



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

建筑行业2025年投资策略

把握价值，深耕三条主线

西南证券研究发展中心
建筑装饰研究团队
2025年1月

核心观点

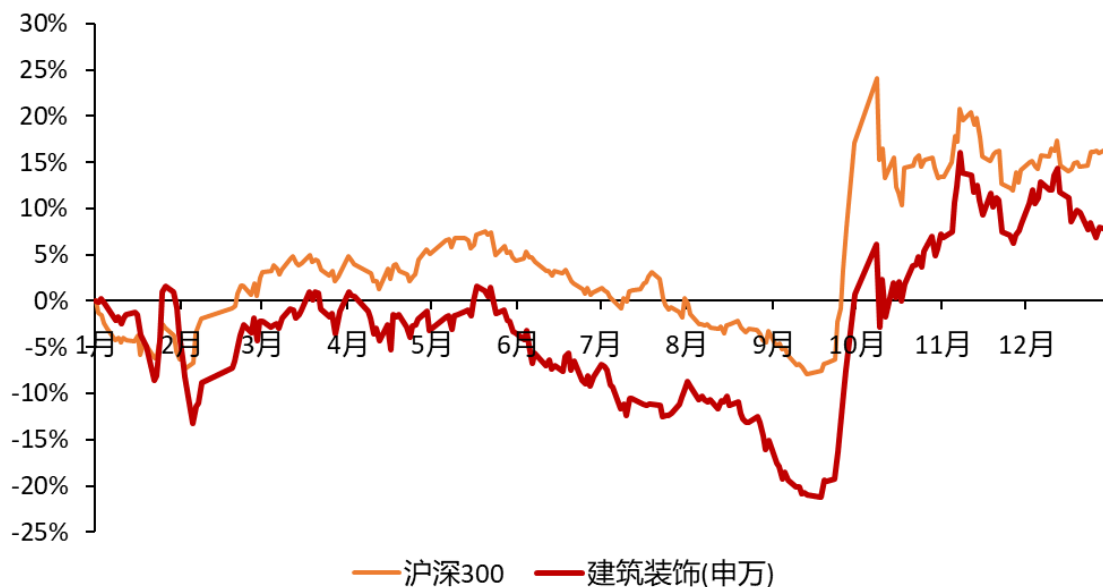
- **建筑板块2024年表现不及大盘。** 2024年度申万建筑装饰指数上涨5.6%，表现不及沪深300指数约9.1个百分点。其中，房屋建设涨幅为19.1%，基建行业涨幅为7.9%。横向看建筑装饰行业PE为9.8倍，在申万行业中处于低水平。纵向看2024年经历了一段时间估值修复，但仍处于历史低位。
- **增量政策信号清晰，2025年财政政策积极扩张。** 经济短期增速承压，作为稳增长的重要抓手，2025年基建会再次发力，地产投资降幅有望收窄，推动实物需求企稳回升，基建地产链条景气度有望改善。从政策端看，2024Q4以来一揽子增量政策推出，近年来“力度最大”的化债措施出炉，中央财政加杠杆驱动财政积极扩张，地方化债落地有望解决“堵点”；从资金端看，12万亿化债资金用于置换各类隐性债务，推动解决地方各类“三角债”问题。
- **国企改革重组，关注基建龙头央企和地方国企价值提升。** 政府层面推动国企深化改革，当前经济环境下，有望拉动经济发展。建筑央企改革方向有四：其一，强化激励，激发内生活力；其二，同业整合，资产优化，提升市场竞争力；其三，转型新能源投资，迎来估值重塑；其四，布局低碳业务，打开长期成长空间。随着地方支付能力的修复和投资的规范，利好企业经营现金流量表现，间接利于企业控制有息债务规模，降低杠杆率和财务成本，建筑央企受益程度、改善弹性更大。
- **“一带一路”推进政策或继续加码，工程“出海”景气有望延续。** 共建“一带一路”进入高质量发展新阶段，中美博弈加剧风险下“一带一路”政策有望加码，叠加美元降息利好海外投融资条件改善，海外工程需求景气度有望延续。2024年1-11月我国对外承包工程业务新签合同金额以美元计同比增长11.8%。
- **2025年建筑行业选股思路：业绩稳健、低估值的央企、国企。** 建议关注：中国建筑（601668）。
建议关注一带一路出海企业比如建筑央企出海。
- **风险提示：**宏观经济下行风险、基建投资不及预期风险、地方化债政策实施不达预期风险。

目 录

- ◆ **2024年板块回顾：表现弱于大盘**
- ◆ **基本面：基建投资保持景气对冲地产下行**
- ◆ **建议配置低估值高分红央国企**
- ◆ **关注“一带一路”建筑出海机遇**
- ◆ **化债+财政加杠杆推动建筑估值修复**
- ◆ **2025年重点推荐标的**

行业回顾：表现弱于大盘

建筑装饰行业指数相对沪深300走势

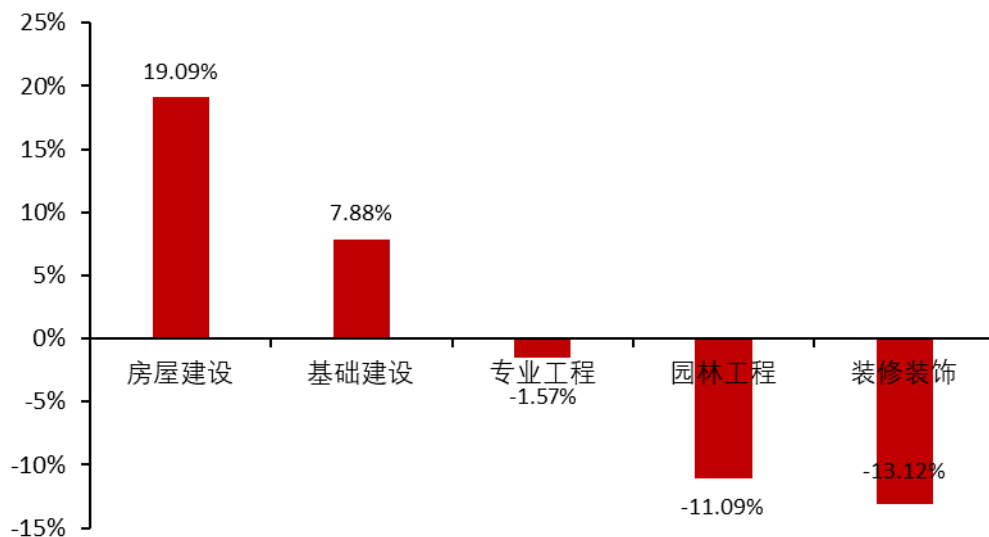


□ 2024年初至12月31日，申万建筑装饰指数上涨5.6%，跑输沪深300指数约9.1个百分点。

2024年初至12月31日，建筑板块表现较为疲软，受制于整体市场增速放缓及债务承压等问题，板块受影响较大因此跑输大盘。

行业回顾：装修、园林板块继续探底

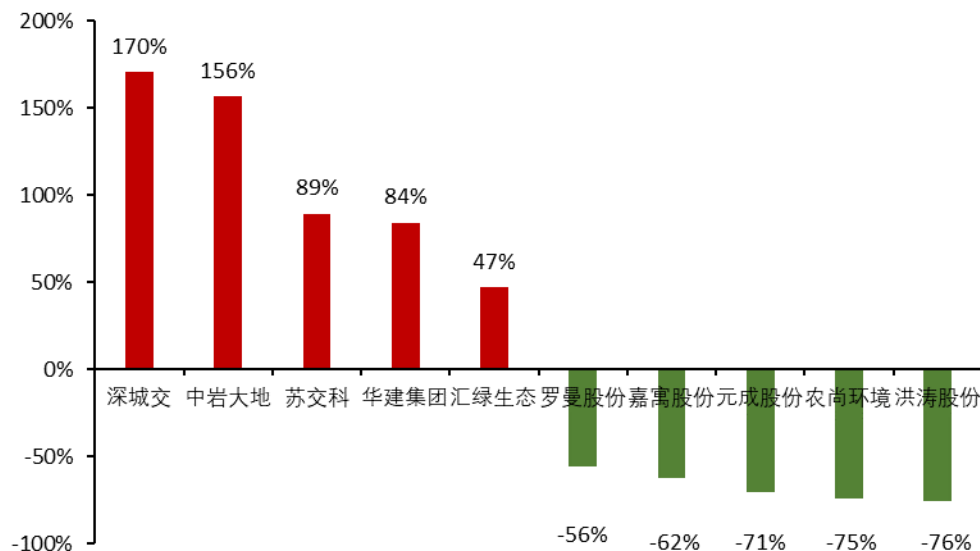
建筑子行业二级市场涨跌幅



- 2024年初至12月31日，房建行业震荡上涨，涨幅为19.1%，虽然略微上涨，但整体成呈现震荡趋势；
- 其次是基建行业上涨7.9%、专业工程建设下跌1.6%；
- 园林行业受订单及回款影响整体业绩低迷，下跌11.1%。装修装饰板块受近年地产端影响较大，下跌13.1%。说明地产行业低景气及地方财政压力增加对装修、园林两大板块造成影响。

行业回顾：央国企相对表现较好

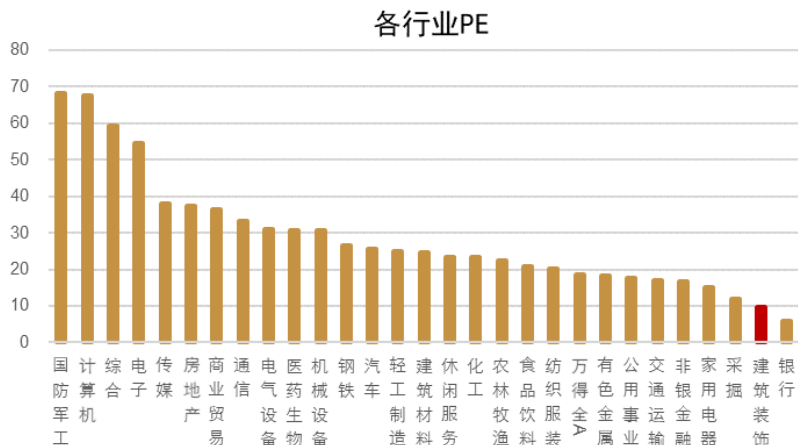
建筑行业涨跌幅前五个股



- 2024年初至12月31日，涨幅居前的五支标的分别为深城交（+170%）、中岩大地（+156%）、苏文科（+89%）、华建集团（+84%）、汇绿生态（+47%），主要以主题性行情催化有关。
- 2024年初至12月31日板块内央国企标的涨幅较好（10%-30%涨幅）。
- 受宏观景气度降低及地产投资下行影响，大部分民营企业经营、股价不及预期。

行业回顾：估值位于低位，子行业存在较大差异

建筑行业市盈率位于低位

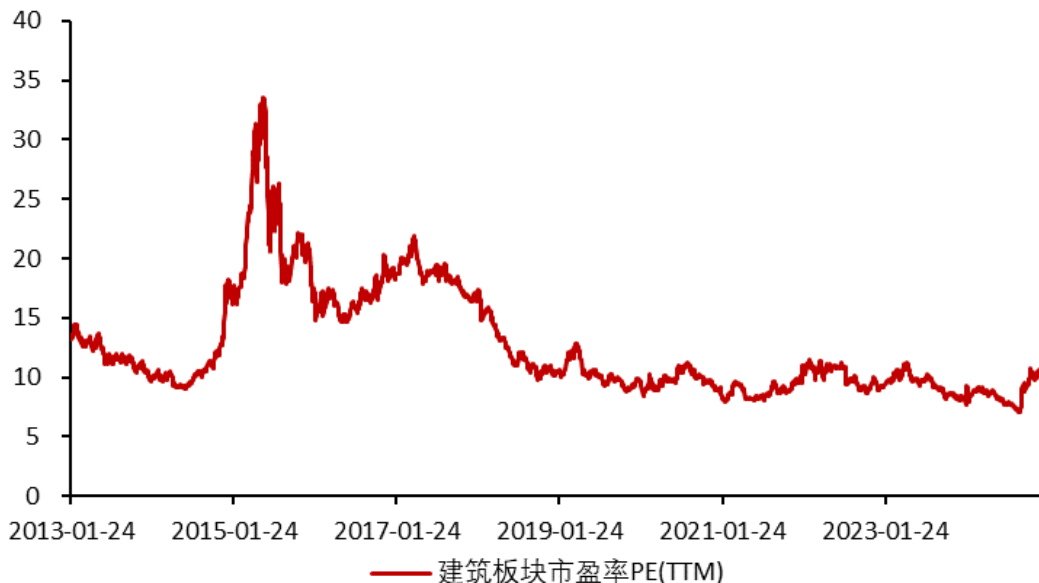


代码	申万一级行业	PE	代码	申万一级行业	PE
801740.SI	国防军工	68.23	801710.SI	建筑材料	24.65
801750.SI	计算机	67.45	801210.SI	休闲服务	23.35
801230.SI	综合	59.33	801030.SI	化工	23.24
801080.SI	电子	54.45	801010.SI	农林牧渔	22.52
801760.SI	传媒	37.90	801120.SI	食品饮料	20.90
801180.SI	房地产	37.42	801130.SI	纺织服装	20.19
801200.SI	商业贸易	36.28	801050.SI	有色金属	18.36
801770.SI	通信	33.32	801160.SI	公用事业	17.50
801730.SI	电气设备	31.15	801170.SI	交通运输	17.02
801150.SI	医药生物	30.78	801790.SI	非银金融	16.75
801890.SI	机械设备	30.61	801110.SI	家用电器	15.12
801040.SI	钢铁	26.56	801020.SI	采掘	11.76
801880.SI	汽车	25.49	801720.SI	建筑装饰	9.79
801140.SI	轻工制造	24.82	801780.SI	银行	5.99

- ❑ 对比所有申万一级行业的数据，建筑装饰行业目前PE为9.8倍，在申万行业中处于低水平，仅高于银行板块的6.0倍。
- ❑ 所有行业平均估值约28.6倍，建筑行业与之存在较大差距。

行业回顾：估值位于低位，子行业存在较大差异

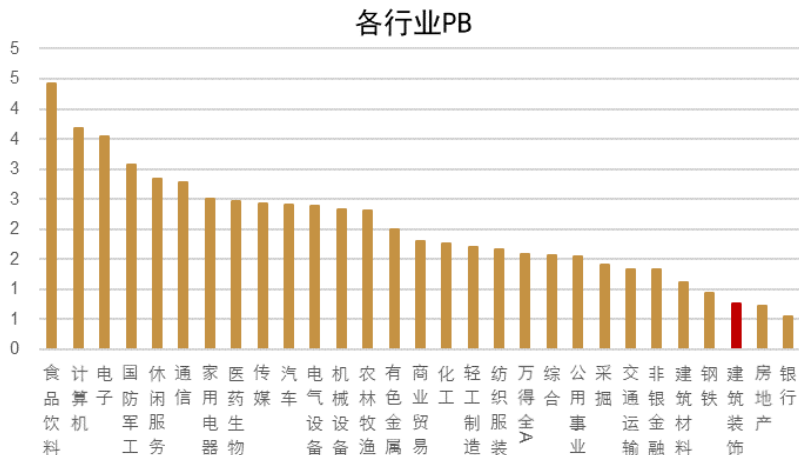
建筑装饰行业市盈率变动



- 近几年建筑行业整体估值呈现出震荡下行趋势。2024年初至12月31日，建筑行业估值低位振荡，虽然经历9月24号行情的修复，但整体估值仍然处于较低位置，目前建筑估值9.8倍。
- 从历史数据来看，建筑板块整体估值历史次低点位于2014年，当时最低为9.1倍。目前板块估值已与2014年接近，整体看来建筑估值处于历史低位。

行业回顾：估值位于低位，子行业存在较大差异

建筑行业市净率位于低位



代码	申万一级行业	PB	代码	申万一级行业	PB
801120.SI	食品饮料	4.42	801200.SI	商业贸易	1.80
801750.SI	计算机	3.67	801030.SI	化工	1.77
801080.SI	电子	3.55	801140.SI	轻工制造	1.70
801740.SI	国防军工	3.07	801130.SI	纺织服装	1.66
801210.SI	休闲服务	2.83	801230.SI	综合	1.56
801770.SI	通信	2.77	801160.SI	公用事业	1.54
801110.SI	家用电器	2.50	801020.SI	采掘	1.41
801150.SI	医药生物	2.47	801170.SI	交通运输	1.34
801760.SI	传媒	2.42	801790.SI	非银金融	1.33
801880.SI	汽车	2.40	801710.SI	建筑材料	1.11
801730.SI	电气设备	2.39	801040.SI	钢铁	0.93
801890.SI	机械设备	2.33	801720.SI	建筑装饰	0.77
801010.SI	农林牧渔	2.30	801180.SI	房地产	0.72
801050.SI	有色金属	1.99	801780.SI	银行	0.54

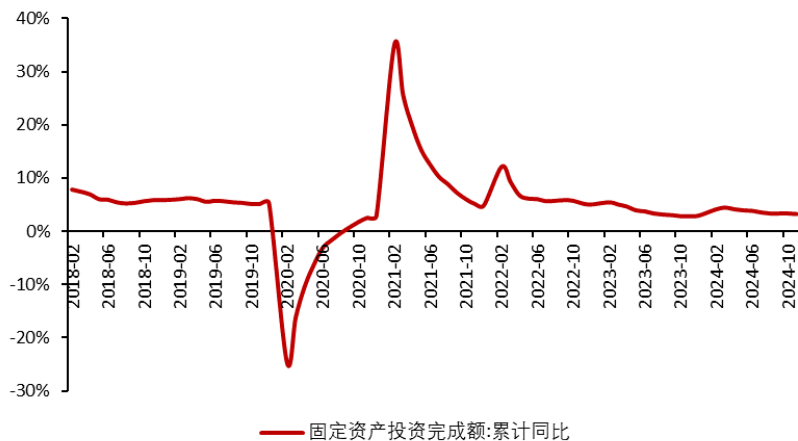
- ❑ 对比所有申万一级行业的数据，建筑装饰行业目前PB为0.8倍，在申万行业中处于低水平，仅高于银行板块的0.5倍及地产板块的0.7倍。
- ❑ 所有行业平均估值约2.0倍，建筑行业与之存在较大差距。

目 录

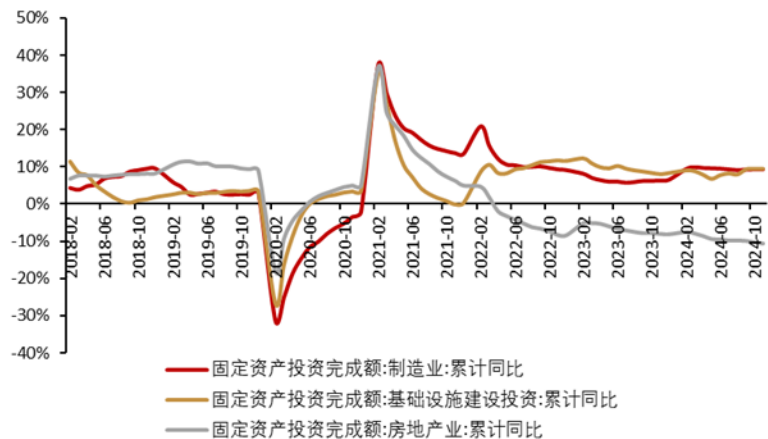
- ◆ 2024年板块回顾：表现弱于大盘
- ◆ **基本面：基建投资保持景气对冲地产下行**
- ◆ 建议配置低估值高分红央国企
- ◆ 关注“一带一路”建筑出海机遇
- ◆ 化债+财政加杠杆推动建筑估值修复
- ◆ 2025年重点推荐标的

宏观企稳：基建投资高增长，专项债发行持续高位

固定资产投资完成额:累计同比



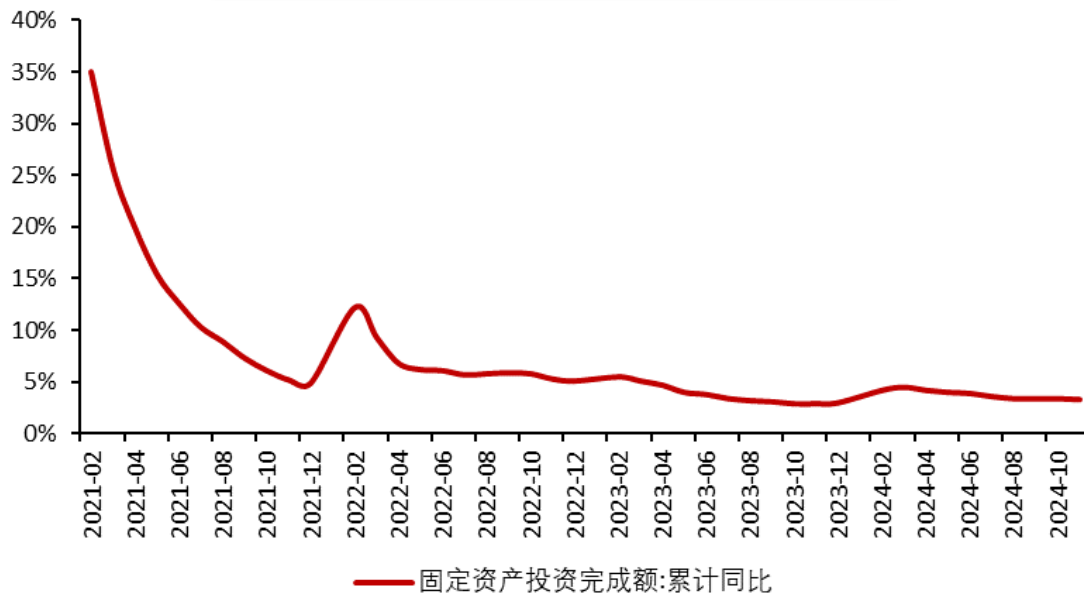
三大下游行业投资增速情况



- **固定资产投资保持增长。** 2024年1-11月，固定资产投资完成额同比+3.3%。其中，基建投资增长同比增长9.4%，主要系稳增长政策持续加码，基建投资明显发力所致，在水利管理和铁路运输领域表现突出；房地产投资累计同比-10.6%，增速连续下行，主要系开工和竣工数据均表现不佳，预计后续投资仍将处于弱改善状态；制造业投资累计同比+9.3%，2024年前三季度制造业PMI指数回升、工业增加值和固定资产投资增长、出口增长、高技术制造业投资增长以及政策支持和金融环境改善。有效缓解企业资金压力，有效提振市场主体信心，延续了去年快速恢复的势头，成为拉动投资增长和稳定经济增长的重要动力。

固定资产投资增速较年初有所下滑

固定资产投资完成额:累计同比



- ❑ **固定资产投资增速较年初有所下滑。**2024年1-11月份，全国固定资产投资同比增长3.3%，固定资产投资由年初4.2%逐步下滑。较2023年同期固定资产投资增速略微上升0.4个百分点。
- ❑ 近年来，固定资产投资增速在年度内呈现出前高后低的趋势，2021年年初增长35%年末增长4.9%，2022年年初增长12.2%年末增长5.1%，2023年年初增长5.5%年末增长3%，2024年继续延续这种状况。

地产投资增速走低

地产投资增速情况



- ❑ **地产投资增速持续下降。**2024年1-11月份，全国房地产投资增速同比下降10.6%，较2023年同期房地产投资增速降幅扩大2.6个百分点。房企投资信心整体恢复尚需时日，2024年下半年呈现下滑幅度扩大趋势。
- ❑ **地产行业投资增速自2022年3月之后由正转负，**总体呈现下降趋势。2024年年初地产投资下滑7.5个百分点并逐步呈现投资增速降幅扩大趋势。
- ❑ **房地产GDP贡献占比持续走低，缺口待补。**2024年Q3地产对总GDP占比达到5.0%，位于低位。地产对经济的整体拉动性较大，上下游关联建筑、材料、家电等众多行业。中央在稳定房价的同时积极推动三大工程工作，有望通过推动三大工程稳住地产端下滑带来的风险进行平稳过渡。

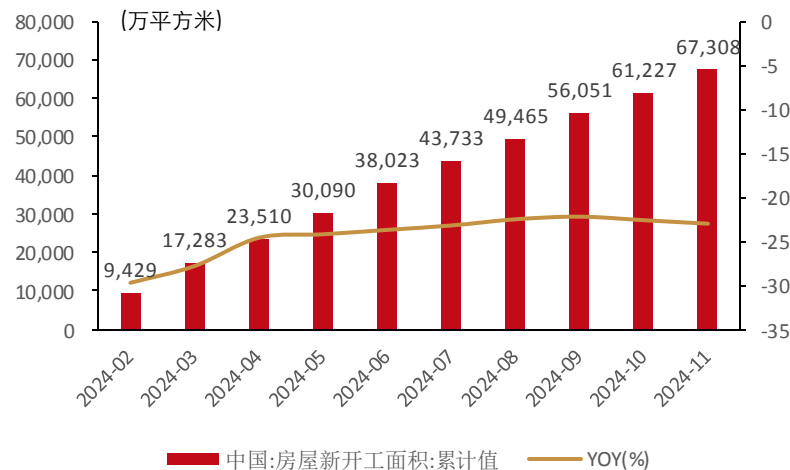
宏观企稳：地产止跌企稳政策落地，地产投资降幅有望收窄

- 2025 年地产竣工有望企稳，地产融资端政策持续发力扭转行业预期。财政部、税务总局、住房城乡建设部联合发布系列房地产税收优惠政策：地产系列税收政策优化，惠及居民和企业，有望促进购房置换链条，提振改善性需求，有望推动房地产止跌回稳景气改善。
- 住建部10月表示新增实施100万套城中村改造和危旧房改造，加大“白名单”信贷投放力度，地产投资降幅有望收窄。比如广州安居集团计划收购广州市内 90 平方米以下的存量商品房作为保障房，要求房源交通便利、配套完善，并按市场化和自愿原则进行收购。

2024年中国商品房销售数据

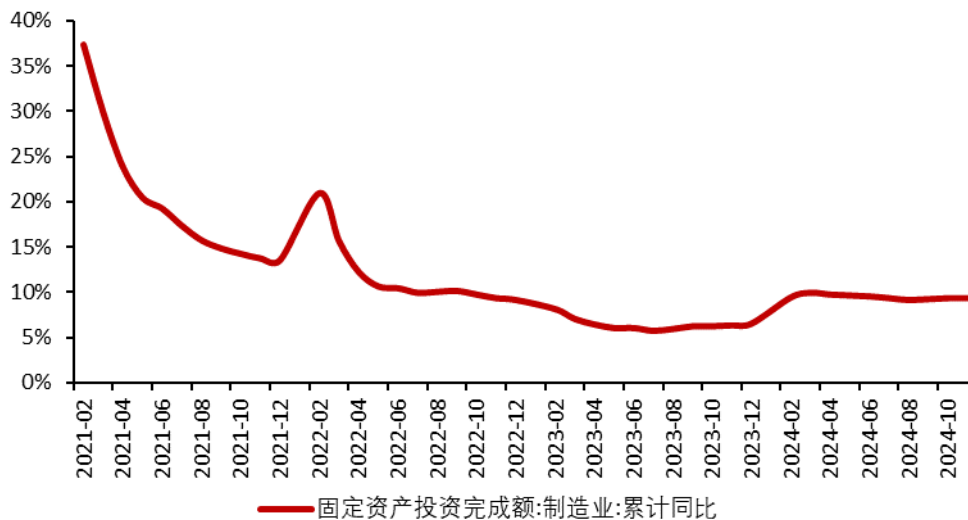


2024年房地产新开工数据



制造业、基建投资将对冲地产下行

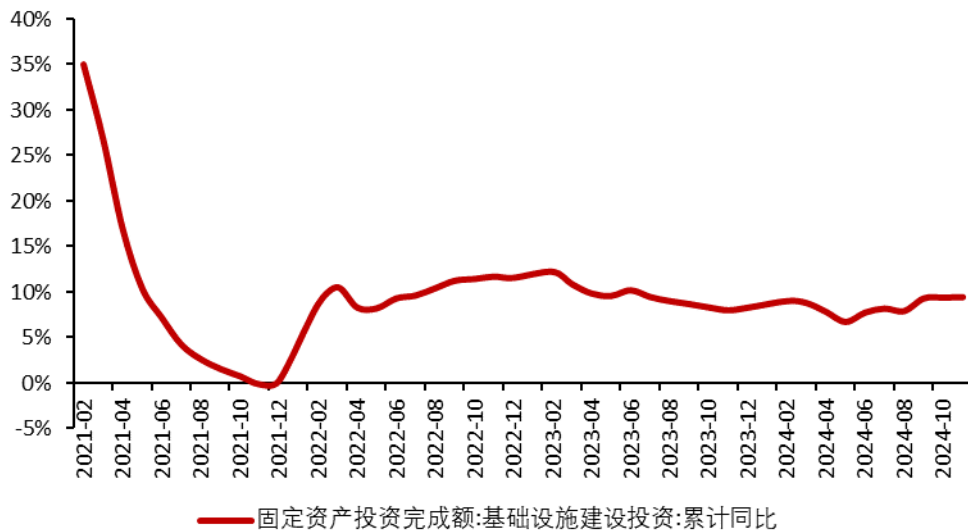
制造业投资增速情况



- **制造业投资同比增长，托底整体投资。** 2024年1-11月份，全国固定资产投资同比增长9.3%，较2023年同期上升3.0个百分点，年内数据也保持较高景气度。预计制造业投资2025年将延续此趋势，保持相对景气。

制造业、基建投资将对冲地产下行

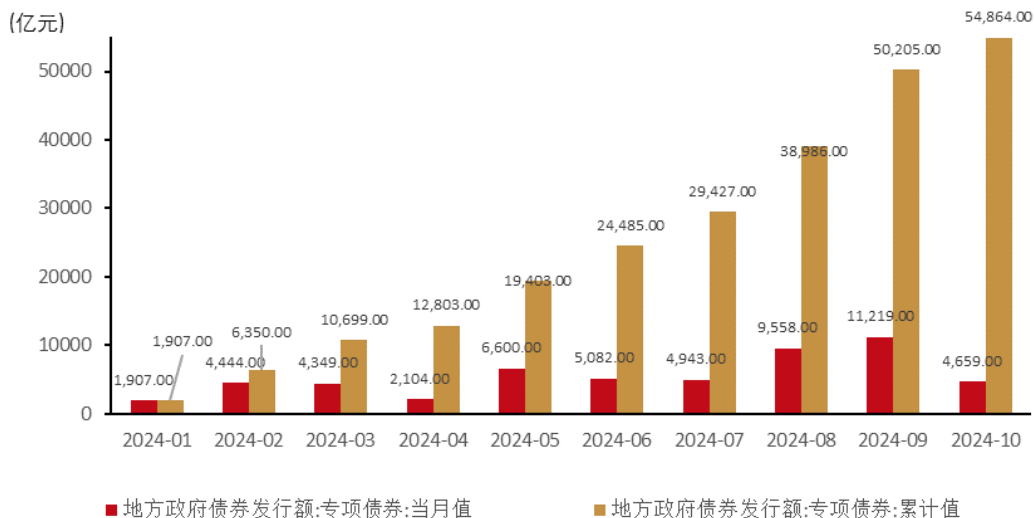
基建投资增速情况



- **基建投资呈现下滑趋势。** 2024年1-11月基础设施建设投资增长9.4%，相较2023年同期基础设施建设投资增长率增长1.4个百分点。
- 2024年上半年基建端投资数据受宏观环境及资金面影响呈现下滑趋势，下半年基建投资由于政策支持及资金到位带来改善。2025年基建依然是稳增长的重要工具。

宏观企稳：基建投资高增长，专项债发行持续高位

2024年专项债发行额



- 2024年1-10月，**地方政府专项债券的发行规模呈现出显著的增长趋势**。根据财政部的数据，截至10月底，全国发行新增地方政府债券4.6万亿元，其中专项债券3.9万亿元。全国人大常委会批准增加6万亿元地方政府债务限额，用于置换存量隐性债务，使得2024年地方政府专项债务新增限额从3.9万亿元增加到9.9万亿元，积极利用专项债来解决地方债务问题减轻短期偿债压力，同时支持基础设施建设等关键领域的发展。
- 目前，**新增专项债募集资金的主要用途仍然是基础设施建设**，尤其是市政和产业园区基础设施、交通基础设施和社会事业等领域。

基建部分细分领域持续景气

细分领域投资增速情况

累计同比	2024年2月	2024年3月	2024年4月	2024年5月	2024年6月	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月
固定资产投资完成额	4.2%	4.5%	4.2%	4.0%	3.9%	3.6%	3.4%	3.4%	3.4%	3.3%
制造业	9.4%	9.9%	9.7%	9.6%	9.5%	9.3%	9.1%	9.2%	9.3%	9.3%
基础设施建设投资	9.0%	8.8%	7.8%	6.7%	7.7%	8.1%	7.9%	9.3%	9.4%	9.4%
房地产业	-7.5%	-7.9%	-8.6%	-9.4%	-9.5%	-9.8%	-9.8%	-9.9%	-10.3%	-10.6%
细分行业投资增速（累计同比）										
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	25.3%	29.1%	26.2%	23.7%	24.2%	23.8%	23.5%	24.8%	24.1%	23.7%
电力、热力的生产和供应业	32.7%	36.7%	31.8%	29.7%	29.9%	29.8%	29.8%	30.8%	29.8%	29.6%
燃气生产和供应业	7.3%	6.6%	6.6%	0.7%	0.6%	0.8%	1.7%	4.7%	5.7%	4.5%
水的生产和供应业	5.4%	7.7%	10.0%	7.2%	7.5%	5.5%	3.1%	4.1%	3.5%	2.2%
交通运输、仓储和邮政业	10.9%	7.9%	8.2%	7.1%	6.6%	8.2%	6.7%	7.7%	7.7%	6.9%
铁路运输业	27.0%	17.6%	19.5%	21.6%	18.5%	17.2%	16.1%	17.1%	14.5%	15.0%
道路运输业	8.3%	3.6%	0.7%	-0.9%	-1.0%	-2.0%	-2.8%	-2.4%	-2.1%	-1.9%
水上运输业	8.0%	8.5%	7.2%	6.2%	6.8%	4.1%	4.4%	5.9%	8.6%	7.2%
航空运输业	18.9%	35.4%	24.6%	20.1%	23.7%	25.5%	20.3%	17.9%	19.2%	18.2%
管道运输业	-15.5%	-50.5%	-38.7%	-45.0%	-37.3%	-30.9%	-31.9%	-22.2%	-19.5%	-21.1%
仓储业	10.5%	10.8%	16.0%	15.3%	13.8%	22.5%	20.3%	20.1%	19.8%	17.0%
水利、环境和公共设施管理业	0.4%	0.3%	-1.0%	-1.5%	0.7%	0.7%	1.2%	2.8%	3.1%	4.0%
水利管理业	13.7%	13.9%	16.1%	18.5%	27.4%	28.9%	32.6%	37.1%	37.9%	40.9%
生态保护和环境治理业	-5.2%	-2.4%	-1.9%	-2.6%	1.4%	0.6%	2.2%	2.5%	3.0%	4.2%
公共设施管理业	-1.9%	-2.4%	-4.5%	-5.5%	-4.5%	-4.7%	-4.7%	-3.5%	-3.4%	-2.9%

□ **结构分化明显，细分领域有部分持续景气。** 2024年1-11月份，电力、热力、燃气生产供应及仓储业延续2023年高景气。铁路运输业2024年1-11月份增长15.0%，虽延续2023年高景气但景气度逐步走低。生态环保及公共设施管理2024年较为低迷，但水利投资景气度较高达到40.9%。

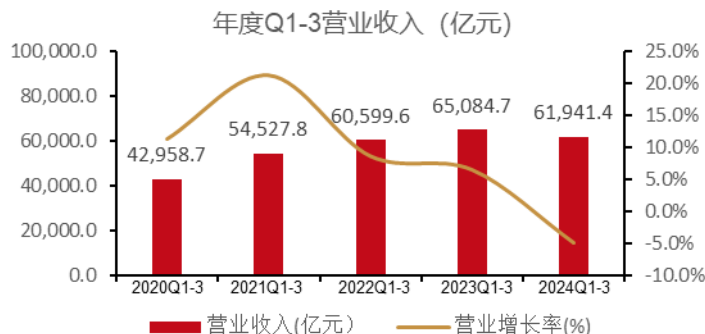
目 录

- ◆ 2024年板块回顾：表现弱于大盘
- ◆ 基本面：基建投资保持景气对冲地产下行
- ◆ 建议配置低估值高分红央国企
- ◆ 关注“一带一路”建筑出海机遇
- ◆ 化债+财政加杠杆推动建筑估值修复
- ◆ 2025年重点推荐标的

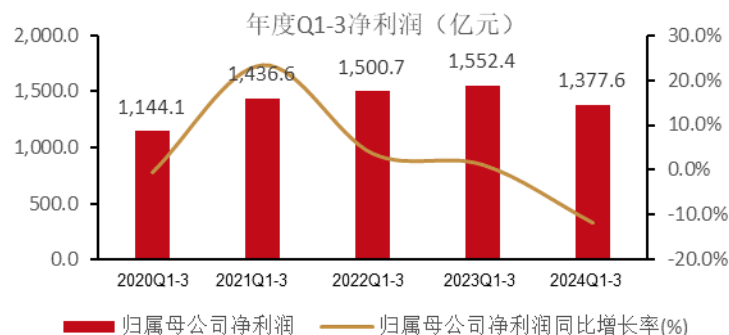
业绩回顾：建筑行业前三季度业绩稳健，Q3营收加快恢复

□ **建筑公司前三季度业绩稳健，Q3营收有小幅回落。**前三季度建筑上市公司实现营收61941.4亿元，同比-4.9%，实现归母净利润1377.6亿元，同比-11.7%。单季度来看，Q1、Q2、Q3分别实现营收20699.6亿元、21556.5亿元、19698.6亿元，同比分别+1.6%、-6.9%、-8.3%；实现归母净利润502.6亿元、475.1亿元、398.9亿元，同比分别-2.5%、-15.7%、-14.6%。

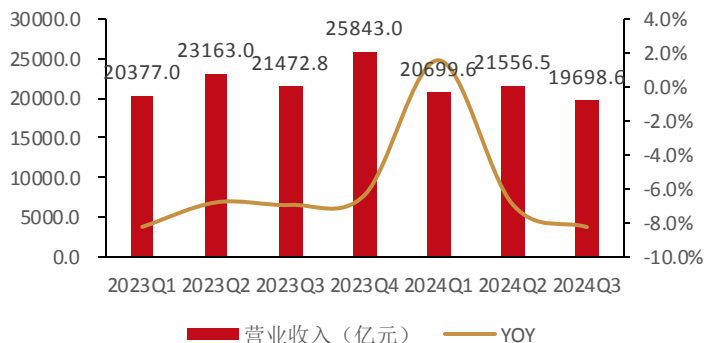
建筑上市公司2024前三季度营收



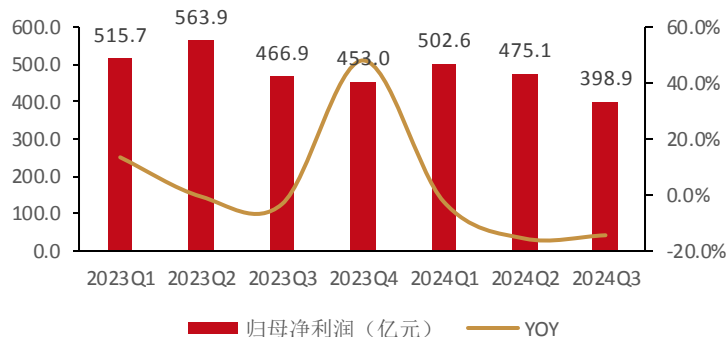
建筑上市公司2024前三季度归母净利润



建筑上市公司单季度营收



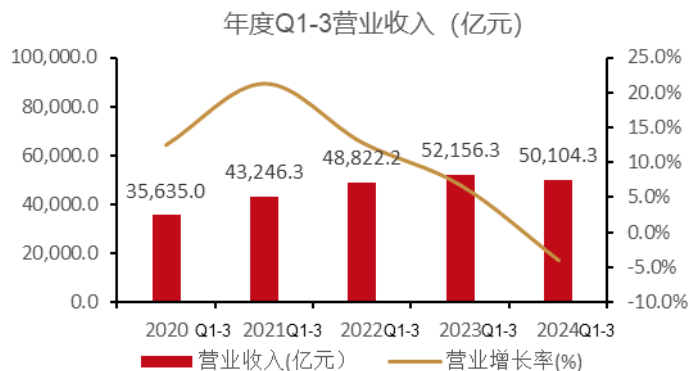
建筑上市公司2024单季度归母净利润



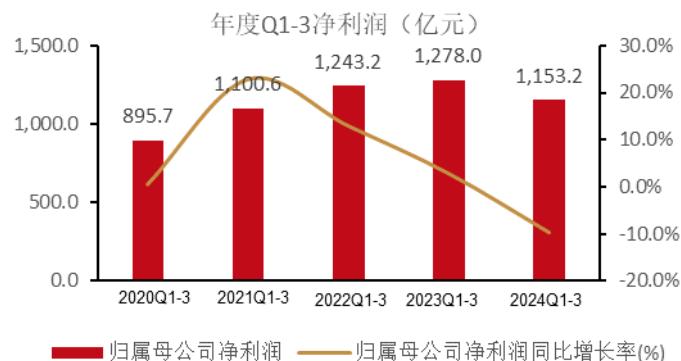
业绩回顾：央企经营持续稳健，“强者恒强”

□ 央企经营持续稳健，行业集中度扩大。前三季度，中建、两铁、中交、中冶、电建、能建及中化八家建筑央企实现营收50104.3亿元，同比-3.9%，实现归母净利润1153.2亿元，同比-9.8%，表现优于行业。单季度看，3季度受新增订单下降，业绩增速有所放缓，回款较慢，但预计营收四季度有回暖趋势。

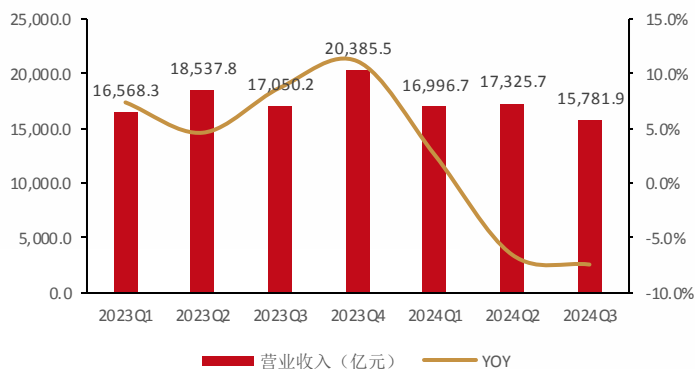
八家建筑央企前三季度营收



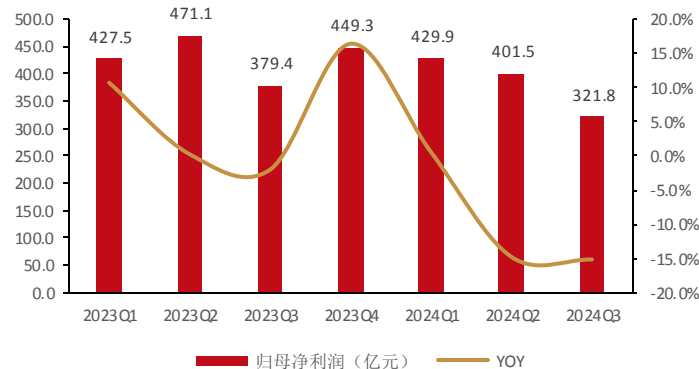
八家建筑央企前三季度归母净利润



八家建筑央企单季度营收

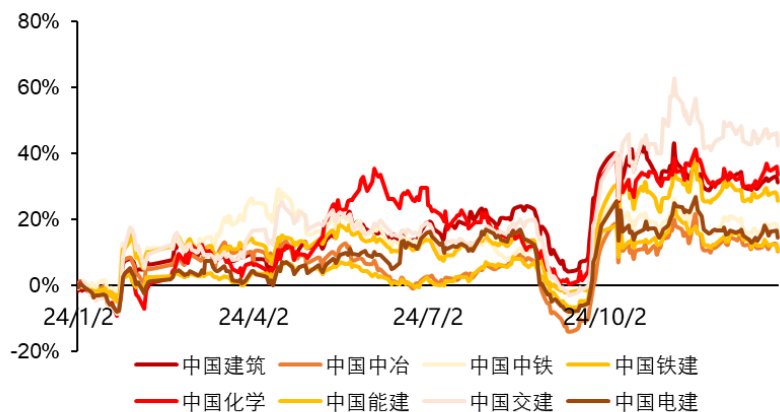


八家建筑央企单季度归母净利润



选择低估值高分红央国企：估值处于历史低位

建筑八大央企近期股价走势



中国建筑PE位于历史低位



- **2024年建筑八大央企整体股价震荡上升。**除了受到整体市场影响，板块自身基本面及公司业绩增速也是影响当期股价的重要因素，八大央企在2023年5月冲高后持续走低，但2024年10月起八大央企股价迎来翻转，开始呈现上升趋势。
- **估值位于低位。**以中国建筑为代表，可以看出近十年来公司整体估值位于较低位置，与2014年最低点估值相当。
- **随着国企改革的逐步深入，建筑央国企经营活力提升，估值存在进一步修复的可能。**在国资委日益严格的考察体系下，建筑央国企近几年毛利率、净利率、管理费用率、销售费用率等指标有所改善，经营效率提升明显。此外建筑国央企的回款能力大幅改善。

选择低估值高分红央国企：订单稳定，未来业绩有所保障

- **建筑业订单下滑，部分国企订单增速较好，央国企订单增速跑赢行业。**从2024年Q1-3新签订单来看，建筑业新签订单22.3万亿元（数据更新至Q3），同比下降4.8%。央企接单增速平稳，而地方国企除陕建股份、四川路桥、上海建工外订单增长皆表现不错。央国企订单占比从2018年第三季度的40%持续提升至半数。
- 中国建筑2024年1-11月新签合同4.0万亿，同比上升4.6%；中国交建、中国化学、中国中冶新签订单增速亮眼，同比分别+9.3%、+11.0%、+12.1%。
 - 主要建筑国企中，上海建工新签订单累计额2778亿元，体量最大，同比-9.2%；整体接单增长趋势放缓。

主要建筑公司2024年Q1-3订单情况

八大央企	前三季度新签订单 (亿元)	同比增速	主要地方国企	前三季度新签订单 (亿元)	同比增速
中国建筑	40058 (1-11月)	4.6%	陕建股份	2398	-6.2%
中国中铁	15279	-15.2%	上海建工	2778	-9.2%
中国铁建	14734	-17.5%	安徽建工	1038	2.2%
中国交建	12805	9.3%	四川路桥	776	-18.8%
中国中冶	10481 (1-11月)	12.1%	隧道股份	570	13.3%
中国电建	10491 (1-11月)	7.8%	山东路桥	746	11.7%
中国能建	9889	5.0%	重庆建工	401	11.1%
中国化学	3311 (1-11月)	11.0%	建筑业新签合同额	223177	-4.8%

选择低估值高分红央国企：主要央国企ROE

主要建筑央国企ROE情况

	代码	公司	ROE(TTM)		代码	公司	ROE(TTM)
主要央企	601668.SH	中国建筑	11.0%	地方国企	002116.SZ	中国海诚	13.6%
	601618.SH	中国中冶	4.8%		600170.SH	上海建工	3.5%
	601390.SH	中国中铁	8.5%		600820.SH	隧道股份	9.3%
	601186.SH	中国铁建	6.9%		600039.SH	四川路桥	13.3%
	601868.SH	中国能建	7.5%		000498.SZ	山东路桥	10.0%
	601800.SH	中国交建	7.6%		600502.SH	安徽建工	10.4%
	601117.SH	中国化学	9.2%		603637.SH	镇海股份	10.2%
	601669.SH	中国电建	7.4%		002761.SZ	浙江建投	0.0%
	601611.SH	中国核建	6.7%		002061.SZ	浙江交科	9.7%
国际工程	000928.SZ	中钢国际	11.1%		002941.SZ	新疆交建	8.8%
	002051.SZ	中工国际	2.9%		600853.SH	龙建股份	11.3%
	600970.SH	中材国际	14.7%		603153.SH	上海建科	9.7%
	000065.SZ	北方国际	10.9%		600284.SH	浦东建设	6.9%

- ❑ 央企中，中国建筑的ROE较高，近年连续保持在高位。
- ❑ 在国际工程板块中，中材国际ROE较高。
- ❑ 在地方国企中，中国海诚、四川路桥等ROE较高。

选择低估值高分红央国企：主要央国企股息率

主要建筑公司高股息公司情况

代码	公司	历年股息率				股息率ttm 2024/12/31	分红占净利润比 2023年
		2020	2021	2022	2023		
600039.SH	四川路桥	5.54%	3.93%	8.18%	6.90%	7.61%	50%
600502.SH	安徽建工	5.29%	6.02%	5.21%	5.59%	5.44%	29%
600820.SH	隧道股份	4.07%	4.28%	5.12%	1.74%	4.59%	35%
601668.SH	中国建筑	4.32%	5.00%	4.65%	5.60%	4.53%	21%
000928.SZ	中钢国际	3.24%	2.69%	5.94%	4.56%	4.18%	50%
601186.SH	中国铁建	2.91%	3.40%	3.90%	4.94%	3.82%	18%
603357.SH	设计总院	2.70%	5.13%	5.84%	3.93%	3.86%	40%
600248.SH	陕西建工	1.35%	2.31%	2.43%	3.73%	4.46%	14%
600284.SH	浦东建设	2.63%	3.09%	3.12%	3.41%	6.09%	36%
600970.SH	中材国际	3.34%	2.05%	4.11%	4.28%	4.22%	36%
003013.SZ	地铁设计	3.56%	1.99%	2.91%	2.99%	3.17%	45%
601390.SH	中国中铁	3.42%	3.67%	3.82%	0.00%	3.29%	16%
601800.SH	中国交建	2.49%	2.84%	3.21%	4.58%	2.80%	20%
002061.SZ	浙江文科	2.31%	3.58%	3.21%	3.42%	3.06%	24%
000498.SZ	山东路桥	2.11%	2.03%	2.33%	3.17%	3.51%	12%
600629.SH	华建集团	0.70%	2.36%	0.46%	2.71%	1.52%	32%
002116.SZ	中国海诚	1.20%	2.01%	1.82%	2.54%	2.62%	39%
600170.SH	上海建工	4.82%	4.02%	1.92%	2.56%	2.26%	34%
601669.SH	中国电建	2.39%	1.22%	1.93%	2.79%	2.50%	18%
601789.SH	宁波建工	2.51%	3.58%	2.31%	2.42%	2.25%	33%
601117.SH	中国化学	3.80%	1.22%	2.23%	2.80%	2.15%	20%
601618.SH	中国中冶	2.75%	2.21%	2.81%	2.55%	2.18%	17%

- 建筑业股利支付以现金股利为主，但是股利支付水平较低。对比其他行业来看，无论股息还是股息率建筑业均处于较低水平，相对于建筑民企而言建筑央国企股利分配水平较高，分配政策也较为稳定。

目录

- ◆ 2024年板块回顾：表现弱于大盘
- ◆ 基本面：基建投资保持景气对冲地产下行
- ◆ 建议配置低估值高分红央国企
- ◆ 关注“一带一路”建筑出海机遇
- ◆ 化债+财政加杠杆推动建筑估值修复
- ◆ 2025年重点推荐标的

看好建筑出海：一带一路进程加快，央企海外订单好转

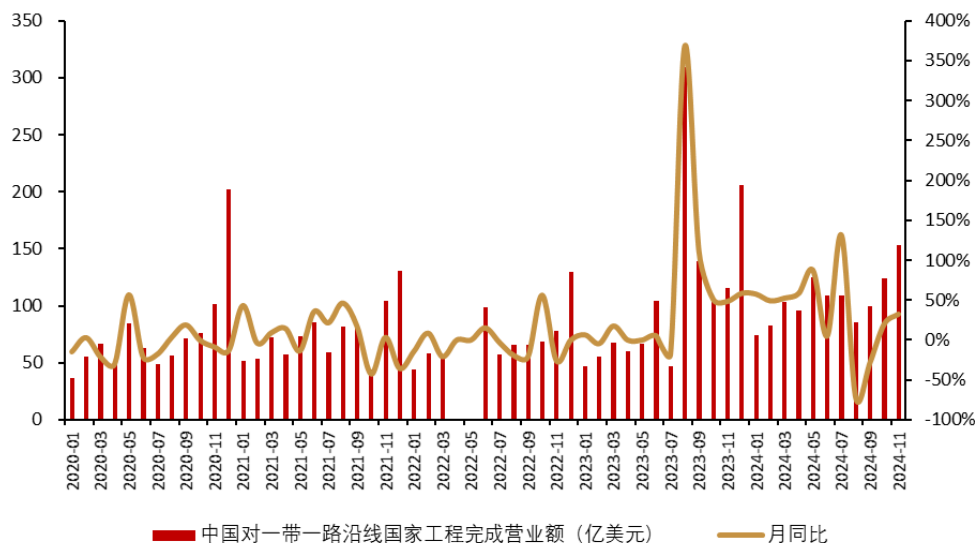
- “一带一路”为共赢格局，国内建筑企业新增量来源。“一带一路”自2013年提出至今，期间历经了倡议提出、制定战略规划、发布远景和行动，建设金融平台，召开座谈会、举办国际合作高峰论坛。
- 2024年12月，国家领导人在第四次“一带一路”建设工作座谈会强调，统筹深化基础设施“硬联通”，统筹推进重大标志性工程和“小而美”民生项目建设，完善推进高质量共建“一带一路”机制。“一带一路”进了沿线国家的基础设施建设、贸易和投资合作等，也为参与国家提供了新的投资机会和市场。中国作为“一带一路”倡议的发起者，中国的建筑央企和国际工程企业深度参与了沿线国家的基础设施投资和建设并且受益于当地基建的发展带来的业务增量。

部分一带一路国家投资情况

地区	建筑业情况	基建投资情况	工业投资情况
东南亚	增长迅速，特别是越南和印尼等国的建筑业快速增长，而缅甸、柬埔寨等国的建筑业相对落后	需求旺盛，预计2021-2030年需2万亿美元融资，年均约2000亿美元，各国政府积极出台基建投资规划，重点投资交通基建领域。	2021-2023年，中国制造业对东南亚的累计投资金额超过400亿美元，远超前、拉美等地区。印尼、马来西亚、柬埔寨等东南亚国家，都吸引着大量来自中国的投资。
非洲	撒哈拉以南非洲的建筑业市场将迎来强劲增长	预计2021-2030年需完成价值1600亿美元的69个基建项目，重点聚焦基础设施融资趋势和绿色可持续基础设施建设。	中国企业对非洲的投资正推动非洲工业化进程，投资领域从传统的制造业、基础设施扩展到医疗卫生、交通物流、电子商务等新领域，促进了非洲经济增长和工业化提质升级。
俄罗斯	保持高速增长势头	优先关注远东联邦区城市发展建设，现已制定城市发展战略总体规划，总体规划内含1000余个项目，目前第一批项目已经启动。	俄罗斯工业投资保持增长，2023年工业增加值占GDP比重为30.65%，制造业增加值同比增长6.88%，以促进工业发展和经济增长。
沙特	全球最大工地，沙特Q2占据全球建筑业主导地位	正迎来强劲增长，预计到2028年底，建筑产值将达到1815亿美元，在五年内将实现28%的增长，主要得益于沙特在住宅、机构和基础设施建设，以及工业、能源、公用事业和商业部门的大规模投资。	沙特工业投资显著增长，2023年新投资增长63%累计资金投入达到4150亿沙特里亚尔，分布在891个项目中，国际资金流入飙升85%，展现了沙特作为全球投资者主要目的地的吸引力。
印度	人口的增加需要更多的住宿空间，重视农村地区的发展	基础设施行业市场规模预计到2024年为2040.6亿美元，预计到2029年将达到3222.7亿美元，在预测期内(2024-2029年)复合年增长率为9.57%。	印度政府推动基础设施投资，钢铁消费、水泥产量等同步指标的强劲增长也证明了这一点。

看好建筑出海：一带一路进程加快，央企海外订单好转

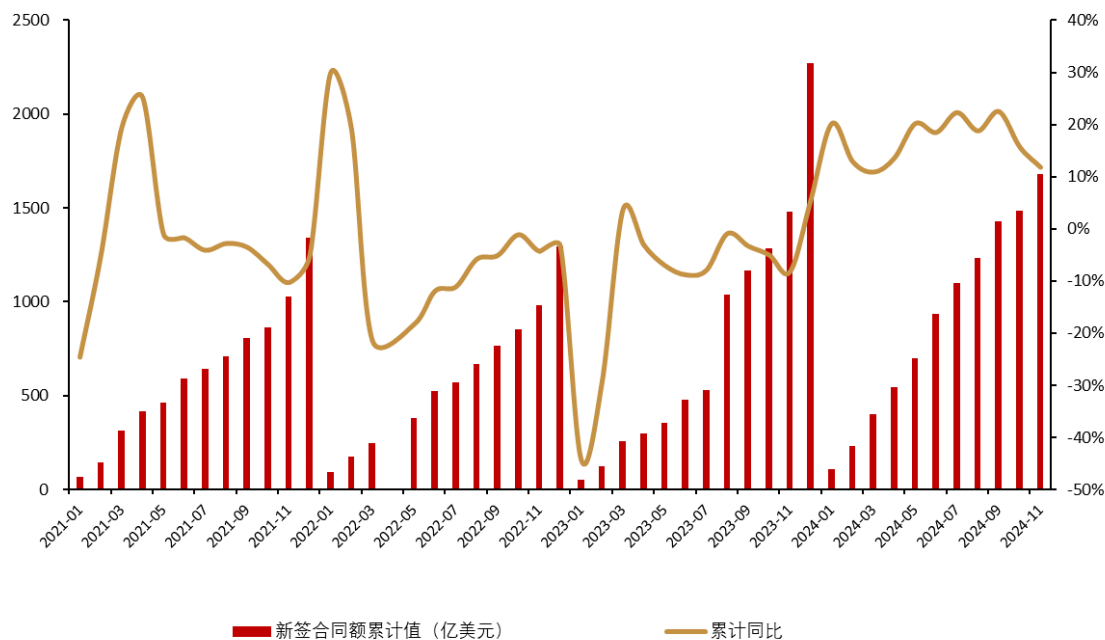
中国对外承包工程：一带一路国家完成额



- **共建“一带一路”进入高质量发展新阶段。**中美博弈加剧风险下“一带一路”政策有望加码，叠加美元降息利好海外投融资条件改善，海外工程需求景气度有望保持，建筑央企及国际工程企业有望受益。截至2024年三季度，东南亚各国GDP增长为马来西亚5.31%、泰国2.96%、新加坡8.58%、菲律宾2.15%，同比均有改善。
- **基建在“一带一路”中扮演重要角色，国际工程蕴含巨大发展机遇。**第四次“一带一路”建设工作座谈会2024年12月召开，习总书记全面推动共建“一带一路”高质量发展。会议指出，共建“一带一路”已经进入高质量发展新阶段，以互联互通为主线，统筹推进重大标志性工程和“小而美”民生项目建设，统筹巩固传统领域合作和稳步拓展新兴领域合作等。

看好建筑出海：一带一路进程加快，央企海外订单好转

中国对外承包工程：一带一路国家新增订单合同额



- **一带一路新签订单快速增加，表现明显优于国内。**从我国对外承包工程中一带一路国家新签合同来看，2024年1-11月我国对外承包工程一带一路新签合同金额以美元计同比增长11.8%，对外投资平稳发展，表现明显优于国内。

看好建筑出海：一带一路进程加快，央企海外订单好转

- **头部央企海外订单加速好转。** 中国建筑1-11月海外新签订单1781亿元，同比+60.4%；中国中冶海外新签合同额同比增长99%，公司继续加大矿业和基础设施建设领域海外市场的开拓力度；中国交建海外新签合同额同比增长24.7%；中国电建海外新签合同额同比增长9.1%。公司在新能源和水利水电领域的新签订单增长显著；中国能建海外新签合同额同比增长5.2%。2024年八大建筑央企海外订单增速已高于国内订单增速，随着“一带一路”倡议的推进和提升，基建央企将显著受益。

八大建筑央企海外订单情况

八大央企	前三季度建筑业务新 签订单（亿元）	同比增速	前三季度新签海外订 单（亿元）	同比增速
中国建筑	36455（1-11月）	6.4%	1781（1-11月）	60.4%
中国中铁	15279	-15.2%	1232	-3.2%
中国铁建	14734	-17.5%	1053	-10.1%
中国交建	12805	9.3%	2652	24.7%
中国中冶	10481（1-11月）	12.1%	747（1-11月）	99.0%
中国电建	10491（1-11月）	7.8%	1881（1-11月）	9.1%
中国能建	9889	5.0%	2349	5.2%
中国化学	3311（1-11月）	11.0%	870（1-11月）	-6.0%

目 录

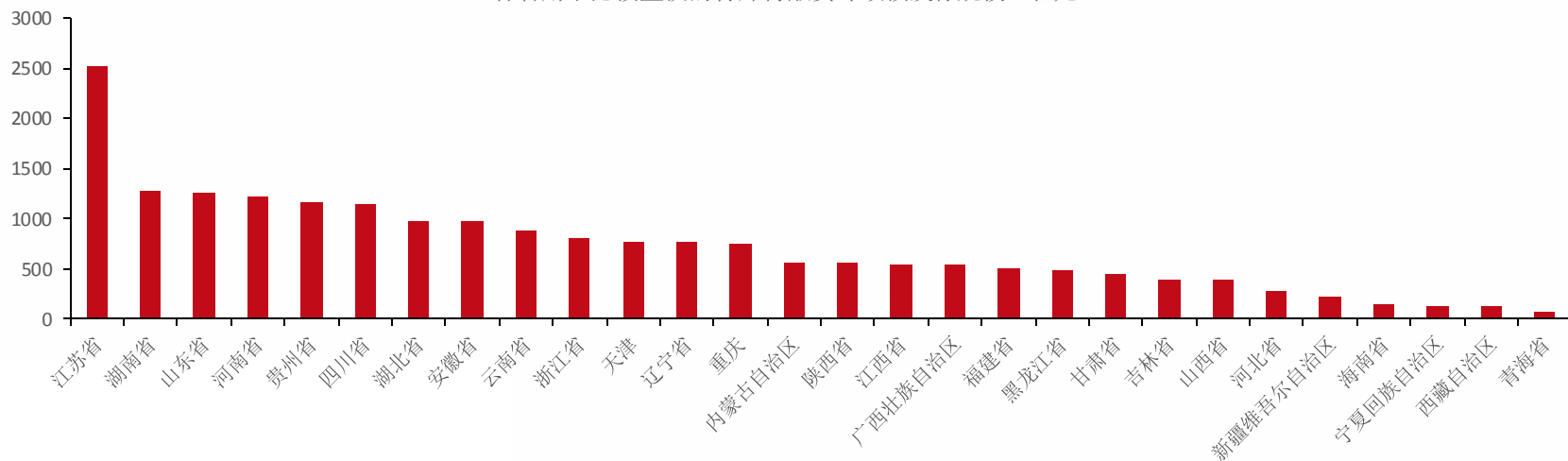
- ◆ 2024年板块回顾：表现弱于大盘
- ◆ 基本面：基建投资保持景气对冲地产下行
- ◆ 建议配置低估值高分红央国企
- ◆ 关注“一带一路”建筑出海机遇
- ◆ 化债+财政加杠杆推动建筑估值修复
- ◆ 2025年重点推荐标的

化债+特别国债推动建筑行业估值修复

- **各省市自治区化债额度快速发行。**截至24年12月中旬，已有28个省市自治区共计发行约2万亿元特殊再融资专项债用于置换隐性债务，其中江苏省、湖南省及山东省发行规模位居前三，分别为2511亿元、1288亿元及1255亿元，占当前已发行规模的12.6%、6.4%及6.3%。随着化债资金落地，政策效果有望持续显现。
- 化债资金的陆续落地将有助于缓解地方财政压力，加快实物工作量落地。积极的政策有望推动经济回升向好，预计明年宏观政策将持续发力，财政扩张有望带动政府投资回升，进而有效拉动社会投资，城中村改造、危旧房改造等将成为投资端重要发力点。

各省用于隐债置换的特殊再融资专项债发行规模

各省用于隐债置换的特殊再融资专项债发行规模（亿元）



化债+ 财政加杠杆推动建筑行业估值修复

- **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。** 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。
- **地方化债的落地有望改善业主支付能力，利好建筑工程企业现金流改善和资产负债表修复。** 12万亿化债资金用于置换各类隐性债务，推动解决地方各类“三角债”问题。地方化债的推进有望利好工程企业提升资产负债表质量，利好市净率的修复。随着地方支付能力的修复和投资的规范，利好企业经营现金流量表现，间接利于企业控制有息债务规模，降低杠杆率和财务成本。

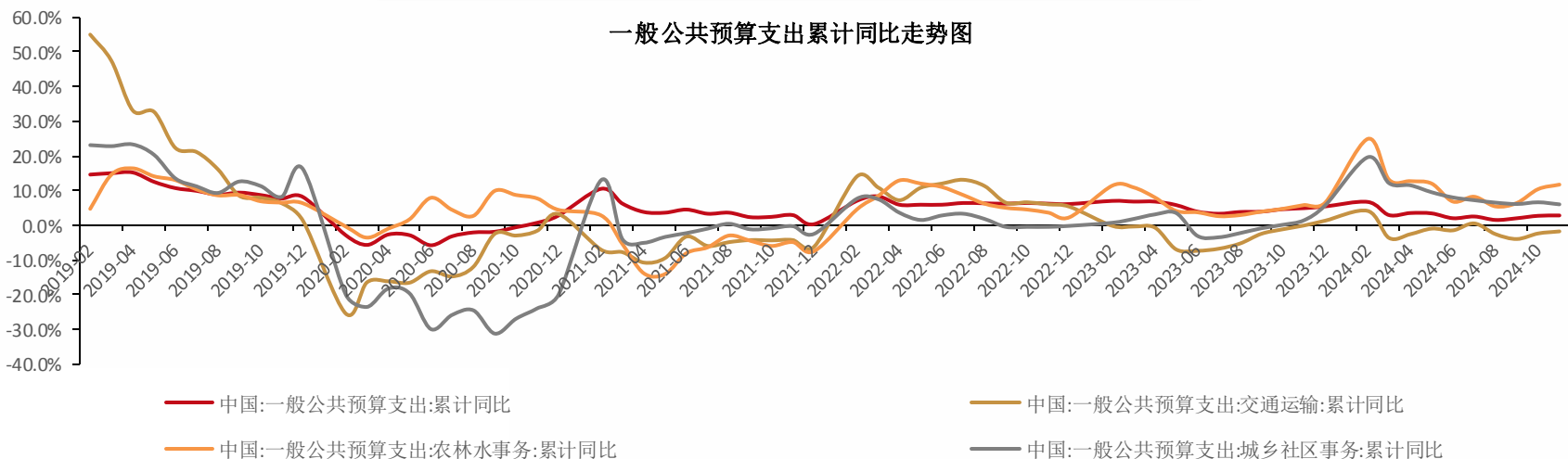
部分代表性上市建筑企业长期应收款及应收账款占总资产的比重对比（2023年年报）

证券代码	证券简称	长期应收款 (亿元)	应收票据及应收账款 (亿元)	资产总计 (亿元)	长期应收款/ 资产总计	应收票据及应收账款/ 资产总计
601668.SH	中国建筑	1,113.29	2,603.12	29,033.23	3.83%	8.97%
601390.SH	中国中铁	147.81	1,587.29	18,294.39	0.81%	8.68%
601186.SH	中国铁建	1,098.59	1,590.38	16,630.20	6.61%	9.56%
601800.SH	中国交建	2,236.84	1,182.32	16,842.63	13.28%	7.02%
600039.SH	四川路桥	167.25	209.60	2,409.15	6.94%	8.70%
601611.SH	中国核建	213.08	429.10	2,153.36	9.90%	19.93%
002761.SZ	浙江建投	117.64	261.88	1,216.50	9.67%	21.53%
600502.SH	安徽建工	362.79	482.40	1,710.84	21.21%	28.20%

化债+特别国债推动建筑行业估值修复

- 超长期特别国债加快落地使用，有望在2025年形成更多实物工作量。超长期特别国债更为聚焦“两重”（国家重大战略实施和重点领域安全能力建设）、“两新”，对基建市政链条景气度有望起到明显的支撑作用。
- 能源、交通、水利等重大基础设施续建、地下管网建设、城市更新等领域有望成为超长期特别国债和中央预算内投资的重点支持方向，有望拉动相关建筑企业订单。
- 根据2024年10月国家发改委新闻发布会，“十四五”规划102项重大工程涉及到的5100个具体项目中尚未开工的409个项目将推动尽快开工建设，涵盖交通基础设施补网强链、现代能源体系完善、水网骨干工程、城乡统筹发展等。例如交通基础设施龙头央企中国交建、中国中铁、中国铁建，水电、核电等能源基建央企龙头中国电建、中国能建、中国核建等。

国内用于一般公共预算的增长情况



目 录

- ◆ 2024年板块回顾：表现弱于大盘
- ◆ 基本面：基建投资保持景气对冲地产下行
- ◆ 建议配置低估值高分红央国企
- ◆ 关注“一带一路”建筑出海机遇
- ◆ 化债+财政加杠杆推动建筑估值修复
- ◆ 2025年重点推荐标的

中国建筑（601668）：经营稳健，低估值，高股息

□ 投资逻辑：

1) 在手订单稳步增长，未来业绩保障度高。稳基建政策加码，行业景气上行，公司作为央企基建龙头，竞争优势明显。2) 全面的 EPC 总承包能力、多元化的业务领域、以及在“一带一路”倡议下的积极布局而著称，能够提供从设计、施工到运营管理的一站式服务，覆盖房建、基础设施、能源、交通等多个专业领域。3) 在技术创新、绿色建筑、智能化施工等方面不断突破，致力于建设环保、节能、高效的现代化设施。

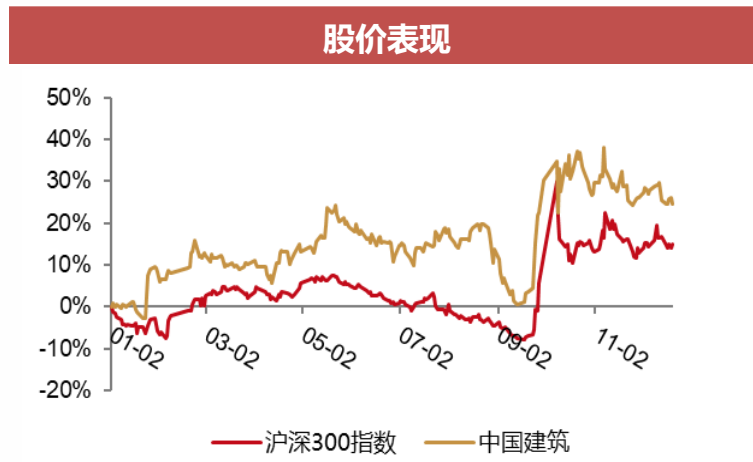
□ 业绩预测与投资建议：

预计2024~2026年EPS为1.39元、1.51元、1.67元，对应PE分别为4.3、4.0、3.5倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

宏观经济下行风险、地缘政治变化风险、基建投资不及预期风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	22655.29	23913.7	25452.65	27300.59
营业收入增长率	10.24%	5.55%	6.44%	7.26%
归母净利润（百万元）	542.64	577.79	629.46	693
净利润增长率	6.50%	6.48%	8.94%	10.09%
EPS（元）	1.3	1.39	1.51	1.67
P/E	4.6	4.3	4.0	3.5



数据来源：Wind，西南证券 注：数据更新至 2024.12.31

部分公司估值表

代码	公司	股价	EPS				PE				投资评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
601668	中国建筑	6.00	1.3	1.4	1.5	1.7	4.6	4.3	4.0	3.5	买入

数据来源：Wind，西南证券 注：数据更新至 2024.12.31

风险提示

- 宏观经济下行风险
- 基建投资不及预期风险
- 房地产政策变化风险
- 订单下滑、回款不及预期风险
- 海外地缘政治风险



分析师：颜阳春
执业证号：S1250517090004
电话：021-58351883
邮箱：yyc@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上 持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间 回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业 评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jssf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.c
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn				
	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	杨举	销售经理	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn