

建筑行业 2025 年中期投资策略

优于大市

资产质量改善有望与需求回暖共振，看好建筑板块下半年表现

核心观点

下游需求延续疲弱，建筑企业缩表进程加速。2025 年上半年，建筑行业下游需求持续低迷，开工端与施工端均承压。2025H1 全国项目开工合同额达 25.0 万亿元，同比+22.5%，新开工强度较 2024 年低基数有所回升，但仍显著低于 2022—2023 年水平。基于开工合同额的领先性判断，基建实物量未来两年或将延续收缩趋势。在此背景下，建筑企业新签订单与营收普遍下滑，但盈利能力拐点初现，部分地方建工企业加速回收应收款项并偿还存量债务，资产质量持续夯实。

库存周期视角：建筑企业“被动补库”临近尾声。若将应收款项、长期应收款等资产类比为工业企业“存货”，可清晰观察到建筑企业“存货”波动同样呈现对下游需求变化的滞后响应。2021 年起，伴随地方政府债务压力加剧，中央对财政困难地区新增政府投资项目实施严格管控，建筑企业营收增速回落，直至 2024 年行业整体营收步入负增长区间。尽管业务规模收缩，但因存量项目回款周期延长及 PPP 项目集中转入运营期，企业资产规模被动扩张，资产周转效率显著下滑，经营压力加剧。当前地方建工企业资产扩张已先于建筑央企见顶回落，行业或已进入“被动补库存”末期，供需格局有望再平衡。鉴于库存周期的后验性特征，市场通常提前反映周期反转预期，当前阶段或为左侧布局较佳时点。

基建投资有望再次成为扩内需、稳增长的关键抓手。上半年宏观经济总量保持稳健，但价格指数压力凸显。出口虽表现较好，但下半年将面临关税博弈风险上升的巨大挑战，同时政府补贴对消费的拉动作用边际减弱，扩大有效投资紧迫性再度提升。在工业产能过剩与有效需求不足的双重约束下，增量投资既要避免在已“充分内卷”的领域新增无效供给，又要通过需求扩张激活闲置资源，而基建投资兼具乘数效应与公益属性，扩大基建投资就成为了实现“反内卷”与“再通胀”的核心路径。

财政政策空间充足，聚焦民生与“两重”领域。尽管近年财政持续发力推升政府杠杆率，但对比全球主要经济体，中国财政扩张仍有较大空间。积极的财政政策预计将各加大力度重点支持民生基建与“两重”领域，建议关注城市更新、水运水利等民生基建，以及雅下水电、煤化工、核电等能源安全工程。

投资建议：资产质量改善有望与需求回暖共振，看好建筑板块下半年表现。年初以来地方开工走弱，政府工作重心集中在降负债和化隐债，新增投资项目意愿不强。下游需求疲软导致建筑企业新签订单下滑，收入与业绩承压。但我们对下半年行业表现持乐观态度，下半年基建投资有望迎来复苏。在增量政策层面，从“城市更新”到“农村公路”，可以看到政策重心重新回归增量基建领域；上半年债务化解进展顺利，下半年新增政府债券有望向新建项目倾斜。推荐标的：亚翔集成、中岩大地、中国铁建、中国交建、中国中铁、中国建筑、中国中冶、鸿路钢构、中材国际、三维化学、中国化学。

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

行业研究 · 行业投资策略

建筑装饰

优于大市 · 维持

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：朱家琪

021-60375435

zhujiaqi@guosen.com.cn

S0980524010001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《俄乌战后重建专题报告-俄乌有望走向和谈，关注战后重建机遇》——2025-02-14

《建筑行业 2025 年度投资策略-迈向缩量时代，迎接估值回升》——2024-12-31

《建筑行业专题报告-从运河建设观察中央财政发力基建的路径》——2024-12-09

《化债政策点评-建筑行业率先受益化债，中央财政撬动增量需求可期》——2024-11-11

《建筑行业周观点-积极因素逐步累计，景气度边际好转》——2024-08-26

重点公司盈利预测及投资评级

公司	公司	投资	昨收盘	总市值	EPS	PE
----	----	----	-----	-----	-----	----

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

代码	名称	评级	(元)	(亿元)	2025E	2026E	2025E	2026E
603929.SH	亚翔集成	优于大市	37.09	79	2.24	3.83	16.56	9.68
003001.SZ	中岩大地	优于大市	30.25	53	1.20	2.83	25.21	10.69
601186.SH	中国铁建	优于大市	8.06	1033	1.63	1.66	4.94	4.86
601800.SH	中国交建	优于大市	9.20	1319	1.44	1.54	6.39	5.97
601390.SH	中国中铁	优于大市	5.69	1320	1.11	1.18	5.13	4.82
601668.SH	中国建筑	优于大市	5.66	2339	1.19	1.22	4.76	4.64
601618.SH	中国中冶	优于大市	3.03	585	0.32	0.33	9.47	9.18
002541.SZ	鸿路钢构	优于大市	17.95	124	1.35	1.48	13.30	12.13
600970.SH	中材国际	优于大市	9.08	240	1.18	1.26	7.69	7.21
002469.SZ	三维化学	优于大市	8.35	54	0.61	0.74	13.69	11.28
601117.SH	中国化学	优于大市	7.99	488	0.97	1.10	8.24	7.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

复盘：中字头央企偏弱，拖累建筑板块表现	7
行业主要指标承压，建企新签和收入普遍下滑	9
开工端略有改善，建筑企业新签合同额普遍下滑	9
基建增速回落，下半年政策力度是关键变量	10
国债与专项债发行明显提速，地方化债稳步推进	12
建筑企业收入下滑，盈利企稳，资产负债表加速修复	13
建筑业库存周期：“被动补库”或已接近尾声	16
扩内需紧迫性提升，发力基建再次成为最优解	19
内需提振仍面临压力，扩大有效投资紧迫性再度提升	19
“反内卷”需要增量需求予以配合，发力基建再次成为最优解	20
财政政策留有足够发力空间，“民生”与“两重”基建方向明确	22
财政政策有足够能力通过发力基建支持经济复苏	22
民生基建：关注城市更新、水运工程、水利工程	23
“两重”基建：关注雅下水电、煤化工、核电工程	27
投资建议：资产质量改善有望与需求回暖共振，看好建筑板块下半年表现	33
风险提示	34

图表目录

图 1: 建筑指数小幅跑输沪深 300 (单位: %)	7
图 2: 建筑指数在 29 个行业中排名第 23 位 (单位: %)	7
图 3: 年初至今建筑子版块涨跌幅 (单位: %)	7
图 4: 建筑板块 50 亿市值以上个股涨跌幅排名 (单位: %)	7
图 5: 年初至今中字头建筑央企涨跌幅 (单位: %)	8
图 6: 年初至今地方建工涨跌幅 (单位: %)	8
图 7: 年初至今建筑港股涨跌幅 (单位: %)	8
图 8: 五家两地上市建筑股 AH 溢价变化 (单位: %)	8
图 9: 近五年春节后开复工率变化 (单位: %)	9
图 10: 近两年春节后工地资金到位率变化 (单位: %)	9
图 11: 全国项目开工合同额 (单位: 亿元)	9
图 12: 全国开工项目合同额累计值 (单位: 亿元)	9
图 13: 历史上半年建筑业新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	10
图 14: 部分建筑企业 2025 上半年新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	10
图 15: 房屋施工面积及同比 (单位: 亿平方米, %)	10
图 16: 单位房屋施工面积施工强度及同比 (单位: 元/m ² , %)	10
图 17: 广义及狭义基建投资增速 (单位: %)	11
图 18: 单月广义基建投资额及 2025 年增速 (单位: 亿元, %)	11
图 19: 基建细分领域投资增速变化 (单位: %)	11
图 20: 重点基建领域投资增速变化 (单位: %)	11
图 21: 项目开工合同额及增速 (单位: 亿元, %)	12
图 22: 未来两年实物工作量将显著下降 (单位: 亿元, %)	12
图 23: 单月新增专项债规模 (单位: 亿元)	12
图 24: 年内累计新增专项债规模 (单位: 亿元)	12
图 25: 固投资金中国家预算内资金同比增速 (单位: %)	13
图 26: 国债净融资额及增速 (单位: 亿元, %)	13
图 27: 单月特殊新增专项债发行规模 (单位: 亿元)	13
图 28: 建筑央企与地方建工一季度收入变化 (单位: 亿元)	14
图 29: 建筑央企与地方建工一季度净利润变化 (单位: 亿元)	14
图 30: 建筑央企与地方建工一季度毛利率变化 (单位: %)	14
图 31: 建筑央企与地方建工一季度净利率变化 (单位: %)	14
图 32: 建筑央企与地方建工一季度资产净增加 (单位: 亿元)	15
图 33: 建筑央企与地方建工一季度负债净增加 (单位: 亿元)	15
图 34: 一季度建筑企业应收+合同资产净增加 (单位: 亿元)	15
图 35: 一季度建筑企业应付账款净增加 (单位: 亿元)	15
图 36: 一季度建筑企业 PPP 相关资产净增加 (单位: 亿元)	15
图 37: 一季度建筑企业长期股权投资净增加 (单位: 亿元)	15

图 38: 一轮完整库存后期的四个阶段	16
图 39: 2015-2020 年建筑板块总资产增速总体快于收入增速 (单位: %)	17
图 40: 建筑板块 2021 年营收增速见顶, 但总资产净增加额延续增长 (单位: 亿元, %)	17
图 41: 地方建工“被动扩表”趋势已经出现明显转向信号 (单位: 亿元)	18
图 42: 上海建工总资产与总负债于 2024 年末出现见顶信号 (单位: 亿元)	18
图 43: 建筑业生产人员人数显著下降 (单位: 万人)	18
图 44: 建筑板块毛利率筑底回升 (单位: %)	18
图 45: “三驾马车”对 GDP 季度增速的拉动 (单位: %)	19
图 46: 主要宏观价格指数均面临较大压力 (单位: %)	19
图 47: 出口金额单月增速及累计增速 (单位: %)	19
图 48: 2025 年中国出口商品增速 (单位: %)	19
图 49: 社零单月增速 (单位: %)	20
图 50: 城镇居民可支配收入和消费支出增速 (单位: %)	20
图 51: 单月房地产建工投资 (单位: 亿元)	20
图 52: 单月房地产新开工面积 (单位: 万平方米)	20
图 53: 制造业投资增速连续三个月下滑 (单位: %)	21
图 54: 制造业产能利用率处于较低水平 (单位: %)	21
图 55: 中央政府杠杆率显著低于主要经济体 (单位: %)	22
图 56: 中美政府赤字率对比 (单位: %)	22
图 57: 近年来国债净新增规模 (单位: 亿元)	22
图 58: 长期建设国债发行规模及投资增速 (单位: 亿元, %)	22
图 59: 城中村改造及城市更新投资规模及增速 (单位: 亿元, %)	24
图 60: 部分城市 2023 年计划实施城中村改造和城市更新项目数 (单位: 项)	24
图 61: 典型超大型运河工程区位图	24
图 62: 农民工行业分布占比 (单位: %)	25
图 63: 建筑业从业人员平均工资与全国平均对比 (单位: 元)	25
图 64: 平陆运河沿线乡村振兴建设	26
图 65: 平陆运河沿线桂平新材料产业园加速建设	26
图 66: 2023 年水利投资按用途分类 (单位: %)	26
图 67: “十四五”期间水资源与防洪工程投资额快速增长 (单位: 亿元, %)	26
图 68: 水利工程投资来源结构 (单位: %)	27
图 69: 中央和地方政府对水利项目资金投入 (单位: 亿元)	27
图 70: 雅鲁藏布江中下游流域示意	28
图 71: “五线入藏”铁路网规划	28
图 72: 煤化工产业链示意图	29
图 73: 新疆煤炭产量及增速 (单位: 万吨, %)	30
图 74: 新疆煤炭种类结构 (单位: %)	30
图 75: 新疆长焰煤坑口价显著低于其他地区 (单位: 元/吨)	30
图 76: 核电是电力系统的基荷能源	31
图 77: 各发电设备平均利用小时数 (单位: 小时)	31
图 78: 核电机组核准进度提速 (单位: 座)	32

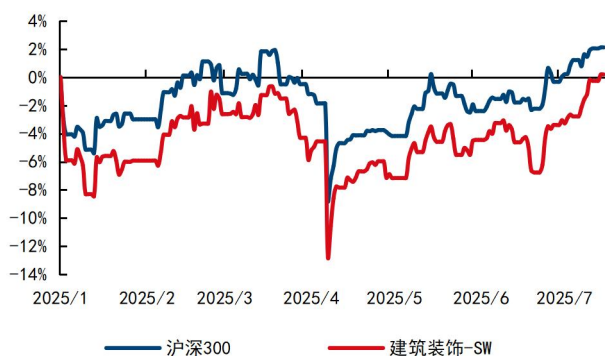
图 79：核电基本建设投资及增速（单位：亿元，%）	32
---------------------------------	----

表 1：城中村改造与城市更新相关政策	23
表 2：当前已建成、在建和规划论证中的主要运河工程	25
表 3：雅鲁藏布江概况	27
表 4：新疆现代煤化工项目建设情况	31

复盘：中字头央企偏弱，拖累建筑板块表现

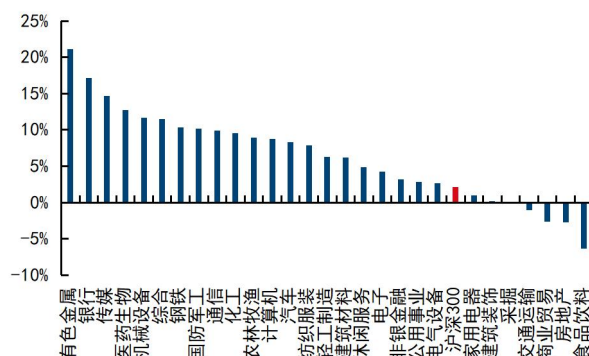
年初至今建筑指数小幅跑输大盘。截至7月14日，沪深300指数自年初上涨2.10%，SW建筑装饰指数自年初上涨0.19%，跑输沪深300指数1.91个百分点，在29个行业中排名第23位。

图1：建筑指数小幅跑输沪深300（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

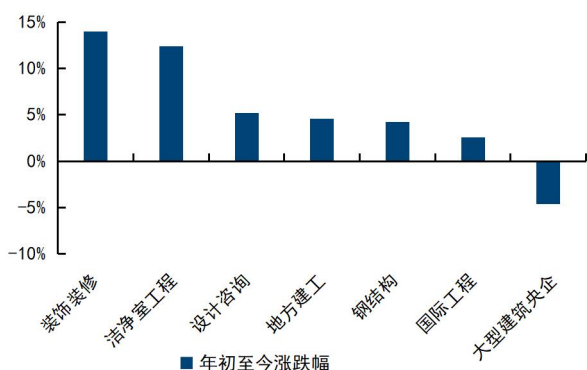
图2：建筑指数在29个行业中排名第23位（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

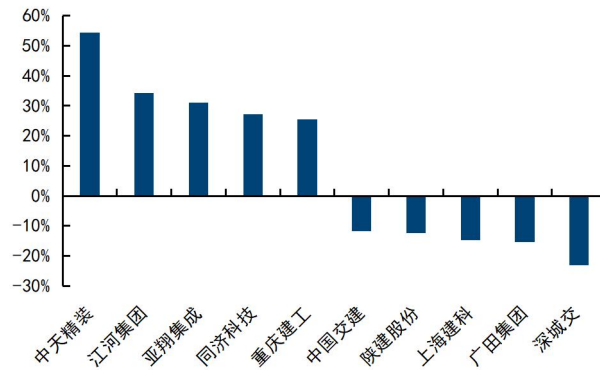
从细分子版块看，装饰装修、洁净室工程表现较好，分别上涨14.0%、12.3%，而大型建筑央企下跌4.6%，在很大程度上拖累了板块表现。从个股方面看，当前50亿元市值以上的个股中，涨幅靠前的有：中天精装（+54.4%）、江河集团（+34.3%）、亚翔集成（+31.1%）、同济科技（+27.3%）、重庆建工（+25.6%），跌幅较大的有：深城交（-23.0%）、广田集团（-15.3%）、上海建科（-14.7%）、陕建股份（-12.3%）、中国交建（-11.7%）。

图3：年初至今建筑子版块涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

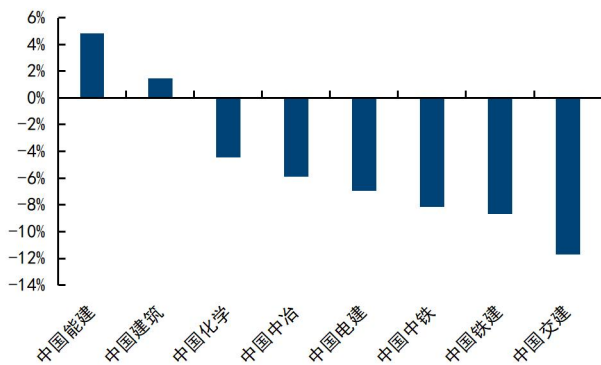
图4：建筑板块50亿市值以上个股涨跌幅排名（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

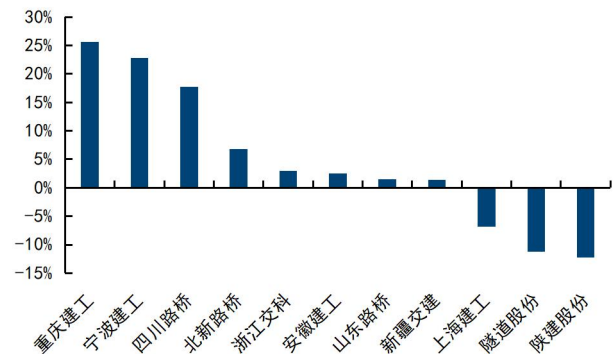
八家中字头建筑央企中，仅中国能建（+4.8%）、中国建筑（+1.5%）录得正收益，中国交建（-11.7%）、中国铁建（-8.7%）、中国中铁（-8.2%）跌幅相对较大。地方建工中，重庆建工（+25.6%）、宁波建工（+22.7%）、四川路桥（+17.7%）涨幅靠前，陕建股份（-12.3%）、隧道股份（-11.3%）、上海建工（-6.8%）表现较弱。

图5: 年初至今中字头建筑央企涨跌幅 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

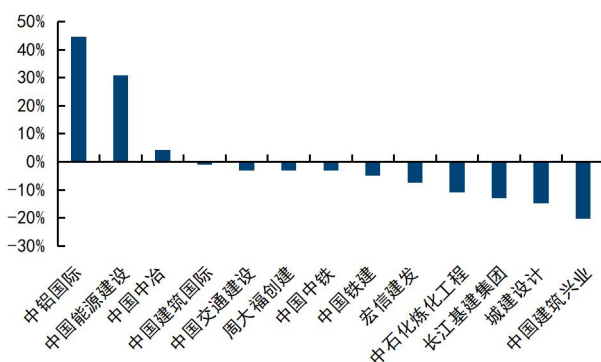
图6: 年初至今地方建工涨跌幅 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

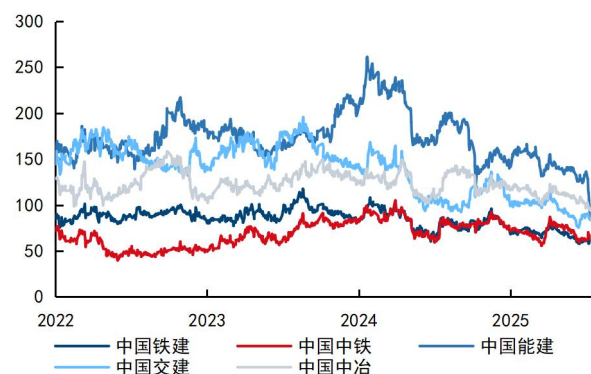
建筑港股中, 中铝国际 (+44.7%)、中国能源建设 (+30.8%) 表现较好, 中国建筑兴业 (-20.2%)、城建设计 (-14.8%) 表现较弱。两地上市的建筑股 AH 溢价延续小幅收窄趋势, 截至 7 月 15 日, AH 溢价从高到低分别为中国中冶 (93.6%)、中国能建 (90.1%)、中国交建 (83.3%)、中国铁建 (66.6%)、中国中铁 (65.4%)。

图7: 年初至今建筑港股涨跌幅 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 五家两地上市建筑股 AH 溢价变化 (单位: %)



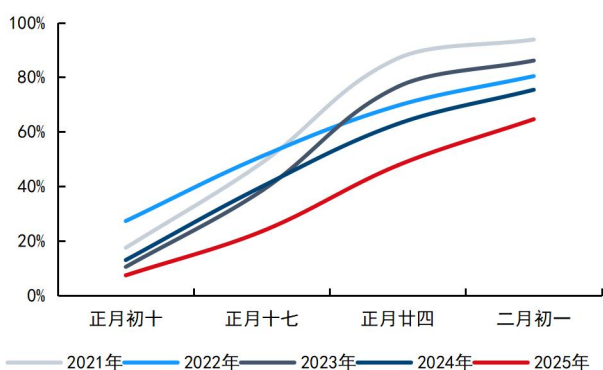
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业主要指标承压，建企新签和收入普遍下滑

开工端略有改善，建筑企业新签合同额普遍下滑

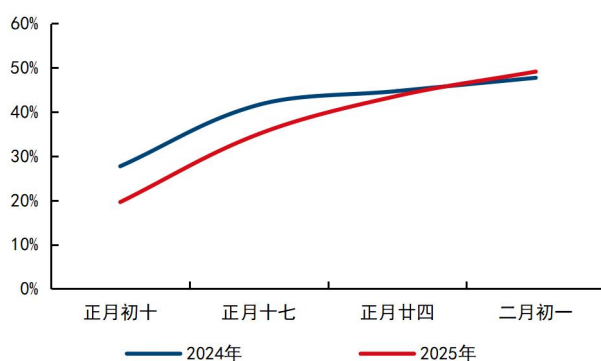
春节后开复工总体偏弱，重点项目资金到位情况有所改善。今年春节后建筑行业开复工整体偏弱，百年建筑网数据显示，全国工地开复工率和劳务上工率同比均出现明显下滑。开工偏弱主要受两方面因素影响：一是地方政府工作重心转向债务化解，新增投资项目审批收紧，导致市场项目供给减少；二是建筑企业普遍面临在手订单不足的问题，为控制成本主动降低施工强度。不过值得注意的是，随着市场项目总量减少，资金正加速向优质项目集中，重点项目的资金到位情况有所改善。

图9：近五年春节后开复工率变化（单位：%）



资料来源：百年建筑，国信证券经济研究所整理

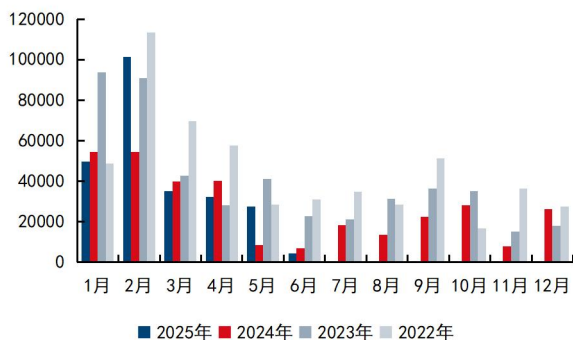
图10：近两年春节后工地资金到位率变化（单位：%）



资料来源：百年建筑，国信证券经济研究所整理

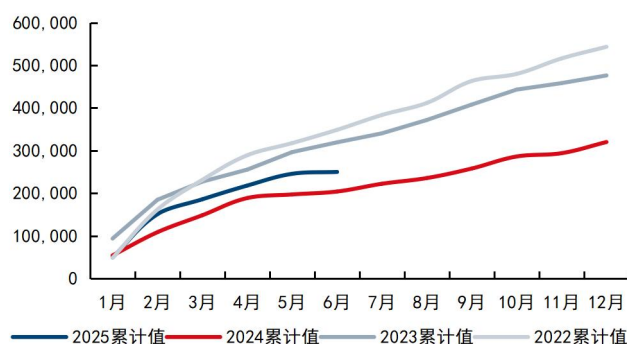
新开工投资额在低基数下同比略有改善，整体开工端数据压力仍大。根据 Mysteel 和今日工程机械不完全统计，2025H1 全国项目开工合同额 25.0 万亿元，同比+22.5%。新开工强度在 2024 年的低基数下有所回暖，但仍然显著弱于 2022-2023 年。从节奏上看，2 月开工规模相对较大，后续逐渐走弱，6 月单月开工项目投资额仅 4367 亿元，同比-36.4%。

图11：全国项目开工合同额（单位：亿元）



资料来源：mysteel，今日工程机械，国信证券经济研究所整理

图12：全国开工项目合同额累计值（单位：亿元）

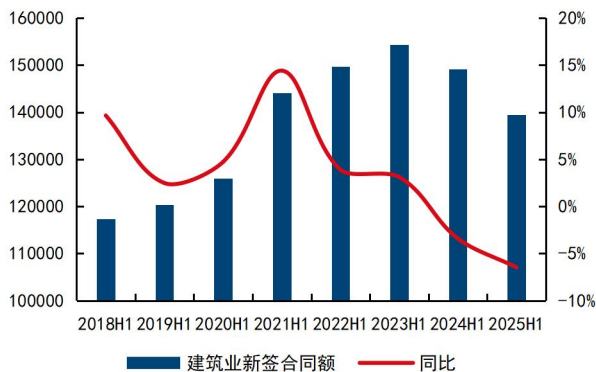


资料来源：mysteel，今日工程机械，国信证券经济研究所整理

行业新订单延续下滑，龙头企业二季度增速有所修复。2025H1 建筑业新签合同额 13.95 万亿元，同比-6.5%，环比一季度降幅扩大 4.3 个百分点，全行业新订单仍

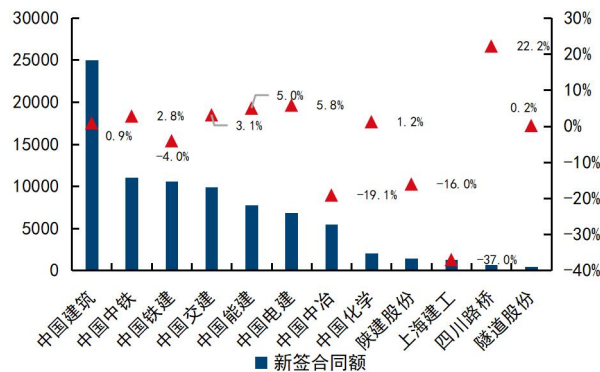
然延续下滑状态。上市龙头企业新签订单普遍保持 5% 以内低速增长，一季度新签合同额降幅较大的龙头企业二季度新签增速普遍有所修复，中国电建、中国化学、中国中铁半年度新签增速由负转正，中国铁建、中国中冶、上海建工新签增速降幅有所收窄。

图13: 历史上半年建筑业新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 部分建筑企业 2025 上半年新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)

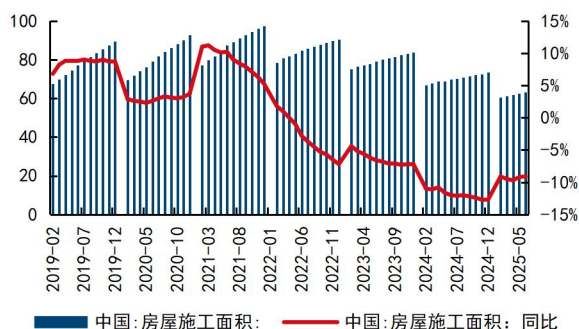


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (四川路桥数据口径为中标金额)

基建增速回落，下半年政策力度是关键变量

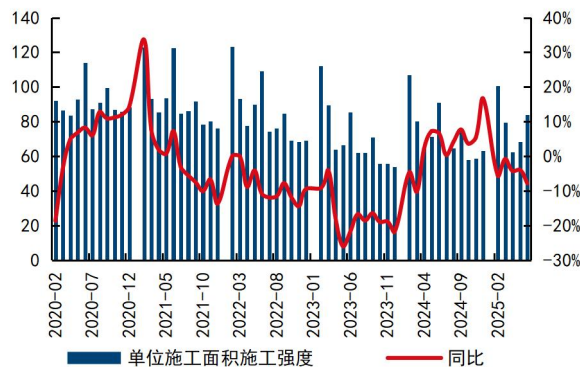
房屋施工面积降幅收窄，在建施工强度由正转负。截至 2025 年 6 月末，全国房屋施工面积 63.3 亿平方米，同比下降 9.1%，降幅较 2024 年有所收窄（改善）。受销售景气回落、竣工库存去化周期延长、资金到位率下滑影响，施工强度由正转负。2025 年上半年，单位面积施工强度（建工投资/平均施工面积）为 395 元/平方米，同比下降 4.6%，继 2024 年由负转正后再度转负。

图15: 房屋施工面积及同比 (单位: 亿平方米, %)



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图16: 单位房屋施工面积施工强度及同比 (单位: 元/㎡, %)

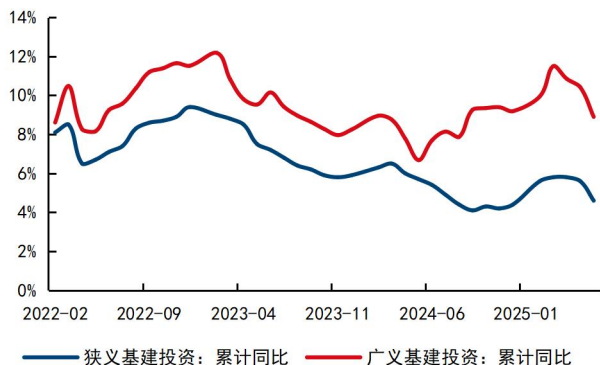


资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

2025H1 基建增速前高后低，下半年政策力度是关键变量。2025 年 1-6 月，狭义基建投资同比+4.6%，广义基建投资同比+8.9%，6 月基建增速出现明显回落，狭义/广义基建投资增速分别下滑 1.0/1.5 个百分点。根据历史经验，6 月是基建施工大月，往年基数较高，而今年支持在建项目的资金落地相对前置，可能是形成基建增速前高后低的原因。展望下半年，7-8 月夏季施工淡季预计基建投资延续偏弱态势，而 9-12 月基建投资与增量政策力度关联度较强，若地方存量债务化

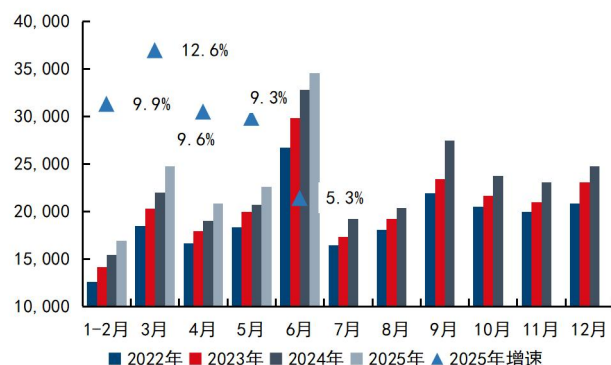
解继续顺利推进，政策性资金加速落地支持基建新建项目，基建增速将有望迎来回升。

图17：广义及狭义基建投资增速（单位：%）



资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

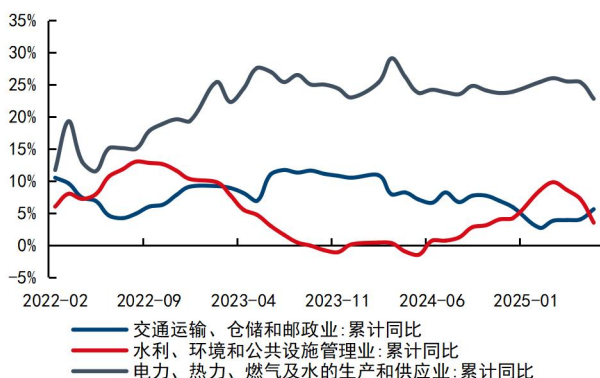
图18：单月广义基建投资额及 2025 年增速（单位：亿元，%）



资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

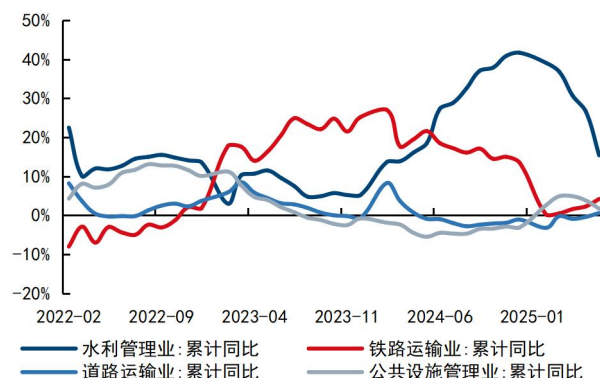
能源基建延续景气，交通基建环比提速。分领域看，能源基建（电力、热力、燃气、水）保持高增长，2025H1 同比增长 22.8%；交通基建（交通运输、仓储、邮政）年内持续提速，2025H1 同比增长 5.6%，增速环比提升 1.6 个百分点；水利市政基建（水利、环保、市政公用）年内增量主要由水利投资驱动，后者虽延续上年高增长态势，但增速逐月回落，2025H1 同比增长 3.5%，增速环比下降 3.7 个百分点。中央主导的水利、铁路等领域投资维持景气，地方主导的市政公用投资在去年低基数下有所回暖。

图19：基建细分领域投资增速变化（单位：%）



资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

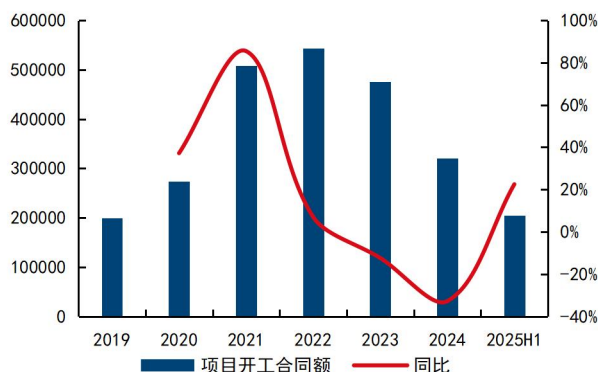
图20：重点基建领域投资增速变化（单位：%）



资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

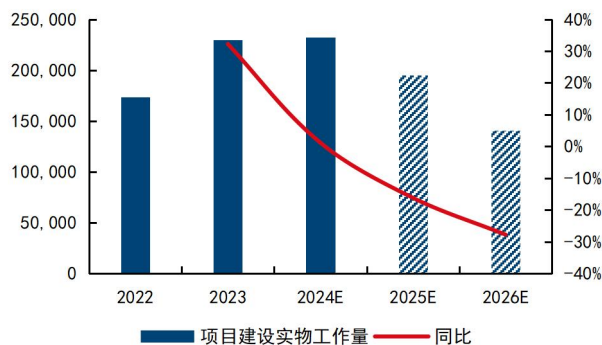
基于开工合同额领先性推算，基建实物量未来两年仍将面临收缩压力。基于Mysteel 统计的项目开工合同额数据，我们假设项目开工后将在 3 年内逐步落地形成实物工作量。通过月度开工数据的滚动推算，可获得与基建投资趋势相似的实物工作量指标。数据显示，Mysteel 口径下的新开工合同额已于 2022 年见顶；2024 年全国项目开工计划总投资额同比下降 32.8%（较 2022 年下滑 40%）。鉴于 2021-2022 年开工的项目将陆续完工，而 2023-2024 年新开工显著下滑，预计未来两年实物工作量将不可避免地持续收缩。测算显示，2025 年上半年实物工作量约为 8.33 万亿元，同比下滑 10.1%。

图21：项目开工合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

图22：未来两年实物工作量将显著下降（单位：亿元，%）

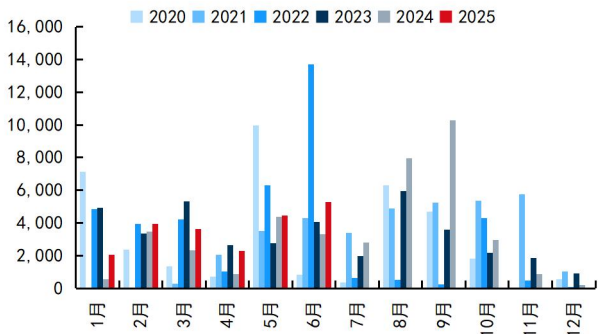


资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

国债与专项债发行明显提速，地方化债稳步推进

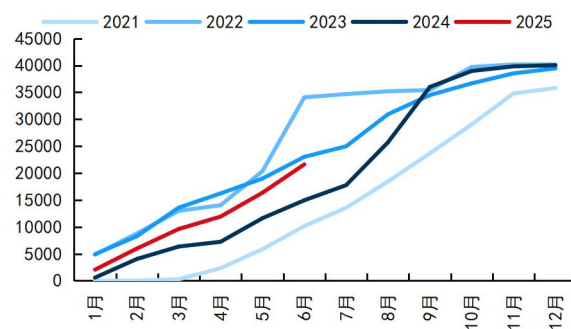
专项债发行提速，有效推动项目开工回暖。2025 上半年，全国新增专项债发行 21607 亿元，同比+44.7%，6 月单月新增专项债发行 5271 亿元，同比+38.4%，若剔除可能用于化债的特殊新增专项债，用于项目投资的新增专项债发行 16959 亿元，同比+18.1%，与新开工增速基本匹配，反映当前专项债加快发行有效推动项目开工回暖。

图23：单月新增专项债规模（单位：亿元）



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

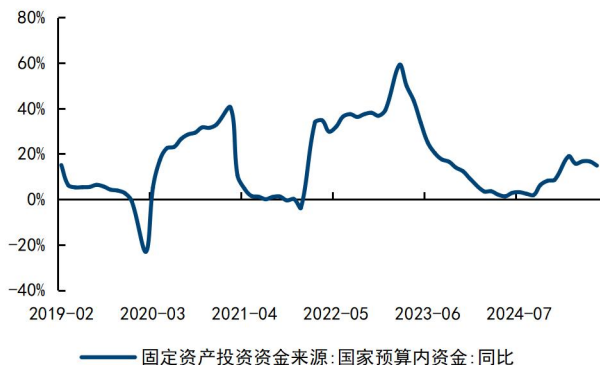
图24：年内累计新增专项债规模（单位：亿元）



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

国债融资规模大幅提升，中央财政支持重大项目建设托底基建投资。2025 上半年固定资产投资资金来源中国家预算内资金同比+14.8%，继续维持较快增长。2025 上半年国债净融资额达到 3.3 万亿元，同比大幅增长 113%。根据 2025 年政府工作报告及相关政策文件，2025 年拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元，较 2024 年增加 3000 亿元，其中 8000 亿元预计将继续支持国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，包括长江经济带生态环境保护、东北黑土地高标准农田建设、“三北”工程建设等。

图25: 固投资金中国预算内资金同比增速（单位：%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

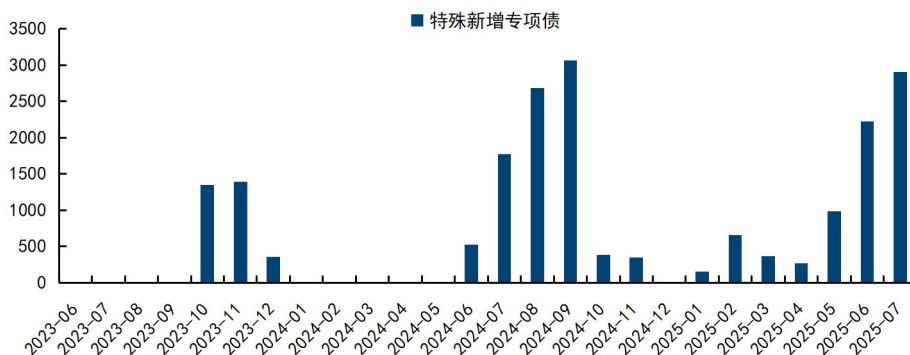
图26: 国债净融资额及增速（单位：亿元，%）



资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

化债稳步推进，特殊新增专项债发行明显提速。2024 年 11 月国常会提出，从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。该类特殊新增专项债资金用途仍为政府投资项目，但没有披露项目相关资料，可以认为是用于置换“隐性负债”。2025 年上半年，特殊新增专项债累计发行 4648 亿元，完成计划发行额度的 58%。其中，5 月/6 月特殊新增专项债发行 987、2224 亿元，环比分别 +273%/+125%，截至 7 月 29 日，月内发行及拟发行的特殊新增专项债规模达到 2903 亿元，继续保持加速态势。

图27: 单月特殊新增专项债发行规模（单位：亿元）



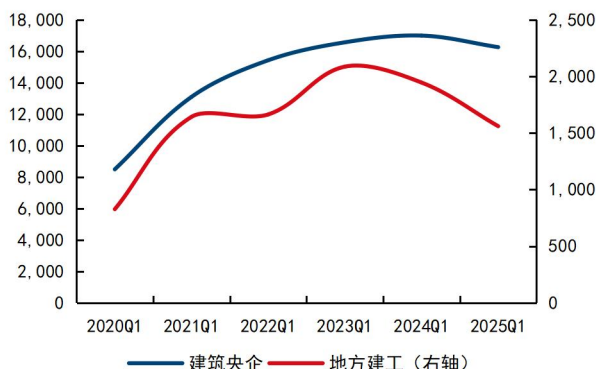
资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

建筑企业收入下滑，盈利企稳，资产负债表加速修复

建筑企业收入和利润规模普遍下滑。我们梳理了 A 股市值最大的 8 家建筑央企和市值最大的 8 家地方建工企业。这 16 家企业在 2025 年第一季度共实现营业收入 17821 亿元，**同比下降 6%**；实现净利润 422 亿元，**同比下降 10%**。其中，建筑央企实现营业收入 16997 亿元，**同比下降 4%**；实现净利润 390 亿元，**同比下降 9%**。地方建工企业实现营业收入 1560 亿元，**同比下降 20%**；实现净利润 33 亿元，**同比下降 18%**。2025 年第一季度，龙头建筑企业的收入和利润普遍下降，地方建工企业的降幅更为显著，且这已是连续第二年一季度出现下滑。相比之下，建筑央企的降幅较小，但这是其首次在一季度出现收入和利润的双降，具有重要的转向

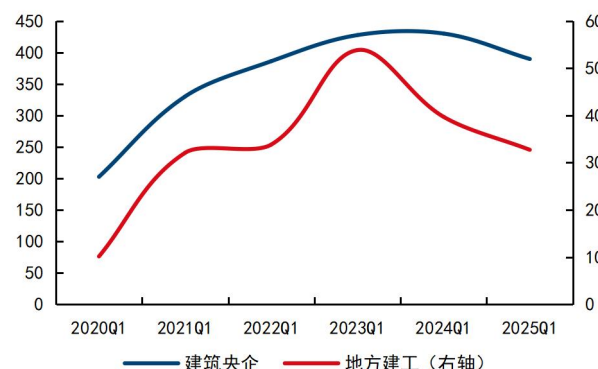
意义。

图28: 建筑央企与地方建工一季度收入变化 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

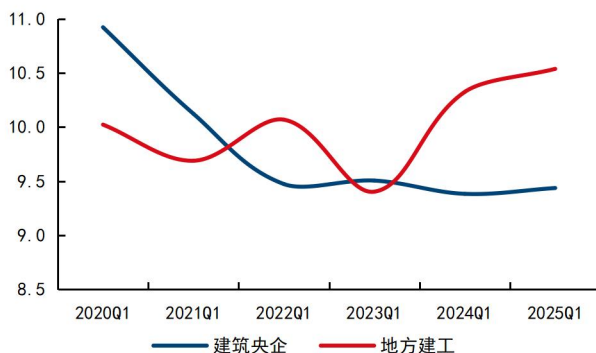
图29: 建筑央企与地方建工一季度净利润变化 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

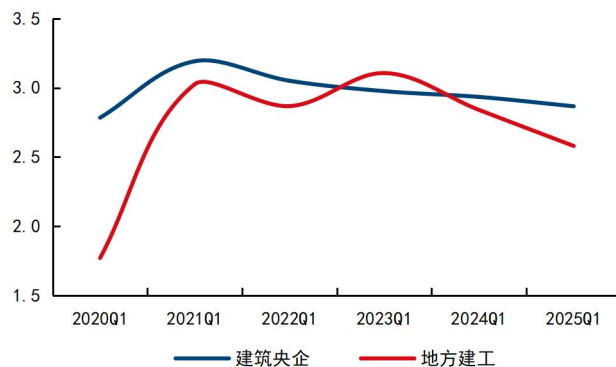
盈利能力出现拐点。2025 年第一季度, 建筑央企的毛利率为 9.44%, 同比上升 0.06 个百分点; 净利率为 2.87%, 同比下滑 0.06 个百分点。地方建工的毛利率为 10.54%, 同比上升 0.22 个百分点; 净利率为 2.58%, 同比下滑 0.26 个百分点。2025 年第一季度, 建筑企业的毛利率显著回升, 其中地方建工的毛利率达到五年内同期最高水平, 这反映出建筑企业手中项目的结算产值质量有所提升。净利率的下滑主要归因于收入规模下滑, 而各项费用支出相对固定, 然而后续费用率的上升空间有限, 随着毛利率的持续回升, 预计净利率将逐步企稳。

图30: 建筑央企与地方建工一季度毛利率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

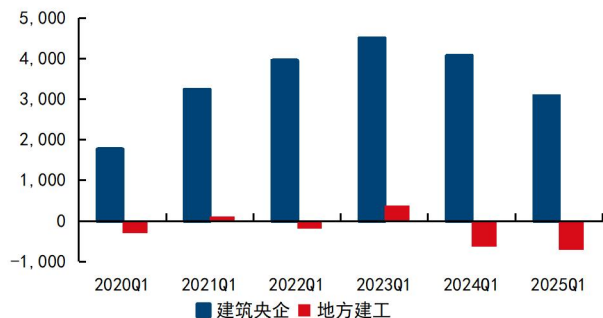
图31: 建筑央企与地方建工一季度净利率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

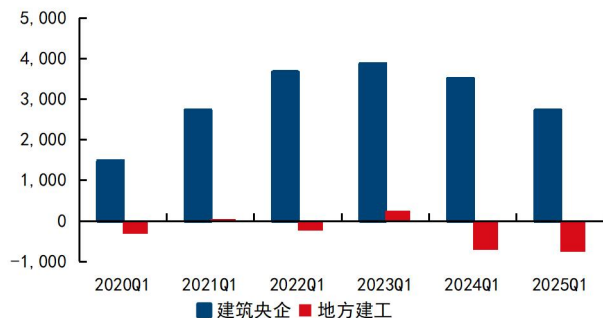
地方建工实质性缩表, 建筑央企边际缩表。2025Q1 建筑央企总资产净增加 3077 亿元, 比上年同期少增 991 亿元, 地方建工总资产净减少 716 亿元, 比上年同期多减 81 亿元; 2025Q1 建筑央企总负债净增加 2721 亿元, 比上年同期少增 784 亿元; 地方建工总负债净减少 755 亿元, 比上年同期多减 44 亿元。地方建工资产负债同步净减少, 建筑央企资产与负债增幅边际减少, 反映建筑企业普遍处于收缩阶段, 在手应收款资产加速回收, 存量债务加速偿还, 资产质量持续压实。

图32: 建筑央企与地方建工一季度资产净增加(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

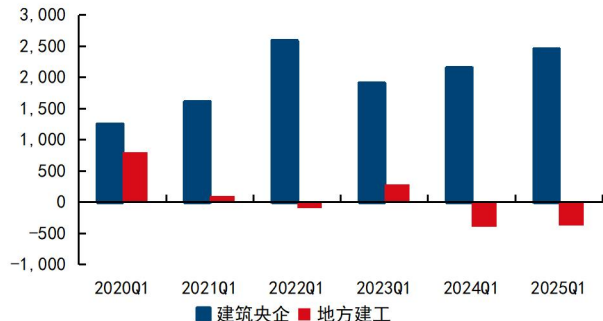
图33: 建筑央企与地方建工一季度负债净增加(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

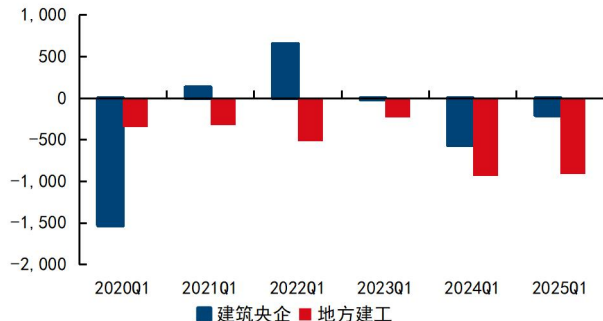
地方建工回款与付款提速, 加快处置 PPP 资产。从应收应付的角度来看, 建筑央企在 2025 年第一季度应收账款与合同资产的净增加规模同比有所上升, 而应付账款的净减少幅度却小于上年同期, 这反映出企业仍面临较大的收付款压力。与此同时, 地方建工的应收款和应付款在连续两年的第一季度均呈现负增长, 显示出明显的缩表迹象。从长期资产的角度分析, 长期应收款与其他非流动资产主要反映了表内在建和已建成的 PPP 资产情况。建筑央企在 2025 年第一季度这部分资产净增加了 717 亿元, 同比增长 5.4%; 而地方建工在同一时期的长期应收款与其他非流动资产仅增加了 2 亿元, 基本可以认为其表内的 PPP 合同已基本消化完毕。

图34: 一季度建筑企业应收+合同资产净增加(单位: 亿元)



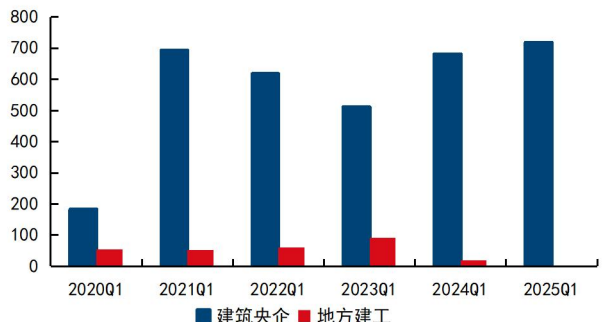
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图35: 一季度建筑企业应付账款净增加(单位: 亿元)



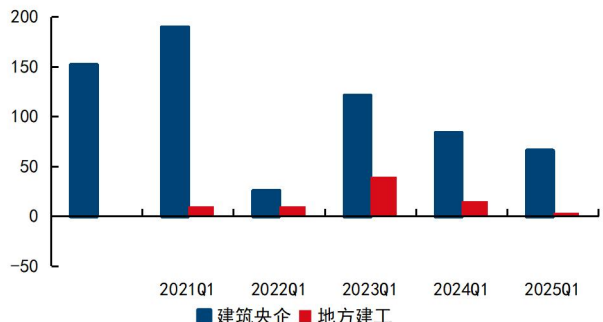
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 一季度建筑企业 PPP 相关资产净增加(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 一季度建筑企业长期股权投资净增加(单位: 亿元)

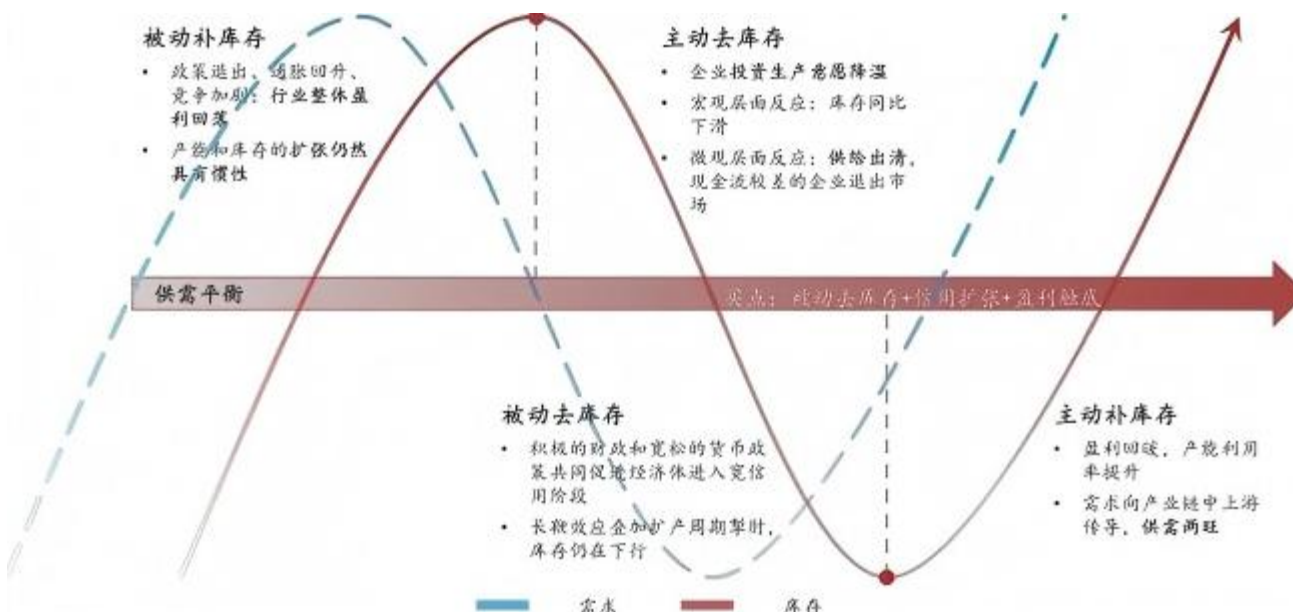


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

建筑业库存周期：“被动补库”或已接近尾声

库存周期的形成源于企业生产调整与市场需求变化之间的时间差。由于生产决策的滞后性，尤其是重资产工业制造企业受制于产能刚性（设备投入大、生产周期长），其扩产和减产决策往往无法及时匹配需求波动，导致库存水平呈现周期性变化。这种供需错配使得库存变动方向时常与需求变化方向相背离，从而形成完整的库存波动循环。根据库存变动与需求变化的组合关系，一个完整的库存周期通常被划分为四个典型阶段：主动补库存、被动补库存、主动去库存、被动去库存。

图38：一轮完整库存后期的四个阶段



资料来源：《库存周期视角下的投资机会》¹，国信证券经济研究所整理

库存周期对建筑行业同样具有参考意义。重资产行业因其生产调整的高粘性，库存周期的特征表现尤为明显，而传统观点通常将建筑行业归类为轻资产服务业，认为其不存在明显的产能扩张或收缩过程。但是，通过对建筑行业近十年发展轨迹的观察可以发现：一方面，在下游客户垫资施工需求的推动下，传统施工业务的账期持续延长；另一方面，PPP模式兴起，建筑企业长期投资大幅增加，运营回报周期大幅拉长。若将应收款项、长期应收款等应收资产类比为工业企业的“库存”，则可以清晰地观察到，建筑企业的“库存”波动同样呈现出对下游需求变化的滞后响应特征。在库存周期的四个阶段分别体现为：

- ◆ **主动补库存**：下游建设需求旺盛，建筑企业的新签合同额和营业收入快速增长，相应的应收资产也快速积累；
- ◆ **被动补库存**：受下游客户资金链紧张和投资需求萎缩影响，建筑企业营收增速明显放缓，项目回款周期持续延长。在这一阶段，尽管企业已采取包括严格筛选新签项目、加大应收账款催收力度等紧缩性经营策略，但由于存量在建项目的持续推进以及PPP项目陆续完工转入运营期，各类应收款项仍在加速被动累积。在增量项目获取和存量项目回款的双重压力下，建筑企业债务压力显著增

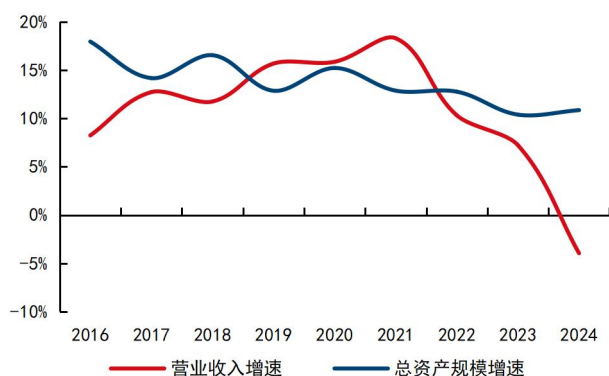
¹ 杨灵修. 库存周期视角下的投资机会[J]. 股市动态分析, 2023(19):15-16.

大，资产周转效率不断恶化，经营压力持续加剧。

- ◆ **主动去库存：**面临下游需求的持续萎缩，建筑企业新签合同额显著下滑，人员规模缩减。这一阶段，企业通过加速应收款项回收和计提减值准备等方式持续消化存量资产，促使资产质量逐步夯实。从负债结构来看，随着应收账款的清理，企业得以同步清偿应付账款，并通过主动压降有息负债规模来缓解财务费用压力。这一系列资产负债表的修复措施，最终体现为企业资产负债率持续下行，整体偿债能力得到实质性改善。
- ◆ **被动去库存：**下游客户信用状况持续修复，带动投资需求稳步回升，建筑企业新签合同额增速明显反弹，业主信用扩张背景下，工程回款效率显著提升，回款周期明显缩短，企业进入快速增长期。

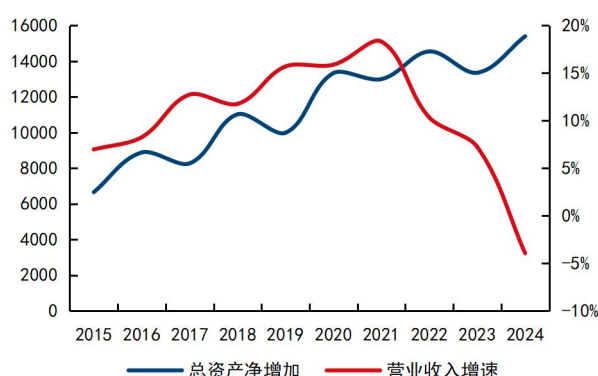
建筑行业 2021 年进入“被动补库存”阶段。2015-2020 年间，在房地产开发“快周转”和地方政府基建扩张的双重驱动下，建筑企业实现了规模的高速增长，数该时期建筑板块营业收入年复合增长率达 12.8%，总资产规模年复合增长率更高达 15.3%，呈现出典型的“主动补库存”特征。然而，2021 年起，随着地方政府债务压力加剧，中央对财政困难地区的新增政府投资项目实施严格管控，建筑企业营收增速回落，直至 2024 年行业整体营收步入负增长区间。虽然业务规模收缩，但由于存量项目回款周期延长以及 PPP 项目集中转入运营期，企业资产规模仍在被动扩张，导致资产周转效率大幅下滑，企业经营压力显著加剧。

图39：2015-2020 年建筑板块总资产增速总体快于收入增速（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

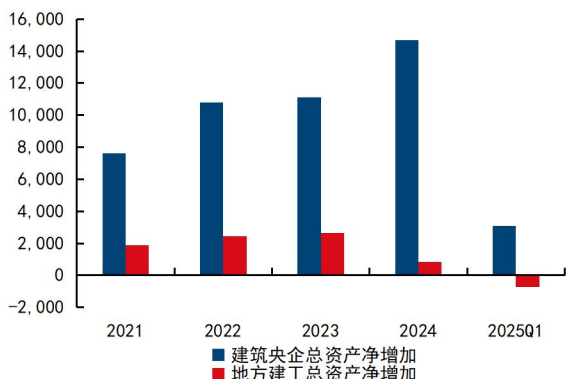
图40：建筑板块 2021 年营收增速见顶，但总资产净增加额持续增长（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

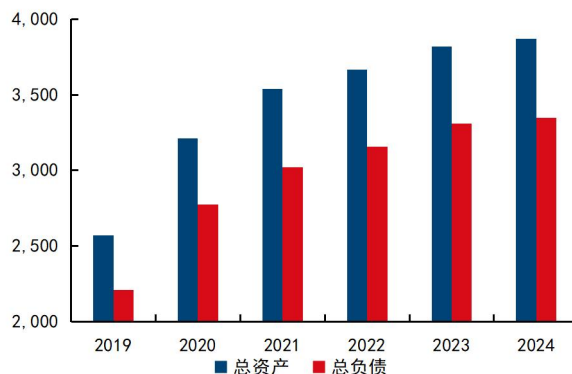
当前“被动补库存”或已接近尾声。当前地方建工企业的资产扩张已明显先于建筑央企见顶回落。2024 年市值排名前八的地方建工企业总资产净增加额仅为 831 亿元，同比大幅下滑 68%，资产扩张速度显著放缓。进入 2025 年，这一趋势进一步强化，一季度前八家地方建工企业总资产净减少 716 亿元，资产收缩规模同比扩大 13%。其中，上海建工 2024 年总资产与总负债净增幅均仅为 1.3%，这一数据已明确释放出资产规模见顶信号，上海建工预计将在 2025 年进入实质性缩表阶段。在行业需求持续下行的背景下，民企经营决策灵活性较强，率先完成收缩，地方国企随后跟进，央企亦出现边际收缩迹象。这一梯次收缩趋势印证行业处于“被动补库存”末期，市场供需格局有望实现再平衡。

图41: 地方建工“被动扩表”趋势已经出现明显转向信号(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图42: 上海建工总资产与总负债于2024年末出现见顶信号(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

建筑行业退出门槛低，出清速度快，盈利能力逐步修复。建筑企业账面资产以各类应收账款形式存在的债权为主，相对于厂房设备等固定资产流动性较好，有较为通畅的清算渠道，退出门槛较低。2023/2024/2025Q1 建筑企业破产重组数量分别为 2300/2400/800 家，2024 年内建筑业直接从事生产经营活动的生产人数为 4999 万人，同比减少 3.5%，2025 上半年为 3965 万人，同比降幅扩大至 8.5%。当前建筑企业经营策略发生根本性转变，从规模扩张转向效益优先，建筑板块毛利率在经历长期下行后开始筑底回升，2024 年行业整体毛利率达到 10.9%，较 2022 年提升 0.15 个百分点。

图43: 建筑业生产人员人数显著下降(单位: 万人)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图44: 建筑板块毛利率筑底回升(单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

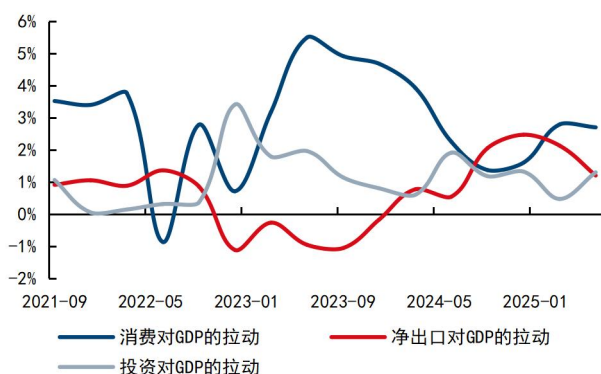
在“主动补库存”阶段，企业普遍呈现量价齐升态势，利润快速扩张，权益资产表现最为亮眼；而“被动补库存”阶段则伴随着需求回落和周转放缓，企业经营指标全面承压，权益市场表现往往最弱。值得强调的是，由于库存周期具有后验性特征，市场通常会提前反映周期反转预期。因此，当前“被动补库存”阶段临近尾声之际，正是左侧布局的较佳时机。

扩内需紧迫性提升，发力基建再次成为最优解

内需提振仍面临压力，扩大有效投资紧迫性再度提升

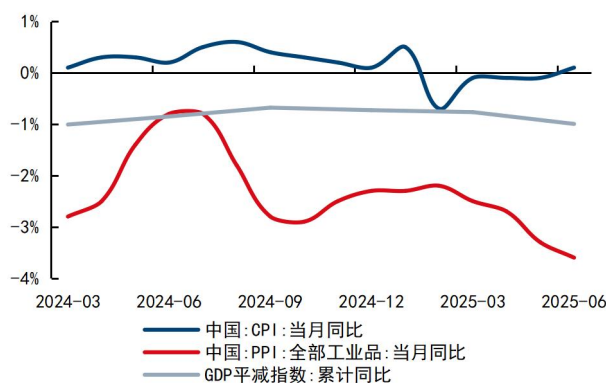
上半年总量增长稳健，但宏观价格指标压力较大。上半年中国实际 GDP 同比增长 5.3%，其中一季度同比增长 5.4%，二季度同比增长 5.2%，高于去年同期和今年全年的增长目标值。二季度消费/净出口/投资对 GDP 的拉动分别为 +2.7%/+1.2%/+1.3%。虽然总量增长情况较好，但价格指标仍然面临较大压力，CPI 同比在 $\pm 0.1\%$ 波动，PPI 连续 4 个月加速下滑，上半年 GDP 平减指数为 -1.0%，连续 9 个季度为负。

图45：“三驾马车”对 GDP 季度增速的拉动（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

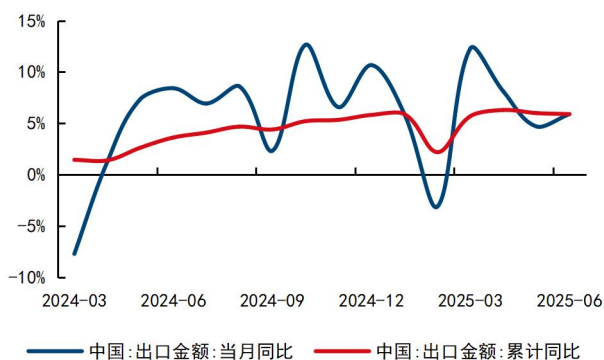
图46：主要宏观价格指标均面临较大压力（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

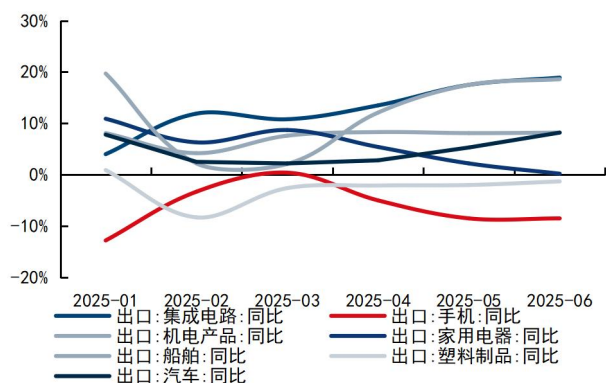
上半年出口显现韧性，但在外需承压的背景下不确定性仍然较大。上半年中国出口金额同比增长 5.9%，其中 6 月单月同比增长 5.9%，环比提速 1.2 个百分点。上半年在特朗普对等关税政策豁免期下“抢订单”效应爆发，部分出口企业通过多种方式规避关税影响，整体出口展现韧性。而下半年，随着博弈风险上升和需求回落压力显现，整体出口形势仍面临较大的不确定性。

图47：出口金额单月增速及累计增速（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图48：2025 年中国出口商品增速（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

消费增长持续性面临挑战。2025 年上半年，社会消费品零售总额同比增长 5.0%，其中 6 月社零当月同比+4.8%，增速环比减少 1.6 个百分点，单月增速回落可能与电商平台 618 大促提前和部分地区国补暂停有关。去年以来，政府多轮消费补贴

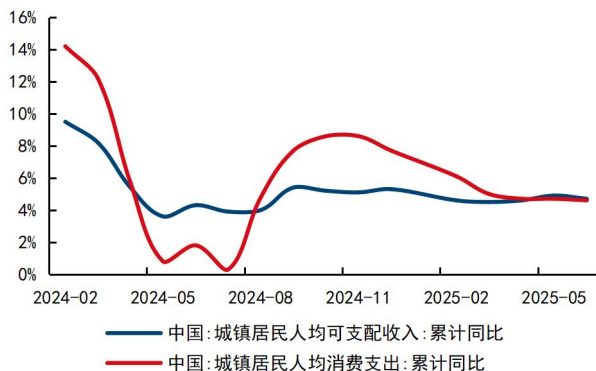
和以旧换新政策有效促进了消费增长，但也面临后续持续性的压力。一方面，持续的补贴它可能强化消费者的降价预期，在居民收入预期尚未回暖的情况下，正常的消费决策会被推迟，形成“无补贴不消费”的心理定势。另一方面，补贴政策的效果具有“前置”或“透支”未来消费的特点，一旦政策力度减弱或停止，消费可能出现下滑压力。

图49：社零单月增速（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图50：城镇居民可支配收入和消费支出增速（单位：%）

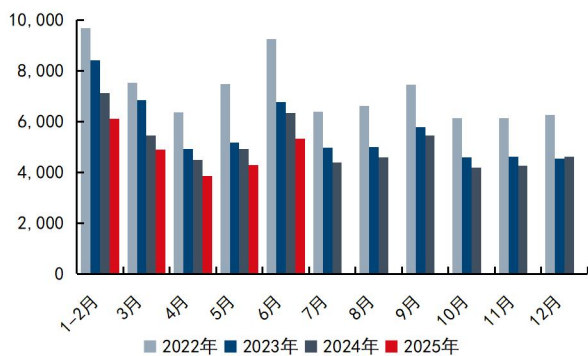


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

“反内卷”需要增量需求予以配合，发力基建再次成为最优解

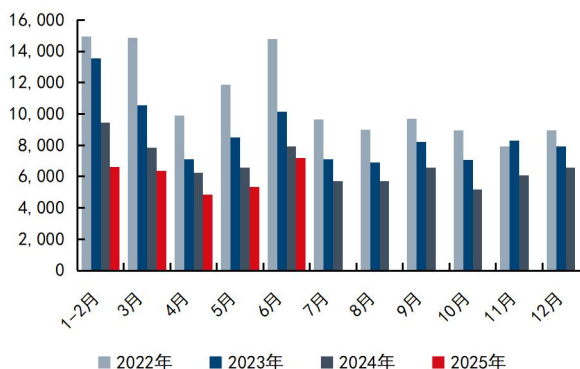
地产销售景气回落，地产投资回暖道阻且长。自去年三季度末“止跌回稳”发声之后，市场迎来一波反弹，重点城市一、二手房的销量和房价均出现不同程度的上涨。但随着“924”热度渐散，市场重回下行趋势，景气度回落至“924”之前。2025上半年新房销售均价9649元/㎡，同比-2.1%，降幅环比扩大了1.1个百分点。地产销售景气回落导致投资和新开工延续疲软，2025上半年房地产建筑工程投资同比-13.4%，较2021年同期高点下滑42%，新开工面积同比-20.0%，降幅环比收窄2.8个百分点。

图51：单月房地产建工投资（单位：亿元）



资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图52：单月房地产新开工面积（单位：万平方米）

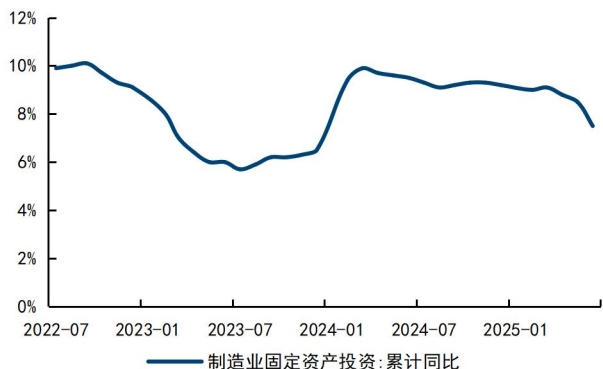


资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

制造业内卷矛盾加剧，企业资本开支收缩。2025年1-6月，全国制造业投资累计同比增速为7.5%，较1-5月增速环比回落1.0个百分点，增速连续三个月下滑。2025上半年制造业产能利用率为74.2%，自2021年高点持续下滑。“反内卷”政

策的核心目标是治理部分行业因前期过度投资导致的产能过剩和无序低价竞争，压缩低效供给，从而稳定产品价格，修复企业资产负债表和盈利能力，因此短期内新增投资必然受到压制。

图53: 制造业投资增速连续三个月下滑（单位：%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图54: 制造业产能利用率处于较低水平（单位：%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

供给侧“反内卷”需要需求侧增量予以配合。“反内卷”虽然在特定行业内部预期将能够形成短期价格支撑，但在整体宏观环境仍处于通缩或准通缩状态时，这种局部性的价格回升既难以向整个经济体系传导，也难以持续。究其根源，企业即便避免价格战，在需求持续萎缩的背景下，仍无法实现销售和利润的根本改善。我们认为，内卷现象的本质在于有效需求不足，因此要真正破解这一困局，必须依靠扩内需政策的协同发力。

在当前工业产能过剩且有效需求不足的背景下，增量投资受到双重约束：既要避免在制造业等已饱和领域新增无效供给，又要通过需求扩张激活闲置资源。在此约束下，传统投资渠道的局限性日益凸显：制造业投资受制于产能过剩，企业资本支出意愿低迷，且新增投资可能加剧行业“内卷”；房地产投资则受“房住不炒”政策刚性约束；而消费补贴不仅可能强化通缩预期，更难以直接激活上游重工业产能。

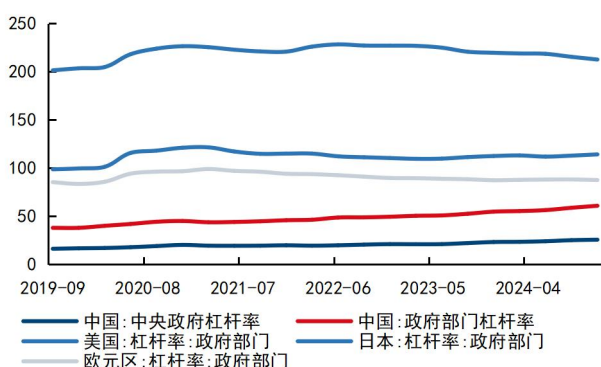
相比之下，基建投资的特殊优势使其成为实现“反内卷”和“再通胀”的关键路径。从需求端看，基建产业链与过剩产能高度重合，其投资可快速转化为对钢铁、水泥、建材等行业的实际订单，直接消化过剩工业品。在供给端，基建的公共产品属性使其区别于产业投资：一方面，民生基建如水利、城市更新、农村公路等投资旨在补短板，其驱动力由公共服务缺口决定而非市场回报；另一方面，基建的公益属性决定了其供给不以盈利为唯一目标，从根本上规避了产能过剩风险。这种既能消化现有过剩产能，又不会制造新过剩的双重特性，使加大基建投资在当前经济环境下具有不可替代的重要意义。

财政政策留有足够发力空间，“民生”与“两重”基建方向明确

财政政策有足够能力通过发力基建支持经济复苏

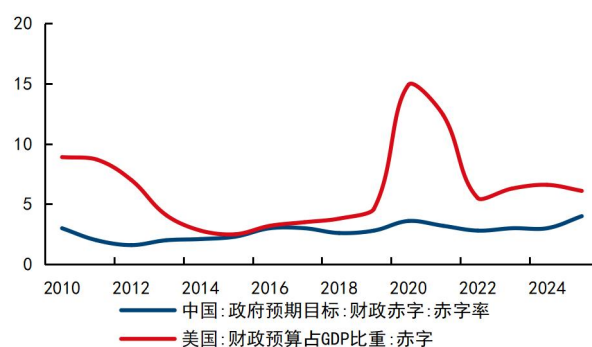
政府债务安全垫厚实，中央财政加杠杆空间充足。截至 2025 年 6 月，中国政府部门杠杆率仅 65.3%，显著低于世界主要经济体，尽管近两年财政持续发力，政府杠杆率有明显抬升，但到目前中央政府杠杆率也仅有 27.6%，尚有足够继续加杠杆的空间。赤字方面，中国 2025 年目标赤字率提升至 4%，为历史较高水平，但对标美国仍然有较大提升空间。

图55：中央政府杠杆率显著低于主要经济体（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

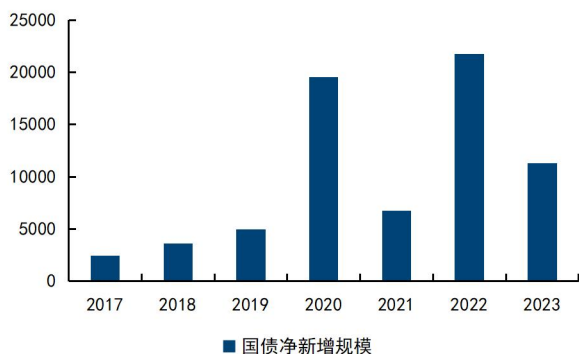
图56：中美政府赤字率对比（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

图57：近年来国债净新增规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，财政部，国信证券经济研究所整理

图58：长期建设国债发行规模及投资增速（单位：亿元，%）



资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

民生基建：关注城市更新、水运工程、水利工程

城市更新：战略高度提升，潜在空间巨大

城市更新战略高度显著提升。随着中国城镇化率迈过 65% 的关口，城市发展的主战场正经历一场深刻的变革——由过去几十年以规模扩张为特征的“增量建设”，转向以提升城市品质和效率为核心的“存量提质”。城市更新不再是零星的旧改项目，而是被提升至国家战略高度，成为推动城市结构优化、功能完善和品质提升的关键举措。2025 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于持续推进城市更新行动的意见》，提出加强既有建筑改造利用、推进老旧小区整治改造、完善城市基础设施等八大任务。

表1：城中村改造与城市更新相关政策

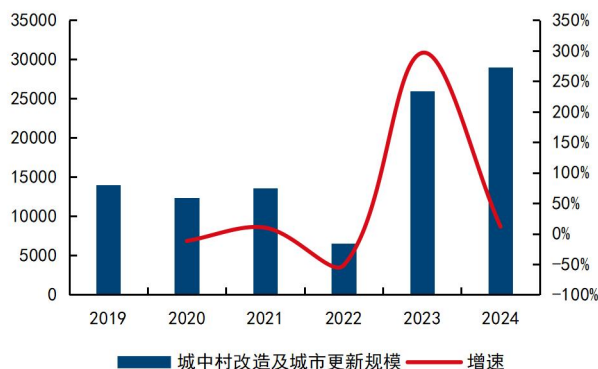
发布时间	政策名称	发布部门	相关内容
2023 年 7 月	《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》	国务院常务会议	在 35 个超大特大城市和城区常住人口 300 万以上的大城市实施城中村改造。
2024 年 7 月	《城中村改造国土空间规划政策指引》	自然资源部	坚持以人民为中心的发展思想，以推动高质量发展为主题，贯彻落实全国国土空间规划纲要，充分发挥国土空间规划对城中村改造的统筹引领作用，积极稳步推进城中村改造工作，有效消除安全风险隐患，建设宜居、韧性、智慧城市。
2024 年 8 月	《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》	国务院	采取拆除新建、整治提升、拆整结合等多种方式，推进城中村改造，切实消除安全风险隐患，改善居住条件和生态环境。
2024 年 11 月	《部署各地进一步做好城中村改造工作》	住房城乡建 设部、财政部	联合印发通知，将城中村改造政策支持范围从最初的 35 个超大特大城市和城区常住人口 300 万以上的大城市，进一步扩大到近 300 个地级及以上城市。
2025 年 1 月	《关于加强保障性住房和城中村改造安置房建设质量监管的通知》	住房城乡建设部	围绕严格依法开工建设、全面加强建设质量管理、加大建设质量监管力度三个方面提出 10 项具体措施。
2025 年 5 月	《关于持续推进城市更新行动的意见》	中共中央办 公厅、国务院	积极推进城中村改造，做好历史文化风貌保护前期工作，不搞大拆大建，“一村一策”采取拆除新建、整治提升、拆整结合等方式实施改造，切实消除安全风险隐患，改善居住条件和生活环境。加快实施群众改造意愿强烈、城市资金能平衡、征收补偿方案成熟的城中村改造项目。

资料来源：中国政府网，智研咨询，国信证券经济研究所整理

估算城中村改造和城市更新年均投资额接近 2 万亿元。根据住建部数据，2024 年全国实施城市更新项目 6 万余个，完成投资约 2.9 万亿元，目前已有 1 个省 9 个城市出台城市更新条例，92 个城市出台管理办法，150 个城市印发指导性文件。根据部分城市公布的项目推进计划，我们假设未来单个城市年均实施 40-50 个项目，单个项目投资额平均为 20-30 亿元，则 21 个超大特大型城市年均投资额合计可达到 1.68-3.15 万亿元。

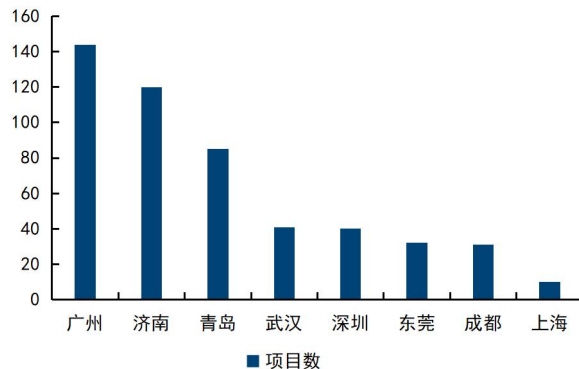
估算老旧小区改造年均市场规模超 2000 亿元。根据住建部统计数据，全国共有老旧小区近 16 万个，涉及居民超过 4,200 万户，建筑面积约为 40 亿平方米。通过梳理部分旧改项目信息，我们假设全国老旧小区户均投资为 4.0-5.0 万元，单位平方米建筑面积投资 400-600 元，**估算全国老旧小区改造投资规模约为 1.6-2.4 万亿元。**根据住建部披露，2019 年完成改造城镇老旧小区 1.9 万个，涉及居民 352 万户；2020 年改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户；2021 年开工改造城镇老旧小区 5.56 万个，涉及居民 965 万户。剔除 2019、2020 年和 2021 年改造的户数，**2022-2025 年需要完成改造 2,183 万户，即平均每年改造约 546 万户，对应投资规模约为 2100-2700 亿元。**

图59: 城中村改造及城市更新投资规模及增速（单位：亿元，%）



资料来源：住建部，观研网，国信证券经济研究所整理

图60: 部分城市 2023 年计划实施城中村改造和城市更新项目数（单位：项）



资料来源：各地政府官网，国信证券经济研究所整理

水运工程：水运投资持续高景气，运河项目加速论证落地

平陆运河建设推进顺利，规划中运河项目有望加速落地。2021 年 2 月国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，提出建设“四纵四横两网”国家高等级航道新格局，在新格局规划中，新纳入了平陆运河、赣粤运河、湘桂运河、浙赣运河、赣粤运河等超大型运河工程。当前在这些重大的运河建设项目中，安徽江淮运河已于 2023 年 9 月建成，平陆运河于 2022 年开工，预计 2026 年建成，其他湘桂运河、浙赣运河、荆汉运河处于前期论证阶段。

图61: 典型超大型运河工程区位图



资料来源：《新时期超大型运河开发综合效益评价》²，国信证券经济研究所整理

² 刘晓玲, 吴晓磊, 王桃, 等. 新时期超大型运河开发综合效益评价[J]. 水运工

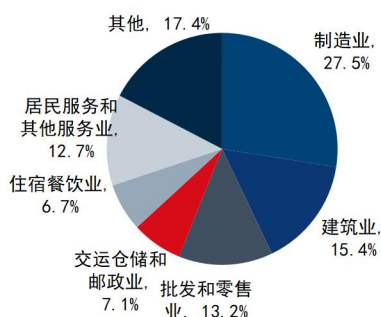
表2: 当前已建成、在建和规划论证中的主要运河工程

主推省份	名称	投资额 (亿元)	全长 (km)	进度
湖北	荆汉运河	784	236	前期论证阶段
安徽	江淮运河	950	355	2023 年 9 月建成试运行
广西	平陆运河	727	135	建设中, 预计 2026 年建成
湖南	湘桂运河	1500	300	前期论证阶段
江西	(浙) 赣粤运河	1500 (3200)	1988	前期论证阶段

资料来源: 交通运输部, 国信证券经济研究所整理

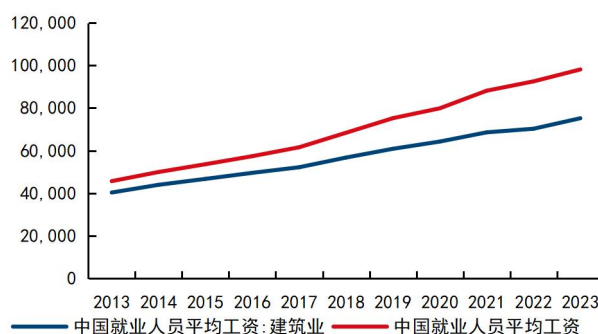
运河建设投资密度大, 能够有效创造就业岗位, 达到以工代赈的效果。按照 2013—2018 年建筑业投资的就业弹性计算, 每完成 1 亿元工程建筑投资, 预计可创造就业岗位约 600 个, 运河工程单项投资密度大, 能够充分带动区域就业, 促进共同富裕。建筑业是农民工人数第二大的行业, 容纳 4500 万农民工就业, 同时建筑业就业人员平均年收入仅 7.5 万元, 显著低于全国平均的 9.8 万元。通过运河建设托底基建投资, 能够有效提振低收入群体信心, 助力稳就业、稳经济。

图62: 农民工行业分布占比 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图63: 建筑业从业人员平均工资与全国平均对比 (单位: 元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

运河建设帮助沿线地区扶贫脱困, 促进区域协调发展。运河建设联通内陆腹地城市, 如平陆运河沿线柳州、百色, 赣粤运河沿线的粤北、赣南地区, 经济发展相对落后。运河开通后, 能够盘活沿线贫困地区的农业、林业、旅游业等资源, 带动当地多途径创收, 助力乡村振兴。通过合理利用运河沿线荒地, 进行工业厂区、工业园区开发, 规划布局重大的工业项目, 将在一定程度上解决工业用地瓶颈及降低运输成本的问题, 为更多的东部产业转移企业提供更大的发展空间, 引导更多企业落户中西部地区, 促进区域协调发展。

图64: 平陆运河沿线乡村振兴建设



资料来源: 广西住建厅, 国信证券经济研究所整理

图65: 平陆运河沿线桂平新材料产业园加速建设

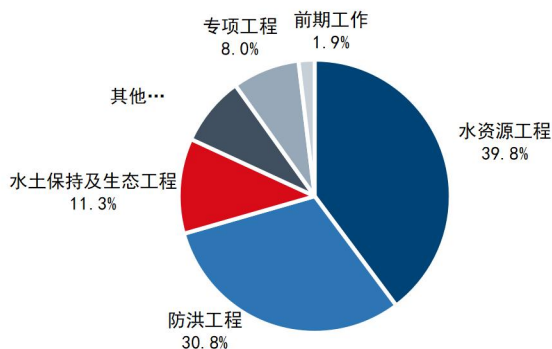


资料来源: 广西日报, 国信证券经济研究所整理

水利工程: 保安全惠民生的关键领域

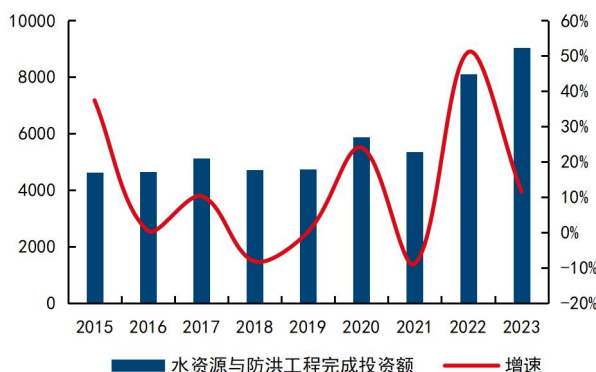
水利投资是保安全、惠民生的关键领域, 近年来投资规模快速增长。水利工程主要包括水资源管理、防洪抗旱、水土保持、水利枢纽、水力发电等基础设施的建设, 完善水利设施可抵御极端气候, 保障农业灌溉和城乡饮水, 促进可持续发展, 是稳经济、护民生的重要基础。2025 年上半年水利固定资产投资额同比增长 15.4%, 2021-2024 年复合增长率达到 14.5%, 是基础设施投资中增长最快的领域之一。其中, 水资源与防洪工程投资占比接近 70%, 2021-2023 年复合增长率达到 30%。

图66: 2023 年水利投资按用途分类 (单位: %)



资料来源: iFinD, 水利部, 国信证券经济研究所整理

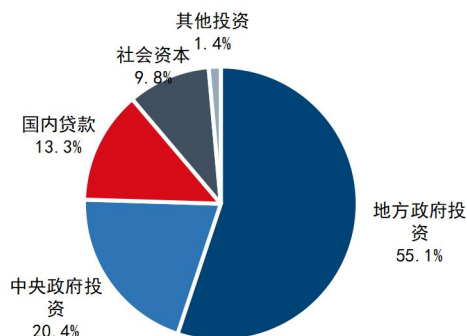
图67: “十四五”期间水资源与防洪工程投资额快速增长 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 水利部, 国信证券经济研究所整理

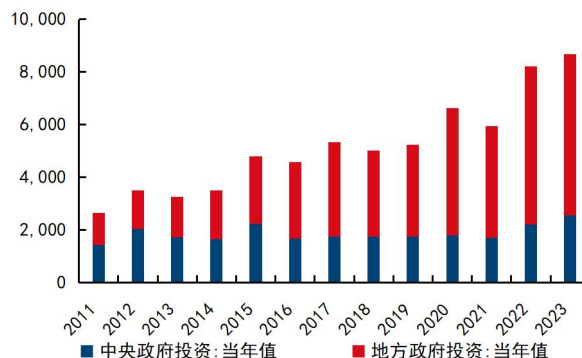
政府资金主导水利投资, 中央财政参与度高。水利工程一般具有公益性强、投资规模大、回报周期长的特点, 主要由政府主导投资, 行业的发展与国家水利建设政策高度相关。水利工程建设资金 8 成以上都来源于政府投资, 2014 年以后中央项目减少, 主要由地方政府作为水利项目的发起人, 但中央政府资金占比仍然稳定在 20% 以上。

图68: 水利工程投资来源结构（单位：%）



资料来源：iFinD，水利部，国信证券经济研究所整理

图69: 中央和地方政府对水利项目资金投入（单位：亿元）



资料来源：iFinD，水利部，国信证券经济研究所整理

“两重”基建：关注雅下水电、煤化工、核电工程

雅下水电与配套基建：万亿工程正式启动

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

表3: 雅鲁藏布江概况

项目	排名	在中国河流中的排序
长度/km	第 6	长江、黑龙江、黄河、珠江、澜沧江之后
流域面积/10³km	第 5	长江、黑龙江、黄河、珠江之后
流量/(m³/s)	第 3	长江、珠江之后
水能/GW	第 2	长江之后
平均海拔/m	第 1	

资料来源：《雅鲁藏布江水能开发》³，国信证券经济研究所整理

雅江下游靠近中印实际控制线，在中方控制区开发水能资源具有重大战略意义。对雅鲁藏布江是一条国际河流，下游流入印度和孟加拉国，在印度境内的河段被称为布拉马普特拉河。雅鲁藏布江大拐弯段靠近中印边界实际控制线，由于复杂的历史遗留问题，当前中印双方在边界问题上仍然存在较大分歧。根据路透社 2024 年 7 月报导，印度政府计划在投资 10 亿美元在中国藏南地区（印方称“阿鲁纳恰尔邦”）加快推进建设 12 座水电站。在雅鲁藏布江下游加快推进水电站建设是反制印度对争议区渗透的关键举措，争取雅鲁藏布江后续开发的主导权，同时有利于带动边境地区基础设施建设，进而维护边境地区安全稳定。

³ 徐大懋, 陈传友, 梁维燕. 雅鲁藏布江水能开发[C]//中国测绘学会. 全面建设小康社会: 中国科技工作者的历史责任——中国科协 2003 年学术年会论文集(上). 中国广东核电集团有限公司; , 2003:1.

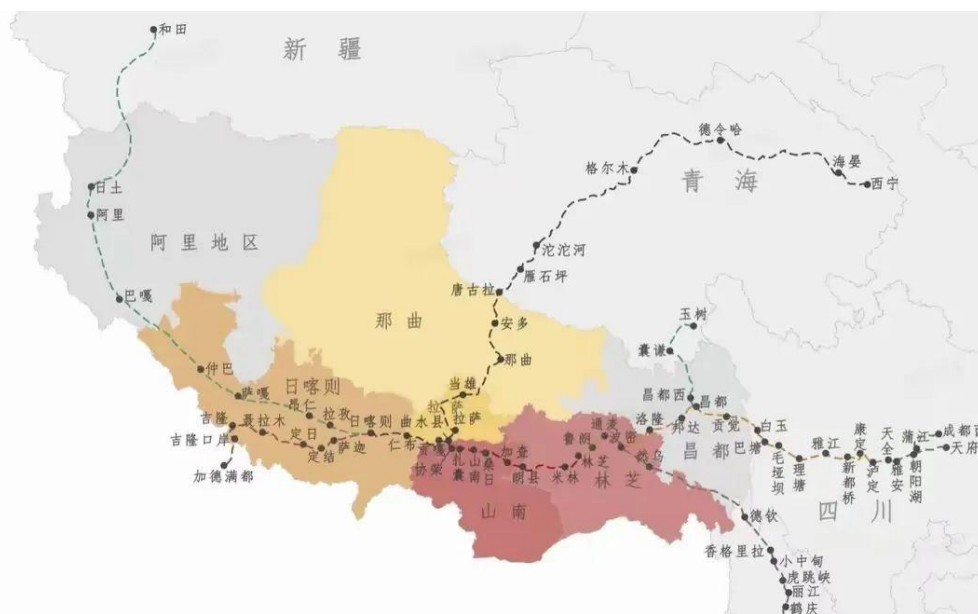
图70: 雅鲁藏布江中下游流域示意



资料来源:《雅鲁藏布江水资源开发的战略思考》⁴, 国信证券经济研究所整理

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

图71: “五线入藏”铁路网规划



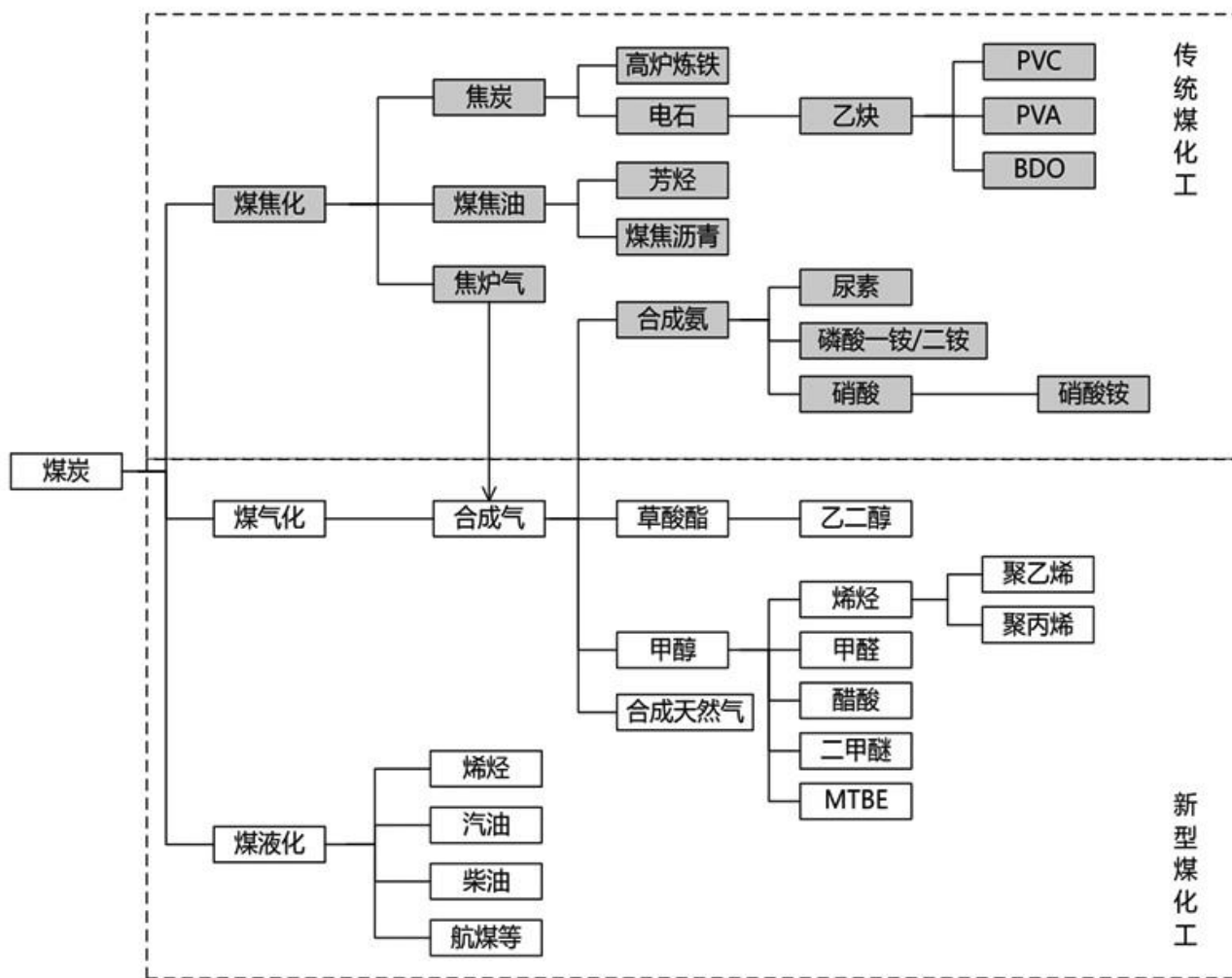
资料来源: 西藏自治区发改委, 国信证券经济研究所整理

⁴ 邱志鹏, 张光科. (2006). 雅鲁藏布江水资源开发的战略思考. 水利发展研究, 6 (2), 5.

煤化工工程：发挥资源储备优势，保障国家能源安全

发展煤化工是保障国家能源安全的重要举措。中国能源结构呈现“富煤、贫油、少气”特征，根据国家统计局和国家能源局数据，2024 年中国石油和天然气产量分别为 2.13 亿吨和 2464 亿立方米，分别占全球产量的 4.6%和 5%，对外依存度分别高达 72%和 43%。根据中国煤炭工业协会，2024 年我国煤炭产量 47.6 亿吨，占全球煤炭产量的 52.5%，发展现代煤化工，生产煤制油、煤制气等进口油气的替代产品，将有力保障国家能源和化工原料供应安全。

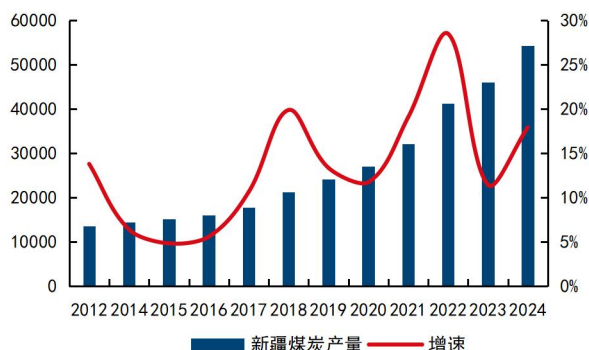
图72：煤化工产业链示意图



资料来源：期货日报，国信证券经济研究所整理

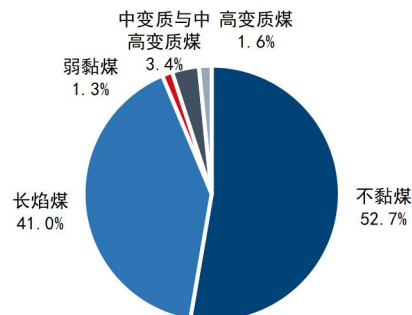
新疆煤炭资源丰富，煤种高度适配煤化工需求。根据中国能源网估算，新疆煤炭资源储量达到 2.19 万亿吨，占全国煤炭资源总量的 40%左右，位居全国第一。虽然疆煤目前勘探程度较低，但已探明储量已达 364.5 亿吨，位居全国第二，当前已建成准东、伊犁、吐哈、库拜四大煤炭产业基地。近年来，新疆煤炭产业快速发展，新疆煤层埋藏深度普遍小于 200 米，煤层厚度大，地质构造简单，从煤种分布看，低变质的长焰煤、不黏煤、弱黏煤等占全部查明保有资源/储量的 95%，低变质煤运输成本高，污染相对较大，不适宜用于炼焦，但却是现代煤化工的理想原料。

图73: 新疆煤炭产量及增速 (单位: 万吨, %)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

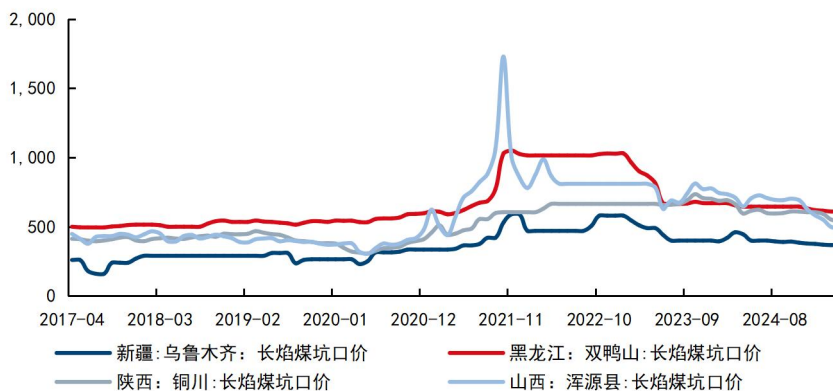
图74: 新疆煤炭种类结构 (单位: %)



资料来源: 新疆煤炭资源开发潜力与开发策略⁵, 国信证券经济研究所整理

"高储量、低需求、高运距"，疆煤价格长期维持在较低水平。新疆煤炭资源地质条件优越，煤层埋藏浅、厚度大，便于规模化开采，在此开发大型煤矿基地，能够充分发挥规模优势降低开采成本。新疆煤炭虽然储量丰富且开采成本较低，但由于地理位置偏远、运输距离较长，加上煤种含水量较高导致运输成本大幅增加，这些因素共同限制了其市场辐射范围。与此同时，当地工业需求相对有限，市场供需关系宽松，煤炭供给充足而竞争压力较小，因此形成了相对较低的煤炭售价格局。2025 年至今乌鲁木齐长焰煤（A20%，V40%，S0.8%，Q5500）均价仅为 369.5 元/吨，价格低于其他地区 30-40%。

图75: 新疆长焰煤坑口价显著低于其他地区 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 中国煤炭市场网, 国信证券经济研究所整理

国内大型煤企加速布局西北煤化工项目。根据已披露信息，国家能源集团投资 1700 亿在哈密建设全球首个二代煤制油示范项目；中煤集团投资 320 亿在疆打造煤制气多能融合项目；平煤神马拟投 300 亿建设尼龙 66 产业链；陕煤榆林化学投资 1760 亿实施煤炭分质利用二期工程，探索煤基烯烃/芳烃耦合新路径。这些项目依托西北富煤优势，集成煤油气化、新能源、CCUS 等先进技术，推动现代煤化工向高端化、低碳化发展。目前新疆在建及拟建煤化工项目投资规模估算已达到 6000-7000 亿元，其中已开工项目计划投资近 1600 亿元，如果再加上“十五五”期间预计新增的投资，总投资规模可能进一步攀升至万亿级别。

⁵ 卞正富, 张益东, 王猛, 等. 新疆煤炭资源开发潜力与开发策略[J]. 煤炭学报, 2024, 49 (02): 967-977. DOI:10.13225/j.cnki.jccs.YH23.1713.

表4: 新疆现代煤化工项目建设情况

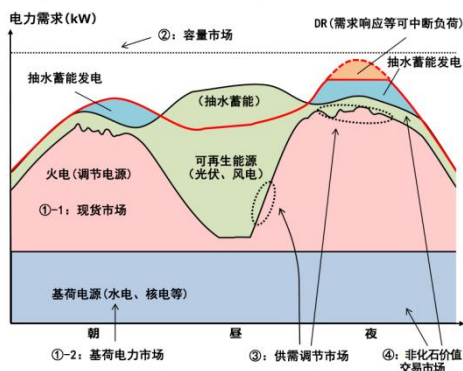
技术路线	项目名称	产能规模	地点	投产时间
煤制油	国家能源集团哈密能源集成创新基地项目 400 万 t/a 煤制油工程	400 万 t/a	巴里坤	在建
	伊泰伊犁能源有限公司 100 万 t/a 煤制油示范项目	100 万 t/a	伊犁	推进
煤制天然气	新疆庆华伊犁煤制天然气示范项目一期	13.75m ³ /a	伊犁	2013 年
	浙能新天伊犁煤制天然气示范项目	20m ³ /a	伊犁	2014 年
	国家能源集团准东 20 亿 m ³ /a 煤制天然气项目	20m ³ /a	准东	已批复
	新业煤化工煤制天然气项目	20m ³ /a	准东	已批复
	新疆天池准东 20 亿 m ³ /a 煤制天然气项目	20m ³ /a	准东	已批复
	中煤集团条湖 40 亿 m ³ /a 煤制天然气项目	40m ³ /a	巴里坤	推进
	新疆其亚 60 亿 m ³ /a 煤制天然气项目一期	20m ³ /a	准东	推进
	新疆能源集团 40 亿 m ³ /a 煤制天然气项目	40m ³ /a	巴里坤	推进
	河南能源集团 40 亿 m ³ /a 煤制天然气项目	40m ³ /a	准东	推进
	新疆庆华 55 亿 m ³ /a 煤制天然气项目二期	40m ³ /a	伊犁	推进
	新疆中新建煤炭产业有限公司煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程	40m ³ /a	淖毛湖	推进
	伊泰伊犁煤制天然气耦合加氢化项目	20m ³ /a	伊犁	规划
煤制烯烃	国能新疆煤化工煤基新材料项目	68m ³ /a	乌鲁木齐	2016 年
	新疆山能化工有限公司准东五彩湾 80 万 t/a 煤制烯烃项目	80m ³ /a	准东	在建
	新疆东明塑胶有限公司 80 万 V/a 煤制烯烃项目	80m ³ /a	准东	在建
	新疆中泰新材料股份有限公司 70 万 t/a 煤制烯烃项目	70m ³ /a	吐鲁番	规划
	伊吾疆纳新能源有限公司 70 万/a 煤制烯烃项目	70m ³ /a	哈密	规划
	新疆中新建煤炭产业有限公司煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程	150m ³ /a	哈密	规划
煤制乙二醇	新疆天业 5 万/a 电石尾气制乙二醇	5m ³ /a	石河子	2013 年
	新疆天业二期 20 万 V/a 煤制乙二醇	20m ³ /a	石河子	2020 年
	新疆天业汇合新材料有限公司一期 60 万 t/a 煤制乙二醇项目	60m ³ /a	石河子	2020 年
	哈密广汇 40 万/a 荒煤气制乙二醇项目	40m ³ /a	淖毛湖	2022 年
	新疆中昆新材料有限公司 2×60 万 V/a 天然气制乙二醇项目	60m ³ /a	库勒勒	2023 年

资料来源：“十四五”新疆现代煤化工产业发展现状及政策研究，国信证券经济研究所整理

核电工程：战略意义重大，恢复核准，建设提速

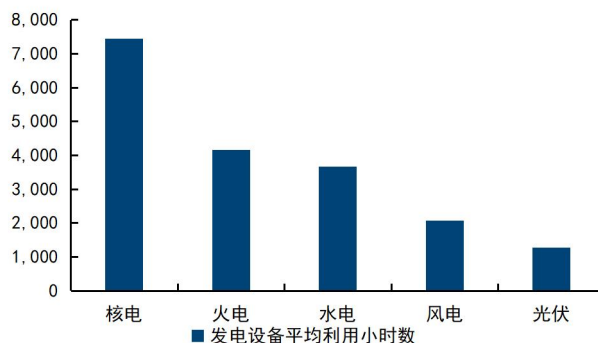
核电：清洁高效，出力稳定的基荷能源。核电属于非化石能源，具有清洁低碳、出力稳定、利用小时数高的特点。根据国际原子能机构（IAEA），在核电全生命周期内单位度电碳排放量仅 5.7 克，低于风电的 13.3 克，水电的 64.4 克，光伏的 74.6 克。相较于风电、光伏，核电能够全天稳定运行，且基本不受自然环境因素影响，利用小时数更高，能够在不增加电网消纳负担的前提下持续产生清洁电力。从能源安全角度看，核电作为高能量密度、零碳排放的基荷电源，可大幅降低油气对外依存度，保障国家能源安全。

图76: 核电是电力系统的基荷能源



资料来源：中国电力报，国信证券经济研究所整理

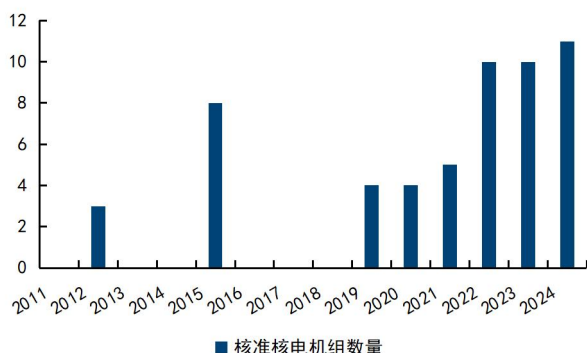
图77: 各发电设备平均利用小时数（单位：小时）



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

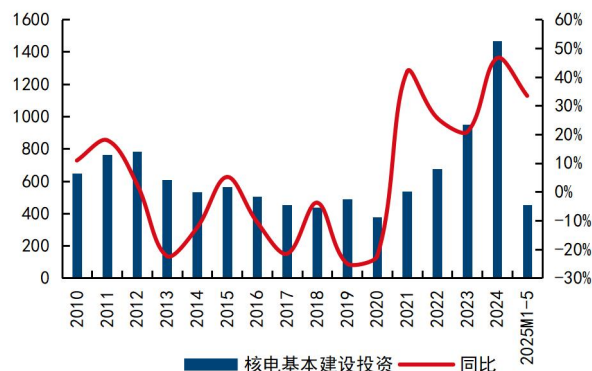
核电机组核准加速，政策表述转向积极。2011 年日本福岛核事故后，中国核电机组核准一度陷入停滞，2011-2018 年间总计仅核准 11 台核电机组。2019 年中国重新放开核电审批，在接下来 3 年内每年核准 4-5 台机组。随后，核电机组常态化核准提速，2022 年和 2023 年各核准 10 台，2024 年 8 月国务院发布《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，提出加快沿海核电等清洁能源基地建设，积极安全有序发展核电，并随后决定核准 11 台核电机组。2025 年 4 月国常会再次新增核准 10 台核电机组。

图 78: 核电机组核准进度提速（单位：座）



资料来源：中国核能行业协会，国信证券经济研究所整理

图 79: 核电基本建设投资及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：资产质量改善有望与需求回暖共振，看好建筑板块下半年表现

年初以来地方开工走弱，政府工作重心集中在降负债和化隐债，新增投资项目意愿不强。下游需求疲软导致建筑企业新签订单下滑，收入与业绩承压。但我们对下半年行业表现持乐观态度，下半年基建投资有望迎来复苏。在增量政策层面，从“城市更新”到“农村公路”，可以看到政策重心重新回归增量基建领域；上半年债务化解进展顺利，下半年新增政府债券有望向新建项目倾斜。推荐标的：亚翔集成、中岩大地、中国铁建、中国交建、中国中铁、中国建筑、中国中冶、鸿路钢构、中材国际、三维化学、中国化学。

风险提示

宏观经济下行的风险

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

财政发力不及预期的风险

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

重大工程项目审批落地不及预期的风险

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

建筑企业战略转向慢于预期的风险

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

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032