融服务体系，壮大耐心资本，更大力度吸引社会资本参与创业投资，梯度培育创新型企业。综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。积极运用数字技术、绿色技术改造提升传统产业。
发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效	<b>高质量完成国有企业改革深化提升行动</b> ，出台民营经济促进法。开展规范涉企执法专项行动。制定全国统一大市场建设指引。加强监管，促进平台经济健康发展。统筹推进财税体制改革，增加地方自主财力。深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度的包容性、适应性。
扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资	有序扩大自主开放和单边开放，稳步扩大制度型开放，推动自由贸易试验区提质增效和扩大改革任务授权，加快推进海南自由贸易港核心政策落地。积极发展服务贸易、绿色贸易、数字贸易。深化外商投资促进体制机制改革。稳步推进服务业开放，扩大电信、医疗、教育等领域开放试点，持续打造“投资中国”品牌。 <b>推动高质量共建“一带一路”走深走实</b> ，完善海外综合服务体系。
效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线	<b>持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造</b> ，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度。稳妥处置地方中小金融机构风险。央地协同合力打击非法金融活动。
统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展	严守耕地红线，严格耕地占补平衡管理。抓好粮食和重要农产品稳产保供，提高农业综合效益和竞争力。保护种粮农民和粮食主产区积极性，健全粮食价格形成机制。因地制宜推动兴业、强县、富民一体发展，千方百计拓宽农民增收渠道。发展现代化都市圈，提升超大特大城市现代化治理水平，大力发展县域经济。

加大区域战略实施力度，增强区域发展活力	发挥区域协调发展战略、区域重大战略、主体功能区战略的叠加效应，积极培育新的增长极。提升经济发展优势区域的创新能力和辐射带动作用。支持经济大省挑大梁，鼓励其他地区因地制宜、各展所长。深化东、中、西、东北地区产业协作， <b>大力发展海洋经济和湾区经济。</b>
协同推进降碳减污扩绿增长，加紧经济社会发展全面绿色转型	进一步深化生态文明体制改革。营造绿色低碳产业健康发展生态， <b>培育绿色建筑等新增长点。</b> 推动“三北”工程标志性战役取得重要成果，加快“沙戈荒”新能源基地建设。建立一批零碳园区，推动全国碳市场建设，建立产品碳足迹管理体系、碳标识认证制度。持续深入推进蓝天、碧水、净土保卫战。制定固体废物综合治理行动计划。实施生物多样性保护重大工程。加强自然灾害防治体系建设。
加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感	实施重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业就业支持计划，促进重点群体就业。加强灵活就业和新就业形态劳动者权益保障。落实好产业、就业等帮扶政策，确保不发生规模性返贫致贫，保障困难群众基本生活。推动义务教育优质均衡发展，扎实推进优质本科扩容。实施医疗卫生强基工程，制定促进生育政策。发展社区支持的居家养老，扩大普惠养老服务。坚持和发展新时代“枫桥经验”，加强公共安全系统施治。

资料来源：新华社，中国政府网，中国银河证券研究院

**社融增速平稳，政府债券融资余额同增 15.2%。**2024 年 11 月末社会融资规模存量为 405.6 万亿元，同比增长 7.8%，其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 251.69 万亿元，同比增长 7.4%；政府债券余额为 79.33 万亿元，同比增长 15.2%。展望 2025 年，我国社融规模增速预计稳中有升。

图3：社会融资规模增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**M1 降幅持续收窄。**2024 年 11 月末，M2 余额 311.96 万亿元，同比增长 7.1%，增速较上月末降低 0.4pct，比上年同期下滑 2.9pct；M1 余额为 65.09 万亿元，同比下降 3.7%，降幅较上月末收窄 2.4pct，上年同期增速为 1.3%。M2 同比增速环比回落，M1 降幅持续收窄，信贷结构或有优化。展望 2025 年，伴随政策持续释放，有效盘活存量以及促进加快形成实物工作量，实体经济融资需求和经营活力或有改善，有望带动 M1、M2 指标稳定向好。

图4：M1 同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：M2 同比增速

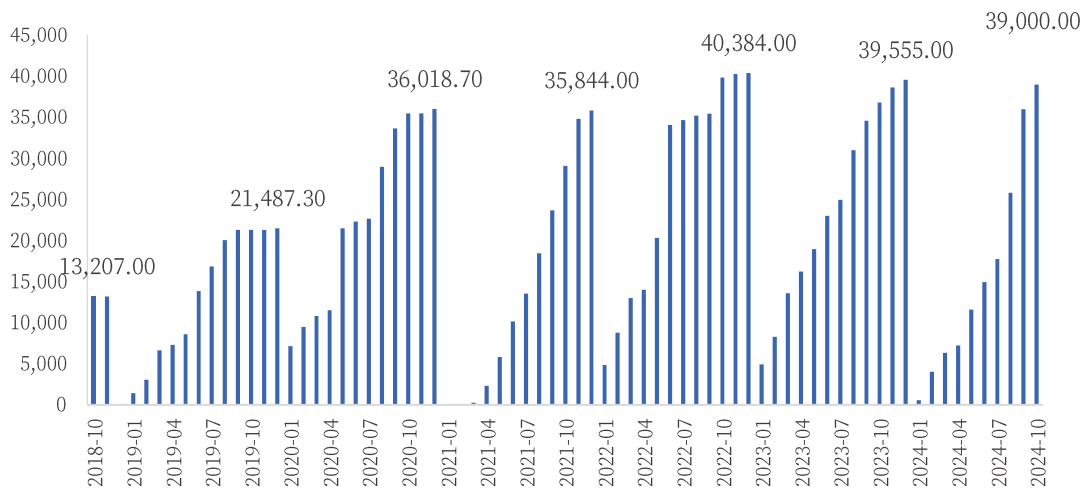


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## (二) 财政政策加码，化债力度加大

**专项债和超长期国债发行计划均已完成。**4月18日上午，国务院新闻办公室举行新闻发布会，国家发展和改革委员会副主任刘苏社介绍，预算方面，2024年中央预算内投资共安排7000亿元，截至目前已下达超过2000亿元，占全年比重超过30%。**专项债方面**，今年专项债券规模计划为3.9万亿元，1-10月各地已累计发行新增专项债3.9万亿元，完成全年发行计划的100%，有助于项目尽快落地，扩大有效投资，保障基建投资资金来源。中央经济工作会议提出增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。**2025年专项债计划发行额度有望超过4万亿元。****超长期国债方面**，5月13日，中央公布决定从今年开始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，拟发行期限为20年期、30年期和50年期，计划于11月中旬发行完毕。截至11月26日，财政部已完成发行超长期特别国债1万亿元，目前已全部发行完毕。中央经济工作会议提出增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。预计2025年超长期特别国债发行金额有望超过2万亿元。

图6：2024年专项债新增金额（亿元）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**工业园区专项债、其他专项债、收费公路专项债等占比较高。**根据Wind统计的地方政府项目收益专项债分类，工业园区专项债、其他专项债、收费公路专项债、特殊再融资专项债、社会领域项目专项债、水务建设专项债分别占比40.94%、14.43%、14.37%、13.81%、6.3%、3.05%。以2024年广西壮族自治区政府产业园区专项债券（四期）为例，本期债券包括十六期、十七期、十八期、十九期。上述十六期专项债券简称“广西2422”，发行总额40.41亿元，票面利率2.36%，附分期偿还本金条款。十六期主要投向南宁中关村智慧显示产业园及配套基础设施项目、柳州市国际生物健康科技产业园项目、阳朔县工业集中区福利园(一期)A-05地块基础设施建设项目等；第十七期主要投向广西经贸职业技术学院五合新校区建设项目、苍梧县中医医院整体提升项目、全州县城乡供水建设项目等。工业园区专项债包含各类产业园标准厂房、基建、学校、医院、供水、物流等项目。

表2：项目收益专项债分类

项目收益专项债分类	余额(亿元)	金额占比
工业园区专项债	85,914.19	40.94%
其他专项债	30,289.34	14.43%
收费公路专项债	30,147.58	14.37%

特殊再融资专项债	28,977.39	13.81%
社会领域项目专项债	13,226.92	6.30%
水务建设专项债	6,403.32	3.05%
普通专项债	5,710.20	2.72%
生态保护专项债	3,926.79	1.87%
旧城区改建专项债	1,671.88	0.80%
乡村振兴专项债	1,355.37	0.65%
冷链物流设施专项债	748.86	0.36%
土地储备专项债	628.51	0.30%
文化旅游专项债	458.84	0.22%
基础设施专项债	202.53	0.10%
能源专项债	189.35	0.09%

资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

经济发达的沿海地区存量债务余额相对较高，中西部地区债务压力大。截至 2023 年/2024 年 10 月，我国地方政府债务余额分别为 40.74/45.32 万亿元，2024 年 10 月末，我国地方政府专项债务/一般债务余额分别为 28.71/16.6 万亿元。统计各省债务余额与财政收入，我们分出四类区域，第一类区域：青海（734.63%）、黑龙江（545.78%）、吉林（530.37%）、甘肃（497.84%）、新疆（414.17%）和天津（413.82%）的债务率均超过 400%，偿债压力最大；第二类区域：辽宁、贵州、内蒙古、湖南、河北、河南、西藏、安徽、江西和湖北债务率介于 230%-394%之间，偿债压力相对较大；第三类区域：陕西、广西、云南、山西、福建、宁夏债务率介于 138%-196%之间，有一定偿债压力；第四类区域：山东、北京、海南、重庆、浙江、广东、四川、江苏和上海债务率介于 74%-137%之间，这些地区经济较发达，债务压力相对小。全国仅有上海（74.05%）和江苏（81.38%）债务率低于 100%。

表3：截至 2024 年 12 月 11 日中国各省地方政府存量债务

地区	2023 年 GDP/亿元	债务余额/亿元	公共财政收入/亿元	公共财政支出/亿元	政府基金收入/亿元	债务率(%)
合计	1,250,931.80	407,440.14	115,535.33	229,912.46	65,106.93	138.45
广东	135,673.20	29,881.99	13,851.30	18,510.90	4,501.52	117.39
山东	92,068.70	27,520.72	7,464.77	12,581.74	4,925.37	136.64
江苏	128,222.20	22,732.83	9,930.18	15,242.28	10,316.13	81.38
浙江	82,553.20	22,885.95	8,600.51	12,353.09	8,363.13	128.71
四川	60,132.90	20,269.70	5,529.09	12,732.79	4,291.96	104.54
湖南	50,012.90	18,216.63	3,360.50	9,581.12	2,546.00	289.02
河南	59,132.40	17,892.79	4,518.10	11,052.54	1,932.16	271.05
贵州	20,913.30	15,125.00	2,078.37	6,202.83	2,282.04	332.75
河北	43,944.10	18,427.40	4,286.60	9,605.74	2,230.27	281.88
安徽	47,050.60	15,713.40	3,939.20	8,643.60	2,305.30	240.06
湖北	55,803.60	15,625.72	3,692.79	9,299.07	2,884.77	230.49
云南	30,021.10	14,440.60	2,149.44	6,730.08	653.07	173.11
福建	54,355.10	13,810.88	3,592.04	5,859.39	2,070.68	144.05
重庆	30,145.80	12,258.00	2,440.77	5,304.56	1,878.62	131.22

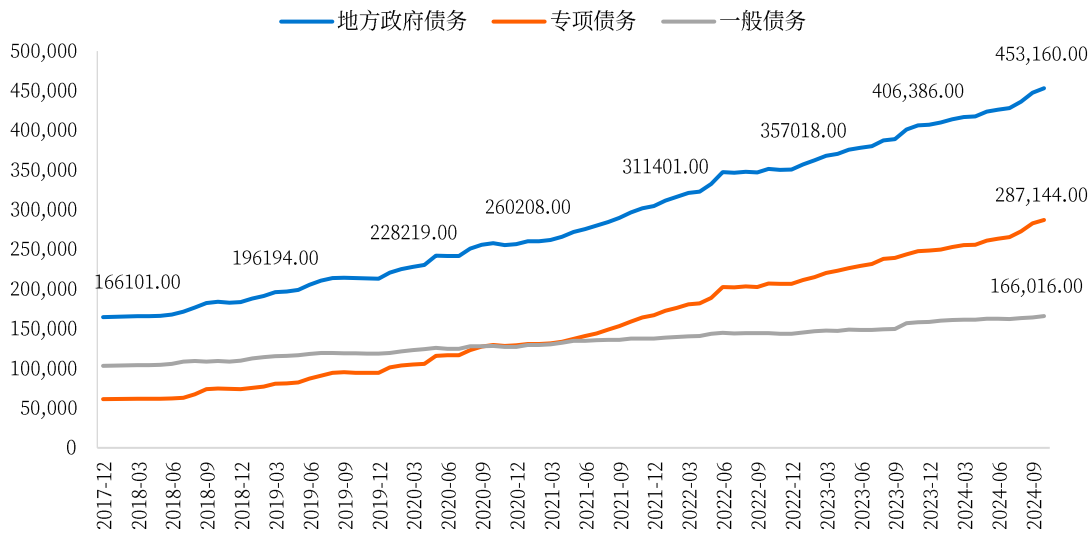


江西	32,200.10	12,710.93	3,056.90	7,500.60	2,114.60	237.60
辽宁	30,209.40	12,870.40	2,755.29	6,574.78	448.62	393.64
北京	43,760.70	11,376.08	6,181.10	7,971.25	2,110.31	136.07
天津	16,737.30	11,117.40	2,027.34	3,280.45	589.61	413.82
广西	27,202.40	11,551.50	327.82	1,166.95	64.95	183.07
内蒙古	24,627.00	11,070.50	3,083.40	6,817.50	478.30	301.30
陕西	33,786.10	10,855.37	3,437.60	7,175.08	1,785.54	195.18
新疆	19,125.90	10,324.91	1,945.09	6,033.24	488.73	414.17
吉林	13,531.20	8,871.46	1,074.80	4,406.80	589.00	530.37
黑龙江	15,883.90	8,497.29	1,396.15	5,776.44	148.18	545.76
上海	47,218.70	8,832.30	8,312.50	9,638.50	3,466.70	74.05
甘肃	11,863.80	7,107.10	1,003.58	4,521.82	371.81	497.84
山西	25,698.20	7,083.52	3,479.15	6,351.17	601.77	165.71
海南	7,551.20	4,106.14	900.71	2,248.96	463.89	132.69
青海	3,799.10	3,337.42	381.34	2,188.72	70.33	734.63
宁夏	5,315.00	2,244.47	502.31	1,751.38	95.79	138.76
西藏	2,392.70	681.73	236.60	2,809.10	37.80	248.44

资料来源：发改委，财政部，Wind，中国银河证券研究院

**化债政策组合拳发布，新增化债资金来源 10 万亿元。**7 月 30 日，习近平总书记主持召开中央政治局会议强调，要完善和落实地方一揽子化债方案。9 月 26 日，习近平总书记主持召开中央政治局会议强调，要有效落实存量政策，加力推出增量政策。11 月 8 日举行十四届全国人大常委会第十二次会议，表决通过了《全国人民代表大会常务委员会关于批准的决议》，公布了三项化债相关的重要举措：（1）增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。全部安排为专项债务限额，增加的 6 万亿元分 3 年安排，2024-2026 年每年 2 万亿元，支持地方用于置换各类隐性债务。（2）连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。（3）2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。按此安排，2024 年末地方政府专项债务限额将由 29.52 万亿元增加到 35.52 万亿元。

图7：地方政府债务（亿元）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**2028 年之前地方政府隐性债务降至 2.3 万亿元。**根据财政部，2023 年末，经过逐个项目甄别、逐级审核上报，全国隐性债务余额为 14.3 万亿元。上述三项政策协同发力，2028 年之前，地方需消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅降至 2.3 万亿元，平均每年消化额从 2.86 万亿元减为 4600 亿元，不到原来的六分之一，化债压力大幅减轻。

**各地地方政府积极响应，化债资金逐步落地。**继 11 月 8 日新增 6 万亿元地方政府债务限额获批后，河南、贵州、浙江宁波、辽宁大连、山东青岛等省市已开启新一轮再融资专项债发行，以置换存量隐性债务。多省市已公布地方政府再融资专项债券发行计划。其中，江苏省共计划发行 2511 亿元，位居第一；湖南省拟发行 1288 亿元，位居第二；贵州省拟发行 1176 亿元，位居第三；山东省（含青岛市）、河南省紧随其后，分别计划发行 1125.3 亿元、922.6 亿元。截至 11 月 26 日，共 14 个省份、1 个自治区以及 4 个计划单列市已发行再融资专项债或已披露相关发行计划，规模总计超过万亿元。

表4：部分重点省市已披露的再融资专项债发行计划

省市	计划发行规模 (亿元)
江苏省	2511
湖南省	1288
贵州省	1176
山东省 (含青岛市)	1125.3
河南省	922.6
浙江省 (含宁波市)	814
四川省	794
辽宁省 (含大连市)	571
陕西省	564
云南省	555
广西省	515
黑龙江省	484
甘肃省	374.3

河北省	281
海南省	152

资料来源：第一财经，中国银河证券研究院

化债对债务率高的区域提振较大。建筑央企在全国开展业务，地方建筑国企民企地域属性相对比较强。从债务率角度看，第四类地区对应的建筑国企民企上市公司财报相对较为健康，尤其是北京、上海、浙江、广东、江苏几个省市。从化债角度看，第一类地区和第二类地区对应的基建国企民企反转力度较大，全国性经营的基建央企受益也较大。从资金角度看，工程咨询企业资金压力小于施工企业。

表5：中国各省市对应的债务率区间及省市内的上市国企民企

地区分类	债务率区间	对应省份	省内主要上市国企民企
一类	413%-735%	青海、黑龙江、吉林、甘肃、新疆和天津	正平股份、龙建股份、甘咨询、新疆交建、西部建设
二类	230%-394%	辽宁、贵州、内蒙古、湖南、河北、河南、西藏、安徽、江西和湖北	勘设股份、蒙草生态、河北建设(H)、设研院、西藏天路、安徽建工、鸿路钢构、富煌钢构、交建股份、设计总院
三类	138%-196%	陕西、广西、云南、山西、福建、宁夏	陕建股份、华蓝集团、建科院、永福股份
四类	74%-137%	山东、北京、海南、重庆、浙江、广东、四川、江苏和上海	山东路桥、城建设计、重庆建工、浙江交科、广东建工、地铁设计、四川路桥、苏交科、华设集团、上海建工、隧道股份、华建集团、上海建科、浦东建设、同济科技、上海港湾

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从建筑企业主营业务看，基建业务占比高的企业在化债中受益相对较大。我们统计了基建业务体量较大的主要央国企，中国电建、中国交建、中国中铁、中国铁建、中国建筑在央企中基建收入占比高，体量大。四川路桥、隧道股份、山东路桥、浙江交科、广东建工、安徽建工、龙建股份在地方国企中基建收入体量和占比较高。

表6：2023年主要建筑央国企基建业务占比

代码	简称	2023年主营构成第一名	2023年营业收入/亿元	2023年基建收入占比
601669.SH	中国电建	基建	6094.08	90.34%
601800.SH	中国交建	基建	7586.76	87.77%
601390.SH	中国中铁	基建	12634.75	86.08%
601186.SH	中国铁建	基建	11379.93	84.81%
601618.SH	中国中冶	房建基建冶金	6338.70	20.73%
601668.SH	中国建筑	房建	22655.29	24.57%
601868.SH	中国能建	基建	4060.32	28.50%
601117.SH	中国化学	化学工程	1791.96	12.27%
600039.SH	四川路桥	基建	1150.42	90.31%
600502.SH	安徽建工	基建	912.44	43.42%
002060.SZ	广东建工	基建	808.63	55.92%
600820.SH	隧道股份	基建	741.93	82.62%
000498.SZ	山东路桥	基建	730.24	93.56%
002061.SZ	浙江交科	基建	460.46	99.06%
600853.SH	龙建股份	基建	174.28	95.93%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从财报角度看，化债对应收账款占比高的基建企业提振相对较大。主要建筑央企 2023 年应收账款占营业收入的比例均在 20% 以下。央企里中国中冶应收账款占比为 20.51%。地方国企中，位于黑龙江的龙建股份应收账款占比为 53.79%，位于安徽的安徽建工应收账款占比为 52.71%，广东的广东建工应收账款占比为 43.77%，上海的隧道股份应收账款占比为 29.42%。龙建股份对应我们上文总结的一类地区，来自于地方政府债务率最高的地区，安徽建工属于我们总结的二类地区的国企，地方政府债务率相对较高，广东建工来自第四类地区。安徽建工和广东建工的房建业务占比均较高。

表7：2023 年主要建筑央企应收账款占比

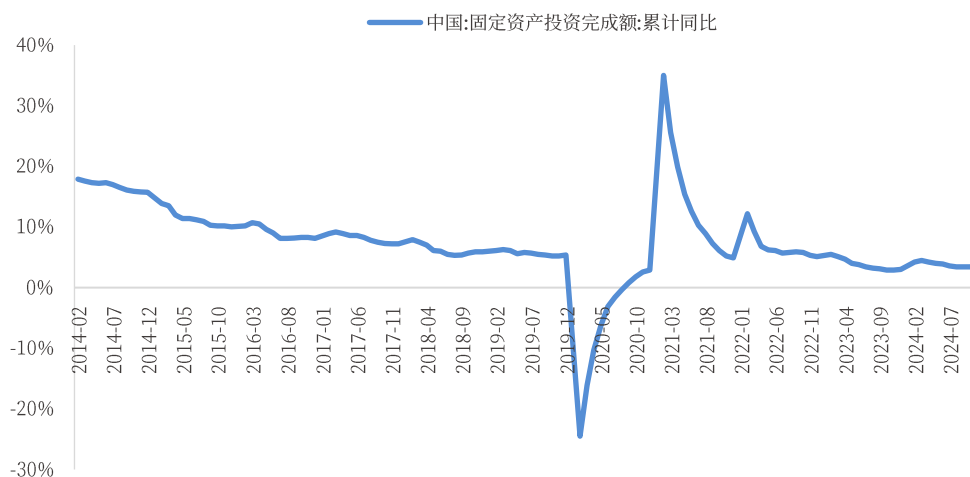
代码	简称	2023 年营业收入/亿元	2023 年应收账款/营业收入
601669.SH	中国电建	6094.08	17.44%
601800.SH	中国交建	7586.76	15.35%
601390.SH	中国中铁	12634.75	12.41%
601186.SH	中国铁建	11379.93	13.69%
601618.SH	中国中冶	6338.70	20.51%
601668.SH	中国建筑	22655.29	11.37%
601868.SH	中国能建	4060.32	19.26%
601117.SH	中国化学	1791.96	14.65%
600039.SH	四川路桥	1150.42	18.06%
600502.SH	安徽建工	912.44	52.71%
002060.SZ	广东建工	808.63	43.77%
600820.SH	隧道股份	741.93	29.42%
000498.SZ	山东路桥	730.24	19.34%
002061.SZ	浙江交科	460.46	14.34%
600853.SH	龙建股份	174.28	53.79%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （三）固定资产投资韧性强，基建稳增长蓄势待发

**固定资产投资韧性较强，第二产业增速较快。**2024 年 1-11 月，全国固定资产投资（不含农户）465839 亿元，同比增长 3.3%，较 1-10 月下降 0.1pct。其中，民间固定资产投资 233689 亿元，下降 0.4%。从环比看，11 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.10%。分产业看，第一产业投资 8709 亿元，同比增长 2.4%；第二产业投资 161632 亿元，增长 12.0%；第三产业投资 295498 亿元，下降 1.0%。第二产业中，采矿业投资增长 10.3%，制造业投资增长 9.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 23.7%。第三产业中，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 4.2%。其中，水利管理业投资增长 40.9%，航空运输业投资增长 18.2%，铁路运输业投资增长 15%。分地区看，东部地区投资同比增长 1.8%，中部地区投资增长 1.4%，中部地区投资增长 4.8%，西部地区投资增长 1.4%，东北地区投资增长 2.9%。展望 2025 年，出口有一定挑战，财政政策更加积极，货币政策适度宽松，固定资产投资增速预计超过 4%。

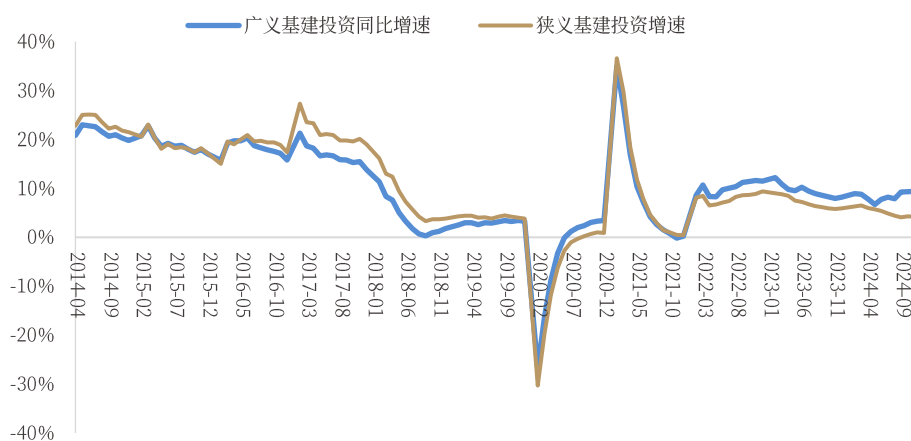
图8: 固定资产投资增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**基建投资增速彰显韧性。**2024年1-11月份, 广义全口径基建投资增速为9.39%, 增速较前值提升0.04pct, 狭义基建投资(不含电力)增速为4.2%, 较前值降低0.1pct。2024年四季度, 专项债发行明显提速, 基建投资增速回升。基建投资继续在扩大有效投资、稳住经济大盘、推动经济实现质的有效提升和量的合理增长方面发挥积极作用。

图9: 广义基建投资同比增速

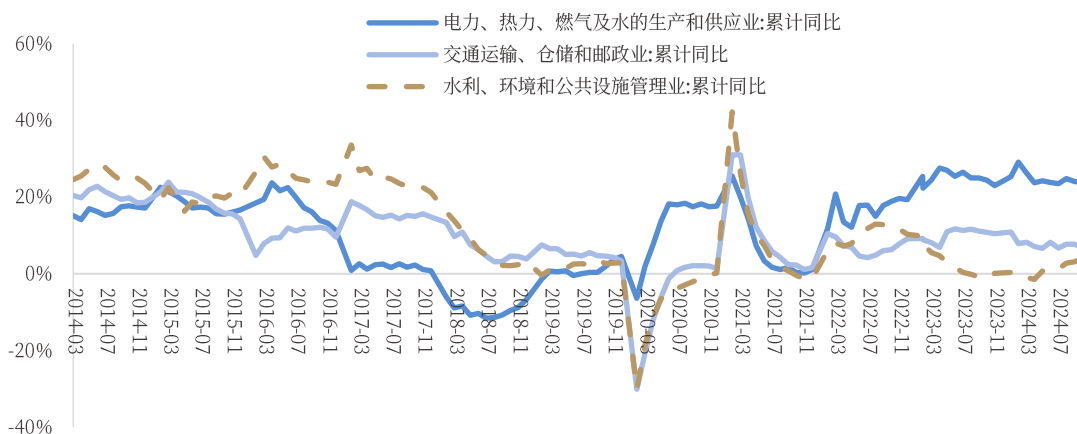


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**电力、热力、燃气及水的生产供应业投资增速高位回落。**基建细分领域中, 电力、热力、燃气及水的生产供应业投资增速继续放缓, 该领域属于民生补短板领域, 政策支持力度大。2024年1-11月, 电力、热力、燃气及水的生产供应投资同比增长23.7%, 环比下降0.4pct。

**交通运输、仓储和邮政业投资增速有所回升。**2024年1-11月, 交通运输、仓储和邮政业投资同比增长6.9%, 环比下降0.8pct。其中, 铁路运输业投资同比增长15%, 环比提高0.5pct; 道路运输业投资同比下滑1.9%, 降幅较上月收窄0.2pct。

图10: 基建细分领域增速情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**水利管理业投资增速持续上升。**2023年全年我国完成水利建设投资11996亿元,较2022年增长10.1%,投资和规模创历史新高。2023年5月25日,中共中央、国务院印发了《国家水网建设规划纲要》,规划纲要提出到2025年,建设一批国家水网骨干工程,国家骨干网建设加快推进,省市县水网有序实施,着力补齐水资源配置、城乡供水、防洪排涝、水生态保护、水网智能化等短板和薄弱环节。到2035年,基本形成国家水网总体格局,国家水网主骨架和大动脉逐步建成,省市县水网基本完善,构建与基本实现社会主义现代化相适应的国家水安全保障体系。2024年1-11月,水利、环境和公共设施管理业投资累计同比增长4%,较上月提升0.9pct,其中水利管理业投资同比增长40.9%,较上月提升3pct。

图11: 水利投资增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**预计2025年狭义/广义基建投资增速分别为6.6%/6.31%。**展望2025年下半年,特朗普加征关税或使全球经济增长承压,出口有一定压力;居民消费能力和意愿尚需提高;基建或仍是稳增长抓手。随着专项债额度的提高,每年新增超2万亿元化债资金,2025年基建投资有支撑。预计2025年狭义/广义基建投资增速分别为6.6%/6.31%。

表8: 基建投资增速预测

项目	2021	2022	2023	2024E	2025E
固定资产投资完成额:电力、热力的生产和供应业:累计值	23308.1	28971.97	36881.32	47871.95	50169.80
YOY	3.20%	24.30%	27.30%	29.80%	4.80%

固定资产投资完成额:燃气生产和供应业:累计值	2975.93	3172.34	3702.12	3913.14	4421.85
YOY	-2.20%	6.60%	16.70%	5.70%	13.00%
固定资产投资完成额:水的生产和供应业:累计值	8707.14	9342.76	10052.81	10404.66	11653.22
YOY	-4.20%	7.30%	7.60%	3.50%	12.00%
调整项				650.00	728.00
YOY					12.00%
固定资产投资完成额:电力、热力、燃气及水的生产和供应业:累计值	34537.21	41202.89	50636.25	62839.75	66244.87
YOY	1.10%	19.30%	22.89%	24.10%	5.42%
固定资产投资完成额:铁路运输业:累计值	7289.67	7420.88	9290.95	10638.13	11595.57
YOY	-1.80%	1.80%	25.20%	14.50%	9.00%
固定资产投资完成额:道路运输业:累计值	47808.18	49577.08	49230.04	48196.21	50606.02
YOY	-1.20%	3.70%	-0.70%	-2.10%	5.00%
固定资产投资完成额:水上运输业:累计值	1706.22	1987.75	2425.05	2633.60	2949.64
YOY	17.90%	16.50%	22.00%	8.60%	12.00%
其他	10928.55	13114.26	22425.38	28323.26	28722.62
YOY	1.10%	20.00%	71.00%	26.30%	1.41%
固定资产投资完成额:交通运输、仓储和邮政业:累计值	69158.05	75451.43	83371.43	89791.21	93873.85
YOY	1.60%	9.10%	10.50%	7.70%	3.00%
固定资产投资完成额:水利管理业:累计值	10229.35	11620.54	12224.81	16858.01	17026.59
YOY	1.30%	13.60%	5.20%	37.90%	1.00%
固定资产投资完成额:生态保护和环境治理业:累计值	7932.47	8408.42	8164.57	8409.51	9082.27
YOY	-2.60%	6.00%	-2.90%	3.00%	8.00%
固定资产投资完成额:公共设施管理业:累计值	68296.54	75194.49	74592.93	72056.77	75299.33
YOY	-1.30%	10.10%	-0.80%	-3.40%	4.50%
其他(调整项)			210.00	820.00	5061.00
固定资产投资完成额:水利、环境和公共设施管理业:累计值	86399.56	95298.71	95192.32	98144.30	106469.19
YOY	-1.20%	10.30%	-0.11%	3.10%	8.48%
广义基础设施建设投资完成总额	190094.83	211953.04	229409.99	250775.26	266587.91
YOY				9.31%	6.31%
狭义基础设施建设投资完成总额		170750.15	178563.74	187935.51	200343.04
YOY					6.60%

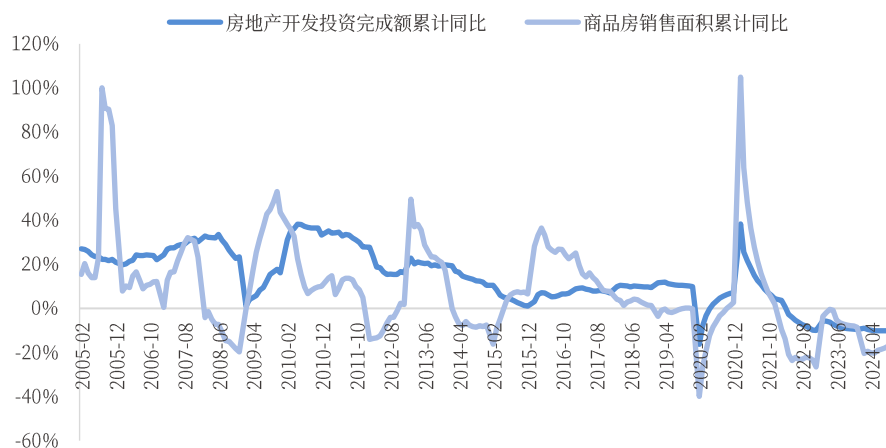
资料来源:国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院

## 二、政策暖风助力地产止跌回稳

### (一) 房地产投资承压，销售降幅收窄

**房地产投资承压，销售降幅继续收窄。**2024年1-11月，全国房地产开发投资93634亿元，同比下降10.4%，降幅较1-10月扩大0.1pct；新建商品房销售面积86118万平方米，同比下降14.3%，降幅较1-10月收窄1.5pct，其中住宅销售面积下降17.7%；新建商品房销售额85125亿元，下降19.2%，降幅较1-10月收窄1.7pct。整体来看，2024年1-11月投资承压、销售降幅继续收窄。预计2025年，房地产投资同比下降7.1%。

图12：房地产投资和销售仍然承压



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### (二) 房企拿地降幅收窄，新开工、竣工降幅扩大

**1-10月新开工、竣工面积降幅扩大。**2024年1-11月，房屋新开工面积67308万平方米，同比下降23%，降幅较1-10月扩大0.4pct；竣工面积48152万平方米，同比下降26.2%，降幅较1-10月扩大2.3pct。2023年以来，受商品房销售低迷以及房企拿地意愿和能力下降的影响，房屋新开工面积持续下滑。2024年下半年，预计伴随政策的落地及商品房库存的逐步去化，房地产市场供需将实现平衡，新开工拐点有望出现。竣工方面，2023年受保交楼政策影响，竣工增速基数较高。2024年在楼盘集中竣工交付后，房屋竣工节奏开始放缓。年末受低温天气影响，竣工降幅有所扩大。



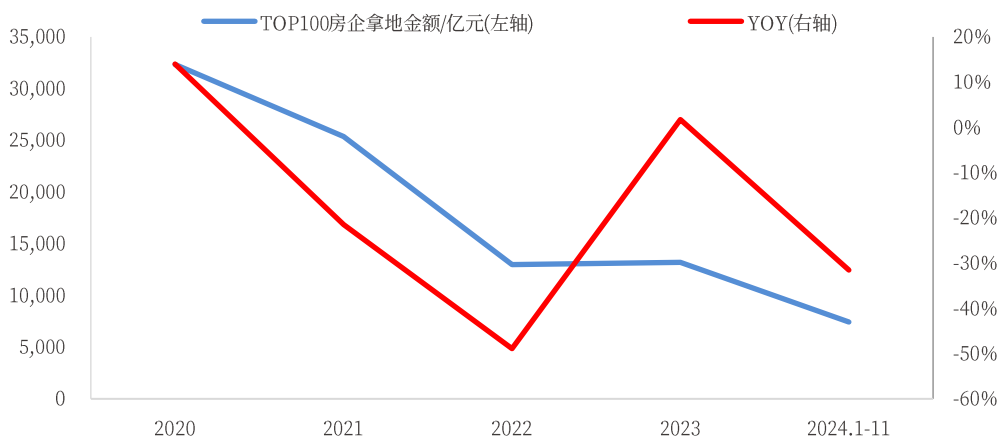
图13: 房屋新开工面积、竣工面积增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**国有土地使用权出让收入降幅收窄, Top100 房企拿地增速降幅收窄。**根据财政部, 1-11 月, 全国政府性基金预算收入 42348 亿元, 同比下降 18.4%, 降幅环比收窄 0.6pct。中央政府性基金预算收入 3915 亿元, 同比增长 5.7%; 地方政府性基金预算本级收入 38433 亿元, 同比下降 20.2%, 降幅环比收窄 0.8pct。其中, 国有土地使用权出让收入 32626 亿元, 同比下降 22.4%, 降幅环比收窄 0.5pct。根据中指云数据, 1-11 月, TOP100 企业拿地总额 7431.8 亿元, 同比下降 31.5%, 相比 1-10 月降幅收窄 7.1pct。根据 Wind, 1-10 月我国土地购置费 32232.4 亿元, 同比下降 7.4%。今年央企和国企仍是拿地主力。11 月 11 日, 自然资源部发布《关于运用土地政府专项债券资金回收收购存量闲置土地的通知》, 标志着专项债用于土地储备正式重启, 地方政府拿地积极性有望提高。中央经济工作会议提出合理控制新增房地产用地供应, 盘活存量用地和商办用房, 推进处置存量商品房工作。

图14: Top 100 房企拿地金额及增速



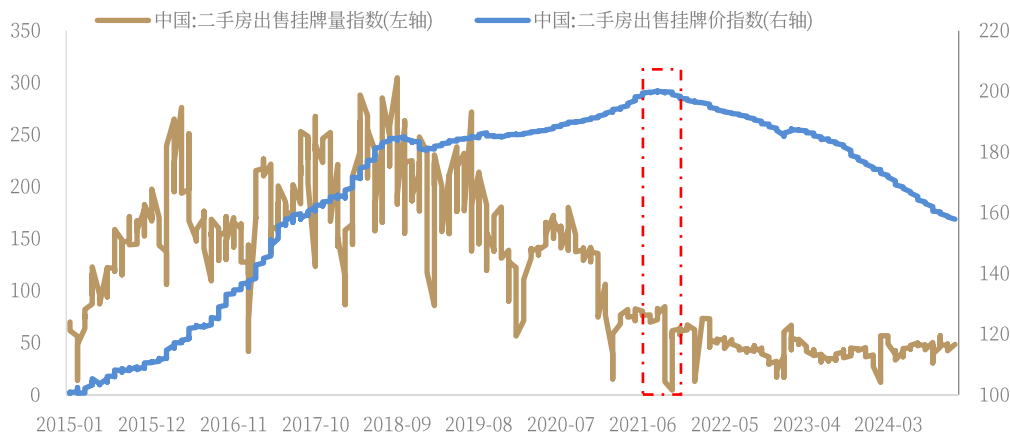
资料来源: 中指云, 中国银河证券研究院

### (三) 二手房成交以价换量, 新房库存增速回落

从目前的二手房市场来看, 仍处于价格下跌阶段。根据 Wind 编制的中国二手房出售挂牌量指数, 2024 年 12 月 2 日为 48.68, 较 2024 年 1 月 1 日的 38.6 增加了 10.08, 年初至今挂牌量明显增加。根据 Wind 的中国二手房出售挂牌价指数, 2024 年 12 月 2 日为 157.91, 较 2024 年 1 月 1 日的 175.02 下降了 17.11, 年初至今挂牌价持续下滑。研究挂牌价和挂牌量指数, 可以发现 2021 年 8 月的挂牌价格高点区间对应了挂牌量低点区间。楼市下行区间容易引发价格战, 形成负反馈。

国家金融与发展实验室近日发布 2024 年三季度宏观杠杆率数据，2024 年三季度末的宏观杠杆率从二季度末的 295.6% 上升至 298.1%，增幅为 2.5pct，前三季度共上升了 10.1pct。今年三季度居民部门杠杆率下降了 0.3pct，从二季度末的 63.5% 降至 63.2%。我们来做一个假设：假设居民 A 负债 63.2 万，资产 100 万，负债率刚好为 63.2%。房价下跌导致 A 资产缩水 10 万。此时 A 负债率为  $63.2/90=70.22\%$ 。经济复苏不及预期，A 提前还贷 10 万，此时 A 的负债率为： $53.2/80=66.5\%$ 。最后我们看到 A 的资产和负债都下降，负债率上升，所以促进房地产止跌回稳的重要性不言而喻。

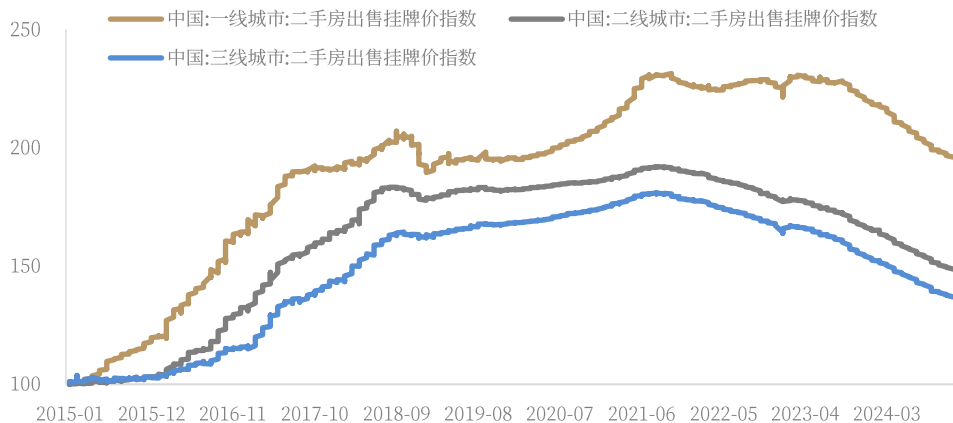
图15：中国二手房出售挂牌量及挂牌价指数



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

对比一线、二线、三线二手房挂牌价格走势，一线城市二手房挂牌价格相对有韧性。二线和三线城市的二手房挂牌价格在 2021 年的 8 月底就迎来拐点，开启漫长下跌周期。而一线城市的二手房挂牌价格大约在 2023 年 4 月才开启下跌周期。二手房下跌主要的原因之一是疫情之后经济复苏不及预期。

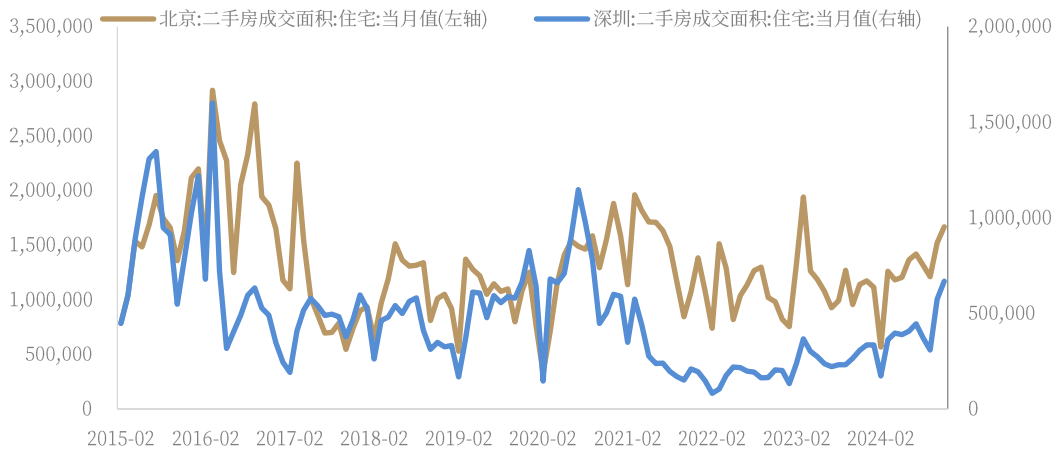
图16：中国一线、二线和三线二手房出售挂牌价指数



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

从北京和深圳的二手房成交面积来看，楼市新政出台之后一线城市二手房成交量有所回暖，我国二手房交易目前处于以价换量的阶段。随着中央会议提出房地产要“止跌回稳”，政治局会议提出稳楼市和股市，中央经济工作会议提出持续用力推动房地产市场止跌回稳，预计 2025 年二手房价格将企稳回升。

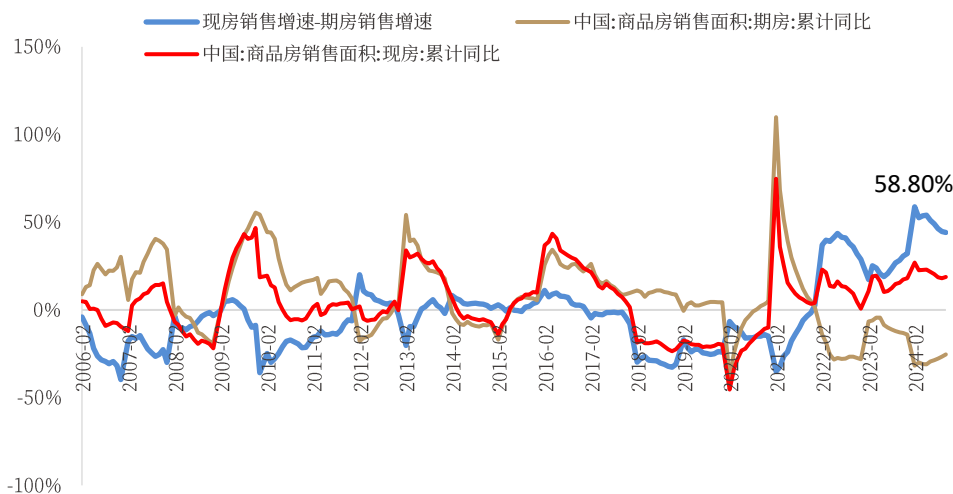
图17: 北京和深圳二手房成交面积/平方米



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**商品房现房销售增速与期房销售增速差高位回落。**2024年1-10月,我国商品房现房/期房销售面积分别同比增长18.8%/-25.3%,商品房现房销售面积同比增速-期房销售面积同比增速为44.1%。自2022年2月以来,我国商品房期房销售面积增速均为负增长,新房期房销售放缓。而现房销售面积增速持续为正且整体有加速趋势,说明房企库存较高,去库意愿强烈。2024年5月以来,现房销售面积增速放缓,期房销售面积增速降幅收窄,现房销售面积增速与期房销售面积增速差高位回落,“517”新政以来对楼市的提振初见成效。

图18: 商品房现房销售增速与期房销售增速差



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**新房库存增速高位回落。**截止2024年10月,我国住宅商品房待售面积为37523万平方米,同比增长19.6%,住宅商品返库存在增加,但增速较2024年5月的24.6%下降5pct。“517”新政取消全国首套住房和二套住房商贷利率下限;降低首套商贷首付比例为15%,二套商贷首付比例为25%;同时设立3000亿元保障性住房再贷款用于收储。新政对商品房去化有所提振。

图19: 中国住宅商品房待售面积累计同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

按揭贷款增速降幅收窄, 居民信心有所修复。2024 年 1-10 月, 我国个人按揭贷款同比下降 32.8%, 1-4 月同比下降 41%, 5 月以来我国个人按揭贷款增速降幅持续收窄。居民提前还贷步伐有所放缓, 对加杠杆的信心有所修复。

图20: 中国个人按揭贷款同比增速



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

降准降息开启, 首付比例下调, 政策积极呵护助力楼市止跌回稳。9 月 24 日, 国新办举行新闻发布会提出下调房贷利率及首付比例。包括: 1、存量房贷利率下调约 50BP。每年给居民节约 1500 亿元利息支出; 2、统一首套房和二套房的最低首付比例。将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25% 下调到 15%。3、创设金融机构互换便利和股票回购、增持再贷款, 用于支持资本市场稳定发展。9 月 29 日晚, 上海、广州、深圳积极响应中央政治局会议, 限购、信贷、税收政策迎放松。12 月 12 日, 中央经济工作会议提出稳楼市股市, 持续用力推动房地产市场止跌回稳, 加力实施城中村和危旧房改造, 充分释放刚性和改善性住房需求潜力。政策对楼市的呵护持续发力。

表9: 上海、广州、深圳 9 月房地产新政

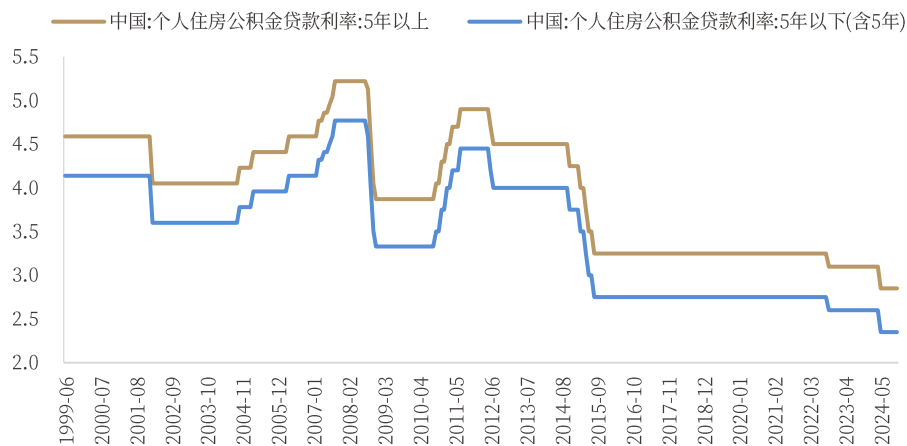
城市	限购政策	信贷政策	税收政策
上海	(一) 对非本市户籍居民家庭以及单身人士购买外环外住房的, 购房所需缴纳社会保险或个人所得税的年限, 调整为购房之日前连续缴纳满 1 年及以上。	(一) 首套房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%。二套房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%; 实行差异化政策区域的二套房贷款最低首付款比例调整为不低于 20%。住房公积金贷款最低首付比例相应调整。	(一) 调整增值税征免年限, 将个人对外销售住房增值税征免年限从 5 年调整为 2 年。

	(二) 对持《上海市居住证》且积分达到标准分值、在本市缴纳社会保险或个人所得税满3年及以上的非本市户籍居民家庭,在购买住房套数方面享受沪籍居民家庭的购房待遇。	(二) 落实国家关于降低存量房贷利率政策,引导商业银行稳妥有序将存量房贷利率降至新发放贷款利率附近,进一步减轻购房人房贷利息支出。	(二) 按照国家工作部署,及时取消普通住房标准和非普通住房标准,减少住房交易成本。
	(三) 在自贸区临港新片区实施更加差异化的购房政策,对在新片区工作、存在职住分离的群体,在执行现有住房限购政策的基础上,可在新片区增购1套住房,促进职住平衡。		
广州	全面取消限购政策,户籍、非户籍居民家庭和单身人士在全市范围内购买住房的,不再审核购房资格,不再限制购房套数。		
深圳	(一) 本市户籍居民家庭(含部分家庭成员为本市户籍居民的家庭,下同)限购2套住房,本市户籍成年单身人士(含离异,下同)限购1套住房。在执行上述住房限购政策的基础上,在盐田区、宝安区(不含新安街道、西乡街道)、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区、大鹏新区范围内,可再购买1套住房。	(一) 首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为15%,二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为20%。	将个人住房转让增值税征免年限由5年调整到2年。
	(二) 非本市户籍居民家庭及成年单身人士限购1套住房。在福田区、罗湖区、南山区和宝安区新安街道、西乡街道范围内购买住房,需提供购房之日前1年在本市连续缴纳个人所得税或社会保险证明。	(二) 购房居民家庭及成年单身人士名下已有住房无按揭抵押登记或只有一套按揭抵押登记(含抵押合同备案信息),新购买的住房,在办理个人住房贷款业务时可适用第二套住房贷款政策。	
	(三) 深汕特别合作区按照其现行政策执行。	(三) 有两个及以上未成年子女的居民家庭,购买第二套住房的,在办理个人住房贷款业务时可适用首套住房贷款政策。	
		(四) 深汕特别合作区首套住房和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一调整为15%,取消利率下限。	

资料来源:上海市人民政府,广州市人民政府办公厅,深圳市住房和城乡建设局,中国银河证券研究院

房贷利率下行利于促进消费。2024年11月,5年以上/5年以下(含)住房公积金贷款利率分别为2.85%/2.35%。房贷利率下行减轻居民还贷压力,释放部分消费能力,促进刚需和改善需求回升。

图21: 中国个人住房公积金贷款利率 (%)



资料来源:国家统计局,中国银河证券研究院

预计 2025 年房地产投资下降 7.1%。2024 年房屋新开工面积下降幅度较大，预计全年房屋新开工下降 20%左右。新开工面积的下降将传导到 2025 年，使得 2025 年的施工面积下降，对应的建安投资也将下降。预计 2025 年建安投资下降 9%，设备投资下降 7%，土地及其他投资下降 4.38%，综合预计房地产投资下降 7.1%。

表10: 房地产投资测算

项目	2024 (E)	2025 (E)	2025YOY
建安投资 (亿元)	58182	52946	-9%
设备工器具购置投资 (亿元)	729	678	-7%
土地及其他投资 (亿元)	40485	38711	-4.38%
<b>房地产投资 (亿元)</b>	<b>99396</b>	<b>92335</b>	<b>-7.1%</b>

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 三、海外工程景气高，“一带一路”需求旺

#### (一) 内外因共振，基建工程出海迎机遇

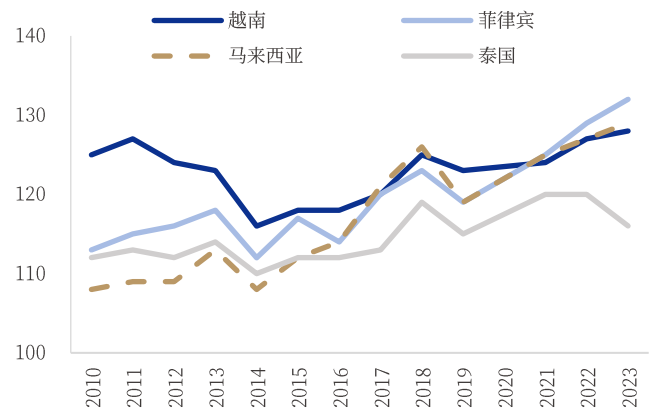
工业化转型浪潮驱动“一带一路”沿线国家基建需求不断攀升。伴随着全球新一轮（第五轮）大规模产业转移的启动和推进，“一带一路”沿线国家开始摆脱以劳动密集型产业为主的低级发展阶段，进入以资金、技术密集型为主的工业化时代，工业化进程不断加速，带动基建需求不断攀升。复盘第一次工业革命后全球产业转移的四轮变迁，基建需求也呈现同步变化。每轮转移都加速推动了承接国的工业化进程，为承接国带来了大规模的基础设施建设需求和生产设备更新换代需求。2008年金融危机后，新一轮全球产业转移启动，东南亚成为最大受益区域。根据中国对外承包工程商会和中国出口信用保险公司联合发布的《“一带一路”共建国家基础设施发展指数报告 2024》，2010年以来越南、菲律宾、马来西亚、泰国的一带一路基础设施发展指数整体呈上升趋势，预计基建需求将持续攀升，市场空间潜力较大。

图22：全球开启新一轮（第五轮）产业转移



资料来源：雅时国际商讯，中国银河证券研究院

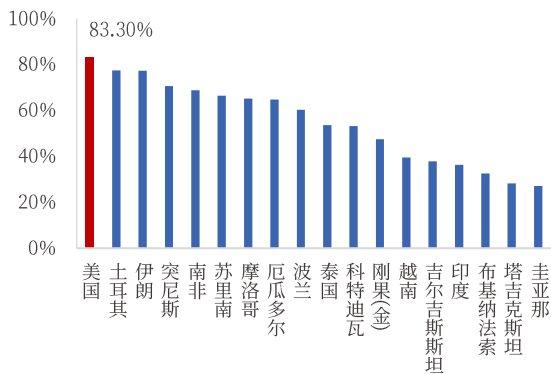
图23：新一轮全球产业转移以来东南亚四国一带一路基础设施发展指数



资料来源：中国对外承包工程商会，中国银河证券研究院

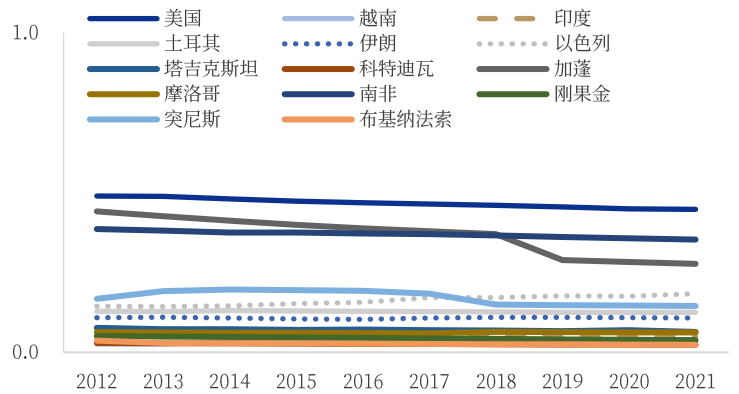
海外城镇化加速，基础设施建设需求强劲。“一带一路”沿线国家整体城镇化率潜力较大。根据世界银行数据，2023年，美国城镇化率达83.3%。“一带一路”沿线国家中，中东和东欧地区的大多数国家城镇化率水平较高，基本在60%以上，与美国、日本等发达国家接近，而东南亚、中亚、非洲、拉美地区部分沿线国家城镇化率低于50%，和美国相比仍有较大提升空间，基础设施建设在这些国家和地区需求前景可观。根据世界银行数据，截至2021年，美国人均铁路里程为0.4474公里/千人。“一带一路”沿线国家中，我们选取东南亚、中东、中亚、非洲地区13个国家作为样本。截至2021年，这13个国家平均人均铁路里程仅为0.1378公里/千人，不到美国人均铁路里程的三分之一，表明“一带一路”沿线国家的铁路建设水平仍有较大提升空间。

图24: 2023年美国及一带一路部分国家城镇化率对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

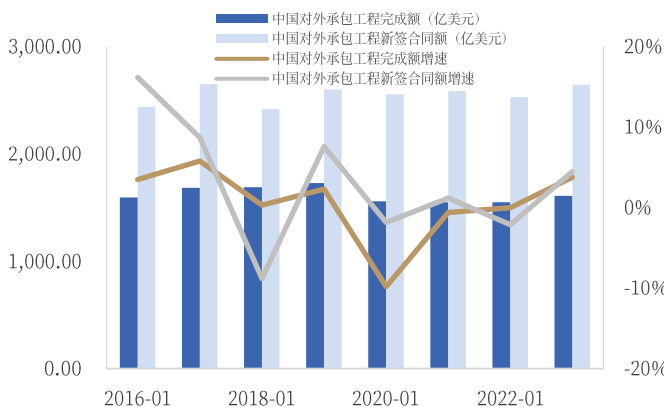
图25: 2012-2021年美国及一带一路部分国家人均铁路里程对比(公里/千人)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

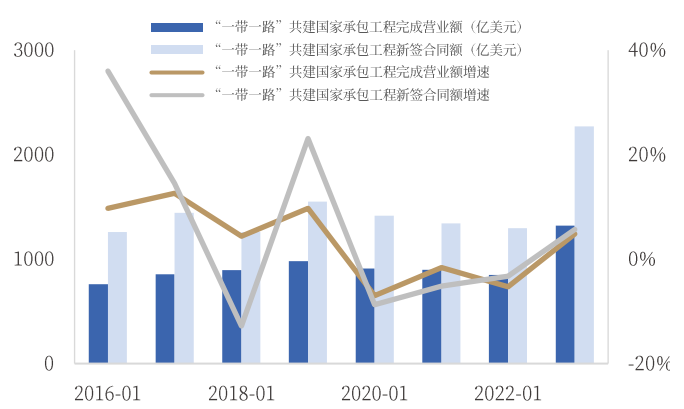
**我国对外工程承包规模不断增长, 基础设施项目稳步推进。**据商务部统计, 2023年我国对外承包工程业务完成营业额11,338.8亿元人民币, 同比增长8.8%(折合1,609.1亿美元, 同比增长3.8%), 新签合同额18,639.2亿元人民币, 同比增长9.5%(折合2,645.1亿美元, 同比增长4.5%)。其中在“一带一路”共建国家承包工程完成营业额1,320.5亿美元, 新签合同额2,271.6亿美元, 分别增长4.8%和5.7%。十年来, 我国在“一带一路”沿线地区建设了雅万高铁、中泰铁路、中老铁路、中欧班列、蒙内铁路等一系列标志性项目, 有效改善了沿线国家的基础设施水平, 大幅提升了我国与东南亚、东欧、非洲等地区的互联互通水平。

图26: 我国对外承包工程新签合同额与完成额



资料来源: 商务部, 中国银河证券研究院

图27: “一带一路”共建国家承包工程新签合同额与完成额

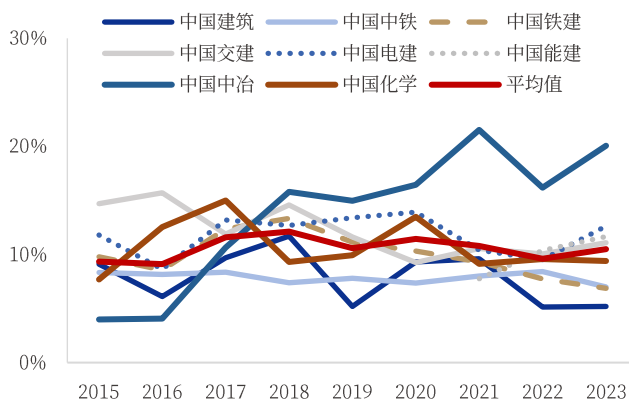


资料来源: 商务部, 中国银河证券研究院

**国内项目利润空间被压缩, 八大央企积极拓展海外业务。**随着经济结构的调整和固定资产投资增速放缓, 我国建筑业整体维持低速增长, 行业竞争激烈、盈利持续收窄, 行业集中度进一步提升。另一方面, 在化解地方政府债务压力背景下, 部分重点省份政府基建投资或将受限, 国内基建投资增速及项目落地速度面临较大压力。建筑八大央企在夯实国内业务的同时, 积极拓展海外业务, 均制定了详细的海外业务发展规划, 2023年海外业务收入占比较高的有中国化学(19.83%)、中国交建(15.32%)、中国能建(13.82%)、中国电建(13.35%)等。对比八大建筑央企2015-2023年境内及境外业务毛利率情况, 境内业务毛利率持续下降, 八大央企平均值从2015年的13.21%下降至2023年的10.65%, 国内项目盈利空间持续收窄。境外业务毛利率八大央企平均值从2015年的9.34%提升至2023年的10.49%, 虽然疫情期间因航运、物流、原材料价格上涨等导致成本有所增加, 毛利率水平有所波动, 但随着疫情平息, 海外项目毛利率逐步修复, 整体来看海外工程承包业务毛利率水平呈上升趋势。

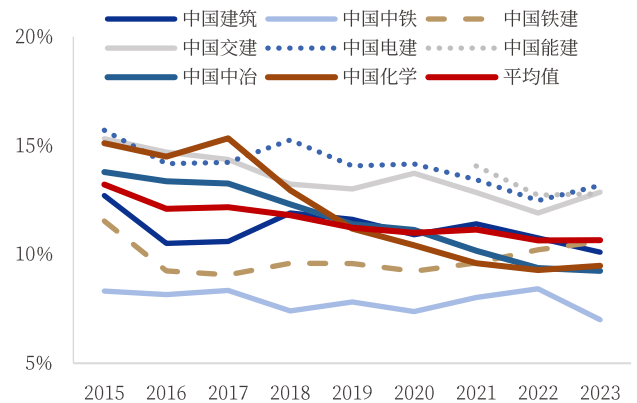


图28: 2015-2023 年八大建筑央企境外业务毛利率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图29: 2015-2023 年八大建筑央企境内业务毛利率情况

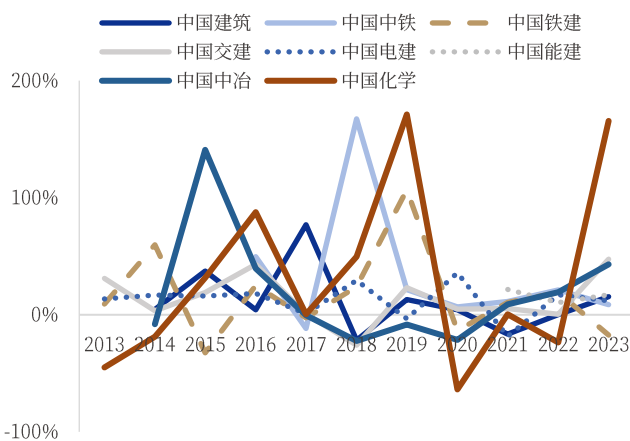


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 建筑央企和国际工程企业是出海主力军

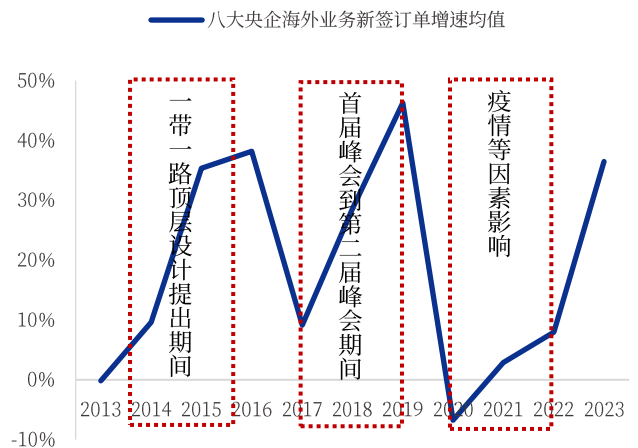
海外新签订单角度看, 订单增速受“一带一路”发展时间线的催化。八大央企的海外新签合同额整体受到“一带一路”倡议发展时间线的催化。伴随着“一带一路”概念的提出、支持资金的启动、配套政策的落地、历届峰会论坛的召开, 期间还受到疫情爆发、国际形势变化等重大事件的影响。2013-2015年, “一带一路”顶层设计陆续提出, 2015年3月的博鳌论坛期间, 经国务院授权, 国家发展改革委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》, 此后, 涉及到“一带一路”建设的地区也都做了相应的规划, 在国内也成立了“一带一路”的工作机制, 编制了一批专项规划, 出台了一系列配套措施。经过近两年的加速推进, 中国与“一带一路”沿线国家在基础设施等方面的合作都取得显著成果, 新签订单加速释放, 八大央企海外业务新签订单增速均值于 2016 年达到 38.19%。2017 和 2019 年, 首届及第二届“一带一路”国际合作高峰论坛顺利召开, 参会人数不断增加, 成果数量不断增长, 分别在政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通等方面达成多个项目合作协议, 建筑央企及国际工程企业在峰会期间以及峰会结束的一段时间内与参会国家签约多个重大海外工程项目, 推动新签订单高速增长。八大央企海外业务新签订单增速均值于 2019 年达到顶峰 46.28%。2020 年, 受疫情爆发、地缘政治等因素的影响, 八大央企新签订单增速由正转负, 2021-2023 年处于复苏阶段, 同时受到第三届“一带一路”高峰论坛召开的催化, 新签订单增速有所回升, 主要系中国化学新签海外订单大幅增长, 增速达 165.48%, 中国交建、中国中冶增速超过 40%, 其余央企基本恢复至两位数增长。

图30: 2013-2023 年八大央企海外业务新签订单增速情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图31: 2013-2023 年八大央企海外业务新签订单增速均值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

海外收入角度看，央企海外业务占比仍有较大提升空间，国际工程企业业绩弹性较大。根据建筑八大央企和四大国际工程企业 2023 年营业收入的地区分布情况，**从占比角度来看**，八大建筑央企在中国大陆的营业收入比重普遍较高，海外业务占比均低于 20%，仍有较大的提升空间。其中海外业务占比最高的是中国化学，比重为 19.83%，占比最低的是中国中冶，比重为 4.16%。此外，中国交建、中国电建、中国能建海外业务占比超过 10%。**从增速角度来看**，八大建筑央企海外业务业绩增速较为稳健，均不超过 20%。其中增速最快的是中国能建，为 19.98%，增速最慢的是中国化学，为 4.74%，此外，中国交建、中国铁建海外业务增速超过 10%。四大国际工程企业海外业务体量较小但占比较高，增速较快。2023 年海外业务占比均超过 35%，北方国际占比最高，比重接近 60%；2023 年海外业务增速为 20%-80%，中钢国际增速最快超过 80%，具备较好的业绩弹性。

表11：2023 年建筑行业重点企业海外业务情况

公司名称	2023 年海外业务收入 (亿元)	2023 年海外业务占比	2023 年海外业务增速
中国交建	1,162.12	15.32%	17.80%
中国建筑	1,157.60	5.11%	7.22%
中国电建	813.29	13.35%	8.69%
中国中铁	622.56	4.93%	6.54%
中国铁建	603.10	5.30%	11.52%
中国能建	561.24	13.82%	19.98%
中国化学	355.32	19.83%	4.74%
中国中冶	263.52	4.16%	14.48%
中材国际	200.89	43.86%	20.76%
北方国际	126.91	59.06%	66.92%
中钢国际	97.30	36.89%	80.28%
中工国际	70.57	57.07%	46.45%

资料来源：中国交建、中国建筑、中国电建、中国中铁、中国铁建、中国能建、中国化学、中国中冶、中材国际、北方国际、中钢国际、中钢国际公司公告、中国银河证券研究院

业务分布领域角度看，建筑央企对外承包工程领域多元化。随着我国建筑企业在海外各领域的项目规模越来越大，覆盖的地域越来越多，产业链配置能力逐步增强，至今已具备建筑工程项目全产业链的服务优势，涵盖交通、房建、电力、工业、水利等多个领域。建筑八大央企虽有业务相互渗透，但由于原隶属于不同政府部门，因此在其专业领域具备独特的竞争优势。八大央企和四大国际工程企业分别在不同行业深耕，形成了各自擅长的细分领域和差异化的业务结构重心，并主导参与了一大批代表项目。

表12：对外工程承包各领域参与方及代表项目

领域	细分领域	重点参与企业	代表性项目
交通	公路桥梁隧道、铁路、城轨、港口、机场	中国交建、中国中铁、中国铁建	雅万高铁、克罗地亚佩列沙茨大桥、孟加拉国父隧道
房建	住宅、商业、公共建筑	中国建筑、中国铁建、中国交建、中国中铁	阿联酋卡瓦利卡萨高层住宅、迪拜歌剧院大厦、迪拜哈勃图尔豪华公寓项目
电力	光伏、水电、风电、火电、核电等	中国电建、中国能建	埃塞俄比亚 ADAMA 风电项目、阿根廷赫利俄斯风电项目群
工业厂房及生产线	钢铁、有色金属、石化、非金属材料、制浆造纸、食品发酵等	中国中冶、中国化学、中钢国际、中材国际、中工国际、中国海诚	伊拉克九区原油中央处理设施项目、沙特 SCC 双万吨水泥熟料生产线、Tosyali 阿尔及利亚四期短流程绿色低碳综合钢厂—炼钢连铸项目

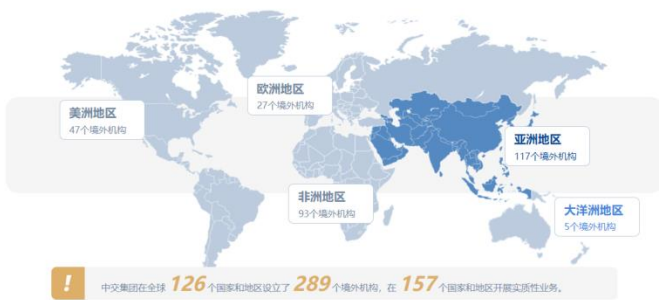
水利	防洪、防潮、排涝、蓄水、引水、供水、提水、灌溉、水土保持等	中国电建、中国能建	马达加斯加图利亚拉供水项目、巴基斯坦卡洛特水电站项目
----	-------------------------------	-----------	----------------------------

资料来源：中国交建、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国电建、中国能建、中国中冶、中国化学、中钢国际、中材国际、中工国际、中国海诚公司公告、中国银河证券研究院

### (三) 重点企业多元化差异化出海策略

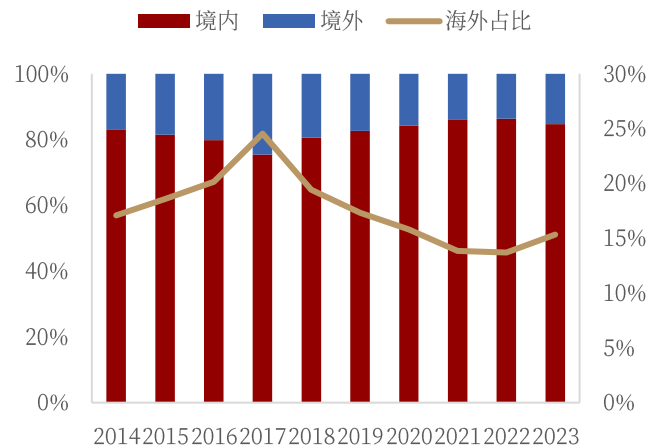
**中国交建：“一带一路”排头兵，海外业务规模位列八大央企之首。**公司积极响应国家“一带一路”倡议，牢固树立并积极践行“海外优先”发展战略，紧盯重点国别、重点区域，前瞻性、系统性服务高质量共建“一带一路”，主动布局关键通道、关键港口、关键机场等基础设施互联互通项目，加强城市给排水、流域治理、垃圾处理、海水淡化等业务开拓，健全海外业务体系。2023年，公司实现海外业务收入1162.12亿元，规模位居八大央企之首。中交集团旗下拥有中国港湾、中国路桥、海外工程分公司和中水对外四家海外业务平台公司，有助于与中国交建形成出海协同效应。中国交建聚焦“六廊六路多国多港”，在“一带一路”沿线累计签署合同3400多亿美元，主导参与3000多个海外项目，在海外又树立了一批标志工程、品质工程、民生工程。

图32：中交集团全球业务布局



资料来源：中国交建官网，中国银河证券研究院

图33：2014-2023年中国交建海内外业务营收占比情况

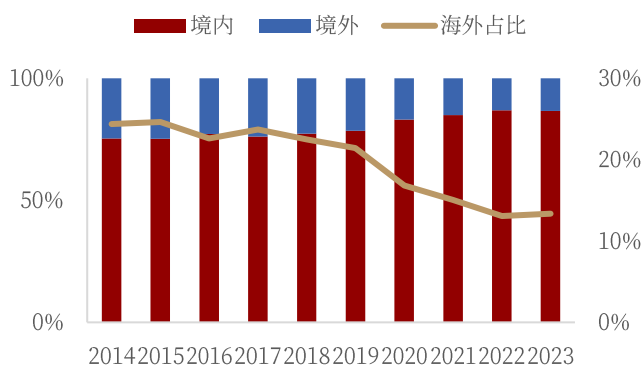


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**中国电建：深耕水利水电细分领域，全球大中型水利水电建设市场份额达50%。**中国电建具有世界一流的水利水电建设能力，业务遍及全球130多个国家和地区，占有全球50%以上大中型水利水电建设市场。2023年，公司实现海外新签合同额2,151.73亿元，同比增长11.87%，占公司新签合同总额的18.83%；实现国际业务营业收入813.29亿元，同比增长8.69%，占公司总体的13.42%。公司无论是海外业务收入占比还是海外新签合同金额占比均位于八大建筑央企前列。

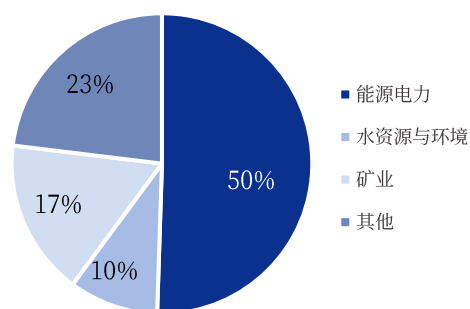
**中国电建“水、能、城、矿”四大海外业务更趋均衡。**核心主业能源电力业务仍为绝对主力，境外新能源业务新签合同连续六年排名中资企业第一，2023年实现能源电力新签合同1,086.93亿元，占比50.51%；新签水资源与环境合同207.00亿元，同比增长274%，占公司海外新签合同总额的9.62%；矿山业务得到快速增长，新签矿业项目约361.31亿元，同比增长20.63%，占公司海外新签合同总额的16.79%。

图34：2014-2023 年中国电建海内外业务营收占比情况



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图35：2023 年中国电建新签海外业务类型占比情况



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**中国中铁：持续夯实铁路交通，掘金海外矿产资源。**中国中铁积极践行“海外双优”发展战略，着力构建“3+5+N”海外经营发展体系和管理架构，持续发挥全产业链优势，不断扩大“走出去”的广度。公司海外业务遍及全球 143 个国家和地区，目前已承建 1000 多项海外工程，在海外拥有在建项目超过 1,600 亿美元，在“一带一路”共建国家累计设计、建造铁路及城市轨道交通总里程 14,000 公里、公路总里程 7,000 公里、机场及港口 50 余座，建成房屋总面积 1,200 万平米，在建及已建成 200 米以上的超高层建筑 14 座，参与运营、维护轨道总里程超过 3,000 公里。公司积极在海外拓展矿产资源相关业务，在境外全资、控股或参股投资建成 4 座现代化矿山，分别为刚果（金）绿纱铜钴矿、华刚 SICOMINES 铜钴矿、MKM 铜钴矿以及蒙古新鑫公司乌兰铅锌矿，均生产运营状况良好。此外，还有蒙古新鑫公司木哈尔铅锌矿、乌日勒敖包及张盖陶勒盖金矿尚未开发。

表13：中国中铁海外矿产资源项目情况

项目名称	品种	品位	保有资源/储量 (万吨)	权益比	2023 年产量 (万吨)
刚果（金）华刚 SICOMINES 铜钴矿	铜	3.53%	691.51	41.72%	23.55
	钴	0.15%	54.75		0.39
刚果（金）绿纱铜钴矿	铜	2.57%	45.5	72%	3.01
	钴	0.06%	1.13		0.05
刚果（金）MKM 铜钴矿	铜	1.87%	3.1	80.20%	1.82
	钴	0.24%	0.32		0.02
蒙古新鑫公司乌兰铅锌矿	铅	1.15%	14.86	100%	0.85
	锌	2.91%	37.48		2.66
	银	56.55g/t	0.07		0.0044
新鑫公司木哈尔铅锌矿	铅	0.63%	4.11	100%	未开发
	锌	2.37%	15.47		
	银	118.17g/t	0.08		
新鑫公司乌日勒敖包及张盖陶勒盖金矿	金	3g/t	0.0003	100%	未开发

资料来源：中国中铁公司公告, 中国银河证券研究院

**中工国际：央企平台旗下国际工程领军企业，油气工程空间广阔。**公司控股股东国机集团为中央直接管理的国有骨干企业，是一家多元化、国际化的综合性装备工业集团，为公司带来强大的资源禀赋。公司坚持高质量共建“一带一路”，在业务区域方面，公司着力开发伊拉克等中东地区市场，深度开发乌兹别克斯坦等中亚地区市场，调整拉美市场布局，大力开发圭亚那、尼加拉瓜等市场，储备了一批规模大质量优的项目。在业务领域方面，公司瞄准油气行业，成为首个在油气工程领域

斩获大额总包项目的除“三桶油”之外的央企建筑相关主体，是参与中东油气工程项目的强有力的竞争者。2022年中工国际联合体与联合能源旗下的科威特能源签署10亿美元订单，以总包商身份为油气开发业主服务，正式切入油气新赛道；2024年，与中海油石化工程有限公司组成的联合体签订的伊拉克九区原油中央处理设施项目竣工并进入质保期，该项目实现了超1,300万安全人工时，提前三天实现一次点火成功顺利投产，创造伊拉克同类项目最短工期记录。投产以来，全厂生产状态平稳有序，产品各项质量检测指标在伊拉克各油田名列前茅，截至目前已持续稳定运行3个月，实现每天10万桶的产能。伊拉克九区天然气中央处理设施项目进入设备安装高峰期，正在进行钢结构安装、设备安装、管道安装和电气仪表安装等工作。

图36: 伊拉克九区原油中央处理设施项目顺利投产及达产10万桶产能庆典仪式



资料来源：中工国际公司公告，中国银河证券研究院

## 四、内需有望提振，新质生产力助转型

### (一) 低空经济蓄力前行，勘察设计增量可期

**低空经济快速发展，战略新兴产业地位凸显。**近年来，国内低空经济产业快速发展，2021年2月，国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，低空经济被首次写入国家规划。2023年12月以来，政府密集出台低空经济相关政策，12月中央经济会议从国家层面首次将“低空经济”定义为战略新兴产业；2024年3月，低空经济首次被写入政府工作报告，市场关注度显著提升；3月27日工信部等四部门印发《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030年）》，加快通用航空装备技术升级，推进低空经济应用场景培育及落地。《方案》提出低空经济发展的阶段目标：2027年基本建立现代化通用航空基础支撑体系，以无人化、电动化、智能化为基础特征的新型通用航空装备在城市空运、物流配送、应急救援等领域实现商业应用；2030年基本建立以高端化、智能化、绿色化为特征的通用航空产业发展新模式，形成万亿级市场规模。五大重点任务为增强产业技术创新能力、提升产业链供应链竞争力、深化重点领域示范应用、推动基础支撑体系建设、构建高效融合产业生态。

表14：中央层级低空经济相关政策梳理

时间	政策/会议	相关内容
2021年2月	《国家综合立体交通网规划纲要》	中共中央、国务院印发，提出推进交通与相关产业融合发展。发展交通运输平台经济、枢纽经济、通道经济、低空经济
2022年12月	《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》	中共中央、国务院印发，提出加快培育海岛、邮轮、低空、沙漠等旅游业态，释放通用航空消费潜力。
2023年6月	《无人驾驶航空器飞行管理暂行条例》	国务院、中央军委公布实施，助推相关产业持续健康发展提供有力法治保障。
2023年10月	《绿色航空制造业发展纲要（2023—2035年）》	鼓励珠三角、长三角、环渤海、成渝等地区，设立低空经济示范区，开展轻小型电动飞机规模化示范运营，eVTOL商业示范运营等。计划到2025年实现eVTOL试点运行。
2023年12月	中央经济工作会议	以科技创新引领现代化产业体系建设。打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业。
2023年12月	《国家空域基础分类方法》	将空域划分为A、B、C、D、E、G、W等7类，增设低空飞行空域，优化各空域飞行活动的审批与报备规范。
2024年2月	中央财经委员会第四次会议	鼓励发展与平台经济、低空经济、无人驾驶等结合的物流新模式。
2024年3月	两会《政府工作报告》	积极培育新兴产业和未来产业，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。
2024年3月	《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030年）》的通知	加快通用航空装备技术升级，推进低空经济应用场景培育及落地。

资料来源：国务院，中国政府网，新华社，中国银河证券研究院

**2024年下半年多省市积极响应，各地政策逐步跟进。**3月工信部等四部门《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030年）》的发布奠定了低空经济装备技术升级、应用场景培育及落地的大方向，11月18日，2024国际电动航空（昆山）论坛上，中国航空运输协会通航业务部、无人机工作委员会主任孙卫国表示，中央空管委即将在六个城市开展eVTOL试点，分别是合肥、杭州、深圳、苏州、成都和重庆。下半年以来，全国已有45个城市启动了低空经济的政策规划，通过招商引资、试点示范、基础设施建设等多个维度推进低空经济的布局。

表15: 重点城市低空经济基础设施相关政策规划梳理

省市	时间	文件	基础设施相关政策内容
合肥	2024/6/21	《合肥市支持低空经济发展若干政策》	<b>支持低空经济基础设施建设。</b> 支持建设 eVTOL、无人机起降点（地）、智能起降柜机、充换电站等地面基础设施，通信、导航、监视、气象、电磁、反制等保障设施，以及验证试飞场地设施等，其中，对社会投资建设的基础设施建成并实际运营的，按不高于实际建设投入的 15%（根据基础设施类型不同给予不同补贴比例）给予补贴，每个企业每年度最高 500 万元。
杭州	2024/06/27	《杭州市低空经济高质量发展实施方案（2024—2027 年）》	<b>加快低空基础设施建设。</b> 坚持政府主导、统一规划、国企带动、社会参与，加快各类低空航空器起降场（点）、测试场、智能基站布局，建设 eVTOL 起降运营中心，布设 5G-A 网络、卫星互联网等，满足低空航空器起降、飞行、停放等功能需求。到 2027 年，建成公共无人机起降场 40 个以上，末端无人机起降点 220 个以上，试飞测试场 3 个以上，各类直升机起降点 15 个以上。
成都	2024/7/12	《成都市加快提升低空飞行服务能力培育低空经济市场的若干措施（征求意见稿）》	<b>加快建设低空地面基础设施。</b> 将低空地面基础设施建设纳入城市规划与城市更新，在城市新区、新建园区、试点示范片区等按照“应建尽建”原则，在城市建成区等按照“因地制宜”原则，支持建设通用机场、无人驾驶航空器枢纽起降场、eVTOL 起降场、无人机起降点等低空地面基础设施。对投资建设低空地面基础设施，并实际运营 1 年以上的企业，按实际投资总额（不包含航空器及软件系统采购）的 50% 给予资金补贴，单个项目最高 100 万元，单户企业每年不超过 500 万元。
上海	2024/7/25	《上海市低空经济产业高质量发展行动方案（2024-2027 年）》	<b>基础设施持续完善。</b> 构建低空航空器大中小型分布式起降点设施以及通导、能源、气象、存储等新型设施，升级低空测试试飞基地，打造测试跑道完备、试飞空域充分的地空联动低空经济特色产业园区。加快规划建设“设施网”，规划布局低空飞行起降设施，结合低空航路航线划设、场景应用等需求，加快建设大中小型起降设施及能源设施，结合产业发展需要，联动长三角相关城市，加快研究金山区、青浦区通用机场规划。
重庆	2024/9/21	《重庆市推动低空空域管理改革促进低空经济高质量发展行动方案（2024—2027 年）》	到 2025 年，低空空域管理改革取得突破性进展。新建通航起降点 200 个以上，实现低空飞行“县县通”，“干支通”机场及临时起降点全面实现互联互通。到 2027 年，低空空域管理改革的战略支撑和先行先试作用更加凸显。新建通航起降点 1500 个以上，实现低空飞行“乡乡通”。
江苏	2024/9/26	《加快推动低空经济高质量发展的实施意见》	完善地面基础设施网。指导各地做好基础设施布局规划，统筹布设站点，适度超前布局各类起（备）降场（点）、充电场等配套设施。建设低空智联信息网。创新利用北斗数据链、广播式自动相关监视、5G/5G-A、通信感知一体化、低轨卫星等技术，有序建设通信、导航、监视、气象和情报等设施。构建低空数字底座。持续优化实景三维江苏数据，有序推进构建低空空域数字孪生系统，逐步形成全省低空数字底座。
北京	2024/9/30	《北京市促进低空经济产业高质量发展行动方案（2024-2027 年）》	<b>基础设施逐步完善。</b> 到 2027 年，统筹考虑基础条件和发展需求，科学谋划、适度超前、新旧融合建设低空基础设施。加大既有通用机场设备设施综合利用，推动建成飞行管控服务平台、检测实验室、中试基地、起降场等设施，构建形成便捷高效、智慧精准的低空飞行服务保障体系。
深圳	2024/11/5	《深圳市低空基础设施高质量建设方案（2024-2026 年）》	到 2026 年，深圳将建成 1200 个以上低空起降设施，覆盖载人飞行、物流运输、社区配送及城市治理服务四大领域。到今年年底发起第一轮攻坚，年内还要建成低空起降设施 147 个；2025 年第二轮攻坚建成起降设施 658 个；2026 年冲刺建成起降设施 513 个。

资料来源：各地政府官网，中国银河证券研究院

**2024-2030 年通用机场市场设计端年均投资额约为 20.7-34.5 亿元。**根据民航局在编的《全国通用机场布局规划》，到 2030 年全国通用机场将达到 2058 个。截至 2023 年末，全国在册通用机场已达 449 个，2024-2030 年年均新建通用机场数量将达 230 个，假设平均每个通用机场投资额为 3-5 亿元，年均投资额约为 690-1150 亿元。假设通用机场项目的设计费率为 3%，我们测算通用机场设计端的年均投资额约为 20.7-34.5 亿元，将为基建设计企业带来巨大的增量空间。

表16: 低空经济设计端市场空间测算

	2024年-2030年
新增通用机场数量目标 (个)	1609
年均新增通用机场数量 (个)	230
单个通用机场投资额 (亿元)	3-5
通用机场年均投资额 (亿元)	690-1150
通用机场项目的设计费率	3%
通用机场设计端的年均投资额 (亿元)	20.7-34.5

资料来源: 民航局, 中国银河证券研究院

**低空经济项目进入扎实推进期, 基建设计企业率先受益。**下半年以来, 全国多地加速低空经济项目落地, 多个与低空经济相关的项目正申请备案或已获得备案、通过审核。例如广东省茂名市低空经济与产业融合发展建设项目于 10 月 28 日通过备案, 项目总投资 19.5 亿元, 建设内容涵盖生产作业网(低空农业植保体系建设)、基础设施网(低空经济基础配套设施)、航空消费网(低空经济农文旅智慧设施、低空场景综合应用示范基地)、公共服务网(低空救援与公共服务体系建设)等领域。基础设施建设是低空经济发展的基础, 基建设计企业作为产业链的前端将率先受益, 建议关注具备区域优势和专业资质和项目经验的民航设计标的, 如京津冀地区的中交设计(600720.SH), 长三角地区的华设集团(603018.SH)、苏交科(300284.SZ)、中衡设计(603017.SH)、设计总院(603357.SH), 广深地区的深城交(301091.SZ)等。

表17: 低空经济相关上市公司概况

公司	业务布局	总市值 (亿元) 2024/12/13	2023 营收 (亿元)	营收同 比增速	2023 归母净 利润 (亿元)	归母同 比增速	市盈率 (TTM) 2024/12/13
中交设计	1、参与国家综合立体交通顶层设计, 服务多个省市的空中交通管理创新方案, 低空产业发展规划, 低空空域划分项目; 2、推动低空复杂运行环境科学有序构建、新型基础设施立体规划、云控低空交通多式协同运行、空域规划与智能管控技术研究; 3、成立低空经济创新中心, 同时和中交集团旗下中国民航机场建设集团、中交投资有限公司、中交资本控股有限公司等兄弟单位成立了低空协同工作机制; 4、正积极跟踪低空领域相关标的, 倡导并实践股权合作等多元化合作方式, 增强产业服务的差异化竞争力。	212.71	135.11	2.16%	17.66	4.18%	9.65
深城交	与粤港澳大湾区数字经济研究院联合承接了全国首个低空智能融合基础建设建设项目, 预计至 2025 年, 支持深圳 300 万/年架次以上的商用飞行, 系统运营网络时延 50ms。近期中标温州、常州、台州、中山、杭州钱江新城等低空规划咨询设计项目。	210.10	14.19	15.77%	1.62	1.11%	124.39
华设集团	控股北京民航院, 成立民航机场安全与运行工程技术研究中心。先后为 113 个运输机场和 18 个通用机场提供工程咨询服务, 承担江西赣州、江西共青城、南京民用无人驾驶试验试飞区等低空经济规划设计项目。	62.77	53.53	-8.32%	6.98	2.08%	10.83
设计总院	持续深耕民航类业务咨询服务和勘察设计市场, 2023 年公司取得多个通用机场设计咨询类项目, 新签合同额 3400 万元。	55.01	33.88	21.08%	4.88	10.26%	12.85
地铁设计	主要聚焦于低空摄影、城市智巡、轨道上的“停机坪”、“轨道+低空物流”以及低空服务一体化综合管理平台等轨道交通与低空经济的创新融合业务。近期中标广州市低空经济应用研究项目, 并与通号城市轨道交通技术有限公司签署战略合作框架协议, 进一步打造“轨道	68.84	25.73	3.92%	4.32	8.01%	15.57



	+低空”多元化新业态。						
苏交科	近年来承接国家及部省市级重大航空咨询类项目 60 余项。2024 年，公司成功中标广东省黄埔区低空飞行基础设施新基建项目勘察设计，该项目是公司在粤港澳大湾区首个涵盖低空飞行基础设施、低空飞行器应用验证基地、低空管理服务平台等内容的综合性项目。	144.85	52.78	0.98%	3.3	-44.47%	56.98
中衡设计	中标武汉市经济开发区华中智能飞行器产业基地项目（一期），包括智能飞行器主体和市政道路等 8 个子项，总投资超过 26 亿元。	26.40	17.3	-1.73%	1.07	22.65%	33.20

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （二）新型电力系统建设提速，新能源市场空间广阔

**电力体制改革加速推进，清洁能源市场广阔。**2023 年以来，以新型电力系统为核心的电力体制改革加速推进，我国电力交易市场建设相关文件密集出台，各省电力现货市场逐渐转入正式运行阶段。电力体制改革的不断深入为新能源市场带来广阔的市场前景。一方面，新型电力系统的构建加快，为水电、风电、核电、太阳能等清洁能源及新能源发电创造了更加适配的发展环境和条件，促进新能源占比不断提高；另一方面，电力现货市场的稳步建设、分时电价机制的逐步完善有助于优化电力资源配置、缓解供需波动、提升新能源消纳水平。随着电力体制改革加速推进，在碳达峰、碳中和的大背景下，我国能源结构优化调整加快，新能源受到国家的政策支持而蓬勃发展，为电力工程行业带来新的发展机遇与广阔的市场空间。

表18：电力体制改革相关政策

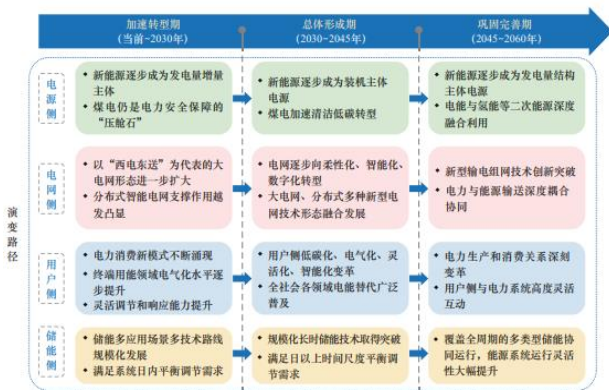
时间	部门/会议	文件	相关政策内容
2023/06/02	国家能源局	《新型电力系统发展蓝皮书》	结合新型能源体系建设要求和“双碳”发展战略，全面阐述新型电力系统发展理念、内涵特征，描绘发展阶段及显著特点，提出建设新型电力系统的总体架构和重点任务。
2023/07/11	中央深改委会议	《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》	会议强调要深化电力体制改革，健全适应新型电力系统的体制机制，推动加强电力技术创新、市场机制创新、商业模式创新，加快构建清洁低碳、安全充裕、经济高效、供需协同、灵活智能的新型电力系统。
2023/09/07	国家发改委、国家能源局	《电力现货市场基本规则（试行）》	主要包括电力现货市场总体要求、市场成员、市场构成与价格、现货市场运营、市场衔接机制、计量、市场结算、风险防控、市场干预、争议出力、技术支持等内容。
2024/01/31	国家能源局	《电力市场信息披露基本规则》	从信息披露原则和方式、信息披露内容、披露信息调整、信息保密和封存、监督管理等方面明确全国电力市场信息披露机制，规范信息披露工作。
2024/05/14	国家发改委	《电力市场运行基本规则》	主要包括：电力市场成员的分类和职责、交易品种的分类和交易方式、市场计量、结算、风险控制等。
2024/05/28	国家能源局	《关于做好新能源消纳工作，保障新能源高质量发展的通知》	从推进配套电网项目建设、系统调节能力提升和网源协调发展、发挥电网资源配置平台作用、优化新能源利用率目标、新能源消纳数据统计管理、常态化开展新能源消纳监测监管工作等六个方面，提出十七项措施，以提升电力系统对新能源的消纳能力，推动新能源高质量发展。
2024/07/24	国家能源局	《电力中长期交易基本规则》	为规范电力中长期交易，保障市场成员的合法权益，推进统一开放、竞争有序的电力市场体系建设而制定的规则。适用于未开展电力现货交易的地区，主要包括市场成员的定义、交易方式、价格机制、合同签订与执行、交易结算及偏差处理等方面。
2024/08/06	国家发改委、国家能源局、国家数据局	《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027 年）》	2024 年至 2027 年重点开展 9 项专项行动，包括电力稳定保障行动、大规模高比例新能源外送攻坚行动、配系统网高质量发展行动、新一代煤电升级行动、电动汽车充电设施网络拓展行动等。
2024/09/13	国家能源局	《电力市场注册基本规则》	重点对注册基本条件、注册申请、信息变更、市场注销、异议处理、监督

			管理等做出规定。
2024/12/02	国家能源局、中国电力企业联合会	《全国统一电力市场发展规划蓝皮书》	到 2025 年，初步建成全国统一电力市场，电力市场顶层设计基本完善，实现全国基础性交易规则和技术标准基本规范统一。到 2029 年，全面建成全国统一电力市场，推动市场基础制度规则统一、市场监管公平统一、市场设施高标准联通。

资料来源：发改委，能源局，人民政协网，中国政府网，中国银河证券研究院

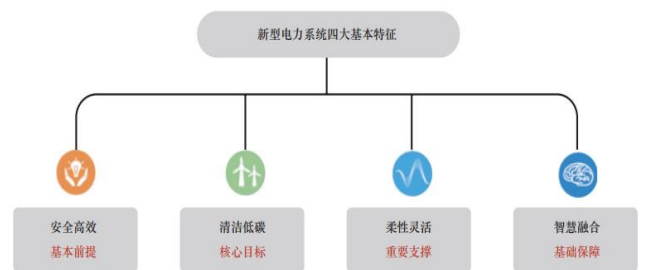
根据新时代“两步走”战略安排要求，锚定 2030 年前实现碳达峰、2060 年前实现碳中和的战略目标。以 2030 年、2045 年、2060 年为新型电力系统构建战略目标的重要时间节点，制定新型电力系统“三步走”发展路径，即加速转型期（当前至 2030 年）、总体形成期（2030 年至 2045 年）、巩固完善期（2045 年至 2060 年）。新型电力系统建设“三步走”分别从电源侧、电网侧、用户侧和储能侧演进。新型电力系统包括四大特征，即安全高效、清洁低碳、柔性灵活、智慧灵活。

图37：新型电力系统建设“三步走”发展路径



资料来源：国家能源局《新型电力系统发展蓝皮书》，中国银河证券研究院

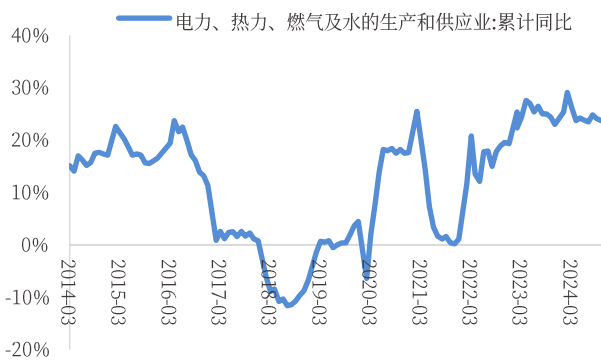
图38：新型电力系统四大基本特征



资料来源：国家能源局《新型电力系统发展蓝皮书》，中国银河证券研究院

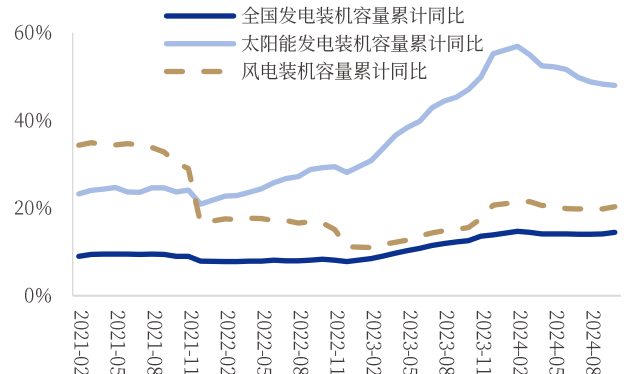
**电力投资维持高景气，新能源基建需求旺盛。**2024 年 1-11 月份，广义基建投资增速为 9.39%。其中，电力、热力、燃气及水的生产供应投资同比增长 23.7%，今年以来同比增速维持在 23% 以上。2020-2023 年间，我国光伏累计装机从 253.56GW 增长至 610.48GW，CAGR 为 34.03%；风电累计装机从 281.65GW 增长至 441.44GW，CAGR 为 16.19%，新能源建设持续高增。根据国家能源局，截至 2024 年 10 月底，全国累计发电装机容量约 31.9 亿千瓦，同比增长 14.5%。其中，太阳能发电装机容量约 7.9 亿千瓦，同比增长 48%；风电装机容量约 4.9 亿千瓦，同比增长 20.3%。预计 2030 年全国全社会用电量达到 13 万亿千瓦时以上，全国非化石能源发电装机占比接近 70%，带动非化石能源消费比重达到 25% 以上，全国电能占终端能源消费比重有望达到 35%。在大力发展新质生产力、促进能源转型的背景下，电力投资增速有望维持高位，将带动新能源基建需求持续旺盛。

图39：电力、热力、燃气及水的生产供应投资增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

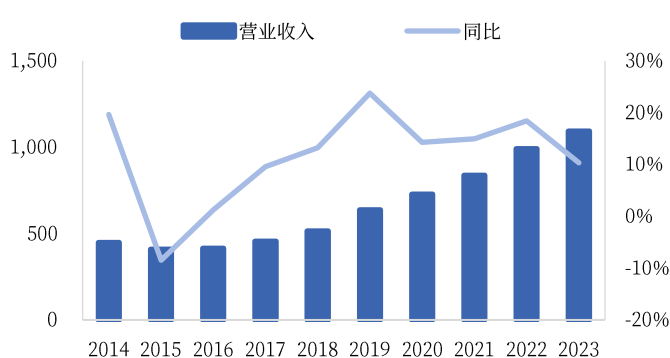
图40：2021-2024 年 10 月我国发电装机容量增速情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

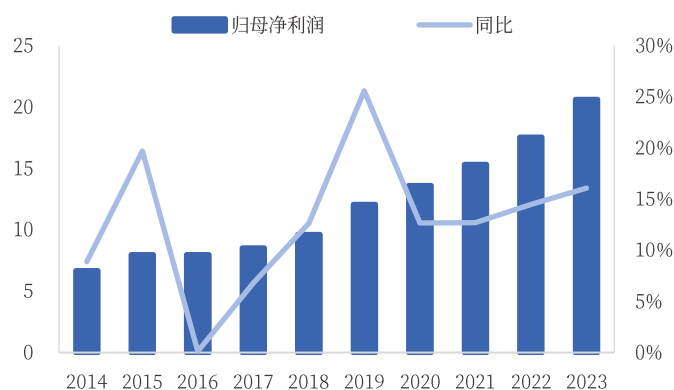
**核电审批进度提速，中国核建核电渗透率提升空间大。**《2024年能源工作指导意见》提出稳步推进核电开发建设，积极安全有序推动沿海核电项目核准。2024年核电迎来密集核准期，8月19日，五个核电项目共11台机组获得核准，相关产业链有望受益。根据能源局，2023年中国全年新增商运核电机组2台，数量达到55台，额定装机容量5703万千瓦；全年核电设备平均利用小时数为7661小时，核电发电量4334亿千瓦时，占全国累计发电量的比例为4.86%。截止2024年8月底，我国大陆在建在运核电机组102台，总装机容量超1.13亿千瓦，位居全球第一。到2025年底在运核电装机达到6500万千瓦左右。中国核能协会预计到2035年我国核电发电量占比将达10%。中国核建是我国核电工程建设龙头企业，代表着我国核电工程建设的高水平。公司主要从事军工工程、核电工程及工业与民用工程的建设业务，掌握CAP1000、EPR、VVER、华龙一号等所有堆型、全部规格系列的核电关键建造技术和建造能力，国内核电建造市场份额保持领先。2024年1-10月，公司实现新签合同1156.01亿元，同比增长9.58%。

图41：中国核建 2014-2023 年营业收入（亿元）及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图42：中国核建 2014-2023 年归母净利润（亿元）及增速

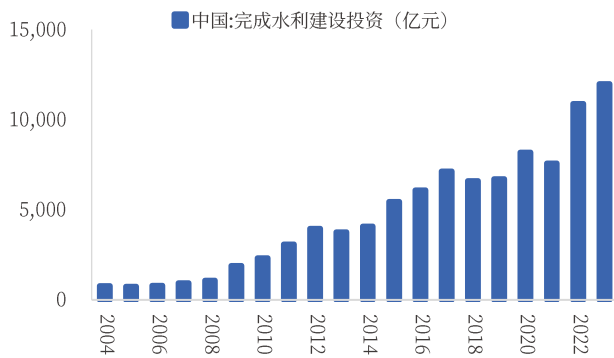


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （三）水利投资持续高景气，运河工程项目加速落地

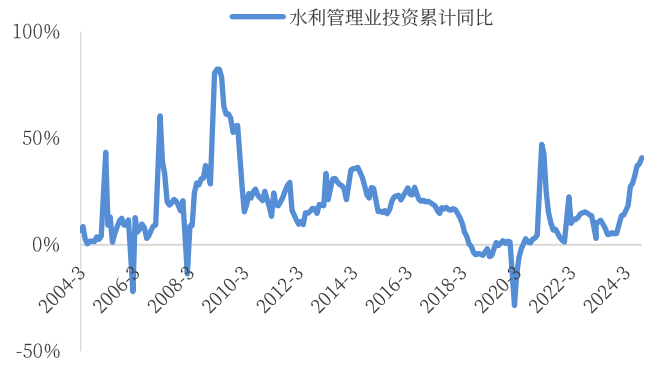
**政策规划引导下，水利投资连续3年超万亿元。**2021年，发改委、水利部联合印发了《“十四五”水安全保障规划》，规划提出到2025年，水旱灾害防御能力、水资源节约集约安全利用能力、水资源优化配置能力、河湖生态保护治理能力进一步加强，国家水安全保障能力明显提升；提出“十四五”期间，全国计划完成水利投资额5.2万亿元。2023年全年我国完成水利建设投资1.2万亿元，较2022年增长10.1%，投资和规模创历史新高。2023年5月25日，中共中央、国务院印发了《国家水网建设规划纲要》，规划纲要提出到2025年，建设一批国家水网骨干工程，国家骨干网建设加快推进，省市县水网有序实施，着力补齐水资源配置、城乡供水、防洪排涝、水生态保护、水网智能化等短板和薄弱环节。到2035年，基本形成国家水网总体格局，国家水网主骨架和大动脉逐步建成，省市县水网基本完善，构建与基本实现社会主义现代化相适应的国家水安全保障体系。根据水利部，2024年1-10月，全国水利建设完成投资10888.5亿元，同比增长11.7%，完成投资连续3年超万亿元。2024年1-10月，水利、环境和公共设施管理业投资累计同比增长3.1%，较上月提升0.3pct，其中水利管理业投资同比增长37.9%，较上月提升0.8pct，投资增速持续加快。

图43: 2004-2023 年中国水利建设投资额完成情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

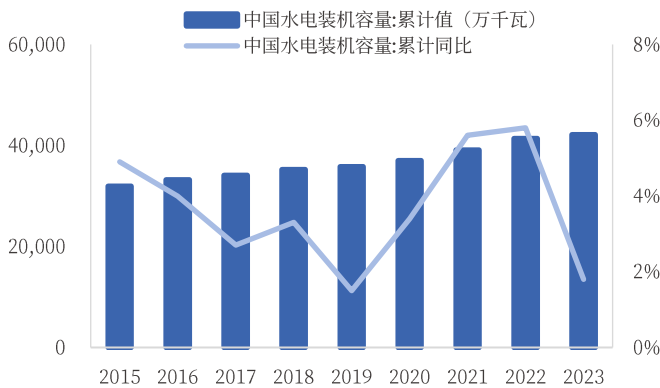
图44: 2004 年以来水利管理业投资投资增速持续加快



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

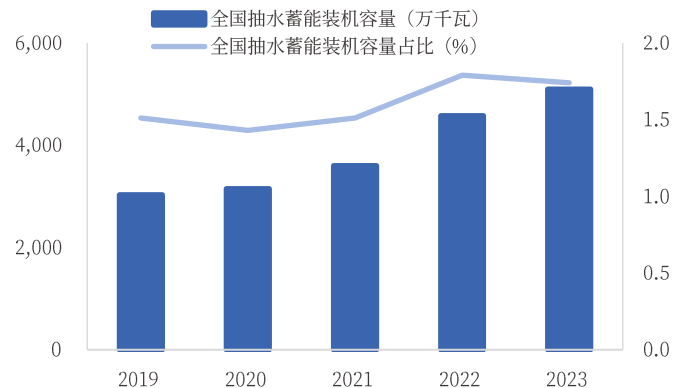
**水电装机容量增速稳健，抽水蓄能景气上行。**2023 年，中国水电装机容量达到 4.2 亿千瓦，较 2022 年同比增长 1.8%。2015-2023 年，我国水电装机容量同比增速稳定在 0-5% 的区间，增速较为稳健。随着全球风能、太阳能等可再生能源的大规模高速发展，电力系统的波动性和间歇性问题日益凸显，调节电源的需求大幅增加。抽水蓄能是当前技术成熟、经济性优越、具备大规模开发条件的电力系统绿色低碳清洁灵活调节电源，与风电、太阳能发电等配合效果好。发展抽水蓄能是保障电力系统安全稳定运行的重要支撑，是可再生能源大规模发展的重要保障。截至 2023 年我国抽水蓄能装机容量达到 5,094 万千瓦，2019-2023 年抽水蓄能装机容量占比持续提升，从 2019 年的 1.51% 提升至 2023 年的 1.74%。根据水电水利规划设计总院发布的《抽水蓄能产业发展报告 2023 年度》，截至 2023 年底，全球抽水蓄能装机容量达到 17913 万千瓦，其中我国抽水蓄能装机容量约占 28%，居世界首位。预期到 2035 年，我国抽水蓄能装机规模至少将达到 4 亿~5 亿千瓦，提升空间较大，为建筑行业电力勘察设计和电力工程承包行业带来较大的增长机遇。

图45: 2015-2023 年全国水电装机容量及同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图46: 2019-2023 年抽水蓄能装机容量占比持续提升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**西藏水能资源储量甲天下，雅鲁藏布江流域干流水能资源丰富。**根据人民网和中国能源报，我国西藏水能资源理论蕴藏量超 2 亿多千瓦，占全国的 30%，技术可开发量超 1.7 亿千瓦，西藏水能资源甲天下。据中国华能集团公司原副总工程师陈东平，雅鲁藏布江流域干流水能资源丰富，理论蕴藏量近 8000 万千瓦，其下游的大拐弯地区更是“世界水能富集之最”，汇集了近 7000 万千瓦的水电可开发资源，规模相当于 3 个多三峡电站（装机容量 2250 万千瓦）。我国‘十四五’规划和 2035 年远景目标的建议中提出‘实施雅鲁藏布江下游水电开发’。根据思翰产业研究，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，雅下大拐弯地区尚有 6000 万千瓦的水电可开发资

源，未来若全部开发，预计总投资额超 1.5 万亿元。

图47：雅鲁藏布江大峡谷



资料来源：人民网，中国银河证券研究院

图48：西藏最大水电站藏木水电站

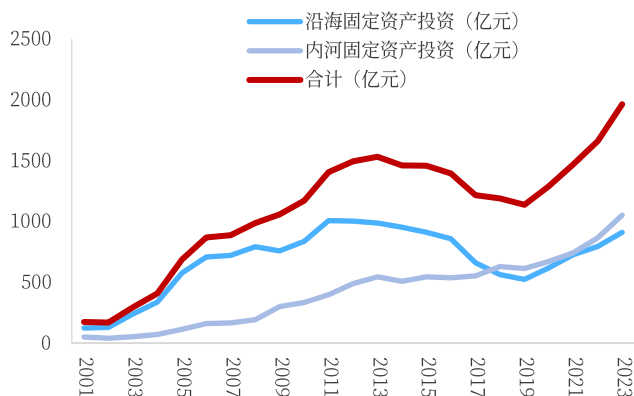


资料来源：中国能建葛洲坝集团，中国银河证券研究院

中国电建、中国能建等积极参与我国西藏地区水电建设。中国电建承担了 80% 的国内大中型水电站规划设计任务、65% 的国内大中型水电站建设任务，在全球大中型水利水电建设市场中占据半壁江山，在全球 ENR 工程设计公司 150 强中排名第一。中国能建承担了我国 50% 以上大型水电工程，中国能建葛洲坝集团承担并完成了三峡工程 65% 以上的工程量。西藏最大水电站-藏木水电站建设历时 8 年、总投资 96 亿元，由中国华能集团公司投资运营。2014 年，由中国电建集团设计、参建的西藏最大水电工程藏木水电站首台机组顺利通过 72 小时试运行正式投产发电。2015 年，中国能建葛洲坝集团公司参建的藏木水电站 6 号机组正式并网发电。藏木水电站位于西藏山南地区加查县，距拉萨约 140 公里，海拔约 3300 米。电站安装 6 台 8.5 万千瓦水轮机组，总装机容量 51 万千瓦，年发电量 25 亿千瓦时，是西藏电力史上由 10 万千瓦级跨入 50 万千瓦级的标志性工程。2023 年 4 月，中国电建水电四局中标参建西藏首座装机超百万千瓦水电站-西藏玉曲河扎拉水电站首部枢纽工程土建、机电及金属结构安装工程施工。该项目总装机容量 1015 兆瓦，多年平均发电量 39.46 亿千瓦时，计划 2027 年 3 月 31 日完工。水电站施工中需要爆破和地基处理，相关企业受益。

**内河航运建设提速，助力经济一体化。**2021 年 2 月，国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，明确提出到 2035 年建设 2.5 万公里国家高等级航道，并将平陆运河纳入“四纵四横两网”国家高等级航道布局。当前内河水运体系逐步夯实，截至 2023 年底，内河航道通航里程 12.82 万公里，三级及以上航道里程 1.54 万公里，占总里程的 12%。“十四五”以来，随着平陆运河、小洋山北、长江（武汉至安庆）系列重大工程开工，水运建设投资保持快速增长态势，内河投资规模不断上升，内河投资 2018 年首度超过沿海投资，2023 年突破千亿元，达 1052 亿元。受益政策驱动以及资金到位，预计“十四五”期间内河航运相关投资景气度可持续，建议关注在内河航道勘察设计、工程建设等领域具备优势、深度参与多个运河项目建设的头部企业。中国交建是中国最大的港口建设和沿海疏浚企业，成功落地平陆运河主体和航道工程、宁波舟山港等重点项目，在湖库清淤、内河航道、水利工程等转型领域取得突破。

图49：内河投资规模 2018 年首度超过沿海



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图50：平陆运河规划示意图



资料来源：平陆运河集团, 中国银河证券研究院

#### (四) 城市基建智慧化，专业工程探索绿色化转型

**国务院提出打造韧性城市，新型城市基础设施建设进程加快。**2024 年 12 月 5 日，国务院印发《关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见》（以下简称《意见》），提出实施智能化市政基础设施建设和改造，加快推进城市基础设施生命线工程建设等要求。《意见》明确两阶段主要目标，到 2027 年，新型城市基础设施建设取得明显进展，对韧性城市建设的支撑作用不断增强，形成一批可复制可推广的经验做法；到 2030 年，新型城市基础设施建设取得显著成效，推动建成一批高水平韧性城市，城市安全韧性持续提升，城市运行更安全、更有序、更智慧、更高效。《意见》提出八大重点任务，1) 实施智能化市政基础设施建设改造；2) 智慧城市基础设施与智能网联汽车协同；3) 智慧住区；4) 房屋建筑管理智慧化；5) 数字家庭；6) 智能建造与建筑工业化；7) 城市信息模型平台；8) 城市运行管理服务平台。《意见》推进新型城市基础设施建设、打造韧性城市，涉及的固定资产投资市场空间广阔，涵盖城市更新、智慧交通、无人驾驶、智慧建筑、智能建造等多个领域，与其相关的规划设计、工程咨询、基建、房建等板块或将迎来投资机会。

表19：韧性城市重点任务、受益板块和推荐标的

重点任务	具体内容	受益板块	推荐标的
智能化市政基础设施建设和改造	深入开展市政基础设施普查，建立设施信息动态更新机制，全面掌握现状底数和管养状况。	智慧城市、智慧水务	隧道股份、苏交科、测绘股份
智慧城市基础设施与智能网联汽车协同发展	以支撑智能网联汽车应用和改善城市出行为切入点，建设城市道路、建筑、公共设施融合感知体系。	智慧交通、车路云协同	隧道股份、华设集团、深城交
智慧住区	实施公共设施数字化、网络化、智能化改造与管理，提高智慧化安全防范、监测预警和应急处置能力。	智慧建筑	华建集团
房屋建筑智慧化管理	建立房屋使用全生命周期安全管理制度；建立房屋建筑信息动态更新机制；健全房屋建筑安全隐患消除机制。	智慧建筑、房屋检测	上海建科、华建集团、建科股份
数字家庭建设	以住宅为载体，利用物联网、云计算、大数据、移动通信、人工智能等实现系统平台、家居产品互联互通。	智慧建筑	华建集团
智能建造与建筑工业化协同发展	深化应用建筑信息模型（BIM）技术，大力发展数字设计、智能生产和智能施工，推进智慧工地建设，推动建筑业工业化、数字化、绿色化转型升级。	规划设计、工程咨询、智能建造	华设集团、华建集团、鸿路钢构、精工钢构

城市信息模型（CIM）平台	加强国土空间规划、城市建设、测绘遥感、城市运行管理等各有关行业、领域信息开放共享。	规划设计、工程咨询	华阳国际、苏交科、深城交、华设集团
---------------	---	-----------	-------------------

资料来源：中央人民政府网，中国银河证券研究院

**专业工程降碳目标明确，政策密集发布助力实现低碳转型。**建筑专业工程板块大多涉及钢铁、水泥、化工等传统、典型的高能耗、高碳排放行业，碳排放量与产量之间存在较大的相关关系。在“双碳”的大背景下，降低碳排放量是专业工程板块企业的重点目标。2020年以来，国务院、国家部委先后印发实施了多份高耗能行业的降碳工作政策文件，制定了重点行业改造升级指南，推动一批节能降碳效果明显、示范作用强的项目加速落地，引导重点领域行业加快实施节能降碳改造升级。中央经济工作会议提出协同推进降碳减污扩绿增长，加紧经济社会发展全面绿色转型。

表20：重点行业节能降碳最新政策梳理

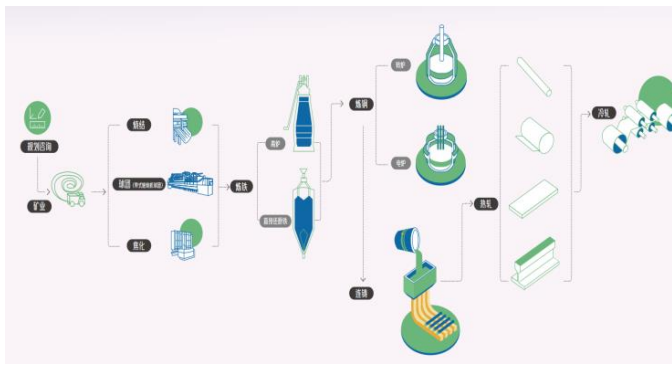
行业	时间	部门	政策	相关内容
全行业	2024.05	国务院	《2024—2025年节能降碳行动方案》	2024年，单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放分别降低2.5%左右、3.9%左右，规模以上工业单位增加值能源消耗降低3.5%左右，非化石能源消费占比达到18.9%左右，重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约5000万吨标准煤、减排二氧化碳约1.3亿吨。2025年，非化石能源消费占比达到20%左右，重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约5000万吨标准煤、减排二氧化碳约1.3亿吨，尽最大努力完成“十四五”节能降碳约束性指标。
钢铁	2024.05	发改委、工信部、生态环境部 市场监管总局、国家能源局	《钢铁行业节能降碳专项行动计划》	到2025年底，钢铁行业高炉、转炉工序单位产品能耗分别比2023年降低1%以上，电弧炉冶炼单位产品能耗比2023年降低2%以上，吨钢综合能耗比2023年降低2%以上，余热余压余能自发电率比2023年提高3个百分点以上。2024—2025年，通过实施钢铁行业节能降碳改造和用能设备更新形成节能量约2000万吨标准煤、减排约5300万吨。
水泥	2024.01	发改委、工信部、财政部、生态环境部、交通部	《关于推进实施水泥行业超低排放的意见》	推动实施水泥熟料生产企业和独立粉磨站超低排放改造，到2025年底前重点区域取得明显进展，力争50%水泥熟料产能完成改造；到2028年底前重点区域水泥熟料生产企业基本完成改造。
	2024.05	发改委、工信部、生态环境部 市场监管总局、国家能源局	《水泥行业节能降碳专项行动计划》	2025年底水泥熟料产能控制在18亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出，水泥熟料单位产品综合能耗比2020年降低3.7%。
石油化工	2022.03	工信部、发改委、科技部、生态环境部、应急管理部、能源局	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	主要目标：大宗产品单位产品能耗和碳排放明显下降，挥发性有机物排放总量比“十三五”降低10%以上；到2025年，规上企业研发投入占主营业务收入比重达到1.5%以上；突破20项以上关键共性技术和40项以上关键新产品；大宗化工产品生产集中度进一步提高，产能利用率达到80%以上；乙烯当量保障水平大幅提升，化工新材料保障水平达到75%以上；城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造任务全面完成，形成70个左右具有竞争优势的化工园区。到2025年，化工园区产值占行业总产值70%以上。
	2023.06	发改委、工信部、自然资源部、生态环境部、水利部、应急管理部	《关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》	加快绿色低碳技术装备推广应用，引导现有现代煤化工企业实施节能、降碳、节水、减污改造升级，加强全过程精细化管理，提高资源能源利用效率，强化能效、水效、污染物排放标准引领和约束作用，稳步提升现代煤化工绿色低碳发展水平。

资料来源：国务院、发改委、工信部、中国政府网，中国银河证券研究院

**中钢国际积极探索低碳冶金技术，中材国际具备先进低碳水泥生产技术。**中钢国际是冶金工程领域的降碳先锋，制定《中钢国际工程板块碳达峰行动方案》，明确碳达峰碳中和战略与目标、九大重点任务，为钢铁行业减碳降碳贡献智慧和方案。在绿色低碳技术领域，2023年公司执行的低碳示范项目取得突破：八钢2500m<sup>3</sup>HyCROF商业示范项目攻克煤气加热和碳捕集等技术难关成功点火；河钢宣钢张宣高科氢能源开发和利用工程示范项目一期工程实现稳定连续生产，湛江氢冶

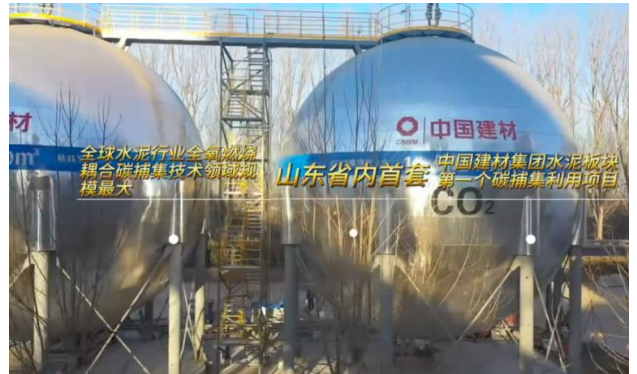
金项目顺利产出高质量直接还原铁（DRI）产品。**中材国际**是全球水泥技术装备及工程服务市场唯一具有完整产业链的企业。公司大力发展绿色创新，以低热耗为代表的水泥绿色烧成技术及装备、低系统电耗为代表的水泥绿色粉磨技术及装备、水泥生产超低排放技术及装备、水泥窑协同处置废弃物技术、处置和替代原燃材料技术等，新型低碳水泥生产技术研究和应用，推动水泥行业节能减排、低碳绿色发展。公司自主研发的水泥全氧燃烧耦合碳捕集成套技术及关键装备在青州中联落地应用且关键指标成功达标。公司开发高效实用的工厂全生命周期碳核算工具-工厂碳排放评估平台，基于“一模到底”的PDCA碳管理理念，实现对不同对象碳排放量的精细化计算和实时动态监控。

图51：中钢国际全流程低碳冶金示意图



资料来源：中钢国际企业宣传册2023，中国银河证券研究院

图52：中材国际水泥全氧燃烧耦合碳捕集成套技术落地应用

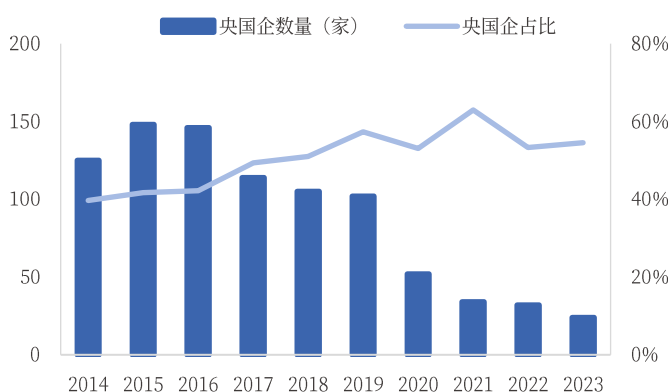


资料来源：国资小新，中国银河证券研究院

### （五）并购重组促进建筑产业转型升级

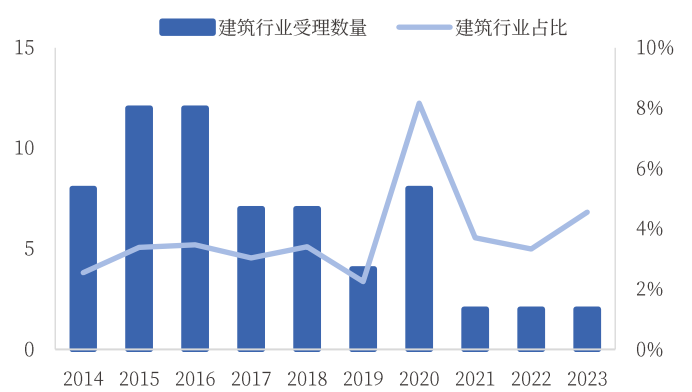
并购重组迎政策催化，建筑行业首当其冲。2024年9月24日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，促进上市公司并购重组。近几年央企并购重组案例中建筑行业是主流方向。2020-2023年央企并购重组受理案例中，建筑行业占比达5%。12月14日，中国证监会党委书记、主席吴清主持召开党委（扩大）会议。会议强调，牢牢把握支持新质生产力发展这个着力点，增强发行上市制度包容性、适应性，鼓励以产业整合升级为目的的并购重组，培育壮大耐心资本。12月9日，上海市人民政府办公厅正式印发《上海市支持上市公司并购重组行动方案（2025-2027年）》（简称《行动方案》），提出十二方面的目标任务。上海在全国率先制定出台支持上市公司并购重组行动方案。2014-2023年，A股并购重组受理案例中建筑行业的数量占比总体呈上升趋势，于2020年达到峰值8.16%。2020-2023年央企并购重组受理案例中，建筑行业占比达5%，仅次于基础化工、机械设备、电子和公用事业，建筑行业龙头并购重组前景可期。

图53：2014-2023年并购重组央企受理案例数量（家）及占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图54：2014-2023年建筑行业并购重组受理案例数量（家）及占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院



**建筑行业多家头部企业积极实施并购重组，产业链延伸和头部集中为主流趋势。**2014-2023年，建筑行业并购重组受理案例中，头部企业数量呈上升趋势。2021年11月，中国能建公告拆分离普力，借壳南岭民爆实现民爆业务上市。2022年1月，中国电建公告将所持房地产板块资产与控股股东电建集团持有的优质电网辅业相关资产进行置换，实现房地产业务剥离。2023年12月，中国交建旗下三家公路院（公规院、一公院、二公院）和中国城乡旗下三家市政院（西南院、东北院、能源院）与祁连山资产重组，通过股权置换（祁连山将旗下水泥资产置出，置入中交集团旗下六家设计院资产）、发行股份购买资产、配套募集资金的方式分拆重组上市。中材国际于2021年收购南京凯盛、北京凯盛、中材矿山，于2023年2月收购合肥院，12月公告将汇通天山股份增资中材水泥，外延拓展矿山运维业务，加强产业链延伸。2024年11月，上海建科公告拟收购上咨集团100%股权，隧道股份公告拟收购上海瑞锦诚物业服务有限公司100%股权。建筑头部企业积极响应国家政策实施并购重组，有望促进建筑行业实现转型升级。

表21：近年来建筑龙头企业并购（含拟并购）重组案例

公司	公告时间	并购重组类型	并购重组效果
中国能建	2021	分拆上市	属控股子公司易普力与湖南省属国有民爆上市公司南岭民爆进行重组，有助于公司做强传统优势业务，增强公司工程主业竞争力；提升民爆板块融资效率，发挥子公司上市平台优势；获得合理估值，实现全体股东利益的最大化。
四川路桥	2022	横向并购	收购交建集团、高路建筑、高路绿化，进一步提升公路桥梁工程施工业务市场占有率。
中国交建	2023	分拆上市	有利于推动国有资本向重要行业和关键领域集中，有利于提升中交集团设计板块核心竞争力，实现高质量发展，同时提升中交集团设计板块在资本市场的估值水平，实现国有资本保值增值。
中国电建	2022	资产剥离	2022年公司进行资产置换，与电建集团持有的优质电网辅业相关资产进行置换，完全剥离房地产业务。
中材国际	2021、2022、2023	横向并购、纵向并购	2021年收购南京凯盛、北京凯盛、中材矿山，夯实水泥工程总承包业务；2022年收购智慧工业、博宇机电，完善运维服务、装备制造市场布局；2023年收购合肥院，增资中材水泥，拓展矿山运维业务，加强产业链延伸。
中钢国际	2023	横向并购	控股股东中钢集团整体划入中国宝武，全面提速绿色低碳转型，加速推进与宝武产业深度整合融合。
上海建科	2024	横向并购、纵向并购	2024年11月公告拟以自有或自筹资金收购关联方国盛集团持有的上咨集团100%股权，交易价款为4.88亿元。
隧道股份	2024	横向并购	全资子公司建元资管计划拟以现金方式收购控股股东上海城建集团持有的上海瑞锦诚物业服务有限公司100%股权。收购作价8100万元。

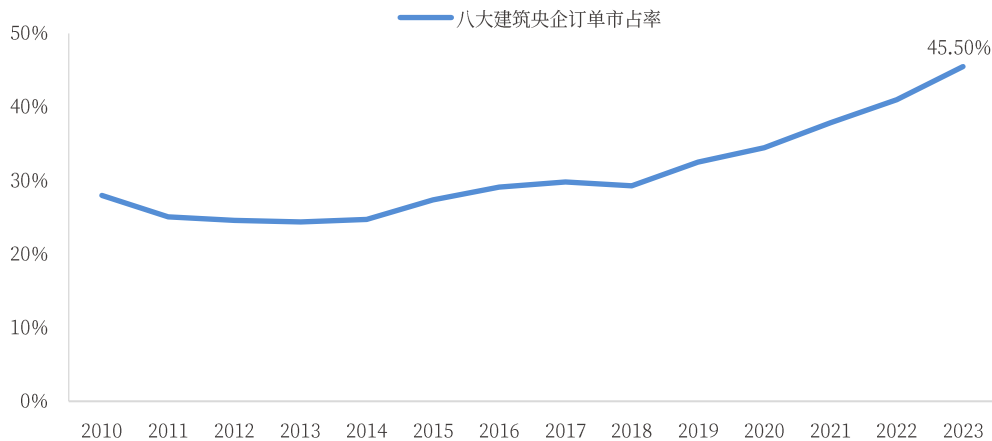
资料来源：中国能建、四川路桥、中国交建、中国电建、中材国际、中钢国际、上海建科、隧道股份公司公告，中国银河证券研究院

## 五、春风化雨，上下求索

### (一) 建筑行业集中度持续提升

2013年以来，建筑行业集中度持续提升。八大建筑央企新签订单市场占有率从2013年的24.38%提升至2023年的45.50%。随着固定资产投资增速放缓及资金成本提升，行业竞争越发激烈，龙头企业在资质、品牌、资金等方面竞争优势明显，行业集中度或将进一步提升。

图55：八大建筑央企新签订单市占率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

2024年1-10月头部建筑央企新签订单整体延续强劲势头。2023年八大建筑央企新签订单同比增长10.84%，增速均较为稳健，头部企业新签订单增速在两位数以上，未来业绩有保障。此外，部分地方国企新签订单增长较快。2024年前三季度，八大建筑央企新签订单增速为-2.19%，主要系地方政府发债进度不及预期影响。2024年1-10月，头部建筑央企新签订单整体较快，中国建筑/中国中冶/中国电建/中国化学新签订单增速分别为6.6%/-11.5%/9.38%/7.2%。

表22：八大建筑央企新签订单梳理（亿元）

证券代码	证券简称	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3	2024/10
601668.SH	中国建筑	24,863.00	27,705.00	31,074.00	35,015.00	43,241.00	29,874.00	32,552.00
	YOY	6.78%	11.43%	12.16%	12.68%	10.80%	7.90%	6.60%
601390.SH	中国中铁	21,648.70	26,056.60	27,293.20	30,323.90	31,006.00	15,278.60	
	YOY	27.94%	20.36%	4.75%	11.10%	2.20%	-15.20%	
601186.SH	中国铁建	20,068.54	25,542.89	28,196.52	32,450.01	32,938.70	14,734.27	
	YOY	26.66%	27.28%	10.39%	15.09%	1.51%	-17.51%	
601800.SH	中国交建	9,626.83	10,667.99	12,679.12	15,422.56	17,532.15	11,717.44	
	YOY	8.06%	10.82%	18.85%	21.64%	13.68%	9.28%	
601618.SH	中国中冶	7,877.60	10,197.20	12,047.60	13,455.70	14,247.80	8,916.90	9,578.10
	YOY	18.33%	29.45%	18.15%	11.69%	5.90%	-9.20%	-11.50%
601669.SH	中国电建	5,118.15	6,732.60	7,802.83	10,091.86	11,428.44	8,611.23	9,489.71
	YOY	12.29%	31.54%	15.90%	29.34%	13.24%	5.42%	9.38%
601868.SH	中国能建			8,726.10	10,490.90	2,977.13	9,888.59	

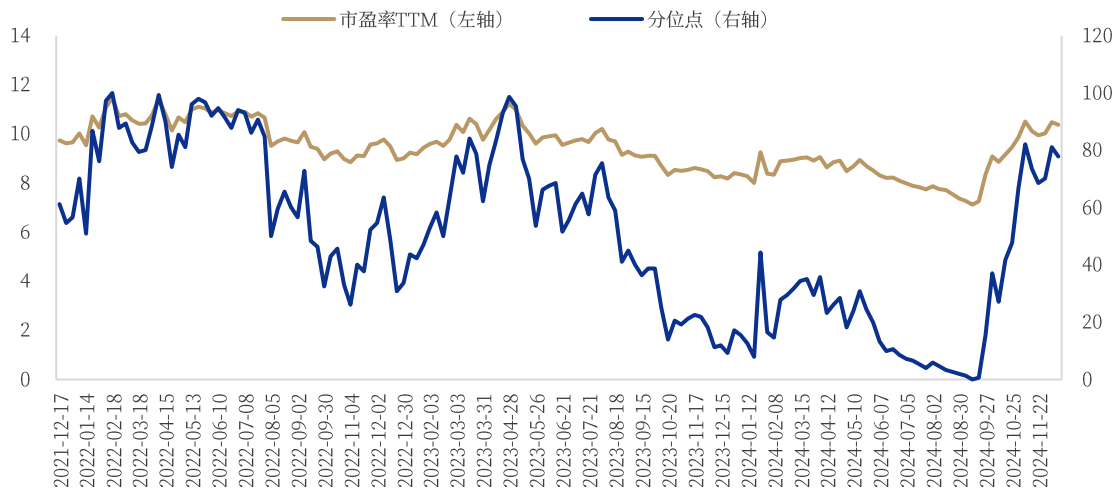
	YOY				20.22%	22.37%	5.03%	
601117.SH	中国化学	2,272.03	2,511.66	2,697.69	2,969.23	1,045.97	2,840.82	3,112.80
	YOY	56.68%	10.55%	7.41%	10.07%	10.05%	0.07%	7.20%
	合计	91,474.85	109,413.94	121,790.96	139,728.26	166,498.91	101,861.85	
	YOY	17.84%	19.61%	19.29%	15.10%	10.84%	-2.19%	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 估值位于历史中低位, 市值考核加速价值发现

**建筑行业市盈率处于历史中低位水平。**建筑行业 2024Q1-3 业绩承压, 经营性现金流大幅流出。建筑指数年初至今上涨 9.31%, 低空经济、园林、岩土和出海相关公司涨幅较多。截至 2024 年 12 月 13 日, 建筑指数动态 PE 为 10.38 倍, 在过去 3/5/10 年的历史分位点分别为 77.81%/82.87%/48.53%, 建筑行业动态市盈率处于历史中低位水平。

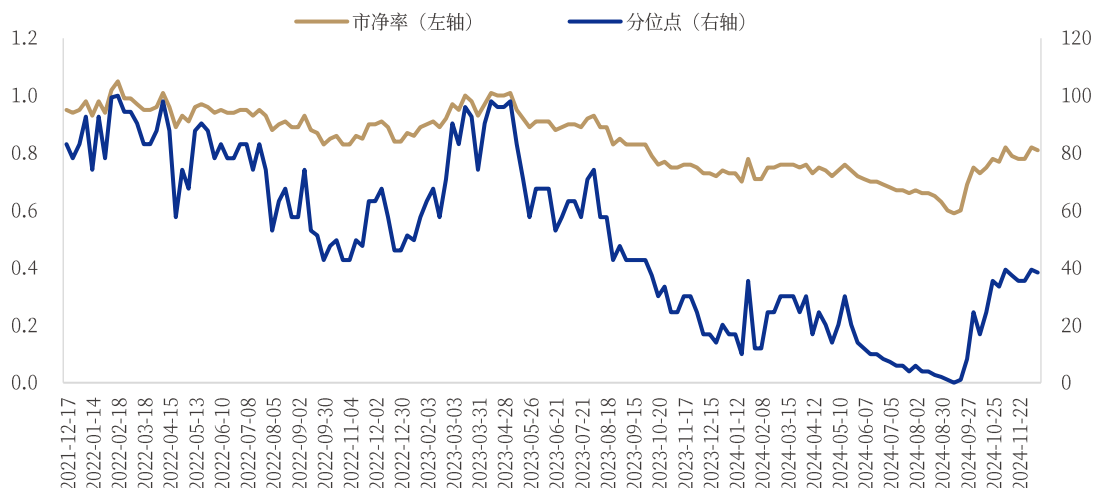
图56: 建筑行业市盈率及其三年分位点(%)处于历史中低位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**建筑行业市净率处于历史中低位水平。**截至 12 月 13 日, 建筑指数 PB 为 0.81 倍, 在过去 3/5/10 年的历史分位点为 38.41%/24.02%/11.96%。股息率为 2.52%, 在过去 10 年的历史分位点为 76.16%。建筑行业整体估值处于历史中低位水平, 股息率处于历史高位水平, 安全边际高, 未来提升空间大。

图57: 建筑行业市净率及其三年分位点(%)处于历史中低位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**并购重组促进建筑转型升级。**2023年6月14日，国资委召开中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会，提出主动运用并购重组手段促进资产和业务布局优化完善，提升国有资源运营配置效率。2024年9月24日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，促进上市公司并购重组。12月14日，中国证监会领导在会议中强调，牢牢把握支持新质生产力发展这个着力点，增强发行上市制度包容性、适应性，鼓励以产业整合升级为目的的并购重组，培育壮大耐心资本。12月9日，上海市政府办公厅正式印发《上海市支持上市公司并购重组行动方案（2025-2027年）》（简称《行动方案》），提出十二方面的目标任务。建筑行业积极推进并购重组，有望优化资产运营配置效率。

**央企市值考核加快建筑企业价值发现。**国务院国资委对央企的考核从“两利四率”过渡为“一利五率”。更重视ROE、现金流、科技投入、效率等，本质上更加注重高质量发展。央企通过股权激励+大股东增持、资产注入+分拆上市、产业链上下游拓展等举措助力估值的提升。2024年4月12日，“新国九条”提出推进央企市值考核。2024年12月17日，国务院国资委印发了《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》（简称《意见》），《意见》提出央企要：着力提高上市公司发展质量，积极开展有利于提高投资价值的并购重组，加大市场化改革力度，全面提高信息披露质量，主动加强投资者关系管理，稳定投资者回报预期，完善增强投资者信心的制度安排，健全市值管理工作制度机制，严守依法依规底线这几个方面改进和加强控股上市公司市值管理工作，将市值管理纳入中央企业负责人经营业绩考核。建筑行业央企和国企占据主导地位，市值考核有望加速建筑央企价值发现。

### （三）投资建议：化债修复报表，出海与低空经济助成长

**建筑行业经营性现金流和应收账款将得到修复。**回顾2024年前三季度，建筑行业主要上市公司因积极偿付农民工欠款及中小企业欠款，叠加地方政府债务压力使建筑企业回款困难等因素，建筑企业经营性现金流大幅流出。展望2025年，地方政府债务置换有序推进，建筑企业的现金流量表有望得到明显修复。建筑企业应收账款预计得到改善，资产负债表更加健康。

**基建仍是稳增长抓手。**特朗普赢得美国大选，开启贸易保护主义，将对中国的关税上调至60%，未来我国对美出口或有一定压力；当前居民消费能力和意愿尚需提高；房地产投资承压；预计2025年狭义/广义基建投资增速分别为6.6%/6.31%。基建投资仍是稳增长支撑。

**房建产业链基本面有望改善。**“517”地产新政积极推动去库存、稳市场，随后多省市积极落实中央政策，陆续下调首付比例和房贷利率。9月24日国新办发布会开启降准降息降房贷利率及首付比例持续发力。中央经济工作会议提出持续用力推动房地产市场止跌回稳。2025年房地产投资预计下降7.1%，销售、新开工和竣工有望回升。新建商品房库存增速持续下降，居民信心回升，个人按揭贷款增速降幅收窄。二手房交易有望从以价换量阶段过渡到价稳量稳阶段。房地产产业链从政策推动景气回升过渡到基本面修复。

**专业工程百花齐放。**2024年8月19日，经国务院常务会议审议核准5个核电项目，包括中核江苏徐圩一期工程，中广核广东陆丰一期工程、山东招远一期工程、浙江三澳二期工程，国家电投广西白龙一期工程，合计11台机组。到2035年，我国核电发电量占比有望达到10%左右，达到目前全球平均水平，相应减排二氧化碳约9.2亿吨。**核电工程关注中国核建。化学工程龙头建议关注中国化学。**中国化学海外新签订单增速较快，公司聚焦于高性能纤维、特种合成橡胶、工程塑料等研发，主攻己内酰胺、己二腈、气凝胶等技术。公司化学工程与化工实业双轮驱动。**钢结构工程建议关注鸿路钢构、精工钢构等。洁净室工程下游景气度高。**工业洁净室主要应用于半导体和泛半导体领域。生物洁净室主要应用于生命科学和医疗健康及食品领域。关注柏诚股份、亚翔集成、圣晖集成等。

**出海助力高质量发展，低空经济促进新质生产力发展。**2025年，“一带一路”沿线国家基础设施建设需求强劲，预计将为建筑央企及国际工程企业带来较大的海外项目订单增量。企业积极出海提升全球竞争力，是高质量发展的典范。建筑央企和国企是出海的先锋和主力军，未来有望持续受益。工信部联合三部门印发《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030年）》，推进低空经济应用场景培育及落地。2030年基本建立以高端化、智能化、绿色化为特征的通用航空产业发展新模式，形成万亿级市场规模。建筑通航设计企业率先受益。

**展望 2025 年，流动性保持充裕，地方政府债务置换提速，建筑行业报表有望持续修复。建议四条主线把握建筑行业投资机会。主线一：基建、出海、高股息、并购重组。**重点推荐中国铁建（601186.SH）、中国中铁（601390.SH）、中国交建（601800.SH）、中国建筑（601668.SH）、中国电建（601669.SH）、中国中冶（601618.SH）、中国化学（601117.SH）、中国能建（601868.SH）、北方国际（000065.SZ）、中工国际（002051.SZ）、中材国际（600970.SH）、中钢国际（000928.SZ）、隧道股份（600820.SH）、浦东建设（600284.SH）、山东路桥（000498.SZ）、四川路桥（600039.SH）等。**主线二：政策暖风频吹，后地产产业链否极泰来。**房建重点推荐中国建筑（601668.SH）、上海建工（600170.SH）、安徽建工（600502.SH）、广东建工（002060.SZ）等。装修装饰关注金螳螂（002081.SZ）、亚厦股份（002375.SZ）等。**主线三：新供给创造新需求的低空经济。**关注设计总院（603357.SH），华建集团（600629.SH）、中交设计（600720.SH）、华设集团（603018.SH）、地铁设计（003013.SZ）、中衡设计（603017.SH）、苏交科（300284.SZ）、上海建科（603153.SH）、深城交（301091.SZ）等。**主线四：细分领域高景气的专业工程。**关注中国化学（601117.SH）、中国核建（601611.SH）、中国海诚（002116.SZ）、东华科技（002140.SZ）、鸿路钢构（002541.SZ）、柏诚股份（601133.SH）等。

表23：建筑重点关注上市公司估值

证券简称	PB(2024/12/13)	PE(TTM) (2024/12/13)	PE(E)(2024)	PE(E)(2025)	PE(E)(2026)	股息率 (2024/12/13)	投资评级
中国建筑	0.55	4.92	4.61	4.41	4.08	4.56%	推荐
中国中铁	0.54	5.29	4.72	4.46	4.09	3.27%	推荐
中国铁建	0.48	5.57	4.54	3.85	3.62	3.82%	推荐
中国交建	0.61	7.21	7.18	5.16	4.74	2.77%	推荐
中国电建	0.69	7.67	6.60	5.78	5.16	2.49%	推荐
中国中冶	0.68	9.52	18.34	6.2	5.68	2.14%	推荐
中国化学	0.81	8.89	8.57	7.28	6.53	2.21%	推荐
中国能建	0.95	11.55	30.57	8.94	8.05	1.10%	推荐
上海建工	0.81	15.42	14.74	14.00	12.17	2.14%	推荐
隧道股份	0.76	7.60	7.49	6.98	6.47	4.63%	推荐
中国核建	1.28	12.20	10.80	9.58	8.53	1.02%	推荐
中钢国际	1.19	10.73	11.35	10.01	8.51	3.91%	推荐
北方国际	1.17	10.60	6.98	6.69	6.11	0.88%	推荐
中工国际	0.95	32.17	27.22	24.89	22.33	1.44%	推荐
中材国际	1.33	9.09	5.02	4.28	3.87	3.91%	推荐
四川路桥	1.43	10.70	6.85	6.17	5.36	6.99%	推荐
山东路桥	0.70	4.21	4.02	3.65	3.27	2.85%	推荐
安徽建工	0.82	5.88	4.87	4.32	3.77	5.23%	推荐
设计总院	1.54	12.85	10.90	9.91	8.61	3.57%	推荐
华建集团	1.72	21.30	18.10	15.88	14.14	1.55%	推荐

中交设计	1.49	9.65	10.66	9.18	7.73	2.77%	推荐
华设集团	1.27	10.83	8.35	7.46	6.80	3.38%	推荐
中衡设计	1.76	33.20	23.93	22.79	20.36	3.13%	推荐
鸿路钢构	1.48	14.41	10.73	9.63	8.62	2.63%	推荐
中国海诚	2.07	15.24	23.20	20.92	19.05	2.45%	推荐
广东建工	1.13	12.06	8.59	7.75	7.05	3.92%	推荐
地铁设计	2.70	15.57	14.79	12.97	11.39	2.91%	推荐
上海建科	2.47	25.44	23.94	21.65	19.20	1.18%	推荐

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 六、风险提示

**固定资产投资下滑的风险；应收账款回收不及预期的风险。**固定资产投资下滑，将导致建筑行业新签订单下滑。新签订单下滑，将在中短期给上市公司业绩和估值带来压力。应收账款回收不及预期，将使得企业资产减值增加，导致盈利恶化。

## 图表目录

图 1: LPR 1 年和 5 年报价趋于下行 (%)	4
图 2: 美联储 9 月点阵图	4
图 3: 社会融资规模增速	6
图 4: M1 同比增速	6
图 5: M2 同比增速	6
图 6: 2024 年专项债新增金额 (亿元)	7
图 7: 地方政府债务 (亿元)	10
图 8: 固定资产投资增速	13
图 9: 广义基建投资同比增速	13
图 10: 基建细分领域增速情况	14
图 11: 水利投资增速	14
图 12: 房地产投资和销售仍然承压	16
图 13: 房屋新开工面积、竣工面积增速	17
图 14: Top 100 房企拿地金额及增速	17
图 15: 中国二手房出售挂牌量及挂牌价指数	18
图 16: 中国一线、二线和三线二手房出售挂牌价指数	18
图 17: 北京和深圳二手房成交面积/平方米	19
图 18: 商品房现房销售增速与期房销售增速差	19
图 19: 中国住宅商品房待售面积累计同比	20
图 20: 中国个人按揭贷款同比增速	20
图 21: 中国个人住房公积金贷款利率 (%)	21
图 22: 全球开启新一轮 (第五轮) 产业转移	23
图 23: 新一轮全球产业转移以来东南亚四国一带一路基础设施发展指数	23
图 24: 2023 年美国及一带一路部分国家城镇化率对比	24
图 25: 2012-2021 年美国及一带一路部分国家人均铁路里程对比 (公里/千人)	24
图 26: 我国对外承包工程新签合同额与完成额	24
图 27: “一带一路”共建国家承包工程新签合同额与完成额	24
图 28: 2015-2023 年八大建筑央企境外业务毛利率情况	25
图 29: 2015-2023 年八大建筑央企境内业务毛利率情况	25
图 30: 2013-2023 年八大央企海外业务新签订单增速情况	25
图 31: 2013-2023 年八大央企海外业务新签订单增速均值	25
图 32: 中交集团全球业务布局	27
图 33: 2014-2023 年中国交建海内外业务营收占比情况	27

图 34: 2014-2023 年中国电建海内外业务营收占比情况.....	28
图 35: 2023 年中国电建新签海外业务类型占比情况.....	28
图 36: 伊拉克九区原油中央处理设施项目顺利投产及达产 10 万桶产能庆典仪式.....	29
图 37: 新型电力系统建设“三步走”发展路径.....	34
图 38: 新型电力系统四大基本特征.....	34
图 39: 电力、热力、燃气及水的生产供应投资增速.....	34
图 40: 2021-2024 年 10 月年我国发电装机容量增速情况.....	34
图 41: 中国核建 2014-2023 年营业收入（亿元）及增速.....	35
图 42: 中国核建 2014-2023 年归母净利润（亿元）及增速.....	35
图 43: 2004-2023 年中国水利建设投资额完成情况.....	36
图 44: 2024 年以来水利管理业投资投资增速持续加快.....	36
图 45: 2015-2023 年全国水电装机容量及同比.....	36
图 46: 2019-2023 年抽水蓄能装机容量占比持续提升.....	36
图 47: 雅鲁藏布江大峡谷.....	37
图 48: 西藏最大水电站藏木水电站.....	37
图 49: 内河投资规模 2018 年首度超过沿海.....	38
图 50: 平陆运河规划示意图.....	38
图 51: 中钢国际全流程低碳冶金示意图.....	40
图 52: 中材国际水泥全氧燃烧耦合碳捕集成套技术落地应用.....	40
图 53: 2014-2023 年并购重组央企受理案例数量（家）及占比.....	40
图 54: 2014-2023 年建筑行业并购重组受理案例数量（家）及占比.....	40
图 55: 八大建筑央企新签订单市占率.....	42
图 56: 建筑行业市盈率及其三年分位点(%)处于历史中低位.....	43
图 57: 建筑行业市净率及其三年分位点(%)处于历史中低位.....	43
表 1: 2024 年中央经济工作会议总体目标和重点任务中和建筑相关较大的内容.....	5
表 2: 项目收益专项债分类.....	7
表 3: 截至 2024 年 12 月 11 日中国各省地方政府存量债务.....	8
表 4: 部分重点省市已披露的再融资专项债发行计划.....	10
表 5: 中国各省市对应的债务率区间及省市内的上市国企民企.....	11
表 6: 2023 年主要建筑央企基建业务占比.....	11
表 7: 2023 年主要建筑央企应收账款占比.....	12
表 8: 基建投资增速预测.....	14
表 9: 上海、广州、深圳 9 月房地产新政.....	20
表 10: 房地产投资测算.....	22
表 11: 2023 年建筑行业重点企业海外业务情况.....	26



表 12: 对外工程承包各领域参与方及代表项目 .....	26
表 13: 中国中铁海外矿产资源项目情况 .....	28
表 14: 中央层级低空经济相关政策梳理 .....	30
表 15: 重点城市低空经济基础设施相关政策规划梳理 .....	31
表 16: 低空经济设计端市场空间测算 .....	32
表 17: 低空经济相关上市公司概况 .....	32
表 18: 电力体制改革相关政策 .....	33
表 19: 韧性城市重点任务、受益板块和推荐标的 .....	38
表 20: 重点行业节能降碳最新政策梳理 .....	39
表 21: 近年来建筑龙头企业并购（含拟并购）重组案例 .....	41
表 22: 八大建筑央企新签订单梳理（亿元） .....	42
表 23: 建筑重点关注上市公司估值 .....	45

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

龙天光 建筑行业分析师 组长。本科和研究生均毕业于复旦大学。2014 年就职于中国航空电子研究所。2016-2018 年就职于长江证券研究所。2018 年 5 月加入银河证券，担任通信、建筑行业组长。团队获 2017 年新财富第七名，Wind 最受欢迎分析师第五名。2018 年担任中央电视台财经频道节目录制嘉宾。2019 年获财经最佳选股分析师第一名。2021 年获东方财富 Choice 最佳分析师建筑行业第三名。2022 年获东方财富 Choice 建筑行业最佳分析师及分析师个人奖。2024 年获 Wind 金牌分析师建筑行业第四名，获 21 世纪金牌分析师建筑行业第二名。

张绿获 建筑行业分析师。美国杜兰大学金融硕士，5 年投资银行从业经验。2023 年加入中国银河证券研究院，从事建筑研究。2024 年获 Wind 金牌分析师建筑行业第四名，获 21 世纪金牌分析师建筑行业第二名。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn