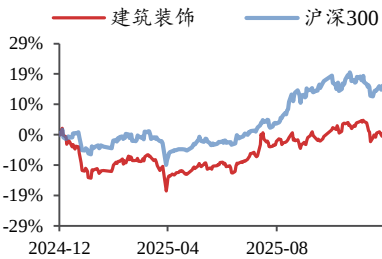


建筑装饰

2025 年 12 月 08 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《建筑板块景气度分化，传统与新型基建协同发力——建筑行业 2026 年度投资策略》-2025.11.2

《雅江下游水电站开工，基建行业迎来发展新机遇——行业点评报告》-2025.7.23

建筑板块景气度分化，传统与新型基建协同发力

——行业投资策略

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

胡耀文（分析师）

huyaowen@kysec.cn

证书编号：S0790524070001

杜致远（联系人）

duzhiyuan@kysec.cn

证书编号：S0790124070064

● 基建投资同比增速收窄，建筑板块整体弱于大市

2025 年 1-10 月累计固定资产投资同比-1.7%，其中基建投资同比+1.5%，增幅环比收窄 1.8 个百分点；2025 年 1-9 月，建筑业新签合同额 21.30 万亿元，同比-4.6%，其中三季度同比-0.7%，新签订单增速降幅明显收窄；1-9 月建筑在手订单 59.95 万亿元，同比-1.8%，存量订单降幅小于新签合同，我们认为在地方财政压力下，新签项目下降，项目建设进度放缓。从全行业表现来看，2025 年初至 12 月 2 日，建筑装饰指数上涨 6.8%，整体表现弱于大市，二级板块来看，装修装饰服务板块领涨，涨幅达 30.6%。根据 2025Q3 板块持仓情况，建筑板块配置比例 0.62%，较行业标准配置比例低 0.94 个百分点。

● 八大央企新签订单稳健，企业分化加剧

从新签合同来看，八大央企 2025 上半年整体新签合同同比基本持平。受基建投资增速放缓、地产复苏不及预期、地方财政压力导致的回款周期拉长等因素影响，八大央企上半年收入承压，八大央企整体收入增速-4.4%，归母净利润增速-7.5%；2025 上半年应收账款规模提升较明显，资产负债率仍未明显改善。

● 推荐建筑出海、城市更新、数字化建设、电力工程以及化债等主线

(1) 建筑出海：2025 年 1-10 月，我国对外承包工程业务累计完成额 1341.8 亿美元，同比+7.9%；其中“一带一路”国家累计完成额 1123.5 亿美元，同比+11.4%，占比 83.7%，“一带一路”国家成为建筑企业出海主要目标。(2) 城市更新：城市更新资金来源包括中央资金、地方专项债、金融机构借款及社会资金四大类，为城市更新发展注入强大动力。2025 年全国计划新开工改造城镇老旧小区 2.5 万个，1-8 月已开工 2.17 万个，完成目标占年度目标的 86.8%，建筑企业在城市改造更新和养护维保领域空间广阔。(3) 数字化建设：新质生产力推动下，建筑企业全面推进城市全域数字化转型、深化数据资源开发和多场景应用。(4) 电力工程：我国水资源与环境领域呈现“投资稳进、治理深化、质效提升”的发展态势，在雅江水电站工程推动下，水利工程行业在 2025-2030 年预计将迎来重大机遇。(5) 化债：地方政府专项债券发行节奏明显加快，发行规模和使用范围同步扩大，传统基建与新型基建协同发力特征明显。2025 年 1-9 月地方政府债发行总额 6.49 万亿元，同比+29.3%。

● 投资建议

2025 年以来基建投资和建筑新签规模持续走弱，细分板块景气度出现分化，在政府化债和企业降负债工作的持续推进下，建筑板块有望迎来基本面、政策面和估值的共振，建议关注行业在建筑出海、城市更新、数字化建设、电力工程以及化债等领域的边际变化，持续看好估值处于低位、业绩稳健的建筑央企龙头及区域龙头，推荐标的：中国电建、中国能建、中国交建、隧道股份、地铁设计、建发合诚。

● 风险提示：全球宏观经济下行、基建投资增速不及预期、企业融资政策收紧。

目 录

1、基建投资同比增速收窄，建筑板块整体弱于大市	4
1.1、基建投资同比增速收窄，新签合同下滑压力趋缓	4
1.2、建筑板块整体弱于大市，Q3 板块配置市值环比下降	5
2、八大央企新签订单稳健，企业分化加剧	9
3、推荐建筑出海、城市更新、数字化建设、电力工程以及化债等主线	12
3.1、建筑出海：一带一路国家对外承包工程业务占比维持高位	13
3.2、城市更新：资金来源多样，建筑央企积极入局	15
3.3、数字化建设：依托数字模型推动转型升级	17
3.4、电力工程：新能源装机规模快速提升，水利工程建设提速	17
3.5、化债：政府专项债发行加速	19
4、投资建议	20
5、风险提示	21

图表目录

图 1：2025 年 1-10 月累计固定资产投资同比-1.7%（%）	4
图 2：电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比增速较高（%）	4
图 3：2025 年 1-10 月房地产开发投资额同比下降 14.7%	4
图 4：2025 年 1-10 月房地产开竣工面积同比下降 19.8%和 16.9%	4
图 5：2025 年 1-9 月建筑业新签合同额同比下降 4.6%	5
图 6：2025 年 1-9 月建筑在手订单同比下降 1.8%	5
图 7：2025 年初至 12 月 2 日，建筑装饰指数上涨 6.8%	5
图 8：2025 年以来建筑装饰指数走势弱于万得全 A 指数以及沪深 300 指数	6
图 9：2025 年以来装修装饰服务板块领涨，涨幅达 30.6%	6
图 10：2025 年初至 12 月 2 日，八大央企仅中国能建股价实现上涨	7
图 11：2025Q3 建筑板块配置比例 0.62%	7
图 12：2025Q3 建筑板块配置比例较行业标准配置比例低 0.94 个百分点	8
图 13：八大央企 2025 上半年整体新签合同与 2024 年同期基本持平	9
图 14：2025H1 八大央企整体收入增速-4.4%	9
图 15：2025H1 八大央企整体归母净利润增速-7.5%	10
图 16：2025 上半年八大央企盈利水平普遍承压	10
图 17：2025H1 建筑央企应收账款均同比增长	11
图 18：2025H1 资产负债率仍未明显改善	11
图 19：2025H1 建筑央企经营性现金净流出同比-2.9%	11
图 20：2025H1 建筑央企除中国建筑外在手现金均实现增长	12
图 21：“十五五”规划下建筑企业承担了三大任务	13
图 22：2025 年 1-10 月，我国对外承包工程业务累计完成额同比+7.9%	14
图 23：2025 年 1-10 月，我国对外承包工程业务新签合同额同比+15.8%	14
图 24：2025 年 1-10 月“一带一路”国家新签合同额占比 88.4%	14
图 25：2025H1 八大央企境外订单恢复正增长	15
图 26：截至 2024 年末，新开工改造城镇老旧小区数超 5.8 万（个）	16
图 27：2024 年传统发电装机容量同比-2.6%	18

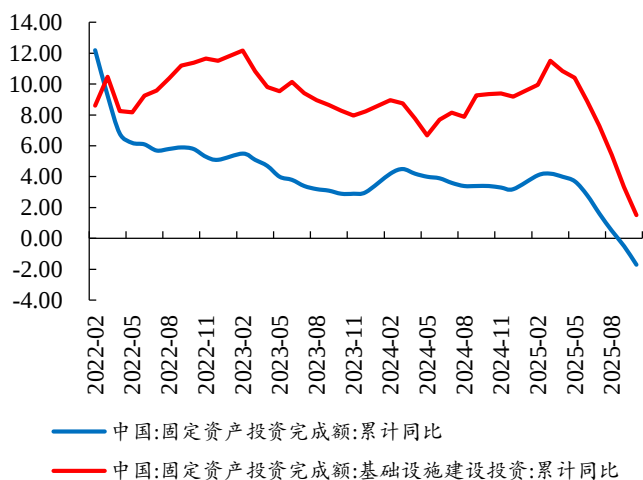
图 28: 2024 年新能源发电装机容量同比+22.7%.....	18
图 29: 2025 年下半年以来, 水利管理业固定资产投资增速有所收窄 (%)	18
图 30: 2025 年 10 月水利发电量同比增长 29%	18
图 31: 2025 年以来地方政府专项债券发行节奏明显加快 (亿元)	19
图 32: 2025 年以来地方政府专项债券净融资额保持相对稳定.....	19
图 33: 2025 年以来地方政府再融资债券发行节奏明显加快.....	20
图 34: 2024 年四季度以来特殊再融资专项债发行提速.....	20
表 1: 建筑央企配置比例减少, 持仓集中度较低.....	8
表 2: 2025 年建筑行业政策主要聚焦城市更新、数字化建设、绿色节能以及化债领域	12
表 3: 城市更新资金来源包括中央资金、地方专项债、金融机构借款及社会资金四大类	15
表 4: 八大央企在城市更新领域均有涉及	16
表 5: 八大央企 2025 年以来在数字化建设领域成效颇丰.....	17
表 6: 雅江水电站自 2021 年开始布局	18
表 7: 我们持续看好估值处于低位、业绩稳健的建筑央企龙头及区域龙头	21

1、基建投资同比增速收窄，建筑板块整体弱于大市

1.1、基建投资同比增速收窄，新签合同下滑压力趋缓

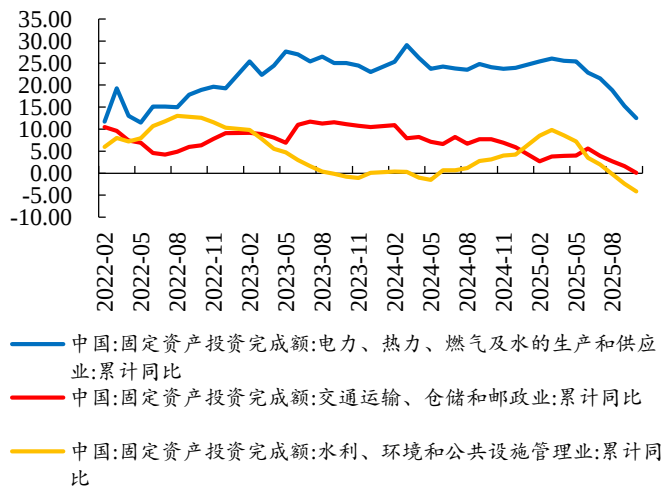
2025年1-10月累计固定资产投资同比-1.7%，其中基建投资同比+1.5%，增幅环比收窄1.8个百分点。从基建细分领域看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比+12.5%，交通运输、仓储和邮政业投资同比+0.1%，水利、环境和公共设施管理业投资同比-4.1%。

图1：2025年1-10月累计固定资产投资同比-1.7%（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

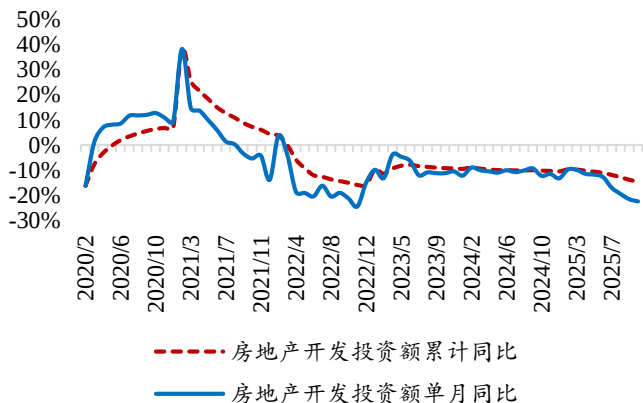
图2：电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比增速较高（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

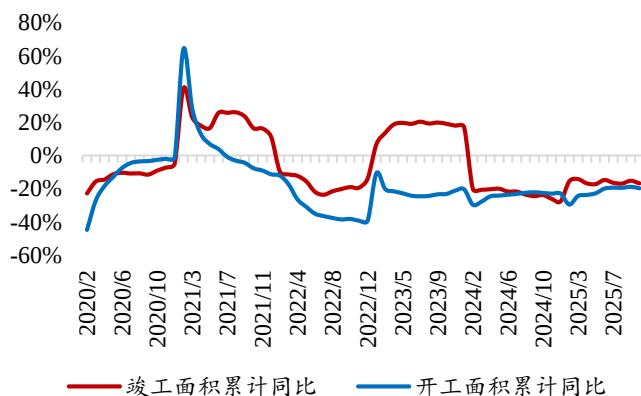
2025年1-10月，房地产开发投资额7.36万亿元，同比-14.7%，其中住宅开发投资额同比-13.8%，降幅持续扩大，新开工数据下滑（1-10月新开工面积同比-19.8%）、三季度以来销售回暖不及预期（1-10月销售面积同比-6.8%）仍影响投资意愿。

图3：2025年1-10月房地产开发投资额同比下降14.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

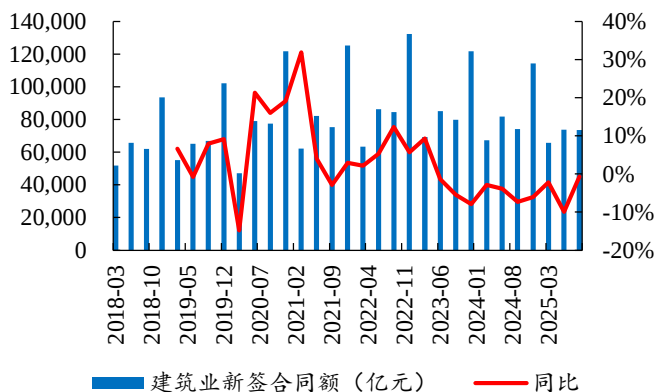
图4：2025年1-10月房地产开竣工面积同比下降19.8%和16.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

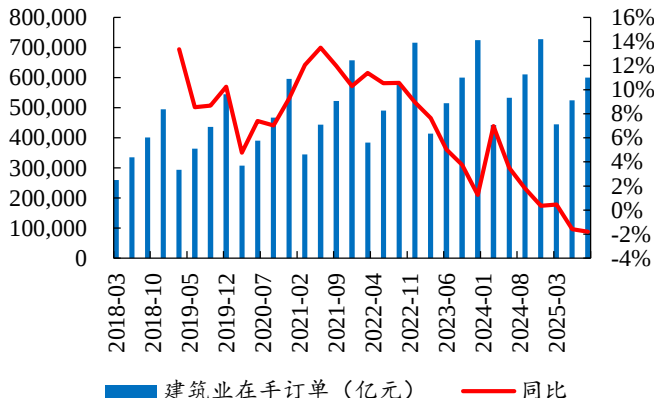
2025 年 1-9 月，建筑业新签合同额 21.30 万亿元，同比-4.6%，其中三季度同比-0.7%，新签订单增速降幅明显收窄；1-9 月建筑在手订单 59.95 万亿元，同比-1.8%，存量订单降幅小于新签合同，我们认为在地方财政压力下，新签项目下降，项目建设进度放缓。

图5：2025 年 1-9 月建筑业新签合同额同比下降 4.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2025 年 1-9 月建筑在手订单同比下降 1.8%

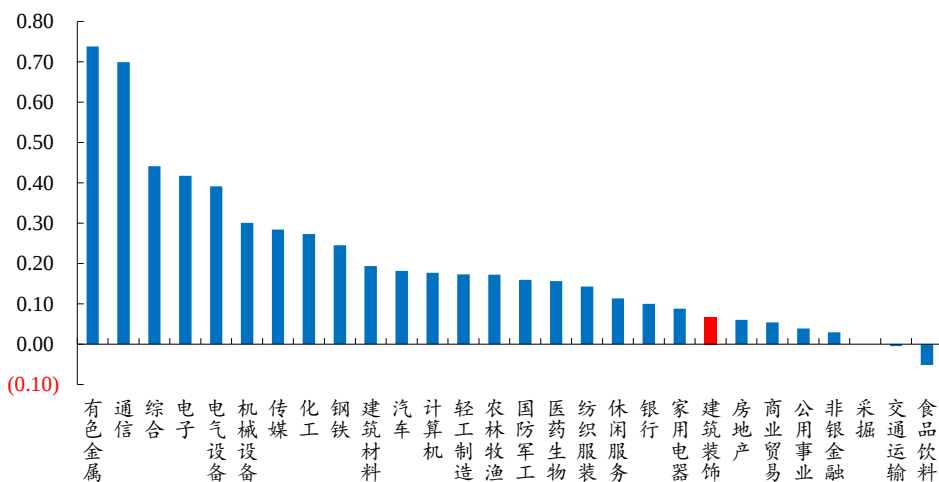


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、建筑板块整体弱于大市，Q3 板块配置市值环比下降

从全行业表现来看，2025 年初至 12 月 2 日，建筑装饰指数上涨 6.8%，整体表现弱于大市，在 28 个板块排名中排第 21 位。

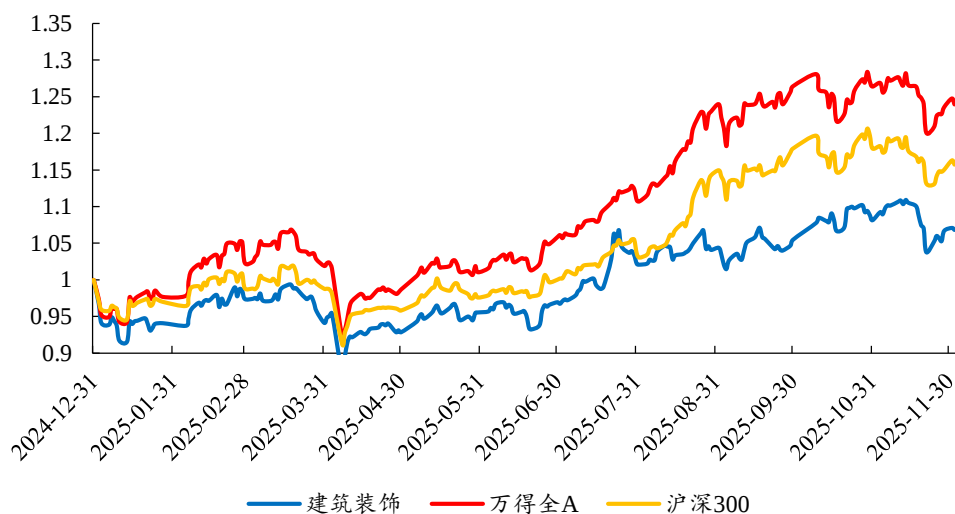
图7：2025 年初至 12 月 2 日，建筑装饰指数上涨 6.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

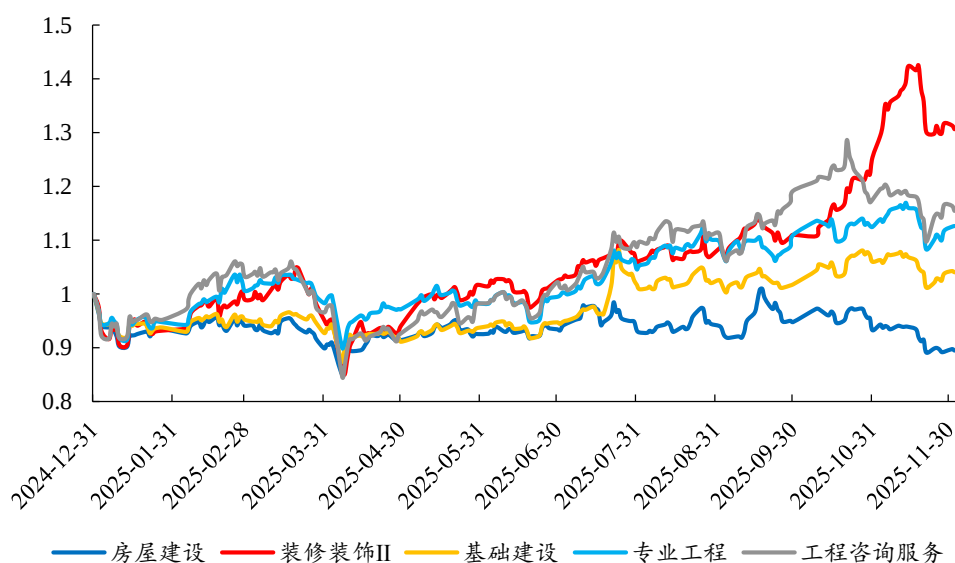
指数表现上，2025 年初至 12 月 2 日，建筑装饰指数（+6.8%）走势弱于万得全 A 指数（+23.9%）以及沪深 300 指数（+15.7%）；二级板块来看，装修装饰服务板块领涨，涨幅达 30.6%，房屋建设、基础建设、专业工程和工程咨询板块指数涨幅分别为 -10.5%、+4.0%、+12.6% 和 +15.5%。

图8：2025 年以来建筑装饰指数走势弱于万得全 A 指数以及沪深 300 指数



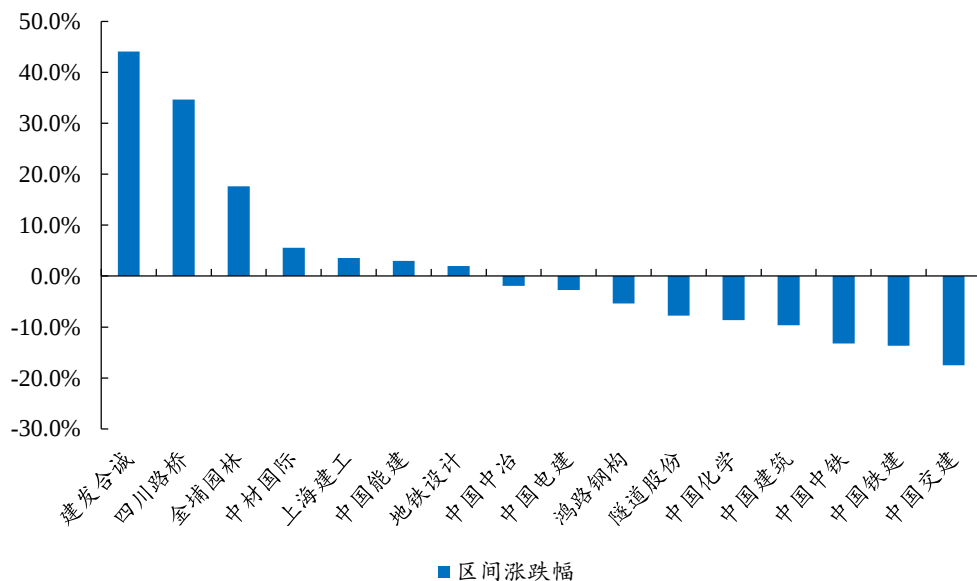
数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 12 月 2 日）

图9：2025 年以来装修装饰服务板块领涨，涨幅达 30.6%



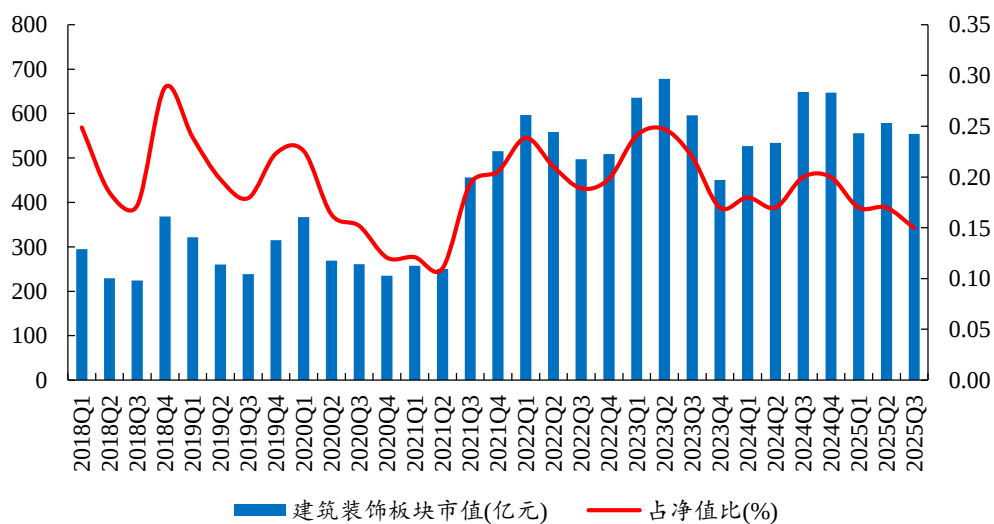
数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 12 月 2 日）

个股表现来看，2025 年初至 12 月 2 日，A 股建筑装饰涨幅前五的公司分别为乾景园林、时空科技、诚邦股份、东易日盛、园林股份。我们跟踪的重点建筑标的中，建发合诚以 44.1% 涨幅领涨，八大央企仅中国能建实现上涨。

图10：2025年初至12月2日，八大央企仅中国能建股价实现上涨


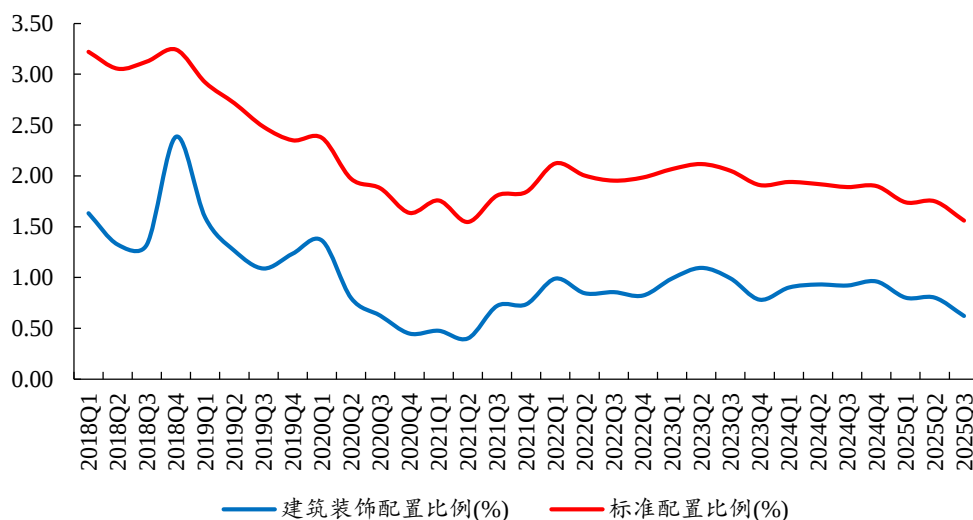
数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至12月2日）

根据2025Q3板块持仓情况，建筑板块配置比例0.62%（2025Q2为0.8%），较行业标准配置比例低0.94个百分点。2025Q3建筑板块的公募基金持仓总市值为554亿元，环比下降4.2%，持仓总市值在19个行业中排名第10。

图11：2025Q3建筑板块配置比例0.62%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2025Q3 建筑板块配置比例较行业标准配置比例低 0.94 个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所

个股配置来看，2025Q3 建筑板块持股市值前五依次为中国建筑、鸿路钢构、中国建筑国际、汇绿生态、华图山鼎，五家企业持仓总市值占建筑板块比例为 10.0%（2025Q2 为 12.7%），持仓集中度较低。持仓环比变动来看，江河集团、汇绿生态环比持仓增加股数较多，中国建筑、四川路桥环比减持股数较多，除中国中冶外其他 6 家建筑央企持仓均有所减少。

表1：建筑央企配置比例减少，持仓集中度较低

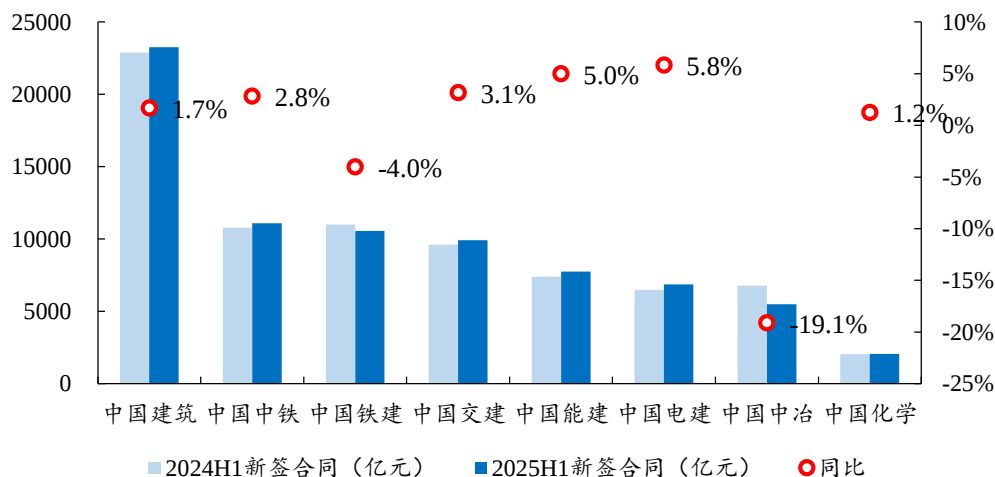
代码	名称	25Q2 持有基金数	25Q3 持有基金数	持有基金数环比变动	25Q2 持股总量 (万股)	25Q3 持股总量 (万股)	25Q3 持仓环比变动 (万股)	25Q2 持股总市值(亿元)	25Q3 持股总市值(亿元)	25Q3 持股总市值变动(亿元)
601668.SH	中国建筑	182	99	-83	73183	47773	-25411	42.2	26.0	-16.2
002541.SZ	鸿路钢构	40	26	-14	11876	8479	-3397	19.9	16.2	-3.7
3311.HK	中国建筑国际	7	4	-3	7584	5743	-1840	8.2	5.2	-3.0
001267.SZ	汇绿生态	6	13	7	1342	2558	1216	1.3	4.5	3.2
300492.SZ	华图山鼎	5	3	-2	294	491	197	2.0	3.6	1.6
0390.HK	中国中铁	25	6	-19	11868	7606	-4262	6.7	2.7	-3.9
601886.SH	江河集团	7	11	4	744	3274	2531	0.5	2.4	1.9
2386.HK	中石化炼化工程	5	3	-2	4543	2973	-1570	2.5	1.8	-0.6
601669.SH	中国电建	14	8	-6	5489	3025	-2464	2.7	1.7	-1.0
601390.SH	中国中铁	25	6	-19	11868	7606	-4262	6.7	2.7	-3.9
601117.SH	中国化学	28	19	-9	7083	2087	-4996	5.4	1.6	-3.9
605598.SH	上海港湾		4	4		603	603		1.5	1.5
601618.SH	中国中冶	6	6	0	3625	3824	199	1.1	1.5	0.4
600039.SH	四川路桥	64	16	-48	14101	1479	-12622	14.0	1.2	-12.8
1186.HK	中国铁建	23	5	-18	4048	2090	-1958	3.2	1.0	-2.2
601800.SH	中国交建	16	7	-9	2866	1145	-1721	2.5	1.0	-1.5
600820.SH	隧道股份	20	4	-16	8515	1521	-6993	5.2	1.0	-4.2
1800.HK	中国交通建设	1	3	2	1646	1842	196	0.8	0.9	0.1
605289.SH	罗曼股份		3	3		89	89		0.6	0.6
603909.SH	建发合诚	2	3	1	331	422	90	0.3	0.4	0.1

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、八大央企新签订单稳健，企业分化加剧

从新签合同来看，八大央企 2025 上半年整体新签合同与 2024 年同期基本持平，除中国铁建和中国中冶外，上半年新签合同均保持增长，其中中国电建和中国能建凭借新能源全产业链优势，新签订单增速达 5%。

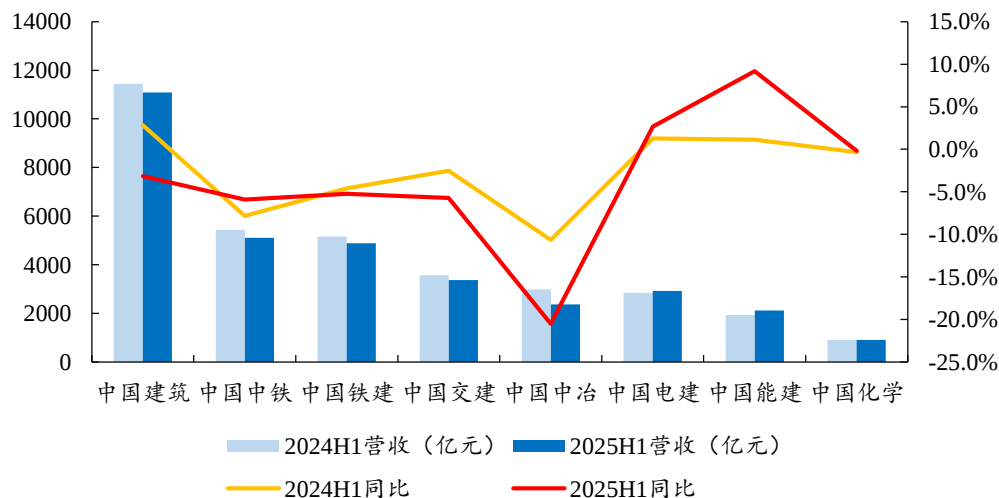
图13：八大央企 2025 上半年整体新签合同与 2024 年同期基本持平



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

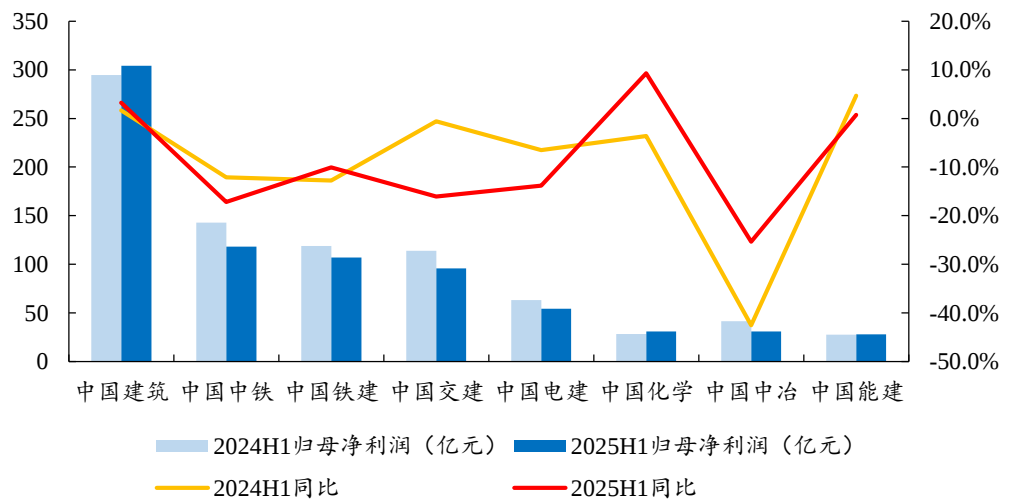
受基建投资增速放缓、地产复苏不及预期、地方财政压力导致的回款周期拉长等因素影响，八大央企上半年收入承压，八大央企整体收入增速-4.4%，归母净利润增速-7.5%，收入正增长的仅中国电建和中国能建，归母净利润正增长的仅中国建筑、中国化学和中国能建。

图14：2025H1 八大央企整体收入增速-4.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

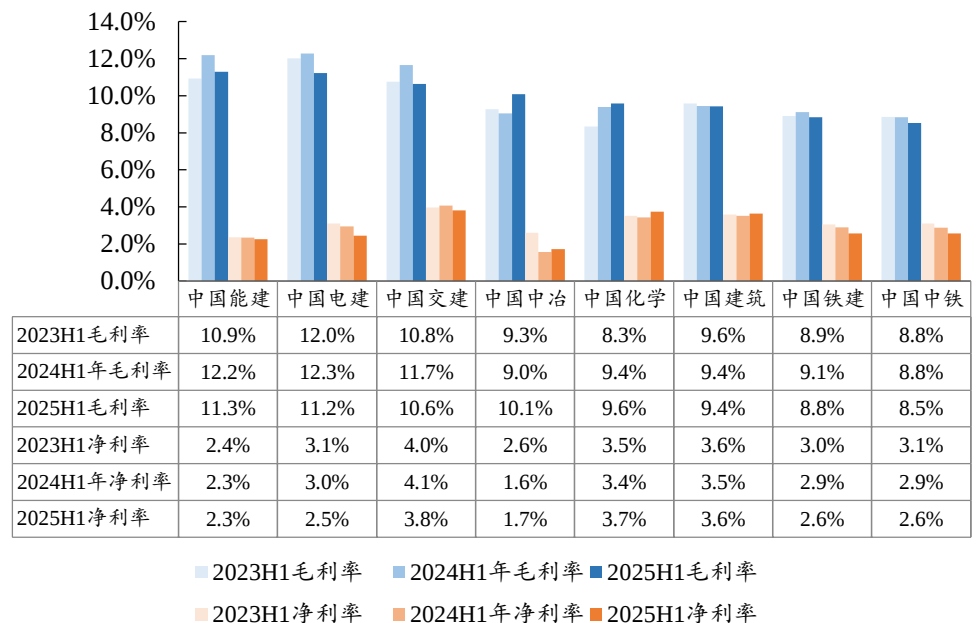
图15：2025H1 八大央企整体归母净利润增速-7.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力普遍下滑。在行业竞争加剧的背景下，行业正处于“规模扩张转向质量提升”的阶段，2025 上半年八大央企盈利水平普遍承压，仅中国中冶和中国化学毛利率有所增长。

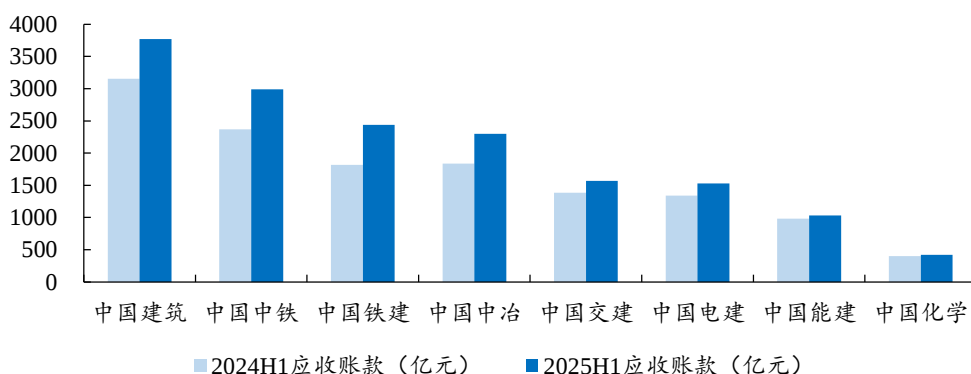
图16：2025 上半年八大央企盈利水平普遍承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

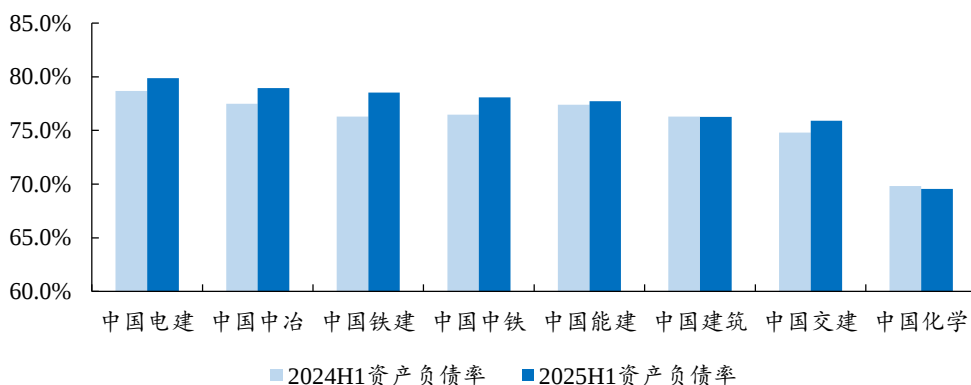
应收账款规模提升，资产负债率仍未明显改善。从建筑企业负债情况来看，受地方财政压力影响，建筑企业回款周期普遍拉长，2025 上半年应收账款规模提升较明显，资产负债率仍未明显改善，除中国化学外，其余企业资产负债率保持在75%-80%。

图17：2025H1 建筑央企应收账款均同比增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

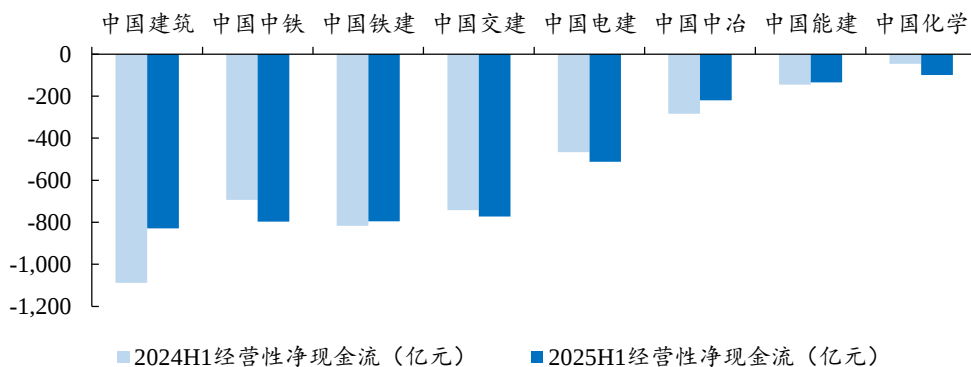
图18：2025H1 资产负债率仍未明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

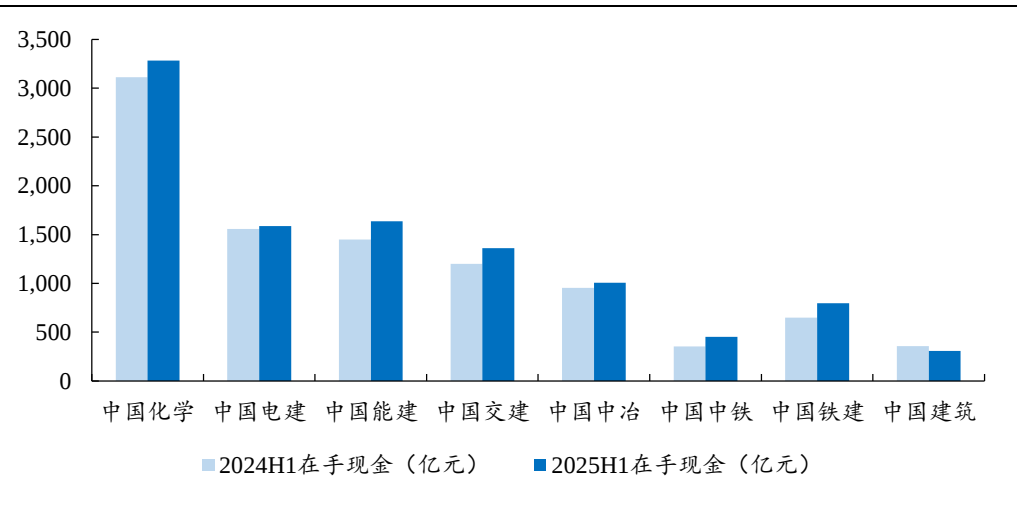
现金流层面，2025 上半年八大央企经营性现金净流出 4158 亿元，同比-2.9%；现金及等价物 10430 亿元，同比+8.3%，除中国建筑外在手现金均实现增长，在手资金相对较充裕。

图19：2025H1 建筑央企经营性现金净流出同比-2.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2025H1 建筑央企除中国建筑外在手现金均实现增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、推荐建筑出海、城市更新、数字化建设、电力工程以及化债等主线

政策端，2025 年建筑行业主要聚焦城市更新、数字化建设、出海以及化债领域。

表2：2025 年建筑行业政策主要聚焦城市更新、数字化建设、绿色节能以及化债领域

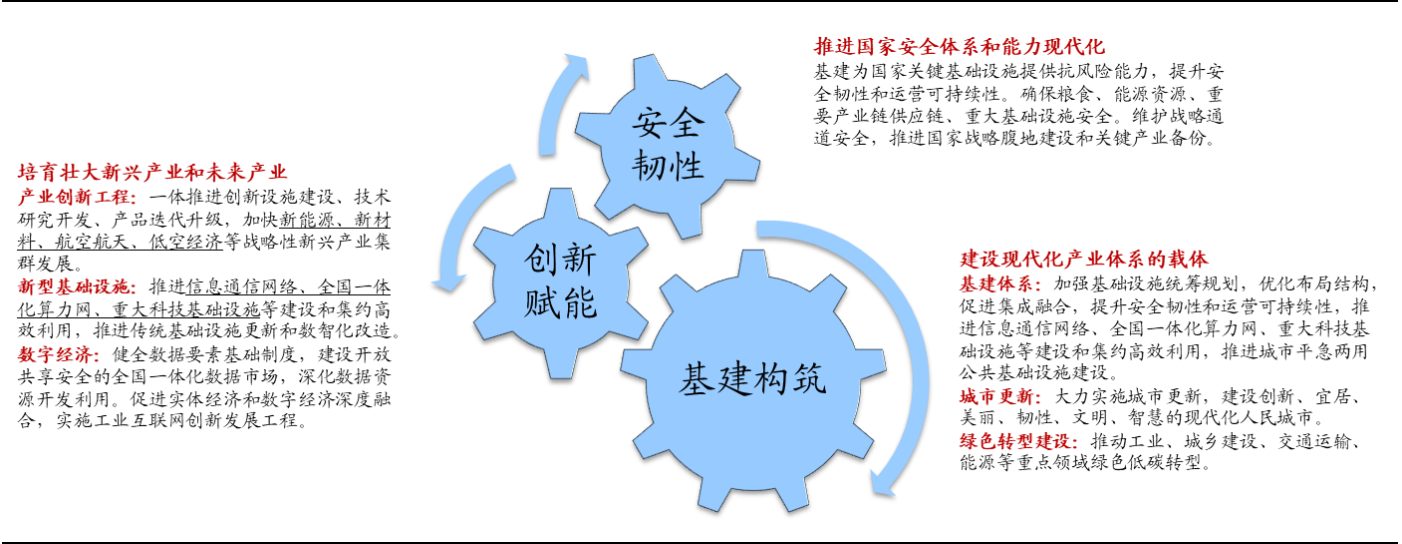
部门/会议	日期	政策内容
“十五五”规划	2025/10/28	城市更新：坚持城市内涵式发展，大力实施城市更新，建设创新、宜居、美丽、韧性、文明、智慧的现代化人民城市。
		化债：提高防范化解重点领域风险能力，统筹推进房地产、地方政府债务、中小金融机构等风险有序化解，严防系统性风险。
		高质量共建“一带一路”：加强与共建国家战略对接，强化合作规划统筹管理，统筹推进重大标志性工程和“小而美”民生项目建设。
		新型能源：坚持风光水核等多能并举，统筹就地消纳和外送，促进清洁能源高质量发展。科学布局抽水蓄能，大力发展新型储能，加快智能电网和微电网建设。
住建部等 9 部门	2025/10/17	联合发布贯彻落实《中共中央办公厅、国务院办公厅关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见》行动方案（2025~2027 年），探索推动新一代信息技术与城市基础设施建设深度融合，进一步夯实城市治理数字底座，筑牢城市安全新防线，创新城市民生服务新模式，培育经济发展新动能，推动城市安全发展，助力宜居、韧性、智慧城市建设。
国务院	2025/8/28	城市绿色低碳转型：推进生产领域节能降碳、践行绿色低碳生活方式、加强城市生态环境治理。
		城市安全韧性：加强房屋和市政基础设施安全管理、强化重点行业领域安全生产管理、提高城市公共卫生防控救治水平、增强城市综合防灾减灾救灾能力。
		数字化建设：推进城市全域数字化转型、深化数据资源开发和多场景应用。
中央政治局会议	2025/7/30	城市更新：落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新。
		化债：积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务，有力有序有效推进地方融资平台出清。
中央政治局会议	2025/4/25	房地产：加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。

部门/会议	日期	政策内容
		城市更新：加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。 化债：加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。继续实施地方政府一揽子化债政策，加快解决地方政府拖欠企业账款问题。
发改委、住建部	2025/3/12	节能降碳：提升城镇新建建筑节能降碳水平、推进城镇既有建筑改造升级、推动建筑用能低碳转型、推进绿色低碳建造等。
政府工作报告	2025/2/28	房地产：持续用力推动房地产市场止跌回稳。 城市更新：持续推进城市更新和城镇老旧小区改造，统筹城市低效用地再开发，加快健全城市防洪排涝体系，加强燃气、给排水、热力、地下管廊等建设和协同管理。 数字化建设：发展数字化、智能化基础设施，完善无障碍适老化配套设施，提升社区综合服务功能，打造宜居、韧性、智慧城市。 化债：完善和落实一揽子化债方案，优化考核和管控措施，按照科学分类、精准置换的原则，做好地方政府隐性债务置换工作。 “一带一路”：统筹推进重大标志性工程和“小而美”民生项目建设，形成一批示范性合作成果。 重大工程：加快实施一批重点项目，推动“十四五”规划重大工程顺利收官，中央预算内投资拟安排 7350 亿元。

资料来源：中国政府网、新华社等、开源证券研究所

“十五五”规划下，建筑企业除了本身基建属性下为各行各业打造现代化产业体系外，还承担了新质生产力转型任务，培育壮大新兴产业和未来产业，同时通过重大工程和城市更新建设，提高重大项目和城市的韧性抗风险能力。

图21：“十五五”规划下建筑企业承担了三大任务

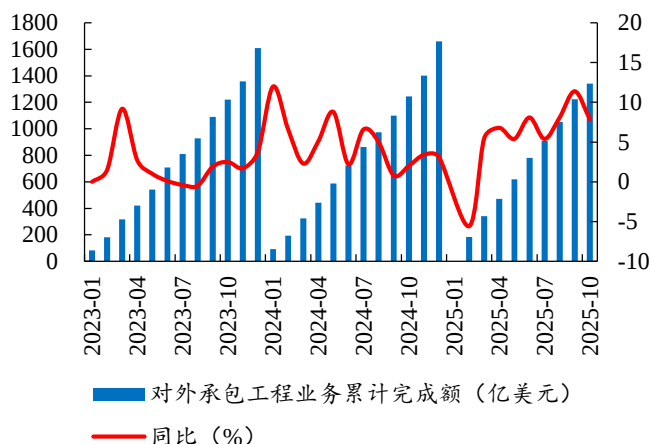


资料来源：新华社、开源证券研究所

3.1、建筑出海：一带一路国家对外承包工程业务占比维持高位

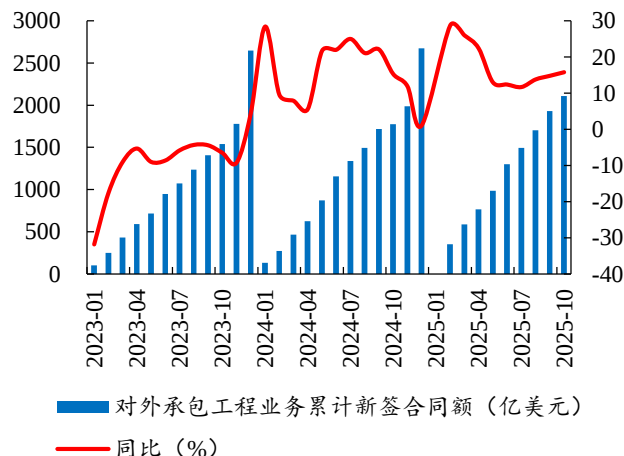
2025 年国家环境复杂多变，在经贸秩序冲击下不确定性增加，我国对外承包工程企业机遇与挑战并存。2025 年 1-10 月，我国对外承包工程业务累计完成额 1341.8 亿美元，同比+7.9%；累计新签合同额 2107.0 亿美元，同比+15.8%。

图22：2025 年 1-10 月，我国对外承包工程业务累计完成额同比+7.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

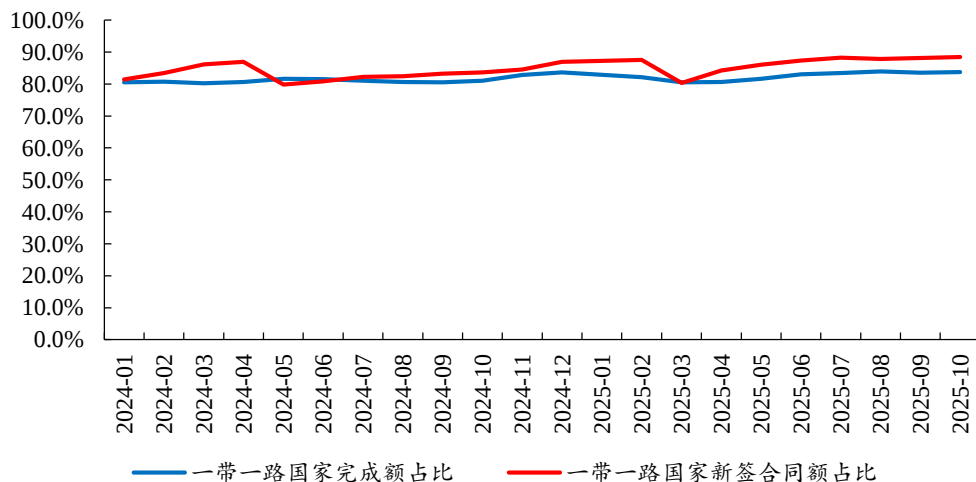
图23：2025 年 1-10 月，我国对外承包工程业务新签合同额同比+15.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

我国建筑企业积极参与高质量共建“一带一路”，2025 年 1-10 月，我国在共建“一带一路”国家工程完成额 1123.5 亿美元，同比+11.4%，占比 83.7%；新签合同额 1863.3 亿美元，同比+25.4%，占比 88.4%， “一带一路”国家成为建筑企业出海主要目标。

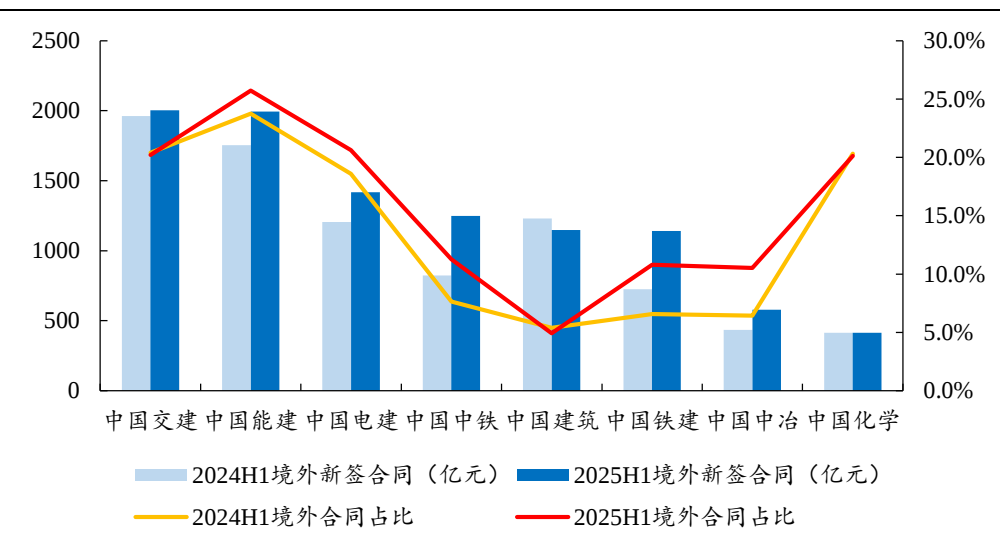
图24：2025 年 1-10 月 “一带一路” 国家新签合同额占比 88.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

伴随“一带一路”倡议深入实施，八大央企境外订单恢复正增长，除中国建筑外均保持增长态势，中国交建、中国能建、中国电建和中国化学境外新签占合同总额比例均维持在 20%以上的高位。

图25：2025H1 八大央企境外订单恢复正增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、城市更新：资金来源多样，建筑央企积极入局

据我们统计，城市更新资金来源主要包括中央资金、地方专项债、金融机构借款及社会资金四大类，为城市更新发展注入强大动力。

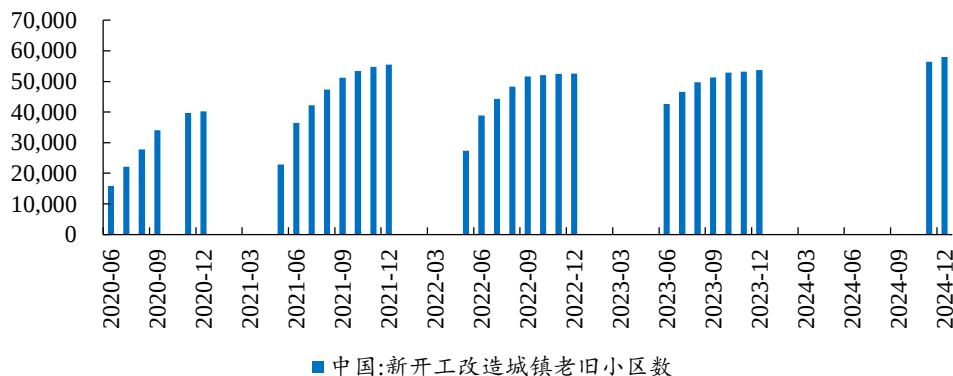
表3：城市更新资金来源包括中央资金、地方专项债、金融机构借款及社会资金四大类

资金来源	资金规模	资金介绍
中央预算资金	城市更新专项资金 800 亿元	国家发展改革委 6 月下达中央预算内投资城市更新专项 800 亿元，支持各地城镇老旧小区改造、城市危旧房改造等项目建设，涉及居民户数约 550 万户、受益人数约 1700 万人。
中央财政资金	各城市能级补贴标准 8-12 亿元	城市更新示范工作支持对象是地级及以上城市，重点支持城市地下管网更新改造和污水管网“厂网一体”建设改造等。中央财政按区域对示范城市给予定额补助，截至 2025 年 6 月，示范城市已达 35 个，其中：东部地区每个城市补助总额不超过 8 亿元，中部地区每个城市补助总额不超过 10 亿元，西部地区每个城市补助总额不超过 12 亿元，直辖市每个城市补助总额不超过 12 亿元。
专项债资金	1-9 月涉及城中村改造的专项债发行 816 亿元	2024 年，国务院办公厅明确将城市更新（城镇老旧小区改造、棚户区改造、城中村改造、老旧街区改造、老旧厂区改造、城市公共空间功能提升及其他城市更新基础设施建设等）纳入专项债重点支持领域，并将城市更新纳入可用作项目资本金的行业。
城中村改造专项借款	截至 8 月末，国开行“十四五”以来已发放城中村改造专项借款 9781 亿元	2023 年 7 月，国务院办公厅印发《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》，提出设立城中村改造专项借款，鼓励银行业金融机构按照市场化、法治化原则提供城中村改造专项贷款，专款专用、封闭管理，主要由国家开发银行和农业发展银行进行专项借款的发放。
城市更新基金	截至 2025 年初已有 28 个城市设立城市更新基金，总资金规模达 4550 亿元	由政府支持、国有企业牵头，联合社会资本设立基金。各地通过政企合作、特许经营、企业承包、自主更新等，吸引社会资本投入。

资料来源：中国建设报、证券时报等、开源证券研究所

2019 年至 2024 年，全国累计开工改造老旧小区 28 万个，惠及居民 4800 万户。2025 年全国计划新开工改造城镇老旧小区 2.5 万个，1-8 月已开工 2.17 万个，完成目标占年度目标的 86.8%。

图26：截至 2024 年末，新开工改造城镇老旧小区数超 5.8 万（个）



数据来源：Wind、开源证券研究所

在中央政策引领下，八大央企在城市更新领域均有涉及，包括城中村改造、城市管网升级改造、城市运营等多个领域。

表4：八大央企在城市更新领域均有涉及

央企	城市更新战略	代表/新签项目
中国建筑	着力推进城市更新、城市运营业务，编制发布《城市更新业务工作指引》，着力构建全周期、一体化、全链条的业务模式，推进高质量城市更新样板项目。	承接济南东吴家堡、南吴家堡、南沙王庄三村整合城中村改造项目安置房建设工程(EPC)
中国中铁	中铁建工集团“十四五”期间在城市更新领域累计实施项目 180 余个，覆盖老旧小区改造、城中村改造、城市管网改造、城市运营等领域，总建筑面积超 2500 万平方米	海南丽湖半岛、太原诺德城、丰台桥南城中村改造
中国铁建	通过旗下专业公司铁建城发深度布局城市更新领域，与柯桥区政府签订 210 亿元战略合作协议，覆盖未来社区、TOD 未来社区等创新项目	台州玉环市城市有机更新中央商务区项目、唐山市路南区城市更新项目等
中国交建	通过中交城投深度参与城市更新，以“城市综合开发+”为主线，为社会提供城市高质量发展的一揽子系统解决方案。	广州市黄埔区多片区城中村改造项目、杭州市钱塘区中企国际港城中村改造
中国电建	自 2022 年起加速布局城市更新领域，依托“水、能、城”发展战略，在老旧小区改造、历史文化街区修缮、片区综合开发等场景中发挥全产业链优势。	三门峡市湖滨区上下横渠城中村改造、德阳市罗江区南街历史文化街区城市更新
中国能建	城发公司作为中国能建旗下的核心房地产业务投资平台，聚焦绿色型、智慧型、精致型和一体化、融合化、专业化、特色化的“三型四化”，创新城市更新、城乡一体化开发模式。	济南洪楼片区城市更新项目
中国化学	公司拓展基础设施业务适度发展，围绕国家“两新一重”建设部署，积极参与主导园区规划与建设，适度发展传统基础设施升级改造、新型基础设施及新型城镇化建设等建筑工程业务。	江苏盐城袁河家园安置房 EPC 项目
中国中冶	中国中冶作为国内最早的城市综合方案解决专家和智慧城市理念的积极践行者，具有强大的勘察、设计、施工、监理等全产业链专业集成优势，多年来承建并运营了多个城市地下管网和综合管廊项目。	联合中标深圳龙华区君子布君新片区城市更新项目

资料来源：各公司公告、人民网、央广网等、开源证券研究所

3.3、数字化建设：依托数字模型推动转型升级

新质生产力推动下，建筑企业全面推进城市全域数字化转型、深化数据资源开发和多场景应用，八大央企 2025 年以来在数字化建设领域成效颇丰，依托 BIM/智慧建造等技术，启动 AI+专项行动，打造数字化智能化平台。

表5：八大央企 2025 年以来在数字化建设领域成效颇丰

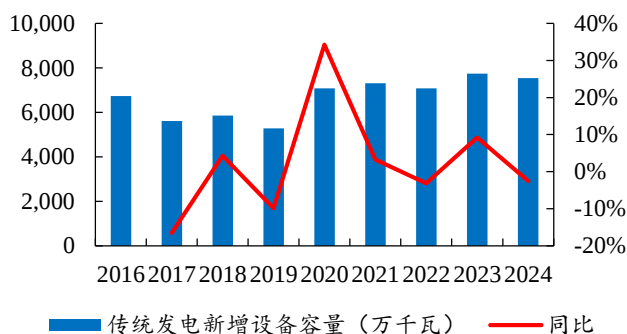
企业	数字化建设战略	新签合同
中国建筑	积极推动数字化创新，加快智能建造技术研发，持续扩大自主研发的建筑信息模型(BIM)系列软件、智慧建造集成平台、建筑工业机器人等应用。	河北人工智能算力中心一期建设 EPC 总承包项目合同
中国中铁	公司深入践行“三个转变”，强化战新产业顶层设计，加快构建“引领智能创造、智慧运维发展”，启动了“AI+”专项行动，成立了基础设施绿色低碳研究中心。	研发的国内首台铁路接触网智能检修机器人平台上线运行，填补国内电气化铁路接触网机器人运维领域的空白，对促进我国重载铁路运维模式智能化、数字化具有重要意义。
中国交建	聚焦管理数字化，加快中交自主知识产权的蓝舟、蓝翼、蓝途、蓝盾等数字底座研发及推广，以数据穿透强化管理穿透。聚焦数据价值化，推动智算大模型、数字孪生、自动化技术深度应用，加强人工智能技术与北斗、BIM 等数字化产品的融合创新，打造“数字中交”。	智慧公路：中标港珠澳大桥首次系统性智慧化改造工程、红花岭隧道、机场特大桥及沿江航道数字化防护项目等项目。 智慧水运：中标平陆运河智慧养护系统及应用项目。 智慧城市：“大理州全州一个停车场”项目。 智慧水务：打造三峡库区城镇供水数字化安全体系与智慧管控平台。
中国电建	依托 BIM/CIM、数字孪生、智慧城市、智能建造等技术，推动工程全流程数字化转型，在 2024 年基础上再创佳绩。	公司 2025H1 数字化新签合同（数字化业务及数字赋能业务）210.06 亿元，中标/新签重点项目包括：北京房山数据中心（20 亿）、北京智慧交通算力中心（18 亿）、河北华章算力枢纽（23 亿）、新疆伊吾智算中心（20 亿）、某一级水电站（其中数字化合同额 13 亿）、辽宁海上风电（其中数字化合同额 8.8 亿）等。
中国能建	深入开展“AI+”专项行动，聚焦“AI+能源电力”“AI+产业融合”双轮驱动，制定“AI 百项任务作战图”；完成 DeepSeek 等系列模型全平台接入与私有化部署；加速建设云上设计院、智能建造、智慧矿山等平台，落地 AI 智能数据查询、AI 安全监管平台等应用场景，深度挖掘数据价值，驱动运营数智化转型，数智生产力加快积厚成势。	高效实施浙江湖州“船舶电动化”、中国能建大厦二期、宁夏吴忠市中迎盈科 1000P 智能云算力及智算中心等一批交能融合、建能融合、数能融合项目

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

3.4、电力工程：新能源装机规模快速提升，水利工程建设提速

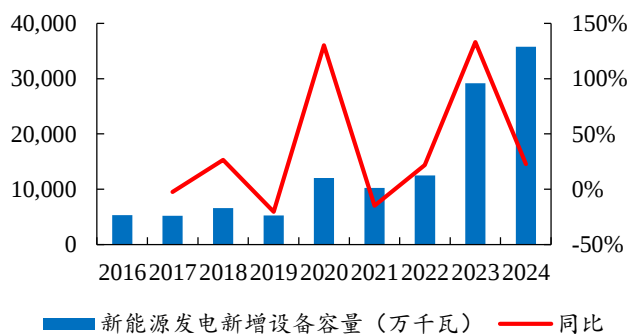
2024 年传统发电新增装机容量 7542 万千瓦，同比下降 2.6%，其中火电、水电和核电分别-12.1%、+33.3%和+183%；新能源发电新增装机容量 35780 万千瓦，其中风电和太阳能发电（光伏+太阳能）分别+5.5%和+28.7%。

图27：2024 年传统发电装机容量同比-2.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

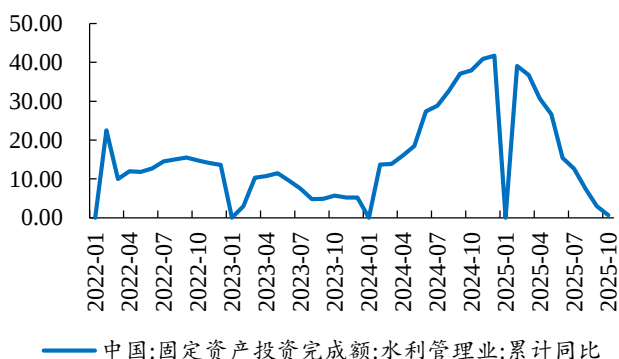
图28：2024 年新能源发电装机容量同比+22.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

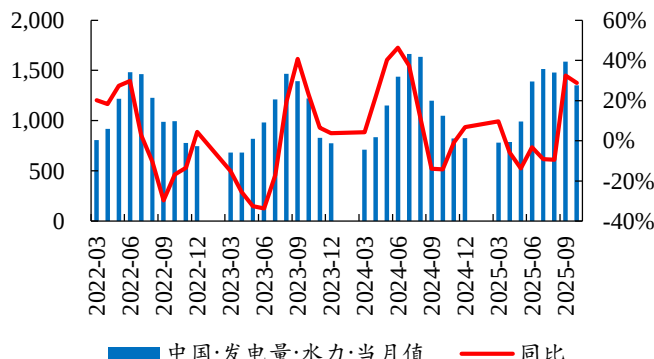
我国水资源与环境领域呈现“投资稳进、治理深化、质效提升”的发展态势，在雅江水电站工程推动下，水利工程行业有望在 2025-2030 年迎来重大机遇。2024 年以来水利管理业固定资产投资保持较高增速，2025 年下半年以来，增速有所收窄。

图29：2025 年下半年以来，水利管理业固定资产投资增速有所收窄 (%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2025 年 10 月水利发电量同比增长 29%



数据来源：Wind、开源证券研究所

雅鲁藏布江下游水电工程总投资约 1.2 万亿元，约为三峡大坝工程总投资 5 倍；预计装机容量为 6000 万千瓦，约占 2024 年全国累计发电装机容量的 1.8%，约占水电发电装机容量的 13.8%；年发电量约 3000 亿千瓦时，占 2024 年全国发电量的 3.3%。我们预计项目整体建设周期将超过 10 年，预计每年带动基建投资额超千亿规模。

表6：雅江水电站自 2021 年开始布局

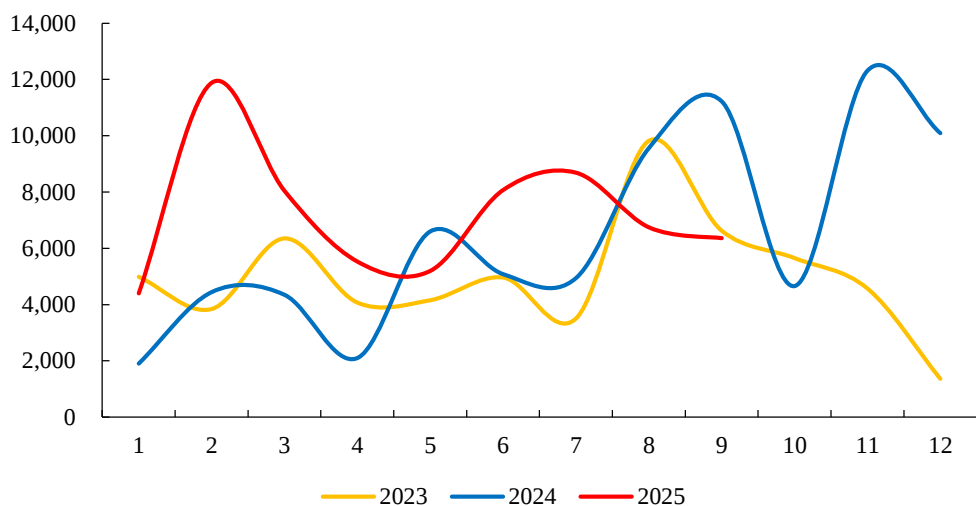
时间	雅江下游水电站推进情况
2021 年 3 月	发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，面向服务国家重大战略，实施雅鲁藏布江下游水电开发等重大工程。
2024 年 12 月	中国政府核准雅鲁藏布江下游水电工程。
2025 年 3 月	《2025 年国民经济和社会发展计划草案的报告》中将雅鲁藏布江下游水电列为 2025 年重大能源工程。
2025 年 7 月	雅鲁藏布江下游水电工程正式开工，中国雅江集团有限公司正式成立。

资料来源：新华社、人民网等、开源证券研究所

3.5、化债：政府专项债发行加速

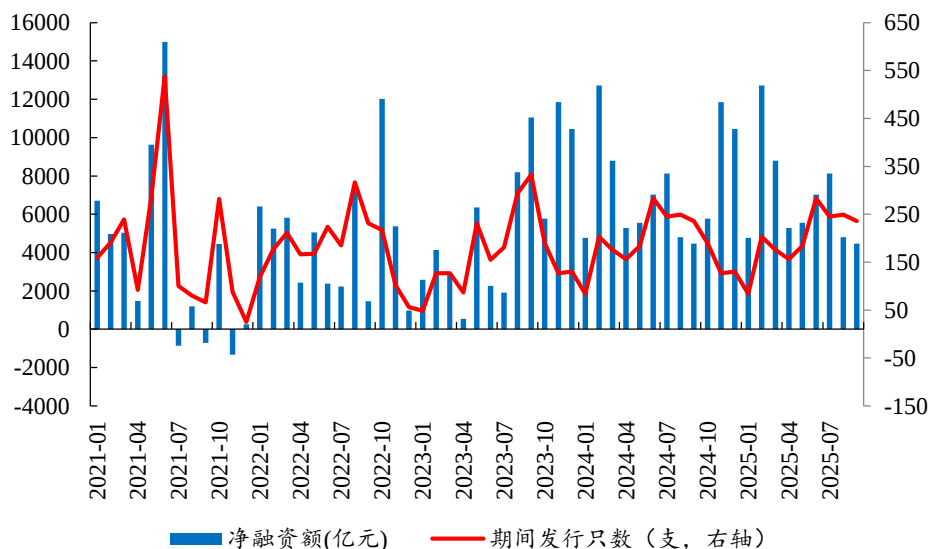
地方政府专项债券发行节奏明显加快，发行规模和使用范围同步扩大，传统基建与新型基建协同发力特征明显。2025 年 1-9 月地方政府债发行总额 6.49 万亿元，同比+29.3%。

图31：2025 年以来地方政府专项债券发行节奏明显加快（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（横轴为月份）

图32：2025 年以来地方政府专项债券净融资额保持相对稳定

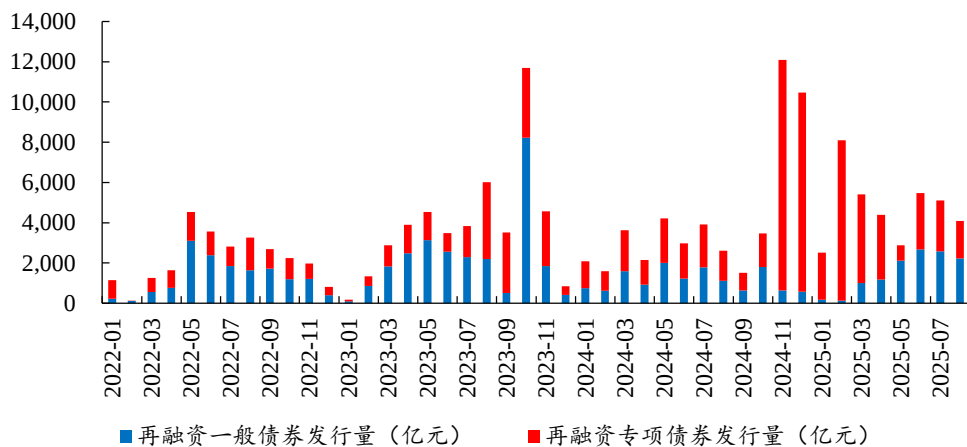


数据来源：Wind、开源证券研究所

2024 年 11 月，全国人大常委会批准增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务；2025 年政府工作报告提出拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元、比 2024 年

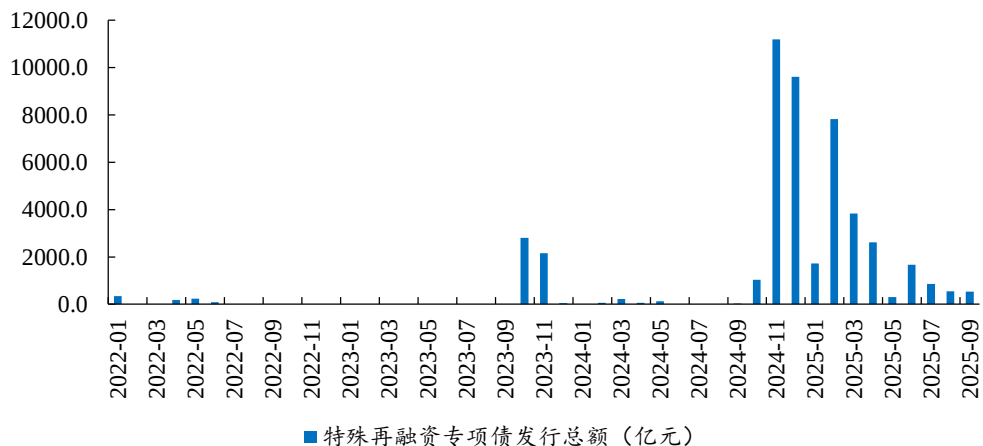
增加 5000 亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。2025 年 1-9 月，特殊再融资专项债发行总额约 2 万亿元。

图33：2025 年以来地方政府再融资债券发行节奏明显加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2024 年四季度以来特殊再融资专项债发行提速



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、投资建议

2025 年以来基建投资和建筑新签规模持续走弱，细分板块景气度出现分化，在政府化债和企业降负债工作的持续推进下，建筑板块有望迎来基本面、政策面和估值的共振，建议关注行业在建筑出海、城市更新、数字化建设、电力工程以及化债等领域的边际变化，持续看好估值处于低位、业绩稳健的建筑央企龙头及区域龙头，推荐标的：中国电建、中国能建、中国交建、隧道股份、地铁设计、建发合诚。

表7：我们持续看好估值处于低位、业绩稳健的建筑央企龙头及区域龙头

证券代码	证券简称	评级	总市值	归母净利润（亿元）					PE（倍）		
			（亿元）	2025/12/5	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
601668.SH	中国建筑	未评级	2,202	461.9	474.1	488.6	506.3	4.6	4.5	4.4	
601390.SH	中国中铁	未评级	1,279	278.9	261.8	266.7	275.8	4.9	4.8	4.6	
601800.SH	中国交建	买入	1,220	233.8	221.1	233.7	256.0	5.5	5.2	4.8	
601186.SH	中国铁建	未评级	1,003	222.2	215.6	220.4	226.1	4.7	4.6	4.4	
601669.SH	中国电建	买入	915	120.2	140.2	149.8	157.1	6.5	6.1	5.8	
601868.SH	中国能建	买入	864	84.0	105.9	122.9	128.1	8.2	7.0	6.7	
600820.SH	隧道股份	买入	202	28.4	32.2	33.1	32.9	6.3	6.1	6.1	
003013.SZ	地铁设计	买入	62	4.9	6.2	6.4	6.8	9.9	9.6	9.1	
603909.SH	建发合诚	买入	36	1.0	1.2	1.5	1.7	29.8	24.3	21.4	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除中国建筑、中国中铁、中国铁建盈利预测来自 Wind 盈利一致预期外，其余公司盈利预测与估值均来自开源证券研究所。

5、风险提示

（1）宏观经济波动风险：建筑行业各板块业务发展易受社会固定资产投资规模、城市化进程等宏观经济因素的影响，各项主营业务与宏观经济的运行发展密切相关。

（2）项目投资风险：受建筑市场和行业影响，项目经营承揽过程中面临的不确定因素增多。

（3）国际化经营风险：受不同国家和地区政治、经济、社会、宗教环境复杂多样，法律体系不尽相同，汇率波动、环保要求日趋严格、部分国家间贸易摩擦加剧等多种因素影响，未来国际贸易秩序和经济形势可能存在起伏和波动。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn