

固投增速放缓，存量 PPP 获新规保障

2025 年 9 月 29 日

核心观点

- **建筑业景气度有所回落，固定资产投资增速放缓。**8 月，建筑业采购经理指数（PMI）为 49.1，比上月下降 1.5pct；建筑业新订单指数为 40.6%，比上月下降 2.1pct；建筑业投入品价格指数为 54.6%，比上月上升 0.1pct；建筑业销售价格指数为 49.7%，比上月上升 0.5pct；建筑业从业人员指数为 43.6%，比上月上升 2.7pct；建筑业业务活动预期指数为 51.7%，比上月上升 0.1pct。8 月建筑业受地方政府债务及灾害天气影响，行业景气度有所回落。1-8 月全国固定资产投资（不含农户）326111 亿元，同比增长 0.5%，增速比 1-7 月下降 1.1pct，固定资产投资增速持续放缓。
- **基建投资增速放缓，世界第一高桥贵州花江峡谷大桥建成。**1-8 月，广义基建投资增速为 5.42%，较前值下降 1.25pct，狭义基建投资增速为 2%，较前值下降 1.2pct。三大下游中，1-8 月电力、热力、燃气及水的生产供应投资同增 18.8%，较上月下降 2.7pct；交通运输、仓储和邮政业投资同增 2.7%，较上月下降 1.2pct；水利、环境和公共设施管理业投资累计同降 0.2%，较上月下滑 2.2pct，其中水利管理业投资同增 7.4%，较上月下降 5.2pct。预计四季度基建投资将继续在稳增长方面发挥积极作用。1-7 月各地已累计发行新增专项债 27776 亿元，已完成发行计划的 63.13%。世界第一高桥贵州花江峡谷大桥于 9 月 28 日建成通车，彰显我国建筑企业在全球基建行业的龙头地位。
- **房地产投资、销售降幅有所扩大，竣工和新开工承压。**1-8 月，全国房地产开发投资同比下降 12.9%，降幅较 1-7 月扩大 0.9pct；商品房销售面积同比下降 4.7%，降幅较 1-7 月扩大 0.7pct；房屋新开工面积同比下降 19.5%，降幅较 1-7 月扩大 0.1pct；房屋竣工面积同比下降 17%，降幅较 1-7 月扩大 0.5pct。房地产政策组合拳奠定了房地产行业去库存的大方向。一线城市快速响应，下调首付比例和房贷利率，稳地产节奏加快，有望促进供需结构改善、房企融资提速，提振房地产市场信心，地产产业链有望触底回升。
- **财政部发文保障存量 PPP 的实施的运营。**8 月 20 日，财政部发布《关于规范政府和社会资本合作存量项目建设和运营的指导意见》。《意见》指出坚持问题导向、分类施策、降本增效，规范 PPP 存量项目建设和运营，支持提升公共服务和民生保障水平。《意见》提出了 13 条要求和措施，围绕保障在建项目顺利建设、推动已运营项目平稳运行等展开。对符合条件的在建项目，地方政府可统筹运用一般债券、专项债券等资金，用于 PPP 存量项目建设成本中的政府支出。《意见》保障了存量 PPP 项目的建设和运营。
- **推荐稳增长、成长、区域建设等主线。**1) 新藏铁路公司成立，雅下水电工程获批，城市更新加力推进。推荐中国电建、中国能建、上海建工、金螳螂、亚厦股份等。2) 存量 PPP 实施和运营得到保障，推荐稳增长的基建、高股息、出海、并购重组等。推荐安徽建工、中材国际、隧道股份、中钢国际、中国建筑、四川路桥、中国铁建、中国中铁、中国交建、中国中冶、山东路桥等。3) 成长主线的低空经济、焊接机器人、算力工程。建议关注设计总院、中交设计、华设集团、地铁设计、上海建科、鸿路钢构、东南网架、海南华铁等。4) 供需改善的新疆煤化工、核电工程、洁净室工程。建议关注中国化学、东华科技、中国核建、柏诚股份等。
- **风险提示：**固定资产投资下滑的风险；新签订单下滑的风险；应收账款回收不及预期的风险；政策与外部环境不确定性增加的风险。

建筑行业

推荐 维持

分析师

龙天光

☎: 021-2025-2646

✉: longtianguang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519060004

相对沪深 300 表现图

2025-9-29



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

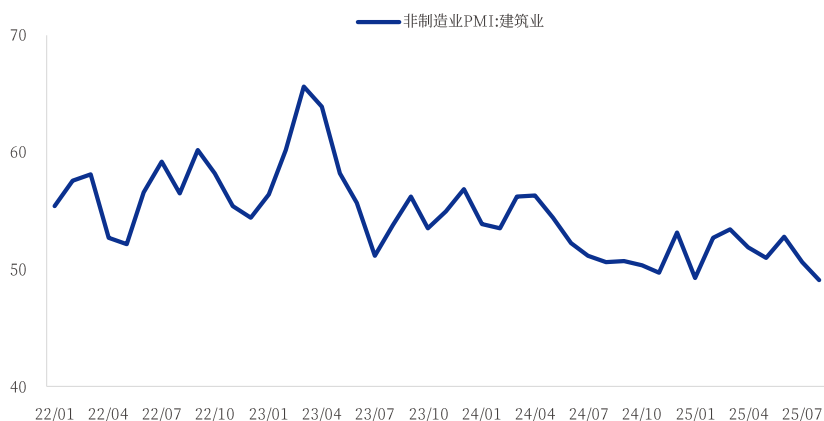
一、 建筑业景气度持续回落	3
二、 固定资产投资增速放缓	5
(一) 固定资产投资增速放缓	5
(二) 流动性保持充裕	5
三、 基建投资增速回落，新规保障存量 PPP	8
(一) 基建投资增速有所回落	8
(二) 新藏铁路公司成立	10
(三) 存量 PPP 建设运营进一步规范和保障	11
四、 房地产投资和销售降幅扩大	13
(一) 房地产投资持续承压，销售面积降幅略有扩大	13
(二) 房地产房屋新开工和竣工降幅扩大	13
(三) 二手房挂牌量价齐跌	14
(四) 新房库存增速回落，按揭贷款降幅扩大	15
五、 PPP 存量项目建设运营有保障	17
(一) 建筑行业集中度提升	17
(二) 建筑行业估值处于历史中低部区域	18
(三) 政策加码利好基建房建产业链	18
六、 风险提示	19

一、建筑业景气度持续回落

制造业景气度回落。2025年8月，制造业采购经理指数（PMI）为49.4%，比上月上升0.1个百分点，制造业景气水平有所回升。8月份，非制造业商务活动指数为50.3%，比上月上升0.2个百分点，仍高于临界点。分行业看，建筑业商务活动指数为49.1%，比上月下降1.5个百分点；服务业商务活动指数为50.5%，比上月上升0.5个百分点。从行业看，铁路运输、水上运输、航空运输、电信广播电视及卫星传输服务、资本市场服务等行业商务活动指数位于60.0%以上高位景气区间；零售、房地产等行业商务活动指数均低于临界点。

建筑业景气度持续回落。2025年8月，我国非制造业新订单指数为46.6%，比上月上升0.9个百分点，表明非制造业市场需求回升。分行业看，建筑业采购经理指数（PMI）为49.1%，比上月下降1.5个百分点，建筑业景气度有所回落，新订单指数为40.6%，比上月下降2.1个百分点；建筑业投入品价格指数为54.6%，比上月上升0.1个百分点；建筑业销售价格指数为49.7%，比上月上升0.5个百分点；建筑业从业人员指数为43.6%，比上月上升2.7个百分点；建筑业业务活动预期指数为51.7%，比上月上升0.1个百分点。

图1：建筑业景气度持续回落



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

钢材价格有所下跌。2025年9月26日，钢铁价格呈下跌趋势，以螺纹钢Φ12-25含税价为例，8月22日的价格为3,210.00元/吨，9月26日的价格为3,165.00元/吨，下跌45元/吨。对于建筑企业，钢材是其主要原材料之一，钢材的价格对成本有一定影响。

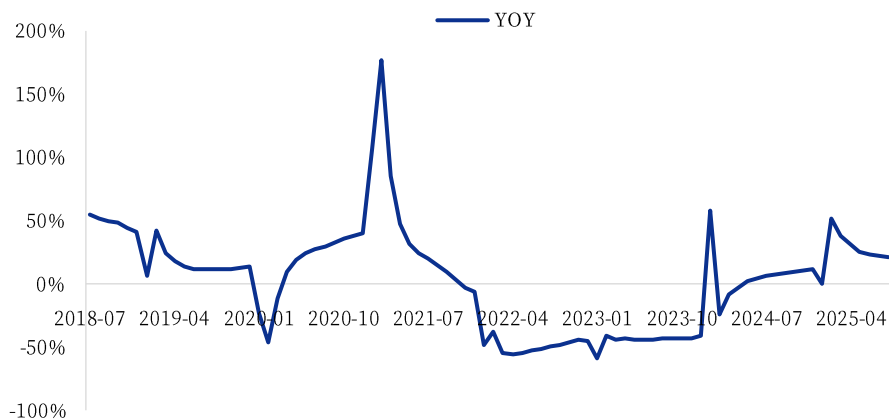
图2：近期螺纹钢价格（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

国内挖掘机销量同比维持较快增速。2025 年 1-8 月，中国国内挖掘机机械累计销量 80628 台，同比增长 21.55%，较 7 月增速放缓 0.76pct。

图3: 挖掘机销量同比继续回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

9 月下旬水泥价格同比触底微升，平板玻璃价格有所下行。截止 2025 年 9 月 25 日，中国水泥价格指数为 105.3，较 8 月中旬同比微增 0.13%，受房地产投资下行影响，水泥需求有所下降，但随着反内卷的推进，水泥价格有望实现筑底回升。截止 2025 年 9 月 20 日，我国浮法平板玻璃 4.8/5mm 全国市场价为 1,206.2 元/吨，较 8 月上旬下降 0.82%。

图4: 全国水泥价格指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 平板玻璃价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、固定资产投资增速放缓

（一）固定资产投资增速放缓

固定资产投资增速放缓。2025 年 1-8 月，全国固定资产投资（不含农户）326111 亿元，同比增长 0.5%，增速比 1-7 月下降 1.1pct。其中，民间固定资产投资同比下降 2.3%。从环比看，8 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.2%。分产业看，第一产业投资 6461 亿元，同比增长 5.5%；第二产业投资 118246 亿元，增长 7.6%；第三产业投资 201404 亿元，下降 3.4%。第二产业中，工业投资同比增长 7.7%。其中，采矿业投资增长 3.0%，制造业投资增长 5.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 18.8%。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 2%。其中，水上运输业投资增长 15.9%，水利管理业投资增长 7.4%，铁路运输业投资增长 4.5%。分地区看，东部地区投资同比下降 3.5%，中部地区投资增长 2.5%，西部地区投资增长 2.3%，东北地区投资下降 6.0%。

图6：固定资产投资增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

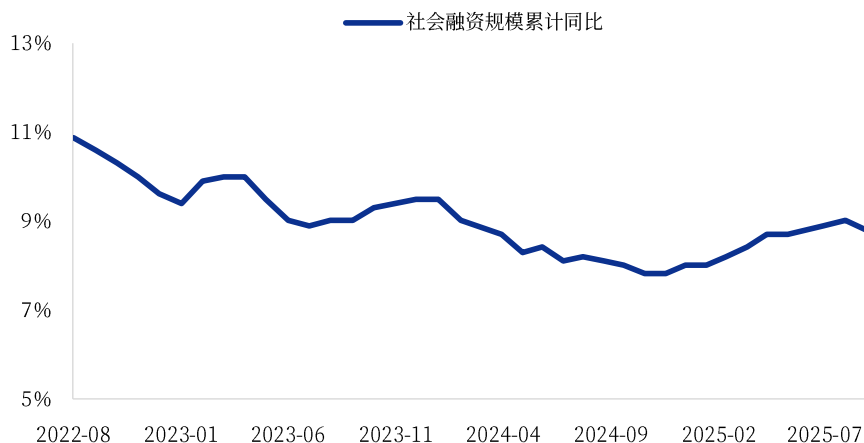
（二）流动性保持充裕

流动性保持充裕。2025 年 9 月 23 日，中国人民银行货币政策委员会 2025 年第三季度例会在北京召开。会议认为，当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能减弱，贸易壁垒增多，主要经济体经济表现有所分化，通胀走势和货币政策调整存在不确定性。我国经济运行稳中有进，但仍面临国内需求不足、物价低位运行等困难和挑战。要落实落细适度宽松的货币政策，加强逆周期调节，加大货币财政政策协同配合，促进经济稳定增长和物价处于合理水平。

会议建议加强货币政策调控，提高前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度和节奏，抓好各项货币政策措施执行，充分释放政策效应。**保持流动性充裕**，引导金融机构加大货币信贷投放力度，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。会议指出着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。

政府债券融资余额同增 21.9%。2025 年 8 月末社会融资规模存量为 433.66 万亿元，同比增长 8.8%，其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 265.42 万亿元，同比增长 6.6%；政府债券余额为 91.36 万亿元，同比增长 21.1%。

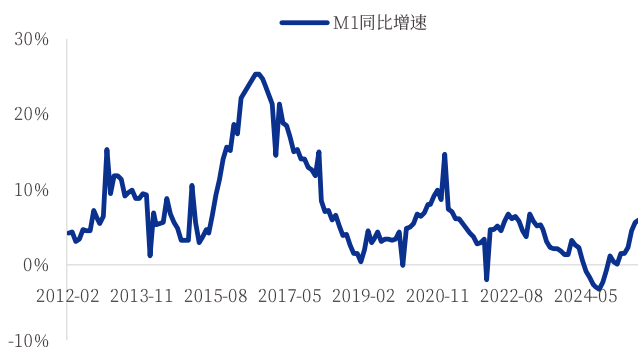
图7：社会融资规模增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

M2 增速持平，M1 同比增速加快。2025 年 8 月末，M2 余额 331.98 万亿元，同比增长 8.8%，增速较上月末持平，较上年同期提升 2.5pct；M1 余额为 111.23 万亿元，同比增长 6%，增速较上月末提升 0.4pct，比上年同期提升 9pct。M1 同比增速加快。伴随政策效果持续释放、有效盘活存量以及促进加快形成实物工作量，有望带动 M1、M2 指标稳定向好。

图8：M1 同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：M2 同比增速

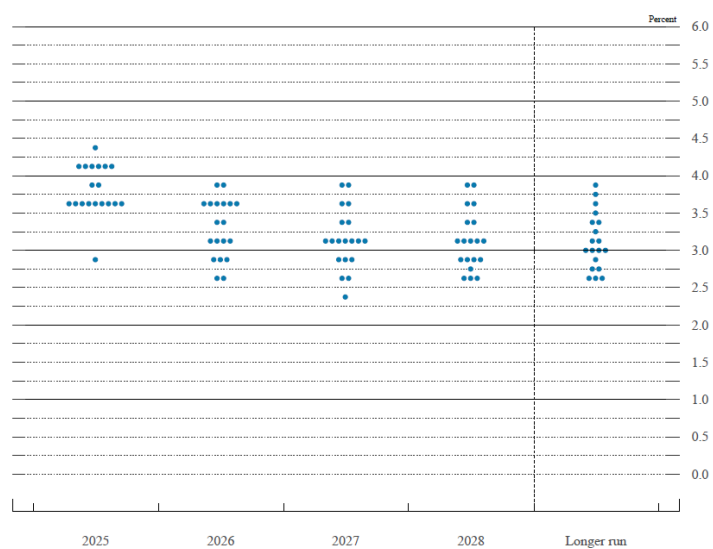


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

美联储如期降息 25BP。2025 年 9 月的会议上美联储如期降息 25BP，将联邦基金利率下调至 4%-4.25% 的区间，美联储判断就业下行风险有所上升，此次降息为风险管理式降息。2025 年点阵图利率中值为 3.75%，暗示 2025 年美联储还有降息 50BP 的可能，两次各 25BP 降息。从美联储的双重目标以及经济增长、金融稳定等角度来看，经济前景不确定性仍存，在特朗普政府关税政策的影响更明朗之前或采取预防式的态度。

图10: 美联储议息会议提供的联邦基金利率点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



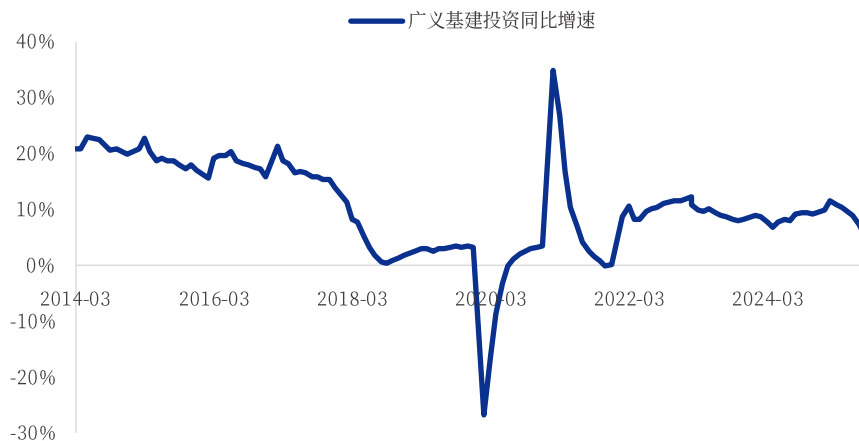
资料来源: 美联储, 中国银河证券研究院

三、基建投资增速回落，新规保障存量 PPP

（一）基建投资增速有所回落

广义基建投资增速持续回落。2025 年 1-8 月份，广义基建投资增速为 5.42%，增速较前值下降 1.95pct，狭义基建投资增速为 2%，较前值下降 1.2pct。预计 2025 年，随着中西部重大水电工程、铁路工程、运河航道工程等持续推进。基建将继续在扩大有效投资、稳增长方面发挥积极作用。

图11：广义基建投资同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

交通运输、仓储和邮政业投资增速回落。2025 年 1-8 月，交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 2.7%，较上月下降 1.2pct。其中，铁路运输业投资同比增长 4.5%，较上月下降 1.4pct；道路运输业投资同比下降 3.3%，较上月下降 1.3pct。

图12：基建细分领域增速情况



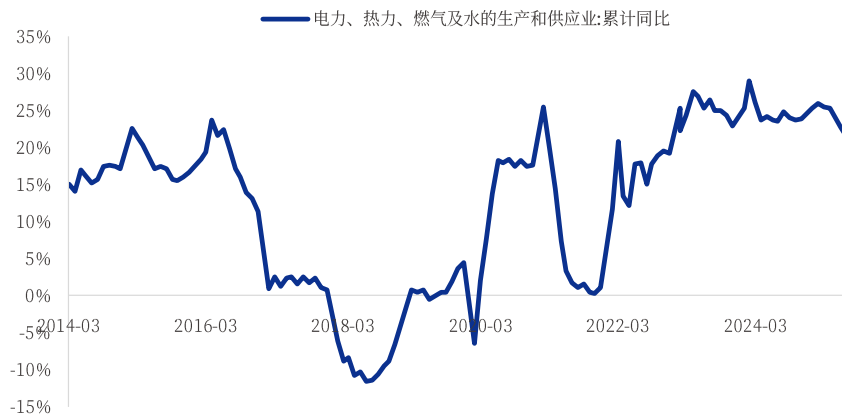
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

世界第一高桥贵州花江峡谷大桥建成通车。9 月 28 日，世界第一高桥——六枝至安龙高速公路花江峡谷大桥正式建成，标志着六安高速公路全线通车，关岭岸与贞丰岸通行时间将由 2 小时缩短至 2 分钟，极大改善了区域交通条件。江峡谷大桥连接贵州安顺市关岭县和黔西南州贞丰县两岸，因跨越被誉为“地球裂缝”的花江大峡谷而得名。大桥全长 2890 米，主桥跨径 1420 米，桥面到水面高度 625 米。大桥主桥跨径居山区桥梁跨径世界第一、桥梁高度居世界第一，被称为“横竖”都

是世界第一。大桥造价约 20 亿元，由贵州交建集团投资、贵州省交通规划勘察设计研究院股份有限公司设计、贵州桥梁集团和贵州公路集团负责施工建设。花江峡谷大桥于 2022 年 1 月 18 日正式开工建设，2025 年 9 月 28 日通车运营，历时 3 年零 8 个月。全球十大高桥中，八座在中国，前六名均在中国，彰显了我国建筑企业在基建领域无可争议的全球龙头地位。

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。2025 年 1-8 月，电力、热力、燃气及水的生产供应投资同比增长 18.8%，较上月下降 2.7pct。

图13：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

水利管理业投资增速持续回落。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 年水利建设投资创历史新高，国家水网主骨架和大动脉加快构建，黄河古贤等一批重大工程开工建设。2024 年新开工国家水网重大工程 41 项，实施水利工程项目 46967 个，完成水利建设投资 13529 亿元、同比增长 12.8%；大规模水利建设吸纳就业 314.7 万人、同比增长 14.9%。2025 年 1-8 月，水利、环境和公共设施管理业投资累计同比下降 0.2%，较上月下滑 2.2pct，其中水利管理业投资同比增长 7.4%，较上月下降 5.2pct。

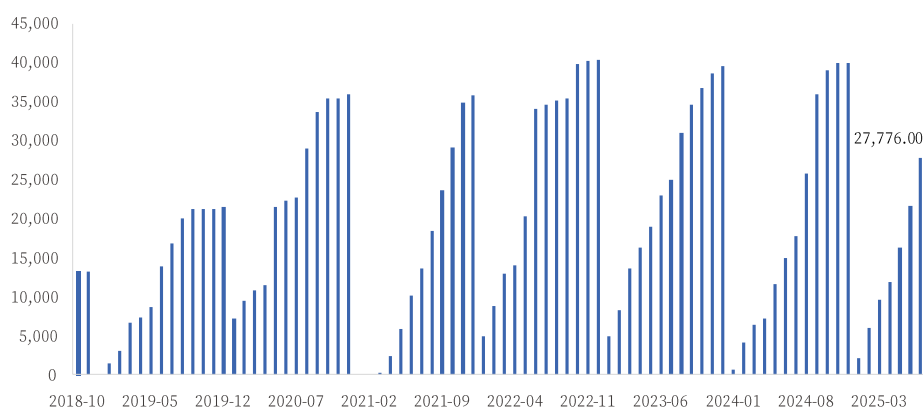
图14：水利投资增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2025 年专项债发行节奏加快。2024 年 12 月 25 日国务院办公厅发布《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，从扩大专项债券投向领域和用作项目资本金范围，优化专项债券项目审核和管理机制，强化专项债券全流程管理等方面优化完善管理机制，为更好发挥专项债券强基础、补短板、惠民生、扩投资等积极作用。**专项债方面**，两会报告指出，今年拟安排新增地方政府专项债 4.4 万亿元，比上年增加 5000 亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。1-7 月各地已累计发行新增专项债 27776 亿元，已完成发行计划的 63.13%，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。**超长期国债方面**，根据 3 月 13 日新华社受权发布的《关于 2024 年中央和地方预算执行情况与 2025 年中央和地方预算草案的报告》，2025 年将发行超长期特别国债 13000 亿元，比 2024 年增加 3000 亿元，其中 8000 亿元用于更大力度支持“两重”项目，5000 亿元用于加力扩围实施“两新”政策。截至 8 月上旬，已公告发行超长期特别国债金额 8130 亿元。

图15：2025 年专项债新增金额（亿元）

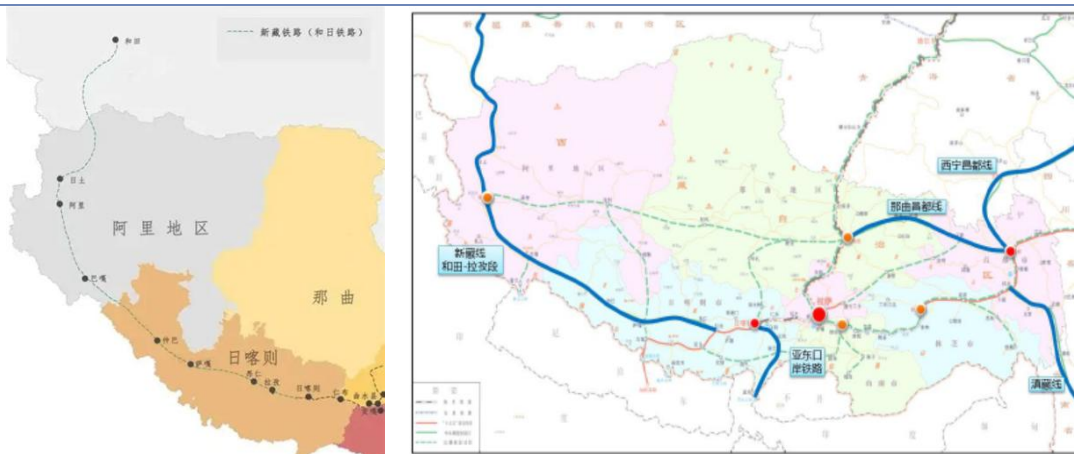


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）新藏铁路公司成立

新藏铁路有限公司成立。2025 年 8 月 7 日，新藏铁路有限公司成立，注册资本高达 950 亿元，由中国国家铁路集团有限公司全资持股，法定代表人为马殷军。公司主营业务包含建设工程施工、建设工程监理、铁路运输基础设备制造等。新藏铁路有限公司的成立，标志着新藏铁路项目进入了一个全新的实质性推进阶段。新藏铁路北起新疆和田市，南至西藏日喀则市及拉萨市。新藏铁路途经昆仑山、喀喇昆仑山、冈底斯山、喜马拉雅山脉等众多山脉，平均海拔在 4500 米以上。

图16：新藏铁路线路图



资料来源：国家铁路局，铁路网，西藏自治区人民政府，中国银河证券研究院

新藏铁路剩余待建长度约 1754 公里。拉萨至日喀则铁路已于 2014 年开通，拉日铁路长约 253 公里，总投资 132 亿元，每公里投资金额约为 5217.39 万元。日喀则火车站通过 318 国道抵达拉孜县，距离约为 154 公里。根据西藏十三五规划，新藏线的和田至拉孜段全长 1600 公里，技术标准单线电力牵引，总投资估算 960 亿元。根据目前已有的三段铁路数据，假设日喀则到拉孜县的铁路长度约为 154 公里，估算新藏铁路总长度约为 2007 公里，除去 2014 年建成的拉日铁路，剩余的和田至日喀则段的长度约为 1754 公里。假设剩余的铁路每公里建设需投资 1 亿元，建设周期 10 年，则总投资约为 1754 亿元，每年投资约为 175.4 亿元。2025 年 9 月 25 日，中央政府发文祝贺新疆维吾尔自治区成立 70 周年。新疆作为路上丝绸之路的西大门，未来有望在持续新时代西部大开发中大放异彩。

（三）存量 PPP 建设运营进一步规范 and 保障

我国存量 PPP 项目体量较大，已开工的 PPP 项目预计超 7 万亿元。根据天津大学管理与经济学部教授张水波在两会期间的建议，截至 2022 年 12 月 31 日，全国共签约 PPP 项目接近 1400 个，投资额超 18 万亿元。其中，通过互联网逐个项目检索，已确定开工的项目为 4551 个，投资额为 7.4 万亿元；主动或被动提前终止的项目投资额 2.16 万亿元，推算已落地的 PPP 项目数量约 6900 个，投资额约 7-7.8 万亿元。自 2023 年以来，PPP 连续遭遇监管政策调整和后疫情时期政府履约能力下降的双重冲击。

财政部明确存量 PPP 项目公共服务的角色，规范和保障了 PPP 存量项目的建设和运营。8 月 20 日，财政部发布《关于规范政府和社会资本合作存量项目建设和运营的指导意见》(以下简称《意见》)。《意见》指出坚持问题导向、分类施策、降本增效，规范 PPP 存量项目建设和运营，支持提升公共服务和民生保障水平。《意见》提出了 13 条要求和措施，围绕保障在建项目顺利建设、推动已运营项目平稳运行、强化政策支持、加强组织保障方面展开。2024 年底前未开工的项目原则上不再采取 PPP 存量项目模式实施。优先实施具有一定收益的项目，持续保障项目建成完工。对接近完工的项目，要抓紧推进建设、及时验收决算、及早投入运营。对推进缓慢的项目，要进一步论证建设内容，研究压缩实施规模、优化建设标准、调整配套建设内容等，减少不必要建设成本。要保障合理融资需求。加大财政支持力度。对符合条件的在建项目，地方政府可统筹运用一般债券、专项债券等资金，用于 PPP 存量项目建设成本中的政府支出。降低项目运营成本，提高公共服务供给效率。《意见》保障了存量 PPP 项目的建设和运营。

表1：《关于规范政府和社会资本合作存量项目建设和运营的指导意见》

保障在建项目顺利建设	(一) 分类分级推进实施。地方政府要根据经济社会发展需要、项目性质和财力状况，按照轻重缓急合理排序，优先实施具有一定收益的项目，持续保障项目建成完工。对接近完工的项目，要抓紧推进建设、及时验收决算、及早投入运营。对推进缓慢的项目，要进一步论证建设内容，研究压缩实施规模、优化建设标准、调整配套建设内容等，减少不必要建设成本，相关程序严格按照《政府投资条例》、《企业投资项目核准和备案管理条例》等有关规定执行，原则上不得超出已核定概算总投资。政府方、社会资本方要及时足额缴纳项目资本金。2024 年底前未开工的项目原则上不再采取 PPP 存量项目模式实施。 (二) 保障合理融资需求。金融机构应当按照市场化、法治化原则客观评估，依法合规积极支持在建项目融资。对已签订贷款协议的项目，要依法履约，根据项目资金需求，在符合放款条件、风险可控前提下及时发放贷款。对未签订贷款协议的项目，要在充分尽职调查基础上，合理确定贷款规模、利率、期限、抵质押品等信贷条件。要优化信贷审批流程，不得无故终止，不得要求地方政府或相关部门出具承诺或证明文件。
推动已运营项目平稳运行	(三) 依法履约按效付费。地方政府对已运营项目要按合同依法履约，将政府支出责任按规定纳入预算管理。要按绩效结果及时付费，不得以拖延竣工验收时间、延迟绩效评价等方式拖欠付费。经认定涉及拖欠企业账款的，要按照国家有关规定及时妥善解决。社会资本方要按合同约定提供符合相关质量和标准要求的公共服务。 (四) 加强项目运营监管。行业主管部门要落实落细监管责任，指导项目实施机构严格开展绩效监控和绩效评价，加强结果应用并与

	政府付费挂钩，结合绩效评价情况适时开展中期评估，激励社会资本方提升公共服务供给质量和效率。对收费项目，要加强收入管理，探索挖掘收入潜力，实现项目可持续运营；对应收费暂未收费的项目，地方政府可在充分论证基础上履行必要程序后实施收费。 （五）推动实现降本增效。鼓励支持社会资本方、金融机构、政府方平等沟通、互惠让利，科学优化 PPP 存量项目实施内容、合作期限、融资利率、收益指标等要素，共同降低项目运营成本，提高公共服务供给效率，实现持续稳健运营。社会资本方要综合采取创新运营模式、引入先进技术、改进管理手段等多种方式，持续提高项目公司运营专业化水平，合理压减运营成本；要结合项目实际情况，灵活采取拓宽收入渠道、盘活闲置低效资产等多种方式，有效提升项目收益。鼓励金融机构与社会资本方平等协商，采取包括但不限于调整还款计划、降低利率、展期等方式，合理优化融资结构，支持项目持续稳健运行。政府方要与社会资本方平等协商，合理调整项目投资回报率、资金折现率等指标，适当延长合作期限，建立运营成本控制机制，平滑地方财政支出。 （六）规范做好项目移交。行业主管部门、项目实施机构要按照相关规定和合同约定，对项目建设运营情况进行验收。对符合移交标准的项目，项目实施机构要及时接管，并做好资产评估、登记入账和后续管理工作，项目合作期满后不再作为 PPP 存量项目管理。对不符合移交标准的项目，社会资本方要及时整改。
强化政策支持	（七）加大财政支持力度。对符合条件的在建项目，地方政府可统筹运用一般债券、专项债券等资金，用于 PPP 存量项目建设成本中的政府支出。对已运营项目，地方政府要将运营补贴等政府支出责任纳入预算管理，合理确定保障序列，严格执行支出计划，不得挪用本应用于 PPP 存量项目支出的预算资金或擅自改变资金用途，可安排使用相关地方政府专项债券资金，有序处理社会资本方垫付建设成本问题，推动 PPP 存量项目持续稳健运营。 （八）整合资金和政策资源。地方政府要统筹用好中央转移支付资金、地方自有资金，合理用于 PPP 存量项目建设成本和运营补贴。相关部门和地方政府要结合 PPP 存量项目实际和经济社会发展需要，将支持 PPP 存量项目建设和运营纳入增量政策中统筹实施。
加强组织保障	（九）地方政府履行主体责任。地方政府特别是省级政府要坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，按照 PPP 系统性改革要求，严格落实主体责任、属地责任，因地制宜建立完善绩效评价、中期评估等管理制度，并做好组织实施。在研究确定政府投资计划时，要统筹做好新上政府投资项目和 PPP 存量项目的衔接。要针对部分 PPP 存量项目付费不足、融资不畅等问题，逐一研究项目实施阶段、行业领域、回报机制等关键因素，及时采取措施，实事求是、对症下药、分类施策，综合运用各类资源和政策工具，有效保障 PPP 存量项目建设和运营。 （十）压实相关部门和单位责任。财政部要会同相关行业主管部门加强统筹指导，制定 PPP 存量项目建设运营相关实施细则。行业主管部门要加强对项目单位的指导、协调、监督，制定绩效指标、行业技术标准、公共产品和公共服务技术规范，加强公用事业、公共服务质量监管，指导项目实施机构做好竣工验收、绩效评价、信息共享、项目公司监管等工作，进一步规范中介机构行为。项目实施机构要支持项目各参与方获取项目信息，重大调整变更等情况应当及时主动告知相关方。相关行业主管部门要做好建设用地规划许可、环境影响评价、建筑工程施工许可、项目投资变更审批等工作，提高审批效率。金融管理部门要强化金融政策协调，加强对金融机构的业务指导，支持引导金融机构依法合规开展 PPP 存量项目信贷业务。 （十一）项目实施机构加强资产管理。对在建项目，项目实施机构要结合竣工验收或资产验收，加强项目资产监督管理。对已运营项目，项目实施机构要加强资产登记、使用、处置、清查、产权保护等监督管理，提高资产使用效能。项目合同终止时，要按规定做好资产评估、移交等工作，切实保障国有资产安全完整。 （十二）加强预算和债务管理。财政部门要按照预算管理程序将政府承担的项目建设和运营补贴支出纳入预算管理，推动财政资源精准配置、高效利用。强化地方政府债务管理，地方政府通过发行政府债券筹集建设资金的，举债一律不得突破法定限额，确保财政安全和可持续。严肃财经纪律，加大财会监督力度，管好用好财政资金。 （十三）防范各类次生问题。地方政府要切实采取措施严防产生合同纠纷，防止逃废债，保障政府方、社会资本方、金融机构等各方合法权益。政府方和社会资本方要增强契约精神，妥善处理合同期限内解约事项。经充分论证确需解约的，双方要依法协商、严格履行解约程序，政府方要选择优质企业接续实施，防止项目停摆烂尾，严防公共服务供给断档。要加强政策宣传解读，及时回应社会关切。重大情况要及时报告。

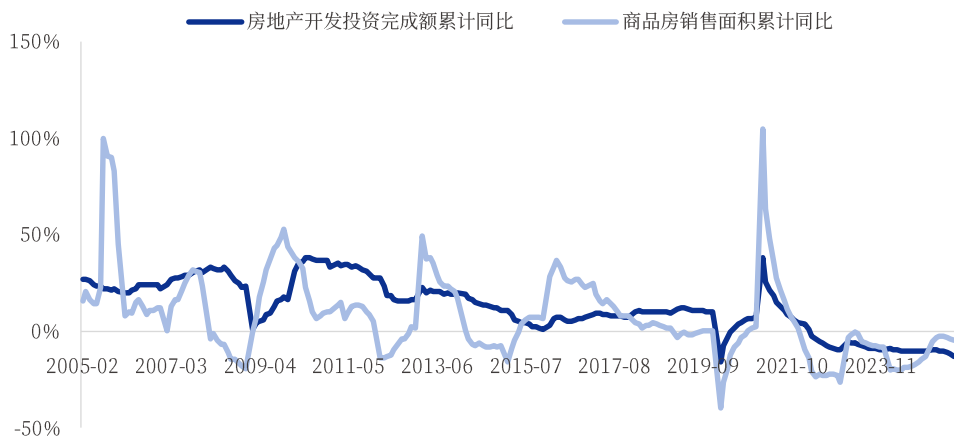
资料来源：国务院，财政部，中国银河证券研究院

四、房建产投资和销售降幅扩大

（一）房地产投资持续承压，销售面积降幅略有扩大

房地产投资持续承压，销售降幅略有扩大。2025年1-8月份，全国房地产开发投资60309亿元，同比下降12.9%，降幅较1-7月扩大0.9pct；2025年1-8月份，商品房销售面积57304万平方米，同比下降4.7%，降幅较1-7月扩大0.7pct，其中住宅销售面积下降4.7%，降幅扩大0.6pct；商品房销售额49566亿元，同比下降6.5%，降幅较1-6月扩大1pct。整体来看，2025年1-7月房地产投资承压，销售降幅略有扩大。

图17：房地产投资、销售增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）房地产房屋新开工和竣工降幅扩大

房地产房屋新开工降幅收窄，竣工降幅扩大。2025年1-8月，房屋新开工面积39801万平方米，同比下降19.5%，增速降幅较1-7月扩大0.1pct；房屋竣工面积27694万平方米，同比下降17%，降幅较1-7月扩大0.5pct。2024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。2025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，新开工降幅有望继续收窄。竣工方面，2025年保交楼政策延续，随着新开工面积拐点的出现，竣工面积降幅有望实现修复。

图18：房屋新开工面积、竣工面积增速

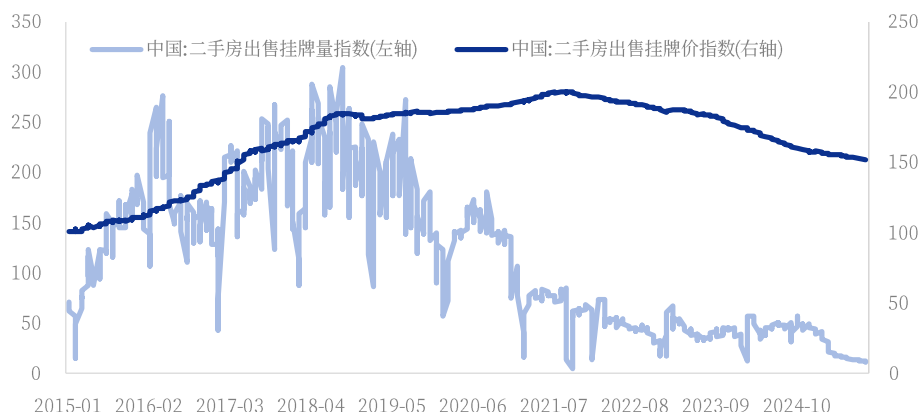


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）二手房挂牌量价齐跌

二手房挂牌量持续下降，挂牌价持续下降。根据 Wind 编制的中国二手房出售挂牌量指数，9 月 15 日为 10.59，较 8 月 11 日的 12.44 下降了 1.85，年初至今挂牌量明显减少。根据 Wind 的中国二手房出售挂牌价指数，9 月 15 日为 151.67，较 8 月 11 日的 152.94 下降了 1.27，年初至今挂牌价持续下降。

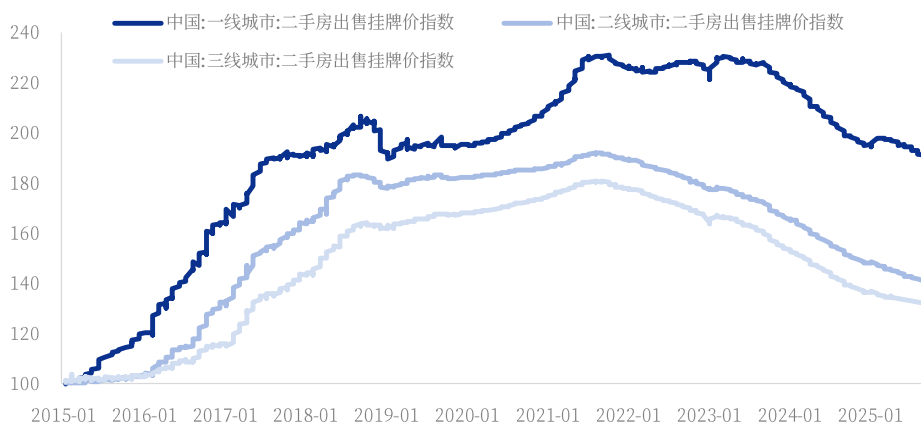
图19：中国二手房出售挂牌量及挂牌价指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

一线城市二手房挂牌价更有韧性，二三线城市仍然承压。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。根据 Wind 编制的中国一线、二线和三线城市二手房出售挂牌价指数，9 月 15 日一线城市为 190.63，较 8 月 11 日下降了 1.87，而二线城市和三线城市分别下跌了 1.869 和 1.02。年初至今，一线城市二手房挂牌价相对更具韧性。

图20：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

商品房现房销售增速与期房销售增速差高位回落。2025 年 1-8 月，我国商品房现房/期房销售面积分别同比+11.7%/-11.8%，商品房现房销售面积同比增速-期房销售面积同比增速为 23.5%。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，新期房销售放缓。而现房销售面积增速持续为正，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效果持续体现。

图21: 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

(四) 新库库存增速回落，按揭贷款降幅扩大

新房库存增速持续回落。截止 2025 年 8 月，我国住宅商品房待售面积为 40,229 万平方米，同比增长 5.4%，住宅商品房库存在增加，但增速较 2024 年 8 月的 21.5% 下降 16.1pct。“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。

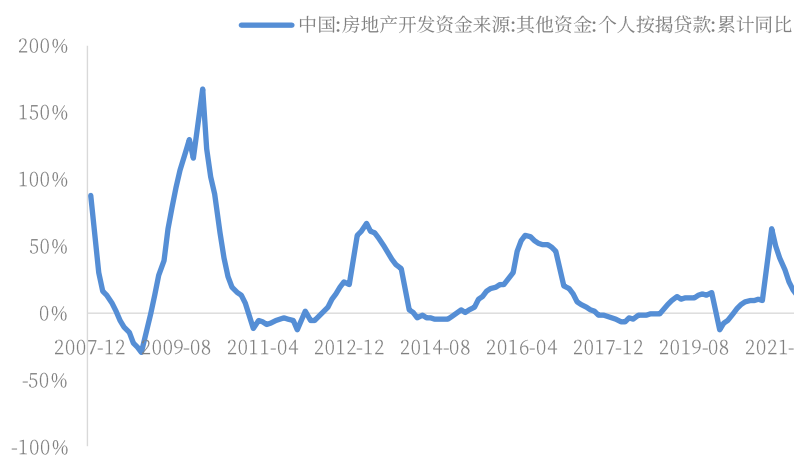
图22: 中国住宅商品房待售面积累计同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

按揭贷款增速降幅有所扩大，居民购房信心有待修复。2025 年 1-8 月，我国个人按揭贷款同比下降 10.5%，降幅较 1-7 月扩大 1.2pct，2024 年 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。8 月份以来，A 股持续上行，居民部分存贷款往股市流动，或是居民按揭贷款降幅扩大的原因之一。

图23: 中国个人按揭贷款同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

城市发展转向存量提质增效阶段，城市更新潜力大。中央城市工作会议指出，我国城镇化正从快速增长期转向稳定发展期，城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段。在会议部署的城市工作7个方面的重点任务中，指出要建设富有活力的创新城市，高质量开展城市更新；建设舒适便利的宜居城市，稳步推进城中村和危旧房改造；建设安全可靠的韧性城市，加快老旧管线改造升级，强化城市自然灾害防治等。目前部分一线城市对老旧小区实施改造，对2000年以前建成的住宅实施外墙粉刷翻新，家装电梯，修理排污管道，煤气管道等。预计未来城市更新将加力推进。

五、PPP 存量项目建设运营有保障

(一) 建筑行业集中度提升

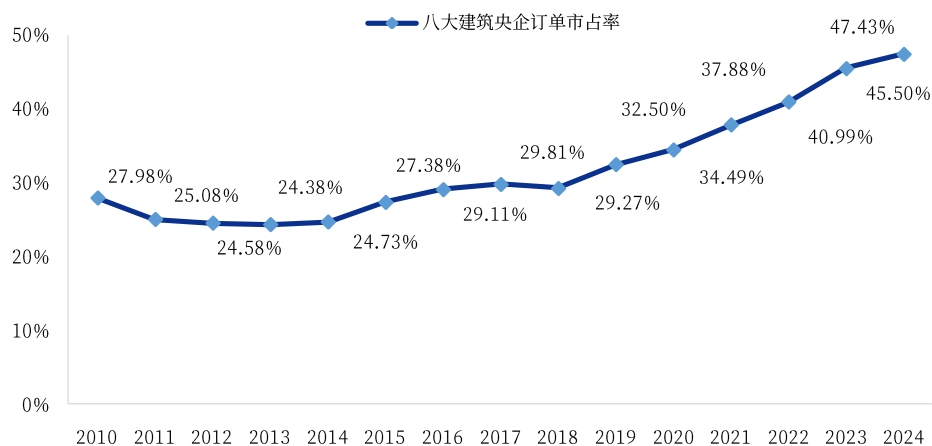
2013 年以来，行业集中度持续提升。八大建筑央企新签订单市场占有率从 2013 年的 24.38% 提升至 2024 年的 47.43%。随着固定资产投资增速放缓及资金成本提升，行业竞争越发激烈，龙头企业在资质、品牌、资金等方面竞争优势明显，行业集中度或将进一步提升。2025 年 1-8 月，建筑行业整体承压，但建筑央企中的中国建筑、中国电建、中国化学新签订单均有所增长。

表2：部分建筑企业新签订单（亿元）及增速

证券代码	证券简称	2019	2020	2021	2022	2023	2024	202508
601668.SH	中国建筑	24,863.00	27,705.00	31,074.00	35,015.00	43,241.00	40,808.00	28,799.00
		6.78%	11.43%	12.16%	12.68%	10.80%	5.40%	1%
601390.SH	中国中铁	21,648.70	26,056.60	27,293.20	30,323.90	31,006.00	27,151.8	
		27.94%	20.36%	4.75%	11.10%	2.20%	-12.4%	
601186.SH	中国铁建	20,068.54	25,542.89	28,196.52	32,450.01	32,938.70	30,369.68	
		26.66%	27.28%	10.39%	15.09%	1.51%	-7.8%	
601800.SH	中国交建	9,626.83	10,667.99	12,679.12	15,422.56	17,532.15	18,811.85	
		8.06%	10.82%	18.85%	21.64%	13.68%	7.30%	
601618.SH	中国中冶	7,877.60	10,197.20	12,047.60	13,455.70	14,247.80	12,483.00	6,795.70
		18.33%	29.45%	18.15%	11.69%	5.90%	-12.40%	-18.20%
601669.SH	中国电建	5,118.15	6,732.60	7,802.83	10,091.86	11,428.44	12,706.91	8,007.97
		12.29%	31.54%	15.90%	29.34%	13.24%	11.19%	4.71%
601868.SH	中国能建			8,726.10	10,490.90	12,837.31	14,088.76	
					20.22%	22.37%	9.75%	
601117.SH	中国化学	2,272.03	2,511.66	2,697.69	2,969.23	3,267.51	3,669.40	2,563.39
		56.68%	10.55%	7.41%	10.07%	10.05%	12.30%	0.08%
合计		91,474.85	109,413.94	121,790.96	139,728.26	161,984.91	160,089.40	
		17.84%	19.61%	19.29%	15.10%	10.84%	-1.17%	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图24：八大建筑央企新签合同市占率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）建筑行业估值处于历史中低部区域

建筑行业估值处于历史偏底部区域。截至 2025 年 9 月 28 日，建筑装饰（SW）指数动态 PE 为 11.85 倍，在过去 10 年的历史分位点为 70.98%，建筑装饰（SW）指数 PB 为 0.79 倍，在过去 10 年的历史分位点为 17.94%。股息率为 2.43%，在过去 10 年的历史分位点为 81.76%。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。

（三）政策加码利好基建房建产业链

基建仍是稳增长抓手，水利管理投资增速快，抽水蓄能空间大，内河航运景气高。特朗普执政后对全球增加关税壁垒，开启贸易保护主义，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；预计 2025 年基建投资仍是稳经济支撑。9 月 28 日，世界第一高桥贵州花江峡谷大桥建成通车，彰显我国在基建领域的全球龙头地位。2025 年 1-8 月，水利管理业投资同比增长 7.4%，较上月下降 5.2pct，水利投资整体有所下滑但仍然维持高位。“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。2025 年 6 月 4 日，中国三峡电子采购平台发布《三峡水运新通道项目勘察设计招标公告》。三峡水运新通道项目可研阶段项目静态总投资约 766 亿元，总工期 100 个月（不含筹建期 12 个月）。受益政策驱动以及资金到位，预计“十四五”期间内河航运投资景气度较高。西藏雅下水电工程开工，总投资 1.2 万亿元。水电工程相关勘察设计与施工等受益。建议关注中国电建、中国交建、中国能建、广东建工、安徽建工等。

城市更新积极推进，房建产业链基本面有望改善，后地产产业链受益。2024 年 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。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 5 月 15 日，中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，目标是到 2030 年实现城市人居环境显著改善、功能全面提升。目前共计 35 城被纳入城市更新行动中来。2025 年房地产投资预计持续下降，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。政策端持续发力推动房地产止跌回稳。房地产产业链从政策推动景气回升过渡到基本面修复。建议关注房建龙头中国建筑、上海建工、安徽建工、重庆建工、陕建股份等，建议关注装修装饰产业链的金螳螂、亚厦股份、广田集团等。

存量 PPP 实施和运营得到保障。8 月 20 日，财政部发布《关于规范政府和社会资本合作存量项目建设和运营的指导意见》。《意见》指出坚持问题导向、分类施策、降本增效，规范 PPP 存量项目建设和运营，支持提升公共服务和民生保障水平。《意见》提出了 13 条要求和措施，围绕保

障在建项目顺利建设、推动已运营项目平稳运行、强化政策支持、加强组织保障方面展开。对符合条件的在建项目，地方政府可统筹运用一般债券、专项债券等资金，用于 PPP 存量项目建设成本中的政府支出。降低项目运营成本，提高公共服务供给效率。推算已落地的 PPP 项目数量约 6900 个，投资额约 7-7.8 万亿元。自 2023 年以来，PPP 连续遭遇监管政策调整和后疫情时期政府履约能力下降的双重冲击。《意见》保障了存量 PPP 项目的建设和运营。

六、风险提示

固定资产投资下滑的风险；固定资产投资增速下滑，有可能导致基建投资增速下滑、房地产投资增速下滑、制造业投资增速下滑等。整个建筑行业需求将下滑，上市公司业绩面临一定压力。

新签订单下滑的风险；新签订单下滑将导致上市公司收入和净利润减少，分红随之减少。

应收账款回收不及预期的风险；应收账款回收减少将使上市公司面临信用减值压力，经营现金流也面临一定压力。

政策与外部环境不确定性增加的风险。建筑行业受政策影响较大，政策变动将影响基建、地产等发展趋势。建筑央企是出海主力军，外部环境变化将影响出海企业经营。

图表目录

图 1: 建筑业景气度持续回落	3
图 2: 近期螺纹钢价格（元/吨）	3
图 3: 挖掘机销量同比继续回升	4
图 4: 全国水泥价格指数.....	4
图 5: 平板玻璃价格（元/吨）	4
图 6: 固定资产投资增速.....	5
图 7: 社会融资规模增速.....	6
图 8: M1 同比增速	6
图 9: M2 同比增速	6
图 10: 美联储议息会议提供的联邦基金利率点阵图	7
图 11: 广义基建投资同比增速.....	8
图 12: 基建细分领域增速情况.....	8
图 13: 电力、热力、燃气及水的生产供应投资增速	9
图 14: 水利投资增速	9
图 15: 2025 年专项债新增金额（亿元）	10
图 16: 新藏铁路线路图	10
图 17: 房地产投资、销售增速.....	13
图 18: 房屋新开工面积、竣工面积增速	13
图 19: 中国二手房出售挂牌量及挂牌价指数	14
图 20: 中国一线、二线和三线二手房出售挂牌价指数.....	14
图 21: 商品房现房销售增速与期房销售增速差	15
图 22: 中国住宅商品房待售面积累计同比	15
图 23: 中国个人按揭贷款同比增速.....	16
图 24: 八大建筑央企新签合同市占率	18
表 1: 《关于规范政府和社会资本合作存量项目建设和运营的指导意见》	11
表 2: 部分建筑企业新签订单（亿元）及增速.....	17

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；获东方财富 Choice 建筑行业最佳分析师第三名；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，并不构成对客户的投资咨询建议，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	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

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn