

建筑行业之基建篇④——

“增存并举”路在何方：进城、出海与市场化

■ 2023 年全国基建投资规模或达 21.5 万亿元，对应潜在基准增速约 5.7%（统计局公布的年度增速与之对比存在上下波动），“进城”与“出海”或将成为增量的主要动力。以建筑行业央企新签订单规模作为预测基点，我们对全国基建投资规模进行测算，结果显示 2023 年全国基建投资规模预期达 21.5 万亿元，增速约 5.7%（由于样本量个数较少，线性推导结果或存在一定偏差）。基建投资规模增长的主要动力来源于两方面：其一是城市建设和相关基础设施配套需求增长，包括传统基建、新城建以及以 5G 和物联网为代表的新基建；其二是基建项目出海市场增量，从基建子领域来看，我国房屋建筑、交通运输和电力工程三大子领域仍是海外市场主力，但通信工程、电力建设等高技术附加值型项目较全球发力明显；从地域上来看，我国将立足亚非市场，重点发力中东地区，并进一步探索欧美市场。

■ 公共事业收费规则市场化或将解决地方政府巨额财政负担。伴随着地方经济建设资金缺口日渐增大，地方政府开始寻求城投债、PPP 和专项债融资模式来弥补缺口，这三种融资模式虽然在短期内缓解了资金压力，但在长期增加了违约风险。从第一性原则出发分析，公益属性较强的基建项目缺少有效的市场化收费渠道或是导致种种困境的核心原因。未来如果可以将基建项目的运营收费（如与市政基建相关的公用事业服务收费、与交通基建相关的交通服务收费等）定价规则交还市场，同时探索基建项目的更多市场化运营收费场景，或将从根本上解决这些困境；而一旦市场化定价规则建立，还可以进一步为公募 REITs 的市场化发展提供正当性逻辑，为解决我国巨额的存量基建资产盘活需求提供思路。

■ 基建建设助力建筑施工行业整体平稳发展。营收利润层面，建筑施工行业整体营收增速趋缓，盈利能力有所下降，民营企业受疫情冲击较严重。行业子领域中园林工程上市公司营收和盈利受影响最为严重。分不同所有制看，央企营收和盈利情况相对稳定，民营企业抗风险能力较差，融资成本进一步上涨，目前仍在消化三年疫情带来的经营冲击。资产负债率层面，建筑施工行业不同子领域资产负债率趋同，地方国企杠杆有所回升，央企去杠杆表现佳。四类子领域杠杆率均向 75% 的长期政策指导标准收敛。分企业属性看，央企去杠杆有所成效，而地方国企杠杆率明显回升。流动性层面，建筑施工行业整体短期流动性较为平稳，长期现金流预期好转。从短期流动性来看，行业整体的流动比率和速动比率在剔除会计准则调整影响后较为平稳；从现金流来看，专业工程子领域由于近年的国家基建方面战略政策支持等因素而加大投资，预期在未来将带来正向收益从而改善现金流表现，而其他子领域现金流目前均已有所好转。

雷霆

行业研究员

招商银行研究院

☎：0755-82954616

✉：leit@cmbchina.com

邹哲民

总行基建行业战略客户部

☎：0755-88026584

✉：zouzhemin@cmbchina.com

刘悦夫

总行基建行业战略客户部

☎：0755-89271576

✉：liuyuefu@cmbchina.com

江振杰

总行基建行业战略客户部

☎：0755-88026459

✉：jiangzhenjie@cmbchina.com

实习陶诗丹、贺博琴

同时参与本文撰写工作

相关研究报告

《建筑行业之基建篇②

——十年盛景不衰，

未来聚焦市政、环保

与海外市场》

2020.11.20

目录

一、看新增：市场或在“进城”与“出海”	1
1.1【增】国内：2023年全国基建投资增速或达5.7%	1
1.2【增】国内：“新城建”或为新增基建投资市场核心	4
1.3【增】国内：地方国企的市场占比增长显著	6
1.4【增】出海：站稳亚非，发力中东，开拓欧美	7
1.5【增】出海：全球视角下，高技术附加值型项目发力明显	10
1.6【增】出海：东南亚市场空间集中于交通、电力与新基建	11
1.7【增】出海：中东北非市场空间或集中于资源、能源建设	12
1.8【增】出海：拉美市场空间或集中于交通与新能源建设	14
二、看存量：市场化运营或为巨额困局的破局之道	14
2.1【存】城投债发行量2022年首次出现同比下滑	16
2.2【存】PPP难以脱离“财政支付”与“国有资本”两标签	17
2.3【存】专项债项目所谓“自偿”仍以土地出让收入为主	20
2.4【存】公共服务付费规则市场化或为市政基建破局之道	22
三、看市场：行业整体增长放缓，民营企业压力较大	25
3.1 营业收入：建筑行业整体增速趋缓	25
3.2 盈利水平：基建建设子领域和建筑类央企盈利水平稳定	27
3.3 资产负债率：国企杠杆有所回升，央企去杠杆表现最佳	29
3.4 流动性水平：短期流动性较为稳定，长期现金流趋势向好	30



图目录

图 1: 建筑央企各家订单 Q1/全年	2
图 2: 建筑央企全类型订单 Q1/全年 (亿元)	2
图 3: 央企全年基建类订单占总订单相对稳定 (亿元)	3
图 4: 订单释放与基建投资相关性较高 (亿元)	3
图 5: 央企订单释放占比市场总规模上升 (亿元)	3
图 6: 2022 年广义基建投资占比情况	4
图 7: 2022 基建投资细分领域构成	4
图 8: 2004-2022 年三类广义基建投资占比变化	5
图 9: 不同所有制企业基建业务营收情况	7
图 10: 地方国企基建业务营收及占比变化情况	7
图 11: Top250 国际承包商海外营业额 (亿美元)	8
图 12: 中国工程的项目进度及费用控制世界领先	8
图 13: 2022 全球 Top250 国际承包商分地域收入	9
图 14: 2010-2022 对外承包工程营业完成额占比	9
图 15: 2022 全球 Top250 国际承包商收入领域占比	11
图 16: 2022 年国内对外承包工程新签合同额占比	11
图 17: 中东地区的海水淡化市场需求居全球首位 (亿元)	13
图 18: 2018-2021 中国在拉美地区基建项目情况	14
图 19: 中国在拉美地区基建项目金额 (亿美元)	14
图 20: 中央和地方财政收入占比情况	14
图 21: 中央和地方财政支出占比情况	14
图 22: 2010、2013 全国地方政府债务举借主体	16
图 23: 新增债券与置换债券规模 (亿元)	16
图 24: 城投债发行与净融资情况	17
图 25: 财政部口径 PPP 项目成交金额情况 (亿元)	18
图 26: 财政部口径 PPP 项目成交数量 (个)	18
图 27: 近 4 年 PPP 项目的投资人所有制所分布	18
图 28: 近 4 年 PPP 在库项目的市场投资人分布	18
图 29: 不同所有制所持项目平均金额 (亿元)	18
图 30: 不同投资人所持项目平均金额 (亿元)	18
图 31: PPP 项目付费模式 (内环个, 外环亿元)	19
图 32: PPP 项目社会资本与政府财政的实际承担	19
图 33: 全国收费公路收入与支出 (亿元)	20



图 34: 专项债历年发行规模与结构 (亿元)	20
图 35: 地方政府财政对土地的依赖程度 (亿元)	22
图 36: 1993-2021 中国人均可支配收入 (元)	23
图 37: 人均 GNI (以 2011 年不变美元价计算)	23
图 38: 部分省市用电单价 (元/千瓦时)	23
图 39: 部分省市 30 年间居民用电单价涨幅	23
图 40: 各国 2022 年 12 月居民用电价格对比 (美元/kwh)	24
图 41: 建筑施工各子领域营收增速情况	26
图 42: 不同所有制企业营收增速情况	26
图 43: 8 家央企基建业务营收 (亿元) 逆周期增长	26
图 44: 建筑施工各子领域毛利率情况	27
图 45: 建筑施工各子领域净利率情况	27
图 46: 不同企业属性毛利率情况	28
图 47: 不同企业属性净利率情况	28
图 48: 建筑施工各子领域企业的财务费率	28
图 49: 不同所有制属性企业的财务费率	28
图 50: 建筑施工各子领域资产负债率情况	29
图 51: 不同企业属性资产负债率情况	29
图 52: 建筑施工各子领域流动比率情况	30
图 53: 建筑施工各子领域速动比率情况	30
图 54: 建筑施工各子领域 CFO 净额 (亿元)	31
图 55: 建筑施工各子领域 CFO+CFI 净额 (亿元)	31

表目录

表 1: 我国农作物转基因生物安全 (生产应用) 证书	1
表 2: 一带一路各区域基础设施建设发展指数	9
表 3: 2023 年 7 月中国对外承包商在中东地区部分项目动态	10
表 4: 部分东南亚国家交通和电力领域政策及规划	12

一、看新增：市场或在“进城”与“出海”

以建筑类上市公司中的央企新签订单作为预测基点，我们对全国基建投资规模进行预测，结果显示 2023 年全国基建投资规模预期达 21.5 万亿元，增速约 5.7%。基建投资规模增长的主要动力来源于两方面：其一是随着城镇化进程不断推进而产生的城市建设及相关基础设施配套需求增长，既包括交通、市政等传统基建，也包括围绕高质量城镇建设开展的新城建以及以 5G 和物联网等高新技术为代表的新基建；其二是我国对外承包商积极拓展海外市场而形成的海外增量，从基建子领域来看，我国房屋建筑、交通运输和电力工程三大子领域仍然出海规模最大，但通信工程、电力建设等高技术附加值型项目较全球发力明显；从地域上来看，我国在深耕亚非市场的基础上，重点发力中东地区的能源、资源基建项目，并进一步探索欧美市场。“进城”与“出海”有望在未来不断为基建投资规模注入活力。

1.1 【增】国内：2023 年全国基建投资增速或达 5.7%

2022 年基建投资快速增长（同比增长 11.52%），在逆周期调节中发挥了关键作用，我们认为，基建投资在中短期内，仍然会是宏观经济增长的主线。头部建筑央企向来是我国基础设施建设的主力军，为消除疫情冲击对施工进度法预测基建增速造成的扰动，我们尝试通过央企新签订单增速与释放情况，对 2023 年基建投资增速进行分析判断。主要的七家建筑行业央企上市公司的基建订单公告情况整理如下。

表 1：建筑行业央企基础设施建设领域新增订单年度累计情况（亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
中国建筑	5,748	7,369	6,355	5,226	6,798	3,927	10,151
中国铁建	10,593	12,932	13,524	17,307	22,207	8,598	28,045
中国中铁	11,125	13,553	14,346	17,946	21,829	9,101	26,659
中国中交	6,905	8,691	8,771	9,522	10,575	6,800	13,671
中国能建	3,865	4,207	4,393	4,972	5,566	4,704	9,910
中国电建	1,543	3,458	4,159	5,082	6,652	3,140	3,566
中国化学	15	174	333	401	643	354	606
总和	39,794	50,383	51,880	60,457	74,270	36,623	92,609

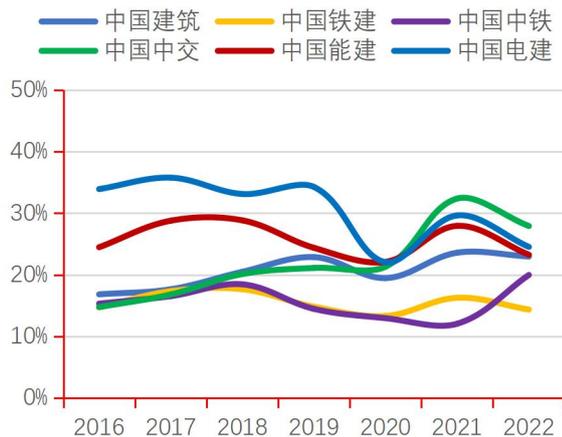
资料来源：Wind、招商银行研究院

在此我们将通过历史 Q1 订单总量占比全年订单的规律对 2023 年全年新增订单情况进行预估。由于中国化学 Q1 订单量缺失，我们暂时使用 6 家央企数据，需要说明的是，中国化学订单量相对其他央企较少，因而缺失数据对总体估计结果影响较小。

从六家企业分别的历史数据来看，Q1 新增订单占全年订单比例在 10%到 35%之间，波动较大。考虑到各央企互为订单竞争关系，因此我们将其订单总量合并化处理。合并后的数据波动幅度明显缩小，尽管疫情冲击导致 2020 年出现小幅异常，但 2016 年至 2022 年间，合并数据的 Q1 订单占比全年订单总量的区间幅度锁定在 17.39%-20.98%。

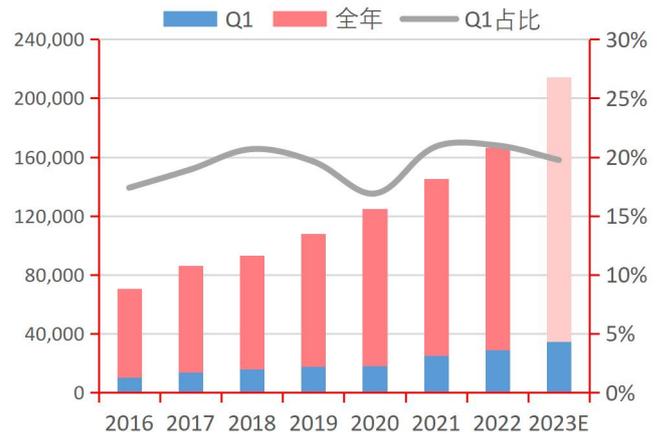
考虑到 2020 年 Q1 新签订单受疫情影响较大，可能影响预测的一般性，因此去掉 2020 年数据后，使用各年 Q1 订单占比的平均水平（19.75%）作为 2023 年 Q1 订单预计占比，从而计算得出 2023 年央企全类型订单规模。

图 1：建筑央企各家订单 Q1/全年



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：建筑央企全类型订单 Q1/全年 (亿元)

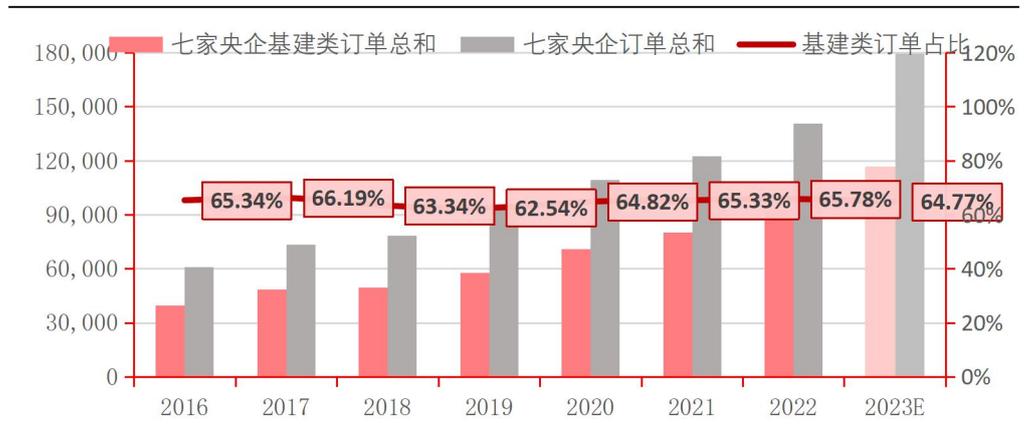


资料来源：Wind、招商银行研究院

从历史经验中发现，过往基建业务订单在建筑央企总订单中占比相对保持稳定（最大浮动比例在 3%左右），因此可以根据央企总订单规模估计基建业务订单规模。此处取 2016-2022 年均值 64.77%，作为预测的 2023 年基建类订单占比，并估计出 2023 年央企基建业务订单量。

建筑央企的订单从签订之时起到释放完毕通常会经历约 3 年的释放期，根据我们调研的部分央企基建项目的施工进度，在此假设：基建订单自签订之年起连续三年的释放金额比例分别占订单总额的 20%，40%，40%；由此得到央企基建订单释放规模。进一步测算央企基建订单释放规模与全国基建投资规模的相关性，发现两者正相关性较强，相关性系数高达 0.995。

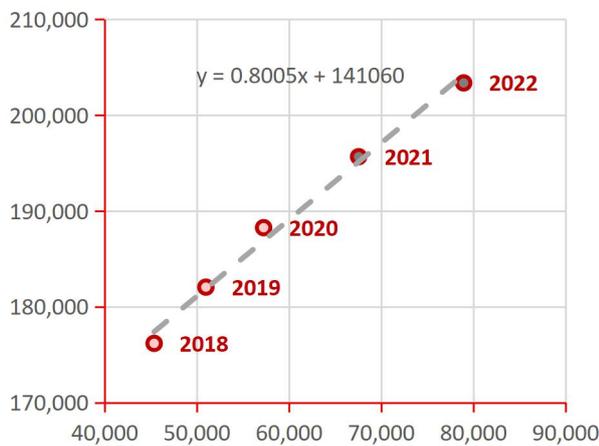
图 3：央企全年基建类订单占总订单相对稳定（亿元）



资料来源：Wind、招商银行研究院

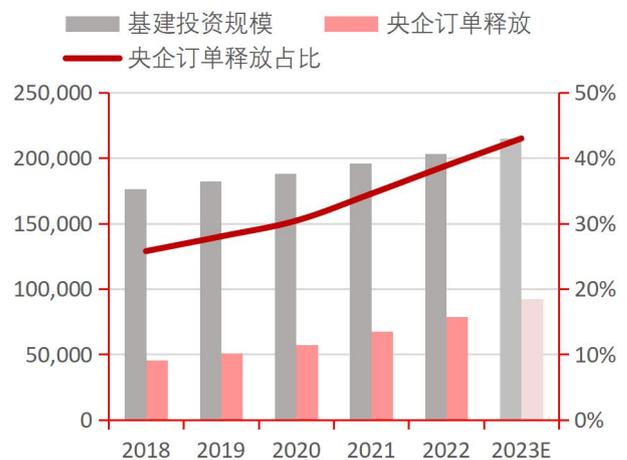
需要说明的是，2021 和 2022 年基建投资增速出现异常值（分别 0.21%、11.54%），不利于一般性的增速预测。2022 年疫情多次反复，建筑施工停工停产情况相较 2021 年更为严重，而基建投资增速却出现了较高的异常值，这或许是由于 2021 年的部分基建投资被延递算入 2022 年。为了预测的真实性，我们以一个平均增速将两年的基建投资规模总量进行了重新分配。

图 4：订单释放与基建投资相关性较高（亿元）



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 5：央企订单释放占比市场总规模上升（亿元）



资料来源：Wind、招商银行研究院

具体分析方法为：已知 2020 年的基建投资规模 a 、2021 和 2022 年的基建投资总额为 b ，取一个 2021、2022 年平均增速 β ，使 $a(1+\beta)+a(1+\beta)^2=b$ 。求得 2021、2022 年平均增速 β 为 3.94%，并分别计算对应基建投资规模为：195669 亿、203371 亿。

在上述基础上，测算央企基建订单与基建投资规模的多项式回归模型为：

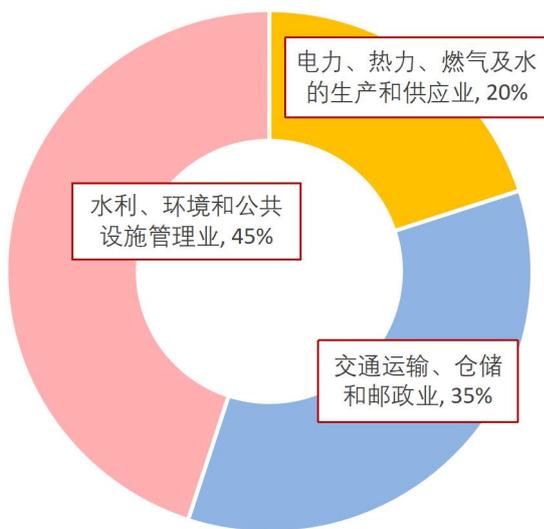
$$Y \text{（全国基建投资规模）} = 0.8005X \text{（建筑央企订单释放规模）} + 141060$$

将前文测算的建筑央企订单释放规模代入 X，利用线性插值方法，测算得出 2023 年全国基础设施建设投资规模或可达 215006 亿元，同比 2022 年规模增长约 5.72%。此处需要注意，该数据为我们测算的潜在基准增速（统计局公布的年度增速与之对比存在上下波动），由于样本量个数较少，线性推导结果或存在一定偏差。

1.2【增】国内：“新城建” 或为新增基建投资市场核心

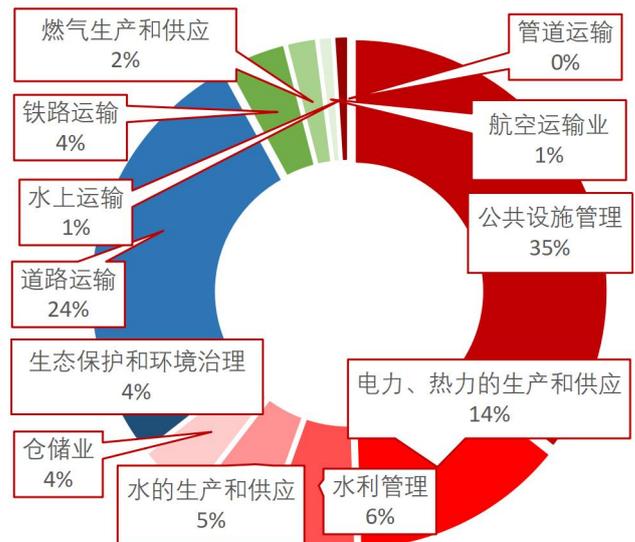
广义基础设施建设包括三个大类：水利环公（水利、环境和公共设施管理业）、交运邮储（交通运输、仓储和邮政业）与电热燃水（电力、热力、燃气及水的生产和供应业），2022 年占比分别为 45%、35%、20%。从细分领域看，公共设施管理、道路运输、电力热力生产和供应分别是三大类基建中的主力业务，分别占比 35%、24%、14%。

图 6：2022 年广义基建投资占比情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 7：2022 基建投资细分领域构成

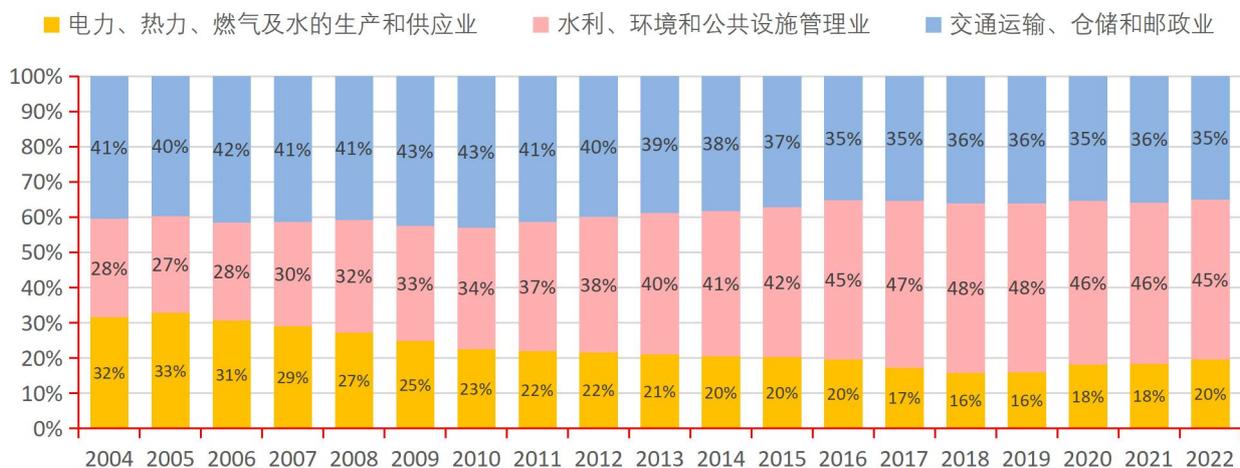


资料来源：Wind、招商银行研究院

从基建投资规模的结构变化来看，近 20 年来，三大类广义基建的重心正在逐步转移。2006 年之前，基建投资以交运邮储、电热燃水为主，水利环公仅占比 28%；2006 年起，电热燃水占比自高位开始逐年降低，2010 年起，交运邮储占比也触顶回落，而以公共设施为主要内容的水利环公类基建投资占比则在 20 年内上涨了近 20 个百分点，于 2022 年达到约 45%，已成为基建投资核心构成部分。

从基建投资三大领域的增速变化来看，基建市场的内生增长动力引擎也正在发生转换，而这种动力变化或与我国不同时期的经济发展诉求相关：

1. **能源交通**（上个世纪末期至本世纪初期）：该时期我国的能源、交通类基础设施建设仍有待完善，因此这段时期的基建建设集中在大型电站、公路铁路等重点领域；特别是为了缓解能源紧张，2003-2008年间我国能源工业年均投资增速高达27.3%，增速峰值一度高达45.4%，曾是带动我国基建投资的重要力量。
2. **城乡市政**（2005年至今）：随着大型交通和能源基础设施修建完善，扩大内需投资计划实施完成，自2005年起我国能源和交通类基建投资增长开始出现放缓趋势；而同年的十六届五中全会将新型城镇化提升到国家战略层面后，以市政和城乡建设为主的水利环公类基建投资增长迅速（2010-2018年平均复合增长率约20%）。
3. **新能源建设**（2020年至今）：受新冠疫情影响，过去三年内全国基建投资总体增速明显下滑，但同时期双碳发展战略的实施，大幅拉动了风电、光伏，以及新型储能建设为代表的能源类基建投资，将过去三年的能源类基建投资平均增速拉动至12.67%水平。

图 8：2004-2022 年三类广义基建投资占比变化


资料来源：Wind、招商银行研究院

随着城镇化进程深入，近十年仍将是我国基础建设的宝贵发展期，而随着大型能源和交通基建市场趋于饱和，叠加顶层设计的推动，**城市建设及配套基础设施建设或将成为市场主要动力**。参考发达国家城镇化率与基建投资之间关系的规律，基建投资对GDP的贡献将在城市化率达到70%的水平（也就是进入减缓期）左右筑顶，并随后下降。2023年国家统计局公布的数据显示，我国目前城镇化率为65.22%，按照目前的城镇化速度，我国或将于2030年左右达到75%的城镇化水平（考虑到我国特殊的人口情况，这一比例或可放宽

至 75%)，这意味着我国还有约 7 年的基建黄金增长期。（具体参照建筑行业之基建篇②）

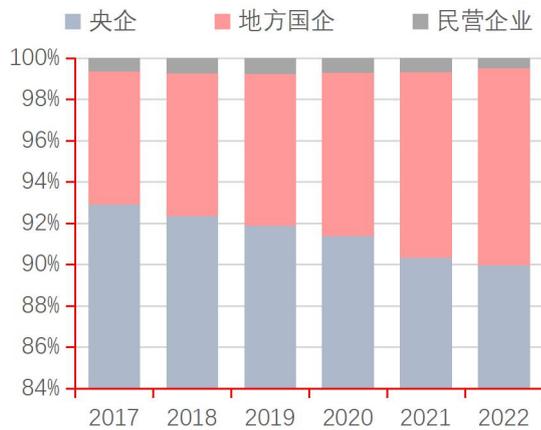
综合考虑近期建筑企业调研成果，以及 2022 年国家发改委印发的《“十四五”新型城镇化实施方案》，我们认为我国未来的基建投资或将以城市建设为中心，重点发力城市配套的基建项目领域：

1. **传统基建：**或将以市政基础设施为主，可关注地下管网更新改造、地下管廊建设、公交地铁建设、给排水工程、生态环保相关项目（垃圾/污水/废气处理等）；
2. **新城建：**重点关注老旧小区改造、综合片区开发等；
3. **新基建：**关注 5G 基站、新能源充电桩、物联网为基础的智慧城市建设等。

1.3 【增】国内：地方国企的市场占比增长显著

在上文针对 2023 年基建投资增速的预测中我们发现，从央企订单释放规模占比基建投资规模（预测值）的角度来看，央企订单释放占基建投资规模的比例呈逐年稳定递增趋势，或可说明基建投资市场的参与主体所有制构成正在发生结构性变化。

从近几年上市公司的表现来看，央企在基建领域仍占据绝对主导地位，地方国企市场占比有所提升，而民营企业生存空间持续被挤压。我们整理了基建建设类上市公司对应基建业务营收情况，分不同所有制来看，央企在基建建设中有其不可撼动的地位，上市公司的基建业务营收数据中，仍有超过九成的贡献来自央企。不过值得注意的是，从市场占比变化来看，近年来地方国企基建业务营收及占比出现明显增长态势，目前基建业务营收占总体的比重接近 10%，相较 2017 年增长超过 3 个百分点。

图 9：不同所有制企业基建业务营收情况


资料来源：Wind、招商银行研究院

图 10：地方国企基建业务营收及占比变化情况


资料来源：Wind、招商银行研究院

地方国企在基建建设中的市场规模占比逐步提升，这或许也受益于近年来城市更新建设相关项目的热度。一般而言，出于全市统筹发展视角，地方政府更加希望地方国企作为城市更新的参与主体，部分地区已有公开文件鼓励地方国企参与城市更新项目，且在广州、北京大兴、天津等地区的实践中，地方政府也将重大项目交由了地方国企作为主导。

疫情期间民营企业上市公司的市场规模有所增长，但占比持续收缩。相较于央企与地方国企而言，民营企业在融资成本、政府关系、品牌印象、工程信誉等方面均无优势，在面对前两者的市场下沉战略时，转型专业化分包、或发挥总部属地优势或成为其避免与国、央企直接竞争的生存之道。

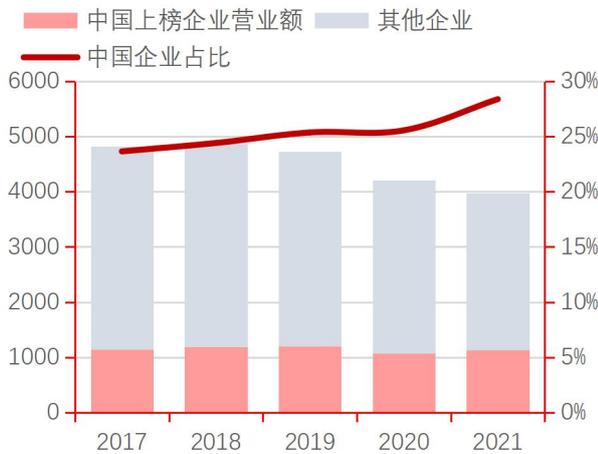
1.4 【增】出海：站稳亚非，发力中东，开拓欧美

在全球基建行业整体复苏态势下，“出海”将是我国基建行业寻求第二增长曲线的重要市场机遇。

根据美国《工程新闻纪录（ENR）》2022 年发布的全球最大 250 家国际承包商榜单显示，上榜企业的国际营业总额（即海外业务营业额）为 3979 亿美元，较上年同比下降了 5.4%；而其中的中国企业逆市而上，上榜 79 家企业的总营业额为 1129.5 亿美元，同比增长了 5.1%，占比市场总量 28.4%，位列第一，目前已经实现了连续 4 年（包括疫情期间）的占比提升。

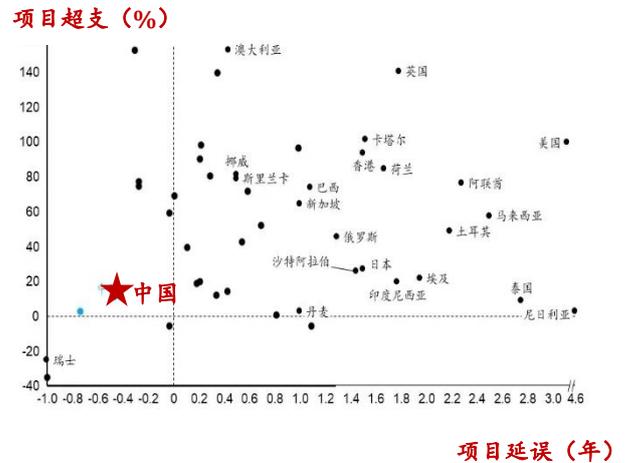


图 11: Top250 国际承包商海外营业额 (亿美元)



资料来源: ENR、《工程管理学报》、招商银行研究院

图 12: 中国工程的项目进度及费用控制世界领先



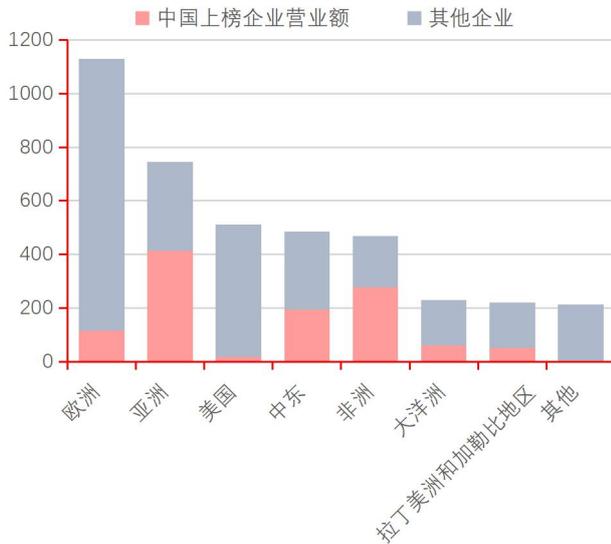
资料来源: 麦肯锡、招商银行研究院

从目前海外市场参与构成角度来看,我国建筑企业凭借多年的工程技术积累与成本控制优势,已经在亚非市场站稳脚跟,同时正在积极进军欧洲等市场。根据榜单计算,中国企业在非洲、亚洲、中东地区保持领先地位,份额分别达到 59%、55%、40%;与此同时,中国铁建集团也在此次榜单中,首次实现了在欧洲市场的前 10 强突破。但值得注意的是,尽管中国铁建在欧洲市场有所突破,欧美地区的核心玩家俱乐部仍然主要由欧洲企业构成:在美国和欧洲的基建市场中,欧洲公司的市占率仍分别高达 74.5%和 73.9%。我国基建出海未来在相关区域的业务市场仍有较大拓展空间。

从目前国内出海区域分布角度来看,在“一带一路”发展倡议背景下,目前亚洲与非洲仍然是我国基建出海业务的核心市场区域。公开数据显示,2022 年我国在亚洲与非洲的基建出海业务占比全国出海总量高达为 54%与 24%。欧洲、美洲及大洋洲的业务占比总体相对较低,分别为 10%、8%与 4%。

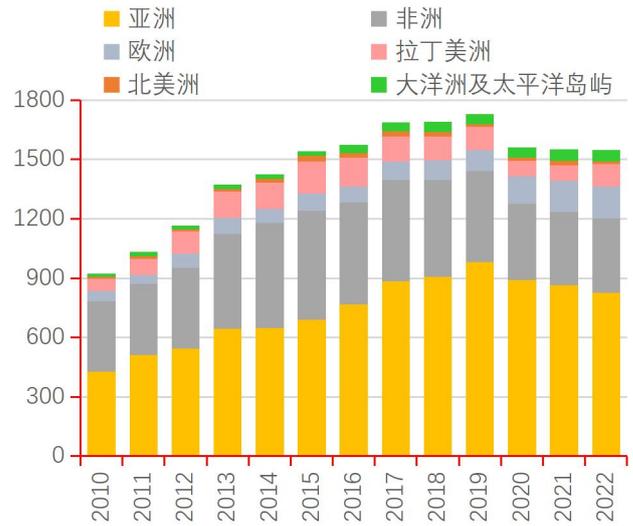


图 13：2022 全球 Top250 国际承包商分地域收入



资料来源：ENR、《工程管理学报》、招商银行研究院

图 14：2010-2022 对外承包工程营业完成额占比



资料来源：Wind、中国对外承包工程商会、招商银行研究院

综合考虑国际关系、主权信誉、市场容量、子行业需求分布等因素，同时结合《“一带一路”共建国家基础设施发展指数报告 2023》的统计数据，我们认为未来短期内，国内基建企业的出海方向或仍将集中向东南亚、南亚、西亚北非（中东地区）等地区。

在“一带一路”等多项战略框架下，中国与中东地区国家建立起了长期稳定的合作伙伴关系，未来仍有较大合作空间。2022 年 12 月，习近平主席出席首届中国—阿拉伯国家峰会、中国—海湾阿拉伯国家合作委员会峰会并对沙特进行国事访问，中阿关系持续升温。截至目前，中国已与中东地区 21 个国家签署了“一带一路”合作文件，合作空间仍在继续扩大。

表 2：一带一路各区域基础设施建设发展指数

区域	排名		指数	
	2022	2023	2022	2023
东南亚	1	1	126	127
西亚北非	4	2	113	118
南亚	2	3	115	115
独联体和蒙古	3	4	114	114
拉美地区	7	5	108	114

撒哈拉以南非洲	5	6	109	114
中亚	6	7	109	112
中东欧	8	8	106	108

资料来源：《“一带一路”共建国家基础设施发展指数报告 2023》、招商银行研究院绘制

中东地区国家政权趋于稳定，财政状况良好，区域内国际关系缓和，中国和中东基建合作也面临新机遇。近年来各国纷纷推出国家发展战略规划，如沙特 2030 愿景、埃及 2030 愿景、阿联酋 2030 愿景等，基建需求旺盛。沙特于 2021 年提出 NEOM 新城未来城市计划，其中“The Line”先导项目沙特交通隧道项目施工总承包合同当中，中国建筑权益合同额约 24.7 亿美元；2023 年 7 月，阿曼海赛姆苏丹公布了未来智慧城市项目规划。中国新基建和数字化经验将为此类未来智慧城市综合项目提供参考，为项目创造高商业价值。

表 3：2023 年 7 月中国对外承包商在中东地区部分项目动态

项目	所在地	承包商	进度
AADL 杜维拉 2500 套住房	阿尔及利亚	中建阿尔及利亚公司	签约
阿尔及利亚东西高速公路	阿尔及利亚	中铁十七局	东标段 84 公里项目主线工程贯通
拉比格四期海水淡化 IWP	沙特阿拉伯	山东电建三公司	签约
阿尔舒巴赫 2.6GW 光伏电站	沙特阿拉伯	中国能建葛洲坝国际公司	C 标段建安主体工程开工
艾尔达芙拉 PV2 太阳能电站	阿联酋	国机工程集团总部（中设集团）	进入商业运行
阿拉曼新城超高综合体	埃及	中建八局总承包公司	4 栋住宅楼全部突破 100 米天际线，最高施工至第 32 层

资料来源：中国对外承包工程商会、招商银行研究院绘制

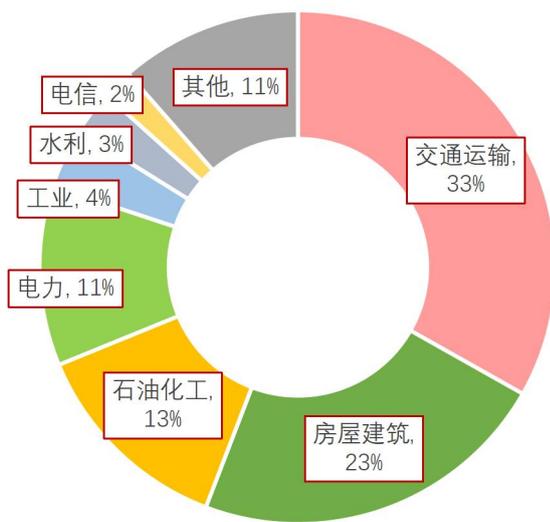
虽然目前欧美等区域市场在我国基建出海业务构成中占比较低，但从趋势上看，欧洲与拉丁美洲近年来的占比已经开始呈现上升趋势，未来或将逐步打开市场空间。欧洲基建市场需求与亚非拉等欠发达市场需求存在一定差异，除建设成本之外，环保、科技等因素或也为市场重点考量因素；未来我国基建企业或可通过积极探索在绿色发展、数字经济、新基建等领域与海外市场展开合作，培育出更多新的高质量增长点，作为拓展欧洲等发达国家市场的依托。

1.5 【增】出海：全球视角下，高技术附加值型项目发力明显

从国内出海视角来看，根据《中国对外承包工程发展报告 2022》统计，2022 年我国基建出海市场业务的主力主要集中在交通运输、房屋建筑与电力工程等三大子领域，三者占比共计约 60.6%。

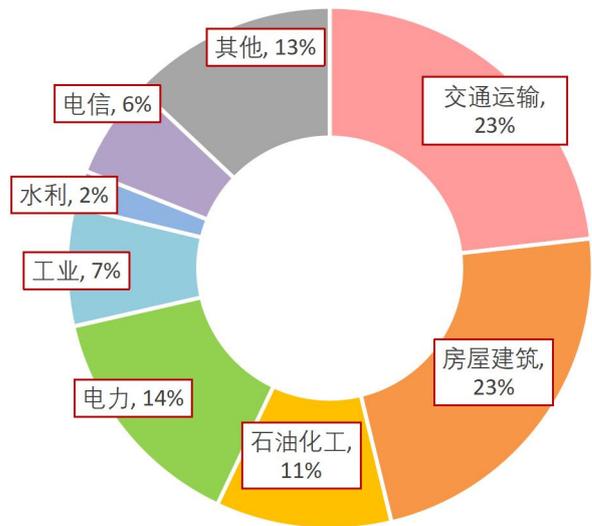
而从全球同业视角来看，对比同业 Top250 国际承包商收入领域的占比分布情况，我国近年来在通信工程、电力建设、工业建筑等领域的发力更加明显。这既与近年来全球基建工程市场受碳中和、5G 通信建设、工业 4.0 建设等战略方向影响下催生出大量市场建设空间相关，也于我国在这些领域的质量、技术、成本等综合优势积累有关。

图 15：2022 全球 Top250 国际承包商收入领域占比



资料来源：ENR、《工程管理学报》、招商银行研究院绘制

图 16：2022 年国内对外承包工程新签合同额占比



资料来源：中国对外承包工程发展报告、招商银行研究院

以新能源工程建设为例：2022 年我国对外光伏、风电等清洁能源工程新签合同额合计 206.7 亿元，占电力工程签约总额的 56.7%，已经超过传统火电类项目。而这些技术含量更高的基建出海项目，不但可以带来高技术附加的更高利润水平，也可以间接为国内相关高技术型制造业提供更多市场助力。

1.6 【增】出海：东南亚市场空间集中于交通、电力与新基建

近年来东南亚的全球经贸地位正继续上升，基建行业受此影响也在同步快速发展并调整升级，未来重点发展方向或将瞄准交通、电力、新基建等领域。

得益于庞大的人口基数、相对有利的基建环境以及营商环境优化，东南亚地区基建需求不断攀升。为抓住全球产业链转移机会，东南亚各国政府十分重视配套基建的提升，且我国与东南亚地区的基建合作时间长，国际合作意愿强烈，基建市场未来将释放更大空间。



表 4：部分东南亚国家交通和电力领域政策及规划

国家	政策	年份	涉及内容
印度尼西亚	《2020年-2024年国家中期发展计划》	2019	基建规划资金需求达 4500 亿美元，计划 5 年内把高速公路修通至全国的小型工业区、经济特区、旅游区等。
	发电项目计划	2014	未来 5 年内 3.5 万兆瓦的发电计划，但到 2019 年只完成了 10%
菲律宾	未来六年基建计划	2022	重点推动完善吕宋岛公路网络、扩建农村道路，并推动一系列铁路项目建设。
马来西亚	《马来西亚电力改革 2.0 计划》	2019	拟逐步开放马来半岛电力燃料来源、发电、输电等多个方面的投资限制，允许更多独立企业进入电力领域。
	《2019-2030 年国家交通政策》	2019	发展更有效、综合以及安全交通，提升交通领域持续发展能力，通过加快发展陆路、铁路、航空和航运领域。
	《第十二个马来西亚计划 (2021-2025) 》	2021	继续加强公路和铁路网络建设，以改善机场、港口、工业区和主要城市中心的互联状况，并计划提供更多财政支持以鼓励投资
泰国	《可再生能源发展计划 (2018-2037) 》(修订后)	2019	目标在 2037 年实现可再生能源装机容量达 20700MW，占比达到 37%。
	铁路 20 年长期规划	2018	涉及金额约 815.7 亿美元，2017 年至 2036 年目标建成 2777 公里双轨道铁路线、2457 公里标准轨距高速铁路线，并提升电气化水平，发展多式联运铁路货运码头。
越南	《2021-2025 年经济社会发展规划》	2021	全面提升国家竞争力，并将交通、能源、通信以及城市基础设施等作为重点建设领域，基础设施行业迎来快速发展期。
	《2020年-2024年国家中期发展计划》	2019	基建规划资金需求达 4500 亿美元，计划 5 年内把高速公路修通至全国的小型工业区、经济特区、旅游区等。

资料来源：中国对外承包工程商会、招商银行研究院

在交通和电力方面，东南亚多个国家将交通领域和电力领域写入未来基建规划中，如印尼的《2020年-2024年国家中期计划》、马来西亚的《马来西亚电力改革 2.0 计划》、越南《2021-2025年经济社会发展规划》等，从政策端给予了相关领域市场空间的保障。而在新基建方面，随着东南亚营商环境优化，电商市场的快速兴起直接带动了区域内网络、通信、大数据等新基建的建设需求；而我国相关企业在同业国际市场中竞争优势明显（如在 IDC 行业，据 Gartner 报告显示，2021 年亚太市场的数据中心产业中阿里云的市场占有率超过了 25%，排名第一），未来或在相关市场有较大出海潜力。

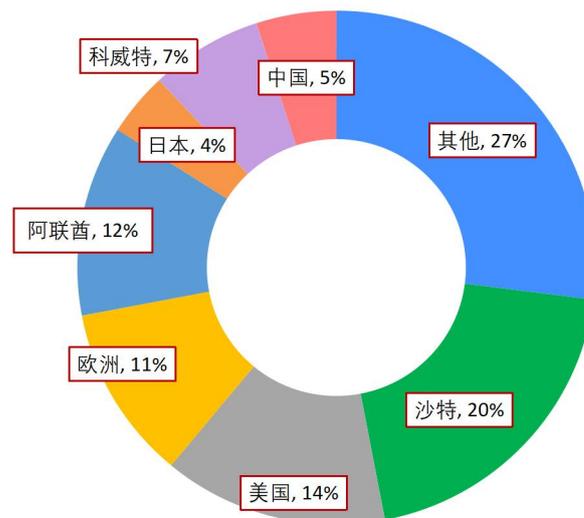
1.7 【增】出海：中东北非市场空间或集中于资源、能源建设

中东北非地区受天然资源、能源结构特征影响，未来可重点关注资源、能源类基建项目领域；近年来区域市场环境不断改善，同时结合近年来我国在相关区域外交的优势积累，未来或提供大量的市场机遇。

在全球能源价格居高不下的背景下，中东北非各国凭借其天然的石油资源禀赋，经济环境不断好转；叠加地区内大国间关系和缓等利好因素，区域内的基建市场需求有望大量获得释放：

1. 在能源升级领域，根据阿拉伯石油投资公司 APRICORP 报告预测，到 2023 年，中东北非地区的低碳能源行业项目价值将达到 2570 亿美元。
2. 在电力建设领域，2021 年中东北非地区太阳能光伏发电项目已多达 97 个；天然气发电项目规模则高达 523 亿美元。区域内电力建设市场需求的高景气度在未来一段时期内或将延续。
3. 在水资源保障领域，中东北非地区是世界上最缺水地区，世界银行报告指出，预计到 2050 年，该地区每年的水资源缺口将达到 250 亿立方米，海水淡化等工程市场或将迎来广阔市场空间。

图 17：中东地区的海水淡化市场需求居全球首位（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院、招商银行研究院

我国相关企业在同业国际市场中竞争优势明显。以沙特阿拉伯的海水淡化市场为例，该国海水淡化产能及淡化量占比全球总量高达 20%，其国民 70% 的饮用水来自海水淡化。若我国可以实现海外海水淡化工程 20% 的市场渗透率，则对应全球市场规模或达 175.5 亿元/年（含中国，不含美国与欧洲）。

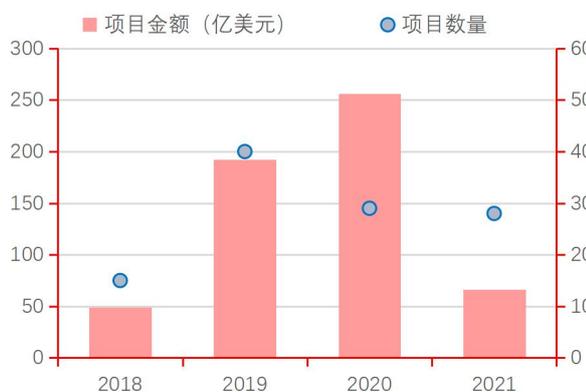
中交集团下属子公司碧水源集团，目前已凭借其完备的 UF-RO 淡化技术（全套设备可实现 100% 国产化率）在国内海水淡化市场中市占率已达 20%，技术能力可与国际头部同业比肩。目前公司已经在与中东国家进行战略合作协商，未来或将在中东的海水淡化领域有所突破。

1.8 【增】出海：拉美市场空间或集中于交通与新能源建设

自 21 世纪初以来，中国在拉美和加勒比地区就已投资实施基础设施项目，2018 年拉美地区成为“一带一路”倡议的一部分后，越来越多拉美地区国家加入“一带一路”倡议和亚洲基础设施投资银行，进一步推动中国在该地区的基建项目扩张。

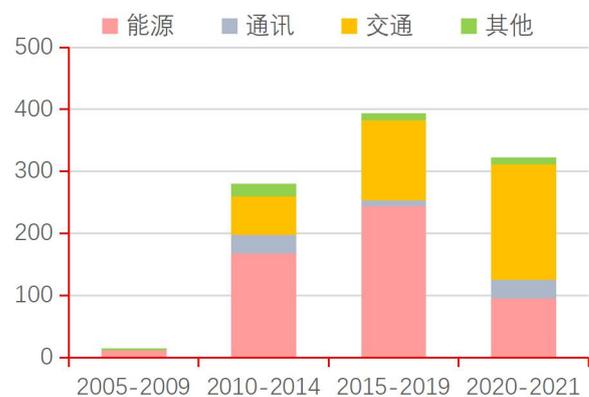
拉丁美洲的交通基建和可再生能源或将释放大量市场需求。拉美地区受到国际事件影响导致运输成本急剧上涨，港口、机场、道路等交通运输基础设施需求大幅增加。2020-2021 年，中国在拉美地区基建投资总额中，交通运输领域资金占比达到 57.66%

图 18：2018-2021 中国在拉美地区基建项目情况



资料来源：RED ALC-China、招商银行研究院

图 19：中国在拉美地区基建项目金额（亿美元）



资料来源：RED ALC-China、招商银行研究院

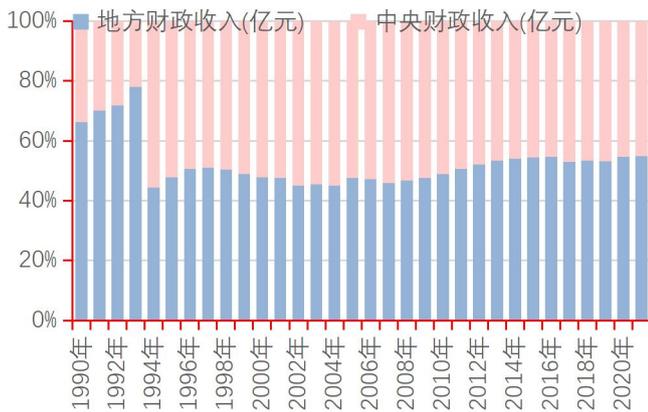
而在能源领域，在支持性政策的推动下，可再生能源开发也将是拉美地区基础设施投资的主要重点。根据惠誉测算，拉美地区非水电可再生能源装机容量到 2032 年或将增长至 204GW，年均产能将以 6.4% 的速度增长。

二. 看存量：市场化运营或为巨额困局的破局之道

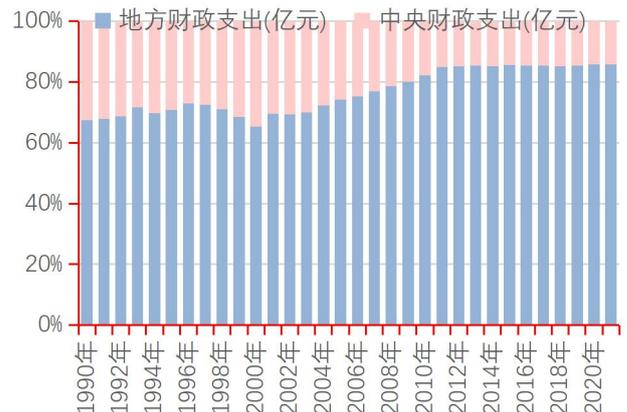
地方政府隐性债务可以追溯到 1994 年分税制改革。分税制改革将部分税收划归中央，使得地方财政收入占比大幅降低，其占总财政收入比重从 78%（1993 年）骤降至 44%（1994 年），自此地方财政收入一直维持在 50% 上下波动。然而，地方财政支出责任却不断攀升，到 2010 年后，地方财政支出占比达 80% 以上。

图 20：中央和地方财政收入占比情况

图 21：中央和地方财政支出占比情况



资料来源：统计局，招商银行研究院



资料来源：统计局，招商银行研究院

一方面，分税制改革导致财权上移；另一方面，在我国经济高速增长时期，地方政府承担了绝大部分经济建设责任（尤其是基建投资）。“事权下沉、财权上移”导致地方政府财权与事权不匹配，地方政府进行经济建设的资金缺口日渐增大，为了获得经济建设资金，地方政府开始寻求各种融资模式，由此，城投债、PPP、专项债相继登上历史舞台。然而，这三种融资模式虽然在短期内缓解了资金压力，但从长期视角来看，这种“缓解”并未起到明显的“化解”作用，反而由于短期的遮盖效应，使市场更加放心的加大了相应的融资动作幅度，为未来的巨额隐性债务风险埋下了伏笔。

目前我国基建投资正面临着城投债发行规模触顶，技术性违约时有发生；PPP 连年收缩，不及预期的特许经营收入最终成为了绑架政府财政收入与国有资本垫资的枷锁；专项债的“自偿”要求也在监管不严的背景下，大量流入了依靠土地出让收入才能实现未来偿还的项目中，而更有一部分专项债项目完全无法实现自偿，未来或将长期依靠借新还旧来防止其发生违约风险。

上述困境看似无解，但从第一性原则出发分析则不难发现，**公益属性较强的基建项目缺少有效的市场化收费渠道**或是导致种种困境的核心原因。未来如果可以将基建项目的运营收费（如与市政基建相关的公用事业服务收费、与交通基建相关的交通服务收费等）定价规则交还市场，同时探索基建项目的更多市场化运营收费场景，或将可能从根本上解决这些困境；而一旦市场化定价规则建立，还可以为公募 REITs 的市场化发展提供正当性逻辑，为解决我国巨额的存量基建资产盘活需求提供思路。

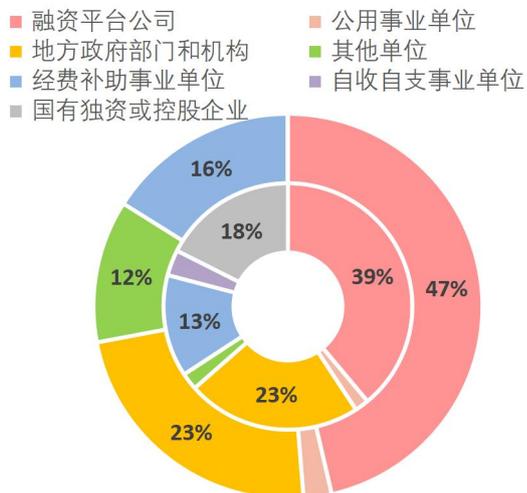
2.1 【存】城投债发行量 2022 年出现明显下滑

1994 年通过的《中华人民共和国预算法》规定，地方政府没有直接发行市政债券的权利，因此地方政府开始成立融资平台，通过城投平台举债以扩大政府资金来源。

城投债的迅速膨胀源于 2008 年金融危机后的扩大内需计划。为配合“四万亿”投资顺利落地，人民银行和银监会发布 92 号文，放宽了对地方政府融资的限制，提出支持有条件的政府组建融资平台，发行债务融资工具。于是，地方政府开始大量成立融资平台举债，城投平台从 2008 年 3000 余家激增至 2009 年的 8000 余家。

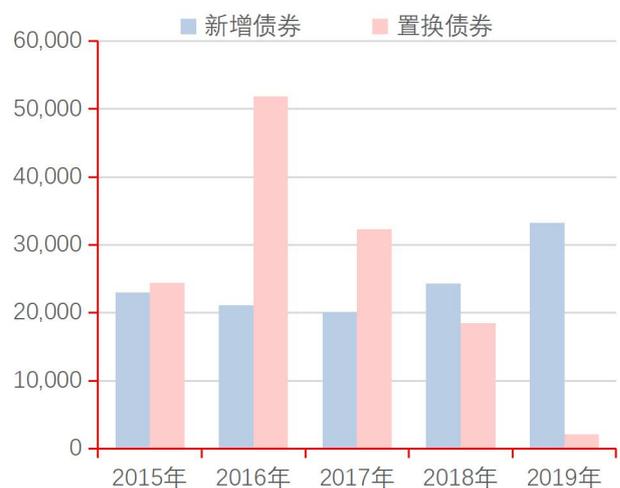
2010 年中央对地方债务摸底情况显示，47% 的地方政府债务源于城投平台举债。地方政府隐性债务规模的迅速扩张增加了系统性金融风险发生的可能性，引起了中央重视，2010 年 6 月国务院发布《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》，就融资平台债务清理、银行信贷、政府信用担保等问题做出了规范。至 2013 年 6 月底，城投平台举债占比为 39%，仍是地方政府债务的主要举借主体。

图 22：2010、2013 全国地方政府债务举借主体



资料来源：招商银行研究院整理绘制

图 23：新增债券与置换债券规模（亿元）



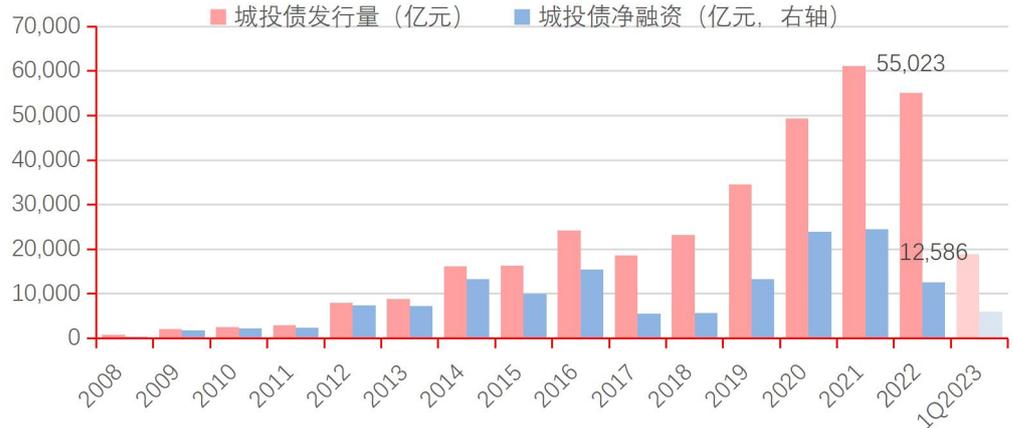
资料来源：Wind, 招商银行研究院

2014 年 9 月，国发（2014）43 号文明确地方政府不得通过融资平台举债，过去地方政府为融资平台提供的隐性担保受到严格约束。此后的 2015 年至 2018 年期间，各地发行近 2.6 万亿置换债券，以替换政府过去通过城投融资平台举借的债务，到 2018 年置换债券发行规模开始小于新增债券规模，表明地方债券置换工作基本完成。

从形式上来看，地方政府债务不断化隐为显，但实际上并没有得到真正的化解，城投债的偿还主要依靠滚债（借新还旧），城投债发行规模仍维持高位

2022 年总发行规模达 5.5 万亿。在投资拉动的经济高速增长期，交通、能源等大型基础设施建设要求大规模、一次性的资金投入，而绝大部分基建项目缺乏市场化运营渠道，无法实现自身收支平衡，最终支付责任仍落到地方政府财政头上。过去政府依靠土地出让收入维持地方经济建设，而如今，政策“去地产化”导致“土地财政”模式难以为继，债务偿还更是难上加难。

图 24：城投债发行与净融资情况



资料来源：财政部、招商银行研究院

在隐性债务严格监管推进下，地方政府信用与城投平台日渐剥离，城投平台融资成本愈来愈高，存量债务化解面临严峻形式，城投债也早已褪去往日光环，难以长期、持续且大规模的作为地方政府融资的“正道”。

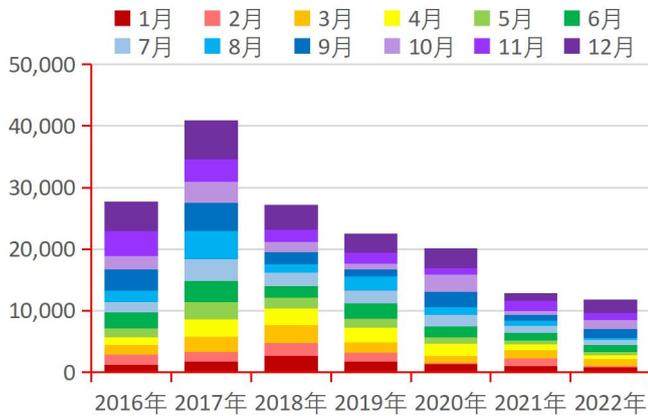
2.2 【存】PPP 难以脱离“财政支付”与“国有资本”两标签

PPP 模式是指政府与私人组织之间，以特许权协议为基础，合作建设城市基础设施项目。自 2014 年首次引入国内，经过近 10 年的发展，截至 2023 年 2 月 PPP 市场整体规模已达 20.86 万亿元（含识别、准备、采购与执行四个阶段），按平均落地率 82.05% 计算，实际有效市场规模仍超 16 万亿。

2018 年受国内信贷环境收紧与 PPP 清库整顿影响，PPP 项目新签订单规模大幅收窄，仅 2018 年一年缩量即达到约 35%，下降趋势一直持续至今。根据财政部统计口径，2022 年全年新签 PPP 项目订单仅 1.18 万亿元，不及 2017 年水平的 29%。

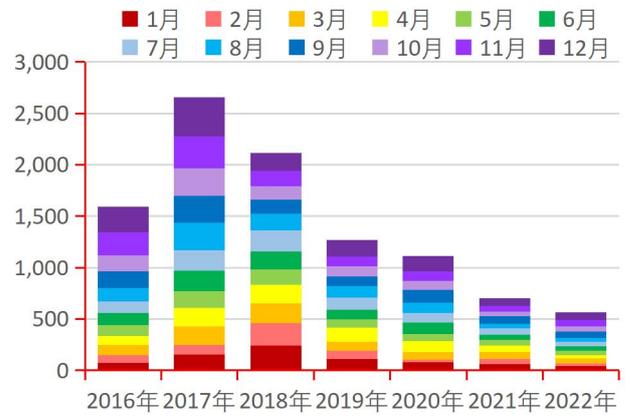


图 25: 财政部口径 PPP 项目成交金额情况 (亿元)



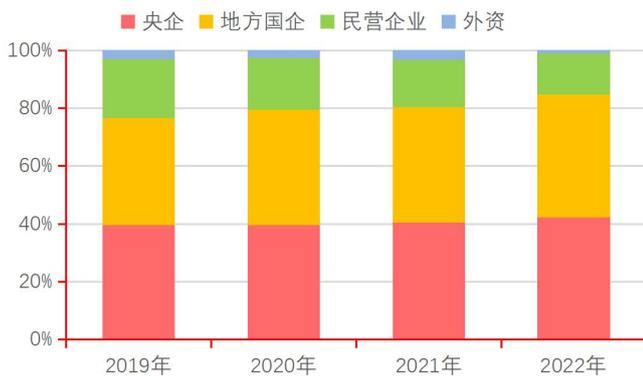
资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 26: 财政部口径 PPP 项目成交数量 (个)



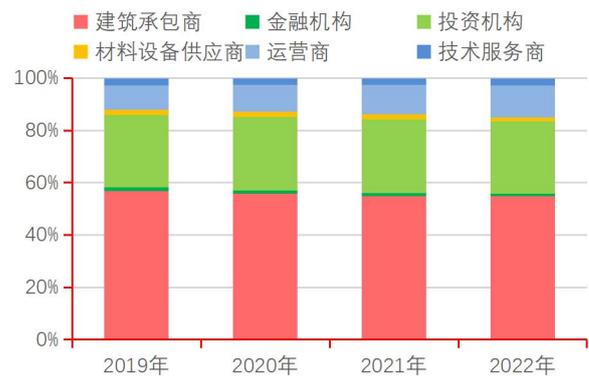
资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 27: 近 4 年 PPP 项目的投资人所有制所分布



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 28: 近 4 年 PPP 在库项目的市场投资人分布



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 29: 不同所有制所持项目平均金额 (亿元)

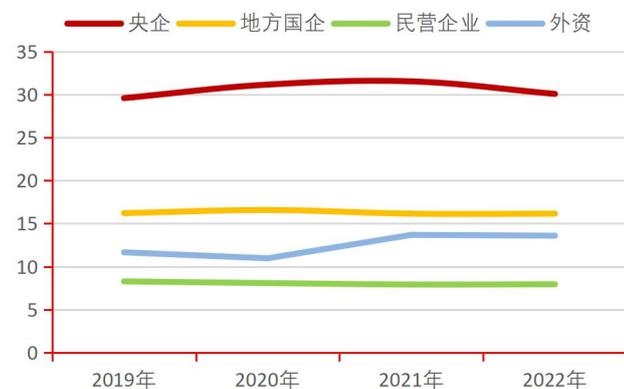
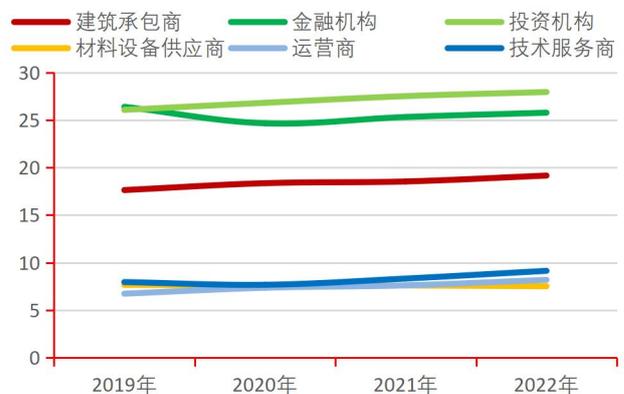


图 30: 不同投资人所持项目平均金额 (亿元)



资料来源：Wind，招商银行研究院

资料来源：Wind，招商银行研究院

尽管已经褪去了狂热的市场光环，但作为曾经的社会资本直接参与基础设施建设的最重要专用通道之一，我们仍然可以从存量的 PPP 数据中，获得城市基建投资与社会资本之间的关系启示。尽管边缘增长逐年趋缓，但由于通常基建项目的特许经营权都长达 15-20 年，因此从存量项目的结构特征，仍可以看出近 10 年社会资本参与国家基建类项目的现状。根据历史数据特征，我们发现已发展近 10 年的 PPP 模式，存在两个“超过八成”的指标：

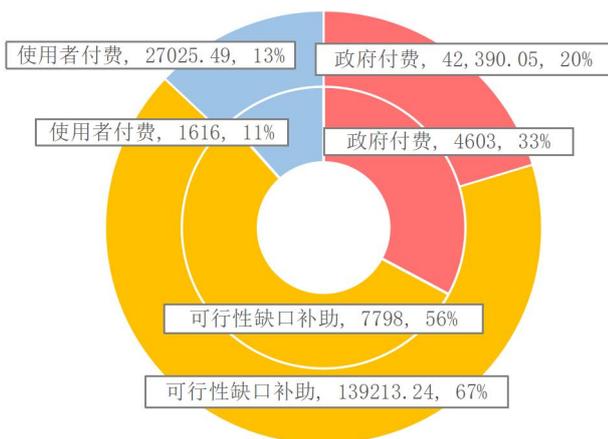
1. 实际支付责任或超过八成落在了地方政府财政的肩上：

根据实际调研结果，绝大多数可行性缺口补助类项目是在当地无法继续上报政府支付类项目的背景下，强行拼凑 10% 的使用者付费内容，打包立项的，这类项目的政府支付责任占比通常高达 90%，若将该部分支付责任按 1:9 分别计入政府与使用者付费模式，则可得出政府实际承担支付比重或高达八成。

2. 社会资本方超过八成为国有企业：

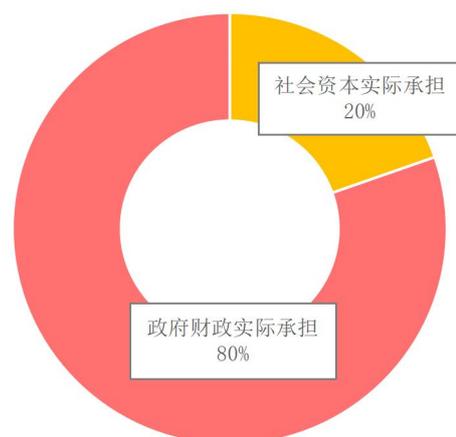
PPP 项目的社会资本参与者主要是国有建筑承包商与国有投资平台，包含中央及地方两类，其中平均金额规模更大的重大项目主要由央企承担。

图 31：PPP 项目付费模式（内环个，外环亿元）



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 32：PPP 项目社会资本与政府财政的实际承担



资料来源：Wind，招商银行研究院

考虑到大多数的 PPP 项目都拥有特许经营收入的特征，在基建市场中，此类项目已经是商业化逻辑较强的、同时也是对民营资本更友好的一类市场。但从市场实际表现来看，经过 10 年发展的 PPP 市场，无论是对民营资本参与的吸引力，还是项目本身的商业化收费模式，均在整体结构中占比不到 20%。

综上或可看出，对于现阶段我国的基础设施建设类项目而言，实现依靠民营经济大规模参与完成、同时依靠商业化运营逻辑实现项目退出的路径，是有较大难度的；至少在短期内，我国基建项目的资金支持将很难脱离对政府支付的依赖。

2.3 【存】专项债项目所谓“自偿”仍以土地出让收入为主

在 PPP 订单大幅缩量的前提下，专项债在短期内承接了基建投资的部分需求，起到了扩大有效投资、保证经济平稳运行的作用。专项债具有“自营自偿、自给自足”的特性要求，但事实上随着全国整体基建水平的不断提升，新增基建项目的市场化特许经营收入整体也呈不断降低趋势，“自偿”压力不断增加。

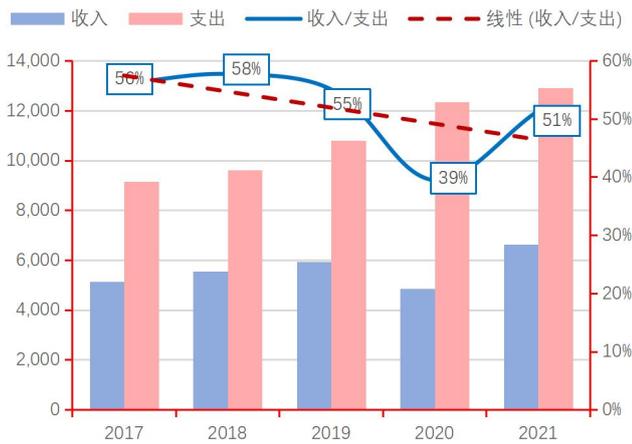
以交通类基建项目为例，根据交通运输部发布的报告，2021 年全国收费公路收支比仅 51%，债务类支出已经达到了收入的 1.6 倍，即便忽略 2020 年因新冠疫情所导致的公路收入锐减，自 2017 年起的 5 年时间内收支比也下滑了近 5 个百分点。

在此背景下，2018-2019 年专项债开始大规模放量，我国有近 7 成的专项债被用于土储与棚改等房地产属性较强的项目市场。随后 2019 年 9 月召开的国常会明确对专项债资金的流向进行了规范，2020 年起土储专项债项目应声而止，而棚改类专项债项目的总体规模也大幅收缩。自此专项债市场似乎已经与土地财政划清了界限。

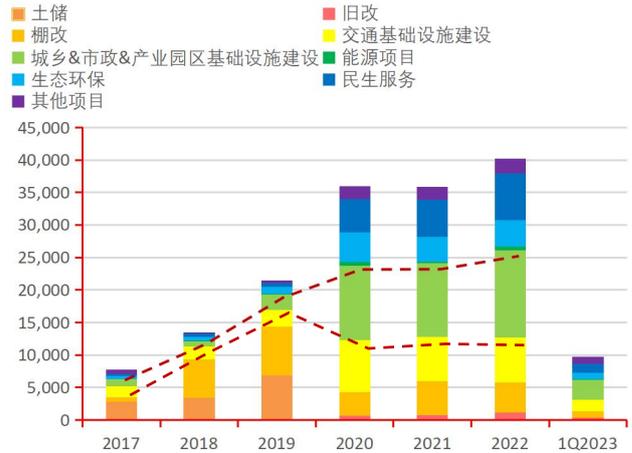
但现实中可能存在另一种情况。以 2020 年为参考，2020 年全国专项债用于棚改旧改的规模约 4311 亿元，同比上年（含土储）降低了约 1 万亿元；但与此同时，城乡&市政&产业园区基础设施建设类的专项债项目规模则增加了约 0.9 万亿元（当年规模高达 1.15 万亿元，同比增长近 4 倍）。自此时起，城乡&市政&产业园区基础设施类项目就一跃成为了专项债市场中占比最高的投放领域，一直持续至今。

图 33：全国收费公路收入与支出（亿元）

图 34：专项债历年发行规模与结构（亿元）



资料来源: Wind, 招商银行研究院

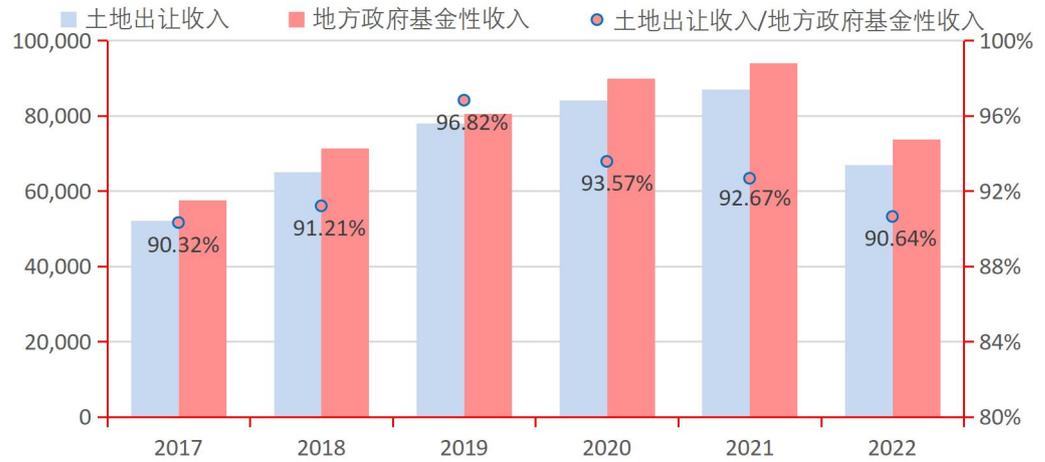


资料来源: Wind, 招商银行研究院

在实际调研中我们发现，随着高回报率的基建项目市场日渐饱和，真正能够满足专项债发行条件的项目日渐稀缺，于是市场上开始出现大量以城乡&市政&产业园区基础设施为名号的专项债项目，这类项目通常包含交通建设、市政工程、商业配套、甚至部分形似土地整备的业务模块，但在项目实际收益中，广告、城市停车场等能创造成熟的商业化收入的内容少之又少，而曾经本应归类在土地整备类的内容被包装进了项目中，成为了最重要回款来源。

这一现象也可以从宏观数据中获得解释。从宏观数据来看，现阶段对于我国政府而言，土地出让金是地方政府性基金收入的主要部分，对地方政府性本级基金收入的贡献率约 90%。作为以政府预算支出为回款来源的城市基建项目，短期内也是无法脱离土地出让收入支持的。

图 35：地方政府财政对土地的依赖程度（亿元）



资料来源：财政部、招商银行研究院

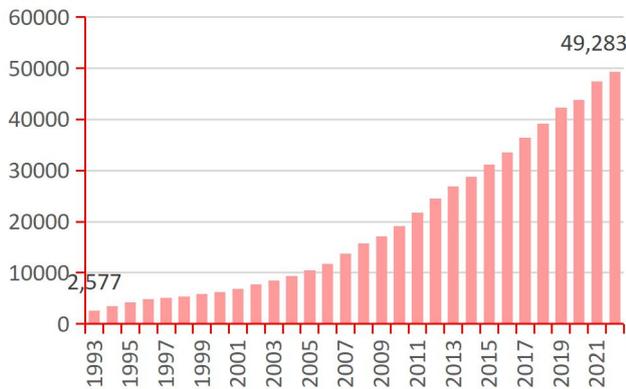
2.4 【存】公共服务付费规则市场化或为市政基建破局之道

根据上文推论，三类融资工具视角下的基建投资，最终都未能摆脱对地方政府财政的依赖，穿透来看则是未能摆脱对于“土地财政”的依赖。出现这种现象的根本原因在于，**基建项目，特别是市政类等城市基建项目，通常具有较强的公益属性，特别是在“超前建设”的规划下，多数项目投资收益率相对较低，难以通过项目自身实现投资回报；因此若要使项目实现市场化的投资闭环，就必须绑定第三方收益。**

在过去的二十年时间里，房地产市场持续高景气，为地方政府带来了稳定、持续且可观的土地出让收入，而这正是此前大多数基建项目“第三方收益”的主要构成。专项债、城投债等诸多金融工具的引入，也不过是调整基建项目整体偿付的节奏，而如果向上推导至项目支付的最终来源，几乎都会交汇至土地财政。在土地逻辑后继乏力的背景下，适当将与基建项目相关的公用事业服务的定价规则交还给市场逻辑，同时积极探索更多市场化运营收费的场景，也许才能从根本上化解存量基建项目的巨额债务负担。

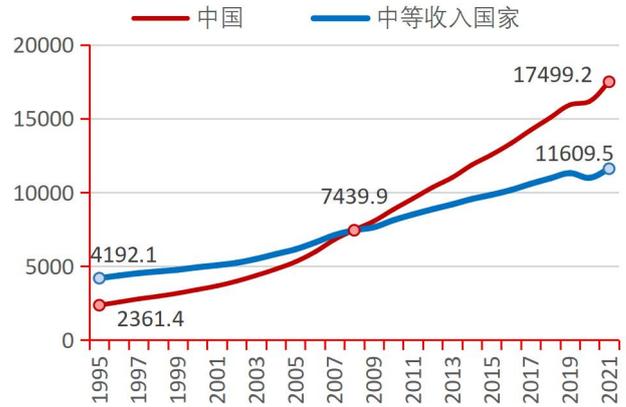


图 36: 1993-2021 中国人均可支配收入 (元)



资料来源: Wind、招商银行研究院

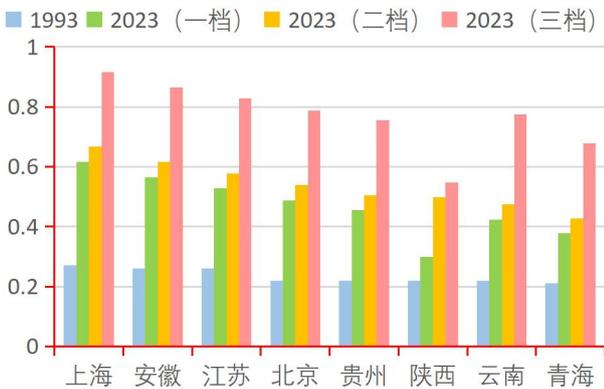
图 37: 人均 GNI (以 2011 年不变美元价计算)



资料来源: 世界银行、招商银行研究院

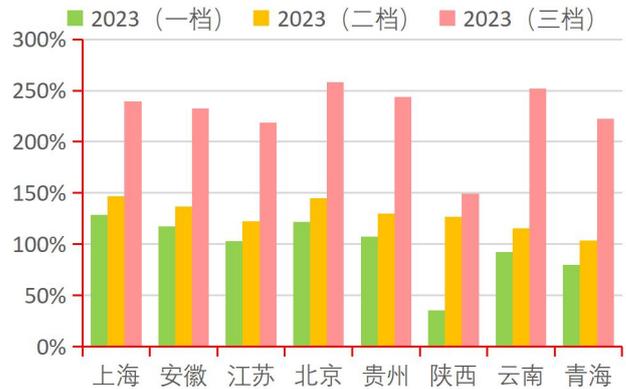
伴随着我国经济迅速腾飞, 城镇居民家庭人均年可支配收入快速上涨, 我国人均 GNI 已于 2008 年迈入了中等收入国家行列。与人民生活水平同步提高的还有我国市政基础设施的建设水平, 与之相对应的新建项目的工程量与单价成本、存量项目的更新、养护和运营管理的平均成本也在不断上升, 收支矛盾愈发凸显: 现行较低的市政收费水平已经不足以支撑新增项目的市场化立项与存量项目的市场化回收。

图 38: 部分省市用电单价 (元/千瓦时)



资料来源: 《中国物价》、各地发改委、招商银行研究院

图 39: 部分省市 30 年间居民用电单价涨幅



资料来源: 《中国物价》、各地发改委、招商银行研究院

而我国整体公共服务收费仍然偏低。以城市用电价格为例: 纵向对比来看, 过去 30 年间, 样本省市的居民用电单价最高涨幅也仅 2.5 倍左右; 而同期我国城镇居民家庭人均年可支配收入的涨幅则超过 18 倍。如果从这一数据角度来看, 居民消费能力显然已经不是限制我国公共服务定价的核心因素。

横向对比来看, 2022 年底中国的居民用电价格在 38 个 OECD 国家中排名居于最末位, 平均仅约 0.54 元人民币/kwh, 折合 0.075 美元/kwh, 只有中

位数的 1/3 左右。长期远低于国际水平的公共服务定价，与近年来不断对标、看齐甚至超过海外的城市市政配套基础设施建设，两者之间的矛盾最终体现为了企业经营与政府财政的沉重负担。

公共服务收费过低导致的问题目前已然暴露在发电企业的经营层面：2021 年，五大发电上市公司集体出现亏损，其主要原因之一即在于上游成本端的市场化增长与下游销售端的非市场化限价政策之间的矛盾所致。

值得注意的是，国家相关机构曾经就公共服务定价策略出台过相关的指导意见材料，指导意见值的上限其实远高于现行定价水平。以自来水消费为例：根据《水利建设项目经济评价规范》(SL72—2013)（以下简称《规范》）规定，城市居民人均水费支出占可支配收入比例超过 3% 时，强化居民节约意识的价格杠杆才会发挥明显作用；而按照我国城镇居民生活第一阶梯水价标准，2022 年在我国 36 个重点城市的这一比例平均水平仅约 0.5%，相比《规范》的指导意见范围上限仍有近 500% 的涨价空间，长期维持过低定价显然与我国当前依然严峻的水资源短缺形式互相矛盾。

图 40：各国 2022 年 12 月居民用电价格对比（美元/kwh）



资料来源：招商银行研究院整理绘制

公共事业收费规则市场化的推进，不但可以使上述矛盾化解，还可以为公募 REITs 的市场化发展提供正当性逻辑，为解决我国巨额的存量基建资产盘活需求提供思路。我国一方面拥有超百万亿元规模的已进入成熟运营期的基础设施资产，另一方面也有超百万亿元规模的养老资产配置需求与超过一亿的个人投资者，若二者可以实现合理匹配，形成良性循环，或可催生全球最大的 REITs 市场。

对于公募 REITs 这类股权收益类产品而言，价格收益的底层逻辑是股权增值，而支撑股权增值的商业化逻辑即是特许经营收益的提升；换言之，建立在市场化前提下的运营收费，可以为企业未来的特许经营收入的增长带来想象空间，一定程度上可以置换部分投资者对于项目运营的当前收益率的关注。这种置换或可使城市建设加速摆脱对土地财政的依赖，甚至可以使资产盘活的效果先于公共服务提价之前显现，使我国的存量基建市场提前进入良性循环模式。

三. 看市场：行业整体增长放缓，民营企业压力较大

我们选取了 85 家建筑施工上市公司，按业务类型划分为房建建设、基建建设、园林工程、专业工程及其他四个子领域，并对不同所有制的企业展开分析，发现：

- (1) **建筑施工行业整体营收增速趋缓，盈利能力有所下滑，民营企业受疫情冲击较严重。**行业子领域受疫情冲击均不同程度下滑，其中园林工程上市公司营收和盈利受影响最为严重。分不同所有制看，央企营收和盈利情况相对稳定，民营企业抗风险能力较差，融资成本进一步上涨，目前仍在消化三年疫情带来的经营冲击。
- (2) **建筑施工行业不同子领域资产负债率趋同，地方国企杠杆有所回升，央企去杠杆表现佳。**四类子领域杠杆率向 75% 的长期政策指导标准收敛，房建建设、基建建设板块企业去杠杆已见成效，园林工程、专业工程及其他领域企业由于融资规模扩大、融资成本上升，资产负债率提高。分企业属性看，央企去杠杆有所成效，而地方国企杠杆率明显回升。
- (3) **建筑施工行业整体短期流动性较为平稳，长期现金流预期好转。**从短期流动性看，四类子领域的流动比率和速动比率在剔除会计准则调整影响后较为平稳。从现金流来看，专业工程子领域由于近年的国家基建方面战略政策支持等因素而加大投资，预期将带来正向收益从而改善现金流表现，而其他子领域现金流目前均已有所好转。

3.1 营业收入：建筑行业整体增速趋缓

从上市公司经营数据表现来看，2022 年建筑施工行业整体营收增速较上年有所趋缓。从细分领域角度来看，房屋建设、基建建设、专业工程与园林工程四大板块的营收增长均不及上年水平。其中基建建设与专业工程领域企业总体营收增速表现较好，仍有 10 个点以上的增长表现；园林工程营收规模进一步萎缩，延续了上年的负增长态势并进一步扩大至近-36%。

从历史表现情况来看，园林工程受 PPP 清库的影响最为直接，自 2018 年起营收规模即开始收缩；房建建设领域 5 年来首次跌破 10% 的增速水平，或主要受到房地产市场低迷的影响所致；这两大领域的收缩趋势未来或将持续。

图 41：建筑施工各子领域营收增速情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 42：不同所有制企业营收增速情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

从所有制角度来看，央企营收增长略有放缓，降低约 4.2 个百分点；地方国企营收增长回落则更加明显，高达 12.2 个百分点；相比前两者，民营企业所遭遇的经营困境要明显得多，营收规模不增反降，五年来第二次出现了负增长现象（-6.3%），而上一次出现还是在 2020 年的疫情冲击之下导致的，彼时这一水平也仅 -2.3%。

图 43：8 家央企基建业务营收（亿元）逆周期增长



资料来源：财政部、招商银行研究院

央企与地方国企的营收增速虽有下滑，但考虑到 2022 年的特殊疫情环境，仍然可以视为维持了稳定增长的趋势；特别是地方国企，如剔除样本池中的陕西建工（该企业年内发生资产重组，对子领域营收增长数据影响较大），其营

收增速将升至约 14.6%，整体降幅与央企趋于一致。由此可见，建筑行业央企与地方国企在国家整体经济表现承压的背景下，仍然较好地发挥了其“保增长”的压舱石的作用。

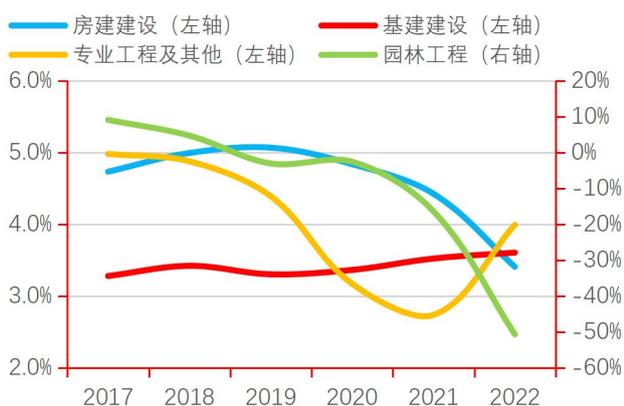
民营企业相比之下抗风险能力较弱，疫情三年内仅 2021 年实现了营收正增长。2022 年营收负增长现象更甚于 2020 年，其原因或在于民营企业的经营特征所致。建筑行业民营企业的主营范围通常以房建建设为主，专业工程与园林工程亦有涉猎，但受到资本实力及政府关系的限制，相对较少直接参与基建类项目工程，因此在 2022 年的不佳表现或由于同时受到疫情环境与房地产市场低迷的双重打击。

3.2 盈利水平：基建建设子领域和建筑类央企盈利水平稳定

从行业子领域的盈利水平表现情况来看，基建建设领域盈利能力保持稳定，专业工程领域盈利能力有所回升，房建建设和园林工程上市公司盈利能力出现下滑。

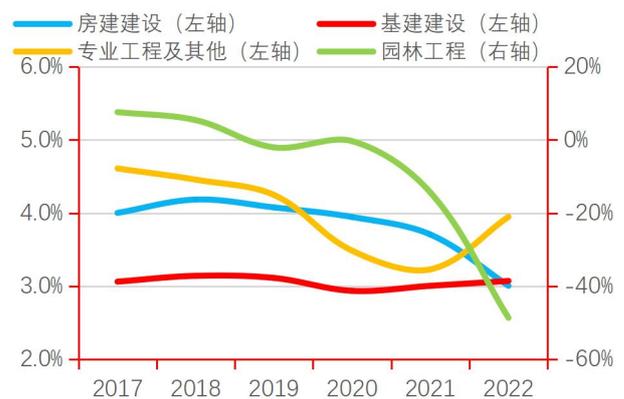
基建领域毛利率逆势增长，再次体现了基建领域逆周期的特点；而得益于新基建发展以及技术更新迭代，专业工程上市企业在经受疫情冲击后，也实现了利润率回弹，2022 年毛利率水平仅次于基建领域，净利率则为行业最高；园林工程过去一度曾是建筑施工行业中盈利能力最强领域，但在遭遇 PPP 清库等环境变故之后毛利率与净利率双双迅速跌至零点以下，至 2022 年该领域毛利率和净利率进一步下探至-50.71%与-48.62%，亏损现象严重。

图 44：建筑施工各子领域毛利率情况



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 45：建筑施工各子领域净利率情况

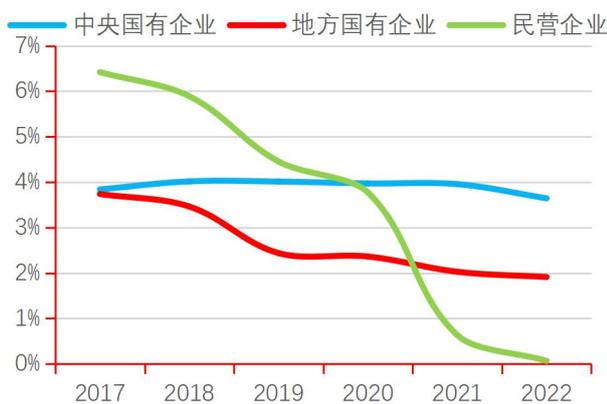


资料来源：Wind，招商银行研究院

分所有制情况来看，央企与地方国企在疫情期间仍维持了较为稳定的盈利能力，而民营企业的盈利能力则受疫情冲击更加明显。盈利能力变化的差异充分展现了三类不同企业的抗风险能力：央企与地方国企的经营更加稳健，抵御

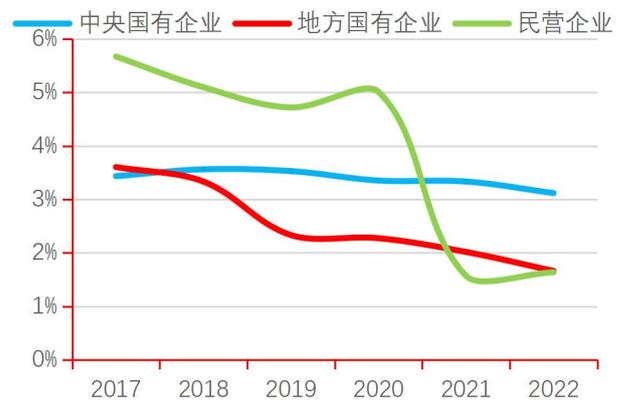
不良外部环境冲击的能力也更强。民营企业相比之下拥有更加灵活地经营优势，这使得多数民企在经济环境较好的环境下可以攫取超越央企与地方国企的回报利润；但是在面对不良市场冲击时，规模较小、经营领域较单一的民营企业通常不具备央企与地方国企的抗风险能力。以疫情冲击为例，2020-2022年三年期间，民营企业的毛利率与净利率均呈失速下滑状态，至2022年仍有约三分之一的建筑行业民营企业出于净亏损的运营状态。

图 46：不同企业属性毛利率情况



资料来源：Wind，招商银行研究院

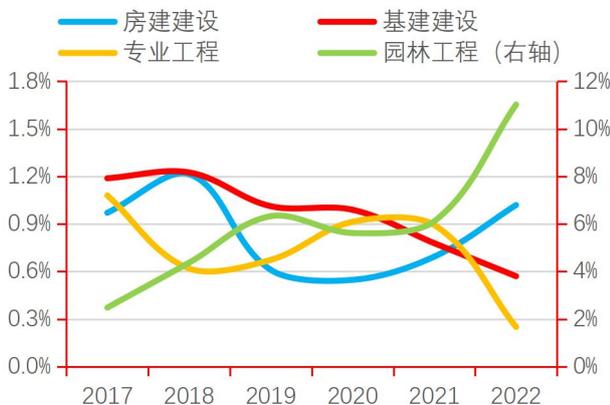
图 47：不同企业属性净利率情况



资料来源：Wind，招商银行研究院

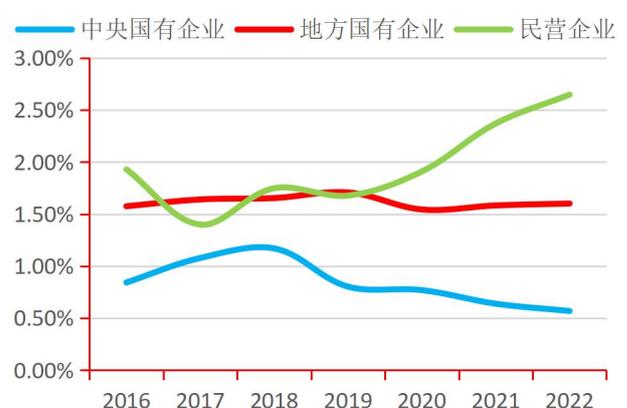
从融资成本水平角度来看，基建建设领域企业与央企属性企业的财务成本控制能力为行业最佳，或由于其拥有较强的供应链金融管理能力，将较高的财务成本转移至上游供应商端所致。部分企业甚至可以在供应链金融管理中，通过其较低的市场融资成本与提供给供应商较高利息之间的差额赚取利息收入。

图 48：建筑施工各子领域企业的财务费率



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 49：不同所有制属性企业的财务费率



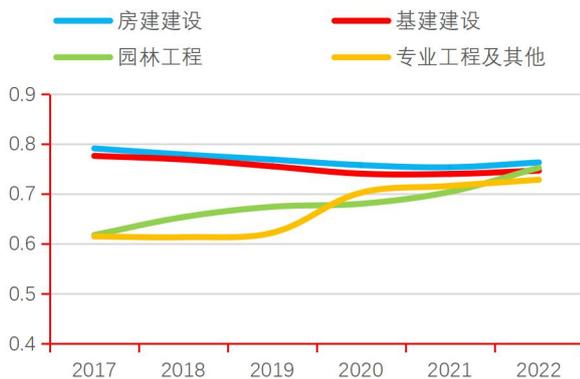
资料来源：Wind，招商银行研究院

受房地产市场低迷影响，房建建设与园林工程领域企业近两年财务费率显著上升；而民营企业应对外部风险的能力、自身的信用评级、以及对供应链企业的资金管理能力均弱于央企与地方国企，其财务费率自疫情爆发以来节节攀升。显著升高的融资成本将对企业的净利率造成较大影响，使企业经营的可持续性进一步承压。

3.3 资产负债率：国企杠杆有所回升，央企去杠杆表现最佳

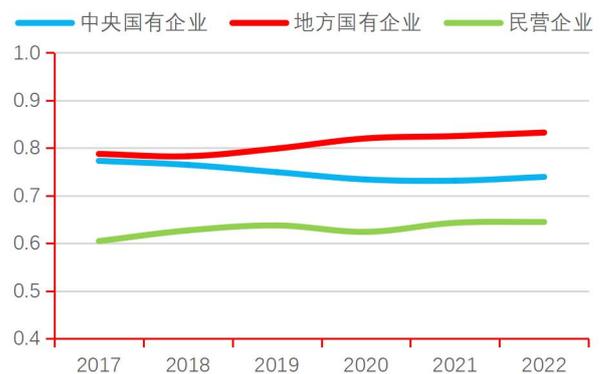
在国资委给出的非工业企业 75% 的长期资产负债率指导意见值的指标要求下，杠杆率较高的基建建设与房建建设子领域企业的去杠杆成效显著，而杠杆率此前较低、目前正处在负债扩张期的专业工程与园林工程子领域企业，也将其负债扩张的节奏控制在了指导意见值之内。近五年来，各子领域资产负债率不断像指导意见值收敛，截至 2022 年各子领域资产负债率均接近 75% 水平附近。

图 50：建筑施工各子领域资产负债率情况



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 51：不同企业属性资产负债率情况



资料来源：Wind，招商银行研究院

分所有制情况来看，央企和地方国企的杠杆率仍显著高于民企：

1. 地方国企的资产负债率水平最高，且受专项债发行规模加码等融资环境的刺激，近五年呈稳重缓升趋势，截至 2022 年已达到 83%，几乎已经回到“去杠杆”之前的资产负债率水平；未来需要重点关注此类企业的偿债能力。
2. 央企杠杆率降至 75% 以下后企稳，“去杠杆”任务完成质量较高，截至 2022 年资产负债率水平约为 74%，此类企业未来稳健经营的确定性也相对较强。
3. 民营企业受其融资通道有限、融资成本偏高等不利条件约束的影响，虽然也在通过市场融资解决经营问题，但总体资产负债率上涨缓慢，

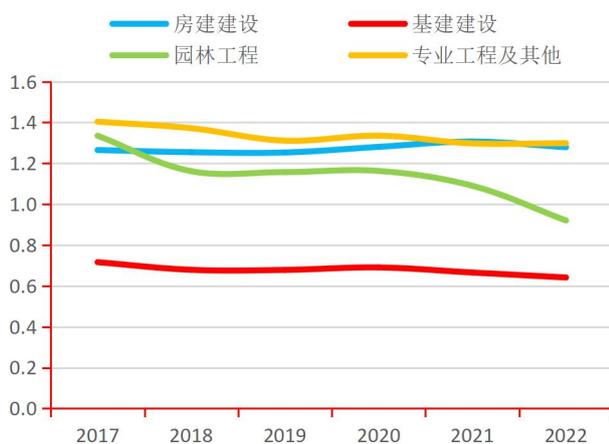
上升水平有限，截至 2022 年仅约 64%。尽管负债水平为三者中最低，但综合考虑主营情况、成本管理、流动性水平等综合因素，仍需重点关注此类企业的偿债能力。

3.4 流动性水平：短期流动性较为稳定，长期现金流趋势向好

短期流动性表现方面，从流动比率视角来看，除园林工程近三年流动性水平下滑外，建筑行业整体流动性表现趋于平稳；园林工程上市企业近三年流动性下降明显，其原因或在于此前 PPP 清库后订单转化规模下降的延迟释放效应导致流动资产规模降低。

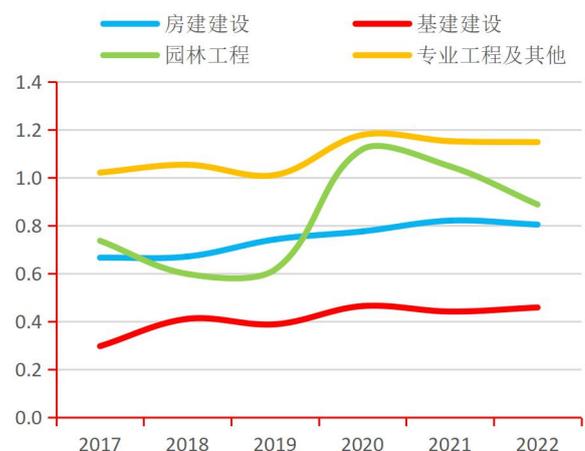
而从速动比例视角来看，园林工程与专业工程领域的速动比率水平在 2020 年出现异动，其主要原因在于会计准则调整，将“已完工未结算工程”从存货项下调整至合同资产项下所致，剔除这一影响后整体趋势表现与流动比率趋势相对一致。

图 52：建筑施工各子领域流动比率情况



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 53：建筑施工各子领域速动比率情况



资料来源：Wind，招商银行研究院

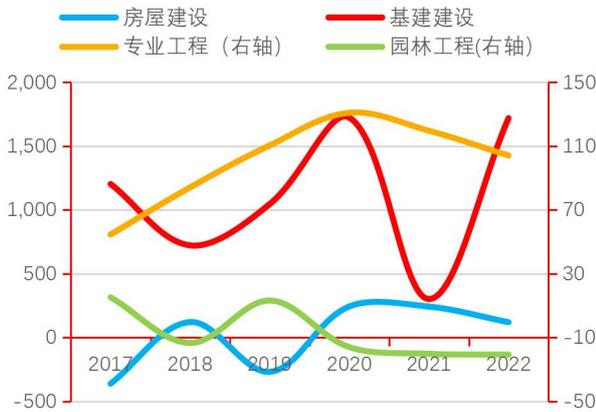
为了消除会计准则中对于 PPP 相关订单科目的调整对行业现金流趋势判断的影响，我们将各领域的经营性现金流与投资性现金流合并进行分析。从长期现金流水平视角来看，2022 年除专业工程领域外多数子领域现金流水平呈好转趋势。

专业工程领域经营性现金流充沛，但投资性现金流与经营性现金流之和下落明显，或与近年来领域内企业的投资扩张行为有关。在国家大力推进高质量城市建设工作的政策支持引导下（如《物联网新型基础设施建设三年行动计划（2021-2023 年）》等），专业工程和基建建设上市企业在建筑相关的新基建、智能化、可持续发展等领域的投资力度不断扩大，此类规模扩张也确实为企业



带来了可观的收益，这一点可以在前文中提到的 2022 年专业工程子领域逆市而上的净利率表现中得到印证。随着投资产出效率的不断提升，我们认为该子领域未来的盈利能力与现金流水平或将持续获得优化。

图 54: 建筑施工各子领域 CFO 净额 (亿元)



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 55: 建筑施工各子领域 CFO+CFI 净额 (亿元)



资料来源: Wind, 招商银行研究院

3.5 业务建议及风险提示

(本部分有删减, 招商银行各部如需报告原文请参照文末联系方式联系研究院)



免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇