相关研究

《中部省份挖掘之河南》2020.01.21
《信用利差走阔（专题：河南发债城投梳理）》2020.02.09

分析师:姜超
Tel:(021)23212042
Email:jc9001@htsec.com
证书:S0850513010002
分析师:杜佳
Tel:(021)23154149
Email:dj11195@htsec.com
证书:S0850518080002

分省城投挖掘之山城重庆

投资要点:

- **GDP、财政实力中上，广义债务率相对偏高。1）经济财政实力中上。**2019 年重庆市 GDP 总量位列全国 31 个省市中第 17 名，约为 2.36 万亿元。GDP 构成中第三产业占比最大，且近年占比增长较快。财政实力总体一般，2019 年重庆市综合财力达 8109 亿元，公共财政财力 5000 多亿，一般公共预算收入是 2000 多亿，其中税收是 1500 多亿，财政自给率较高。土地供给近年来比较多，政府性基金财力占比在全国前列，地价整体不贵，但是供应量大。**2）人口密度大，金融资源较多。**重庆常住人口和户籍人口均超过 3000 万，人口密度较高，其中户籍人口常年呈现净流出状态，一般是去一线城市和附近城市，北京、成都、深圳、上海这些地方去的比较多。常住人口常年低速增长，近 10 年年均增速不及 1%。重庆金融资源较多，截至 20 年 6 月末各项存款余额约 4.24 万亿元，同比增加 6.43%，受疫情影响政府存款增速为负，但住户存款和企业存款仍保持较高水平，尤其是普惠金融政策下企业存款增速上升。**3）显性债务率低、广义债务率偏高。**2019 年重庆市狭义债务率约为 69.10%，仅算入城投债券余额的广义债务率近 120.17%，算入所有城投带息债务余额后，广义债务率约为 232%，相对偏高。

- **一区两群与五大功能区。**重庆发债平台有 100 家左右，数量众多。市国资委下面几个 AAA 级市级平台，资质优但收益率也较低。区县平台建议可根据发展规划入手。重庆有 38 个行政区县，当下城市发展规划为“一区两群”，“一区”为主城都市区，包括原都市功能核心区、拓展区以及发展新区，“两群”包括渝东北生态涵养发展区和渝东南武陵山区城镇区，从发展定位上看，“一区”中的核心区、拓展区和发展新区或可作为投资挖掘的主要区域。

  五大功能区中，都市功能核心区和功能拓展区债务率最高，发展新区近年来实体提升。经济财政实力相对较强的都市功能核心区和都市功能拓展区狭义、广义债务率均相对较高，其中江北区尤甚。发展新区近年来经济、财力均发展较快，2019 年城市发展新区平均综合财力超过了都市功能核心区和都市功能拓展区，而渝东北生态涵养发展区、渝东南生态保护发展区平均 GDP 和综合财力较低，差异性也较大。

  更具体来看，核心区和拓展区由 9 个区划构成，包括渝中、渝北、江北、南岸、沙坪坝、九龙坡、北碚、巴南、大渡口，核心区中有个副省级新区两江新区，其主平台两江新区城投是 AAA 主体评级、省（直辖市）级平台，其他几个规模小一点的平台都拿到了 AA+的主体评级。渝中是重庆核心地段，发债平台只有 1 家，由于地区发展较为成熟，近几年运营性业务收入增加，但新增土地整治、安置房项目业务量有所减少。沙坪坝是老工业区，有 3 家 AA+发债平台和 1 家 AA 级发债平台。9 个区划中巴南区、北碚区和大渡口区相对较弱，其中大渡口目前唯一的发债平台评级只有 AA 级。主城区周边一圈是城市发展新区，江津、涪陵、合川、永川、长寿发展相对较好，2019 年 GDP 总量都在 700 亿以上，主平台均拿到 AA+的评级，其中江津的 GDP 总量最高，涪陵产业优质。渝东北和渝东南地区间差异较大，比如渝东北的“万开云梁”发展相对较好，特别是万州 2019 年 GDP 体量也在 600 亿以上，有 1 家发债平台评级拿到 AA+，但近几年万州地区遭遇政策红利的退潮，包括退出国家贫困区、三峡办撤销等，增长势头较差，GDP18-19 年呈负增长。

目 录

1. 重庆市经济及财政情况 5
1.1 全市经济及财政情况概览 5
1.2 全市债务率情况 7
1.3 全市金融资源情况 8
2. 区县经济及人口情况概览 8
2.1 区县经济情况 9
2.2 区县人口情况 10
3. 区县财力及债务情况 11
3.1 区县财力情况 11
3.2 区县债务情况 12
4. 重庆市土地出让情况分析 13
4.1 全市土地出让情况 13
4.2 区县土地出让情况 14
5. 重庆发债城投梳理 15
5.1 市级平台梳理 15
5.2 都市功能核心区和都市功能拓展区 17
5.3 城市发展新区 21
5.4 渝东北生态涵养发展区及渝东南生态保护发展区 24

图目录

图 1 19 年重庆市 GDP 总量、排名及增速情况 5
图 2 重庆市 GDP 构成 5
图 3 18 年重庆市第三产业结构（除其他行业以外） 5
图 4 18、19 年全国各省综合财力情况（亿元） 6
图 5 18、19 年各省税收收入占比情况 6
图 6 18、19 年各省财政自给率情况 7
图 7 18、19 年各省狭义债务率情况 7
图 8 18、19 年各省广义债务率情况（口径一） 7
图 9 18、19 年各省广义债务率情况（口径二） 8
图 10 重庆市区县分布图 9
图 11 19 年各区县 GDP 及增长率情况 10
图 12 18 年各区县人口净流入率及常住人口增速情况 10
图 13 19 年各区县综合财力情况（亿元） 11
图 14 18 年各区县综合财力情况（亿元） 11
图 15 18、19 年各区县税收收入占比情况 11
图 16 18、19 年各区县财政自给率情况 12
图 17 19 年各区县狭义债务率情况 12
图 18 19 年各区县广义债务率情况（口径一） 12
图 19 19 年各区县广义债务率情况（口径二） 13
图 20 18、19 年末各区县存续债余额情况（亿元） 13
图 21 19 年重庆市土地成交总价情况（亿元） 14
图 22 19 年重庆市地面均价情况（元/平米） 14
图 23 18 年各省商品房销售额增长率情况 14
图 24 19 年各区县土地成交总价及增长率情况 15
图 25 19 年各区县土地成交总价结构情况 15
图 26 19 年各区县成交土地面积情况 15
图 27 19 年各区县地面均价及增长率情况 15
图 28 重庆“八大投”转型为“五大投” 16
图 29 两江新区规划图 17

表目录

表 1 市本级发债平台代表性债券收益率 16
表 2 两江新区发债平台代表性债券收益率 18
表 3 渝中区和九龙坡区发债平台代表性债券收益率 19
表 4 沙坪坝区和渝北区发债平台代表性债券收益率 20
表 5 巴南区发债平台代表性债券收益率 20
表 6 南岸区、北碚区和大渡口区发债平台代表性债券收益率 21
表 7 江津区发债平台代表性债券收益率 22
表 8 涪陵区发债平台代表性债券收益率 23
表 9 合川区发债平台代表性债券收益率 24
表 10 万州区发债平台代表性债券收益率 25

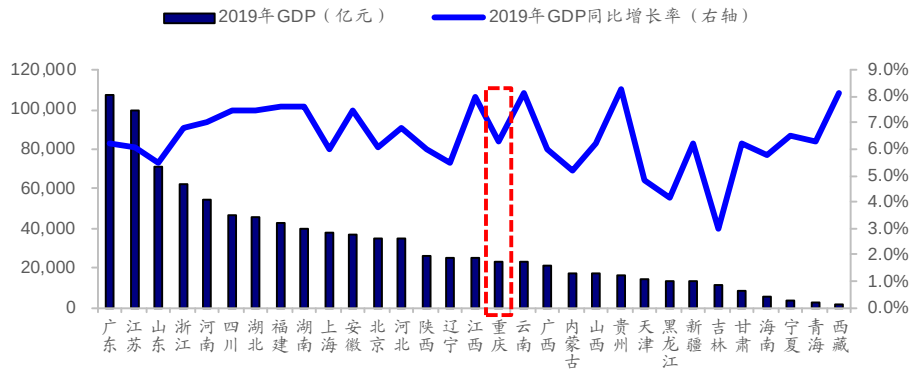
1. 重庆市经济及财政情况

重庆市地处中国内陆西南部、长江上游，与四川、云南、贵州、湖南、湖北及陕西接壤。作为中国中西部地区唯一直辖市，重庆市被国家赋予国家重要中心城市、长江上游地区经济中心、国家重要现代制造业基地、西南地区综合交通枢纽和内陆开放高地等定位。重庆市目前的支柱产业有汽车产业、电子信息产业等。未来发展方面，重庆市在推动成渝地区双城经济圈现代产业体系建设中迎来三大机遇：在全球新一轮科技革命与产业变革中吸引中高端产业导入、借助“一带一路”、长江经济带建设和西部大开发做大产品输出和要素集聚、通过承接东部产业转移实现高质量一体化发展。

1.1 全市经济及财政情况概览

重庆市 GDP 总量居全国[1]中游。2019 年重庆市 GDP 总量位列全国 31 个省、市及自治区中第 17 名，约为 23605.77 亿元，较 18 年增长约 6.3%。

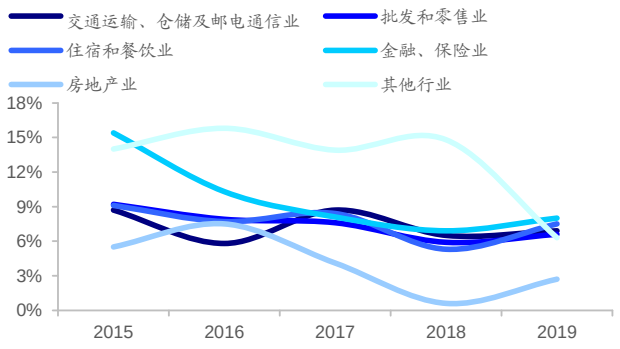
图1 19 年重庆市 GDP 总量、排名及增速情况



资料来源：WIND，海通证券研究所

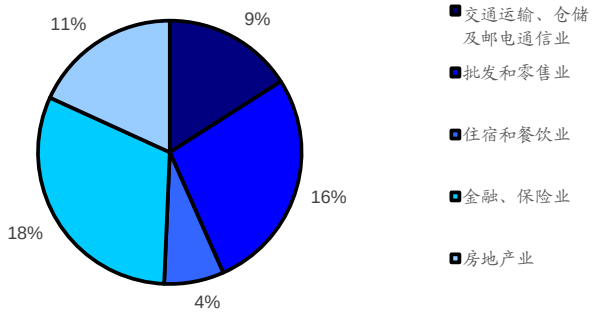
GDP 构成中第三产业占比最大，且近年占比增长较快。第三产业占比自 2011 年以来增速较快，2013 年以近 46.7%超越第二产业（约 45.5%）成为三产中占比最大的产业。2019 年第一产业增加值约 1551.42 亿元，第二产业增加值约 9496.84 亿元，第三产业增加值约 12557.51 亿元，分别较 18 年增长约 3.6%、6.4%和 6.4%，其中第三产业增加值占比约为 53.2%。第三产业结构方面，2018 年数据显示，除去其他行业，金融、保险业占比最大（约 18%），批发和零售业次之（约 16%），房地产业占比最小（约 4%）。

图2 重庆市 GDP 构成



资料来源：WIND，海通证券研究所

图3 18 年重庆市第三产业结构（除其他行业以外）



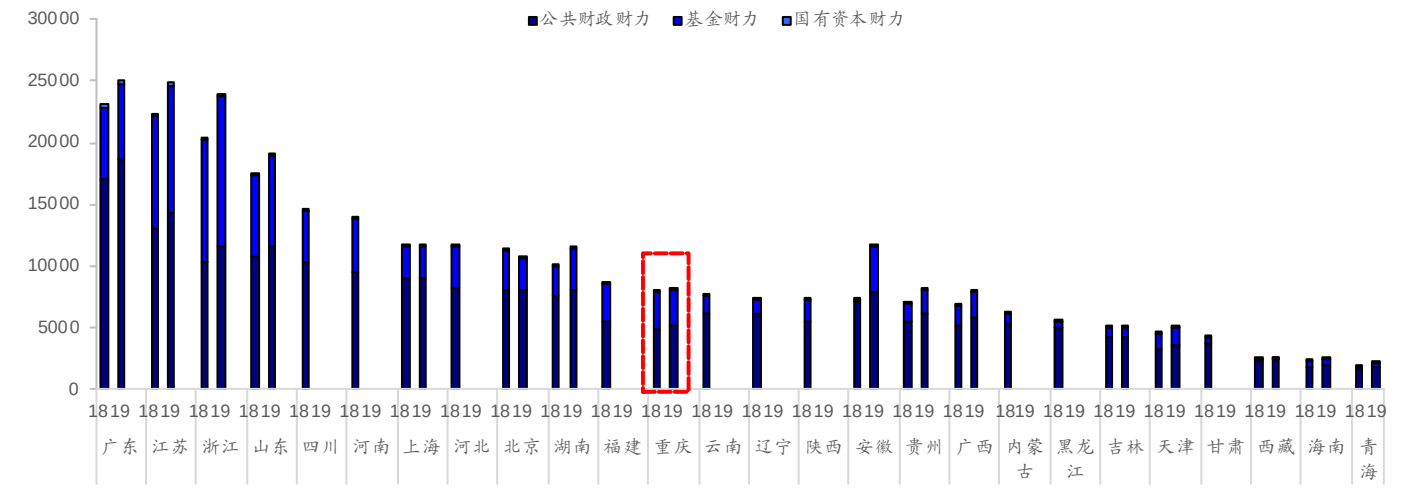
资料来源：WIND，海通证券研究所

[1] 指大陆地区，不包括港澳台，下同。

重庆市总体财政实力一般。2019 年综合财力达 8109 亿元，较 18 年增长约 1%，其中公共财政总财力、政府性基金总财力、国有资本财力分别约为 5127 亿元（+5.26%）、2839 亿元（-6.55%）、143 亿元（+19.17%）。

重庆财力构成中，公共财政占比较低。2019 年数据缺失较多，暂不分析。在 2018 年全国 31 个省、自治区及直辖市的综合财力情况中，剔除有数据缺失的省份后，重庆市的综合财力在剩余 26 个省份中排名第 12，达 8029 亿元。其中公共财政总财力占比在各省市排名倒数第 3，约为 60.67%；政府性基金总财力占比位列第 3，约为 37.84%；国有资本财力占比位列第 2，约为 1.49%。

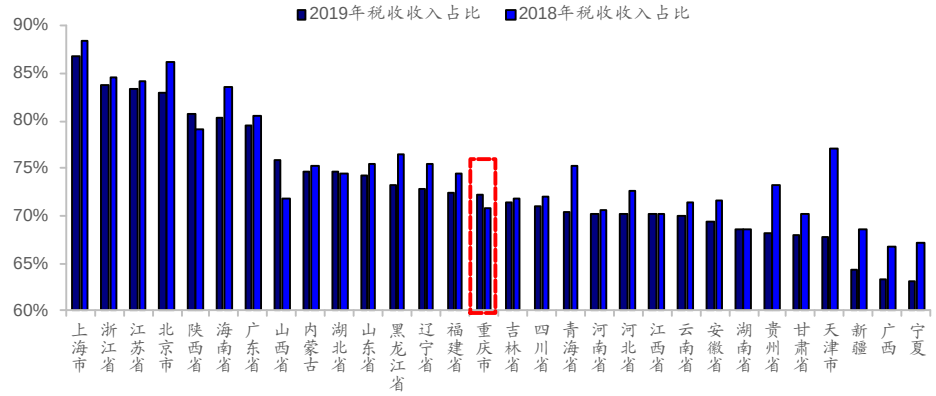
图4 18、19 年全国各省综合财力情况（亿元）



资料来源：WIND，各省政府 18、19 年决算、预算执行情况草案及统计公报，海通证券研究所

一般公共预算中，税收收入占比不高，但 19 年有所上升。从财政收入结构来看，2019 年重庆市税收收入占一般公共预算收入比例约为 72.19%，在剔除数据缺失省市后的 30 个省、市及自治区中排名第 15 位，处于全国中间位置。2018 年重庆市税收收入占比近 70.76%，在 30 个省市中排名第 23。

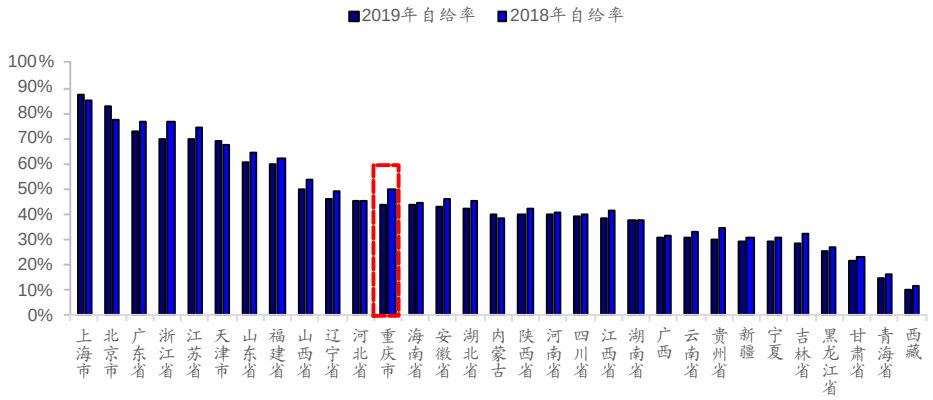
图5 18、19 年各省税收收入占比情况



资料来源：WIND，各省政府 18、19 年预算执行情况草案及统计公报，海通证券研究所
注：西藏地区数据缺失

财政自给率稳居全国中上游。2019 年重庆市财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）约为 44.04%，在全国 31 个省、市及自治区中位列第 12 名。2018 年重庆市财政自给率约为 49.89%，全国排名第 10。

图6 18、19 年各省财政自给率情况

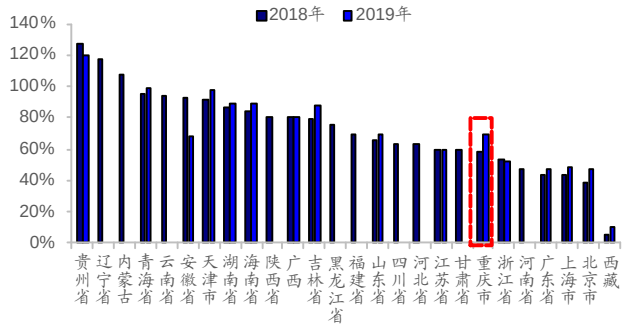


资料来源：WIND，各省政府 18、19 年预算执行情况草案及统计公报，海通证券研究所

1.2 全市债务率情况

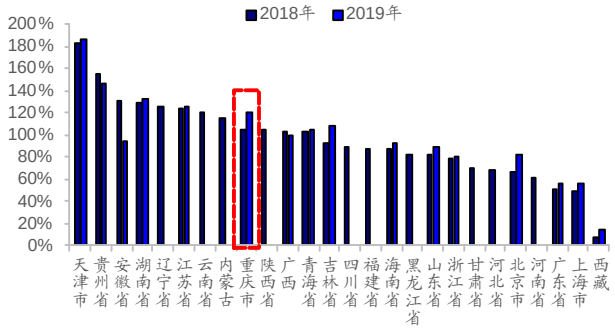
重庆市债务率相对较低，而广义债务率相对偏高。从债务率来看，2019 年重庆市狭义债务率[2]和广义债务率（口径一）[3]分别约为 69.10%和 120.17%，较 18 年均有上升。其在能够获取数据的全国 26 个省市及自治区中，2018 年重庆市狭义债务率排名倒数第 7，全国来看相对较低，而广义债务率排名第 9，相对偏高。

图7 18、19 年各省狭义债务率情况



资料来源：WIND，各省政府 18、19 年预算执行情况草案及统计公报，海通证券研究所
注：山西、湖北、江西、新疆、宁夏数据缺失

图8 18、19 年各省广义债务率情况（口径一）

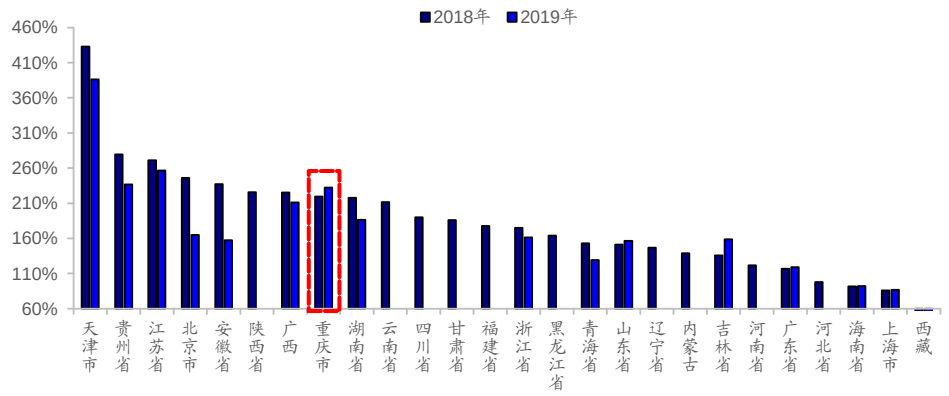


资料来源：WIND，各省政府 18、19 年预算执行情况草案及统计公报，海通证券研究所
注：山西、湖北、江西、新疆、宁夏数据缺失

算入所有城投带息债务余额后，重庆市广义债务率依然相对偏高。算入发债城投带息债务余额后，2019 年重庆市广义债务率（口径二）[4]约为 232.22%，较 18 年的 219.73%有所上升。在能够获取数据的全国 26 个省市及自治区中，2018 年重庆市算入所有城投带息债务余额后的广义债务率位列第 8，相对偏高。

[2] 狭义债务率计算方法：政府一般债务及专项债务余额/综合财力
[3] 广义债务率（口径一）计算方法：政府一般债务、专项债务及城投债券余额之和/综合财力
[4] 广义债务率（口径二）计算方法：政府一般债务、专项债务及城投带息债务余额之和/综合财力

图9 18、19 年各省广义债务率情况（口径二）



资料来源：WIND，各省政府 18、19 年预算执行情况草案及统计公报，海通证券研究所
注：山西、湖北、江西、新疆、宁夏数据缺失

1.3 全市金融资源情况

重庆市主要金融机构数量较多，银行机构方面，法人或市级分行银行机构共 109 家，支行共 2328 家，分理处共 1647 家；保险机构方面，法人共 5 家，省市及分公司共 52 家，中心支公司共 88 家，支公司共 555 家，营销服务部共 606 家；证券机构方面，法人共 1 家，证券分公司共 39 家，营业部共 207 家。

截至 2020 年 6 月末，重庆市各项存款余额约 4.24 万亿元，境内存款中住户存款余额约 1.98 万亿元，同比上涨 13.42%；非金融企业存款余额约 1.28 万亿元，同比上涨 8.17%；广义政府存款余额约 6960 亿元，同比下跌 9.07%。

2. 区县经济及人口情况概览

重庆市下辖 38 个行政区县。当下重庆市政府的城市发展规划为“一区两群”，其中“一区”指“主城都市区”，“两群”指“渝东北三峡库区城镇群”和“渝东南武陵山区城镇群”，该规划实际上是五大功能区的再组合。

具体而言，“主城都市区”由原先的都市功能核心区和都市功能拓展区及城市发展新区构成，“渝东北三峡库区城镇群”为原先的渝东北生态涵养发展区，“渝东南武陵山区城镇群”则为原先的渝东南生态保护发展区。

本文依然按五大功能区划分的方法进行讨论。其中，都市功能核心区和都市功能拓展区共包含 9 个区县，分别为渝中区、大渡口区、江北区等；城市发展新区包含万盛经开区、双桥经开区和涪陵区、长寿区、江津区等在内的 12 个区县；渝东北生态涵养发展区包含万州区、梁平区、城口县等在内的 11 个区县；渝东南生态保护发展区包含 6 个区县，分别为黔江区、武隆区、石柱县、秀山县、酉阳县、彭水县。

图10 重庆市区县分布图

资料来源：华夏经纬网，海通证券研究所

2.1 区县经济情况

2019 年重庆市各区县 GDP 情况差距明显，有 4 个区县 GDP 为负增长。在重庆市下辖的 38 个行政区县中，2019 年仅渝北区 GDP 超过 1500 亿元，达 1848.24 亿元，GDP 位于 1000 到 1500 亿元的区县共 5 个，位于 500-1000 亿元的共 14 个，处于 100-500 亿元的有 17 个，仅城口县 GDP 小于 100 亿元，约为 52.5 亿元。从 GDP 增长情况来看，2019 年 GDP 增长率最高的为云阳县（约 56.8%），而万州区、黔江区、石柱区、城口县 GDP 增长率为负，其中石柱区 GDP 增长率最低，约为-9.4%。

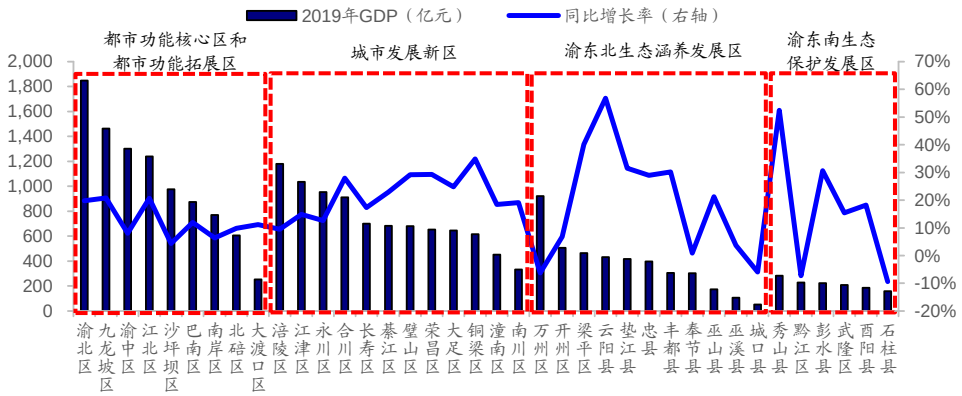
按五大功能区看，平均 GDP 也是分化严重。五大功能区中，2019 年都市功能核心区和都市功能拓展区平均 GDP 最高，近 1037.14 亿元，平均 GDP 增长率达 12.54%，其中渝北区、九龙坡区、渝中区、江北区 GDP 超 1000 亿元，而大渡口区 GDP 最低，仅约 253.56 亿元。

城市发展新区平均区县 GDP 约为 737.13 亿元，排名第二，平均 GDP 增长率达 21.74%，其中江津区、涪陵区 GDP 超 1000 亿元，分别近 1178.66 亿元、1036.74 亿元，潼南区、南川区 GDP 小于 500 亿元，分别约为 451.08 亿元、333.95 亿元。

渝东北生态涵养发展区平均 GDP 近 370.73 亿元，排名第三，平均 GDP 增长率近 18.92%，与前三个功能区差距较大，其中万州区一马当先，GDP 近 920.91 亿元，城口县 GDP 最低，二者 GDP 均为负增长。

渝东南生态保护发展区平均 GDP 最低，仅达 215.08 亿元，所包含的区县 GDP 相对集中，平均 GDP 增长率约 16.69%，其中秀山县 GDP 最高，约为 283.01 亿元，石柱县最低，约为 159.38 亿元。

图11 19 年各区县 GDP 及增长率情况



资料来源：WIND，海通证券研究所

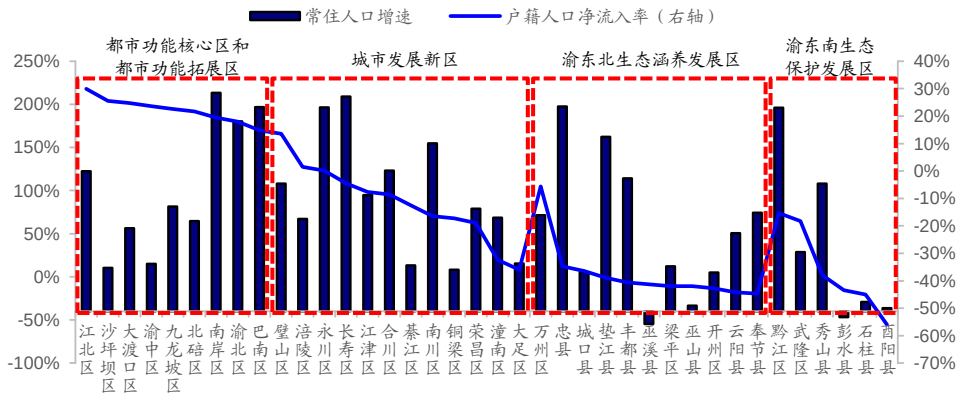
2.2 区县人口情况

重庆市 2019 年常住人口约 3124 万人，户籍人口目前只有 2018 年的数据，约为 3404 万人，均超过 3000 万，其中户籍人口呈持续净流出状态。据 WIND 数据，截至 2018 年末，重庆市户籍人口净流入约为-301.85 万人，户籍人口净流入率约为-9.82%。京东数科的研究表明，2018 年重庆市人口迁入和迁出的主要来源地基本一致，以一线城市和附近城市为主，其中北京和成都为第一和第二大重庆市迁出人口流向地，其次为深圳、上海、广安、广州、达州、遵义、贵阳、东莞、武汉等地。

区县层面，12 个区县户籍人口为净流入，26 个区县为净流出。在重庆市所有区县中，2019 年数据缺失较多，因此以 2018 年为分析基准。就 2018 年的情况而言，总体来看，户籍人口净流入的区县中，江北区户籍人口净流入率最大，约为 30%，永州区最小，近 0.11%；户籍人口净流出的区县中，长寿区户籍人口净流出最少而酉阳县最多，二者户籍人口净流入率分别约为-4.49%和-55.96%。按五大功能区划分，都市功能核心区和都市功能拓展区内的 9 个区县均为户籍人口净流入，其中江北区户籍人口净流入率位列第一，巴南区近 15%位列最后。城市发展新区内除两个经开区外的 12 个区县中仅璧山县、涪陵区及永州区 2018 年户籍人口为净流入，其余户籍人口为净流出的 9 个区县中，长寿区净流出最少而大足区最多。渝东北生态涵养发展区和渝东南生态保护发展区中的 17 个区县 2018 年户籍人口均为净流出，且净流出率普遍较大，有 14 个区县户籍人口净流入率小于 35%。

重庆市常住人口增速较低，近 10 年年均增速不及 1%。区县常住人口多数为正增长，增速差异较大。2018 年南岸区常住人口增速最大而巫溪县最小，分别约为 213.24%和-54.50%。38 个区县中有 14 个增速过百，仅 5 个区县增速为负。

图12 18 年各区县人口净流入率及常住人口增速情况



资料来源：WIND，海通证券研究所

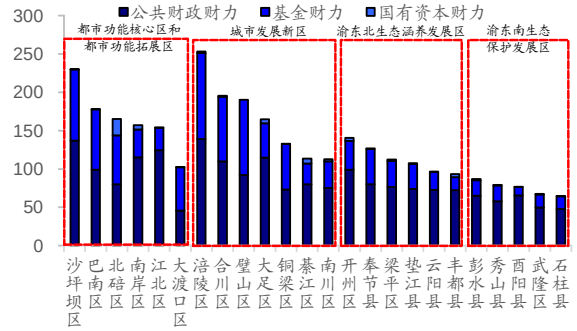
3. 区县财力及债务情况

3.1 区县财力情况

涪陵区综合财力蝉联第一，武隆区、石柱县综合财力较弱。在能够获得 2019 年综合财力数据的 24 个区县中，涪陵区、沙坪坝区综合财力遥遥领先，分别近 253.26 亿元、230.42 亿元；武隆区和石柱县综合财力相对较弱，分别约为 67.43 亿元和 64.3 亿元。能获取 2018 年综合财力数据的 34 个区县中，涪陵区也位列第一，综合财力约 231.63 亿元；城口县居于末位，综合财力仅约 50.52 亿元。

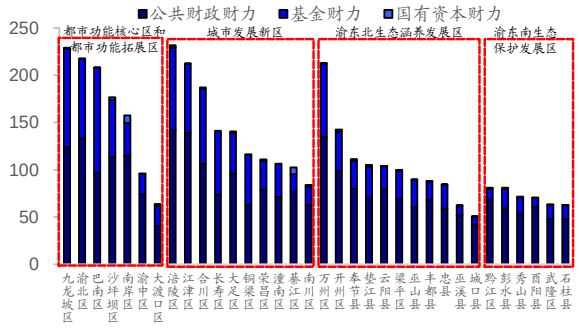
2019 年城市发展新区平均综合财力超都市功能核心区和都市功能拓展区，跃居第一。据可得的数据计算，都市功能核心区和都市功能拓展区、城市发展新区、渝东北生态涵养发展区、渝东南生态保护发展区 2019 年平均综合财力分别约为 164.58 亿元、166.1 亿元、112.92 亿元、74.96 亿元，2018 年平均综合财力分别约为 164.06 亿元、143.21 亿元、104.55 亿元、71.64 亿元。2019 年城市发展新区政府性基金总财力占比从 18 年的约 34.17%上升至近 37.98%，其余功能区政府性基金总财力占比也均有上升但上升幅度均不超 2%。

图13 19 年各区县综合财力情况（亿元）



资料来源：WIND，各区县政府 19 年预算执行情况草案及统计公报，海通证券研究所
注：渝中区、九龙坡区、渝北区、长寿区、江津区、永川区、潼南区、荣昌区、万州区、城口县、忠县、巫山县、巫溪县、黔江区、黔江区数据缺失

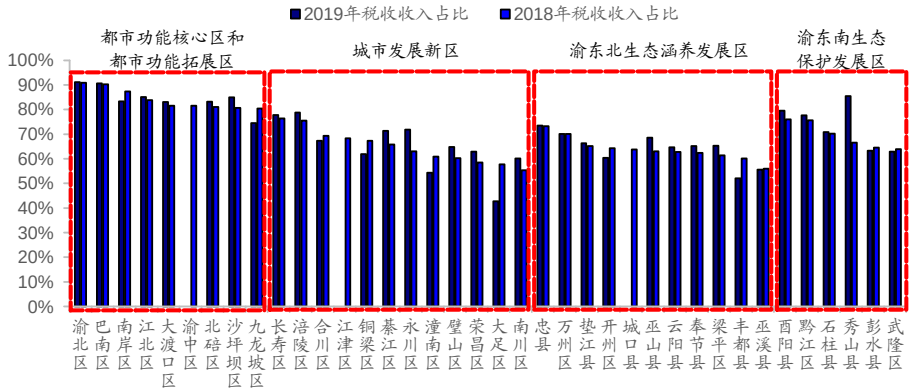
图14 18 年各区县综合财力情况（亿元）



资料来源：WIND，各区县政府 18 年预算执行情况草案及统计公报，海通证券研究所
注：江北区、北碚区、永川区、璧山区数据缺失

都市功能核心区和都市功能拓展区平均税收收入占比近两年保持最高。在能获得数据的区县中，渝北区 2018、2019 年一般公共预算中税收收入占比均为最高，分别近 90.9%、91.16%。据可得的数据计算，五大功能区 2019 年平均税收收入占比排名与 2018 年一致，从第一至第四依次为都市功能核心区和都市功能拓展区（约 84.48%）、渝东北生态涵养发展区（约 73.3%）、城市发展新区（约 64.89%）、渝东南生态保护发展区（约 64.15%）。

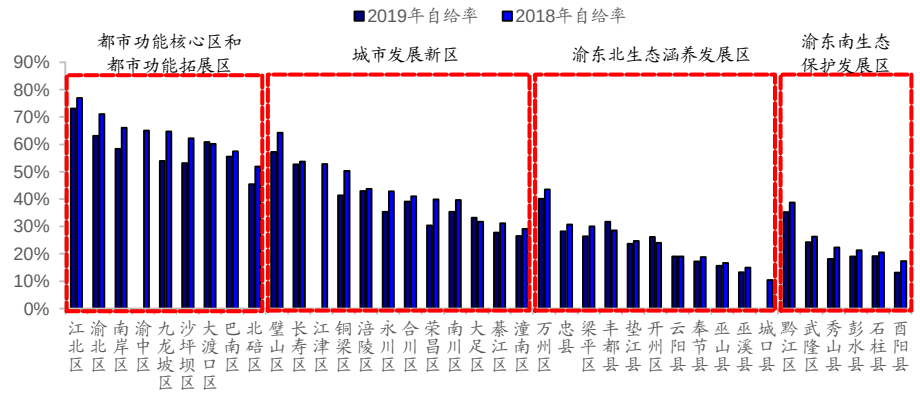
图15 18、19 年各区县税收收入占比情况



资料来源：WIND，各区县政府 18、19 年预算执行情况草案及统计公报，海通证券研究所

都市功能核心区和都市功能拓展区平均自给率持续位列第一。在能获得数据的区县中，江北区和渝北区在 2018、2019 年自给率分别保持第一和第二名，城口县、巫溪县、巫山县、酉阳县则持续表现较差。从五大功能区角度看，据可得的数据计算，都市功能核心区和都市功能拓展区、城市发展新区 2019 年平均自给率均有较大降幅，分别从 18 年的约 63.95%、43.35%下降至 57.94%、38.34%，但仍分别保持第一、第二名。渝东北生态涵养发展区 2019 年平均自给率约 24.14%，跃居第三。渝东南生态保护发展区 2019 年平均自给率约 21.47%，排名最低。

图16 18、19 年各区县财政自给率情况

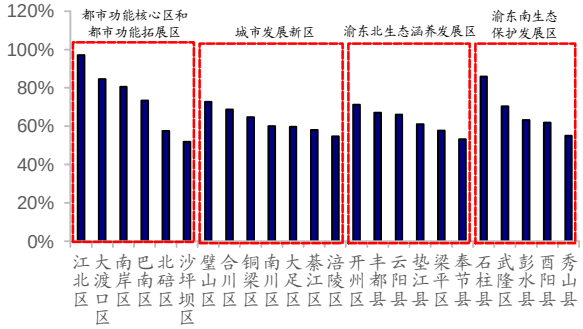


资料来源：WIND，各区县政府 18、19 年预算执行情况草案及统计公报，海通证券研究所

3.2 区县债务情况

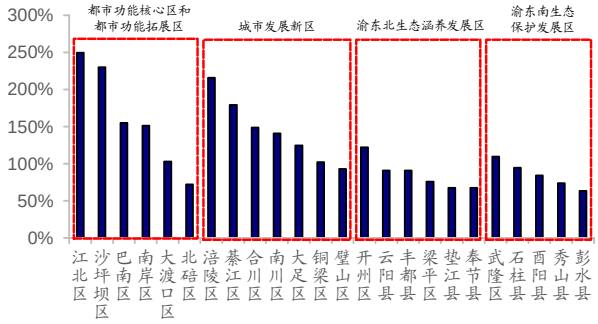
都市功能核心区和都市功能拓展区狭义、广义债务率均相对较高，其中江北区尤甚。在能够取得数据的 24 个区县中，江北区 2019 年狭义债务率（政府一般债务及专项债务余额/综合财力）较高，近 97.05%；奉节县、沙坪坝区狭义债务率相对较低，分别约为 53.21%、51.95%。五大功能区中，都市功能核心区和都市功能拓展区、城市发展新区、渝东北生态涵养发展区、渝东南生态保护发展区 2019 年平均狭义债务率分别约为 74.18%、62.69%、62.73%、67.27%。广义债务率（口径一）方面，数据可得的 24 个区县中共有 13 个区县广义债务率超 100%，其中江北区广义债务率最高，约 249.84%。2019 年彭水县、奉节县、垫江县广义债务率较低，分别约为 63.17%、67.38%、67.56%。五大功能区中，都市功能核心区和都市功能拓展区、城市发展新区、渝东北生态涵养发展区、渝东南生态保护发展区 2019 年平均广义债务率分别约为 160.21%、143.44%、85.70%和 85.06%。

图17 19 年各区县狭义债务率情况



资料来源：WIND，各区县政府 19 年预算执行情况草案及统计公报，海通证券研究所
注：渝中区、九龙坡区、渝北区、长寿区、江津区、永川区、潼南区、荣昌区、万州区、城口县、忠县、巫山县、巫溪县、黔江区数据缺失

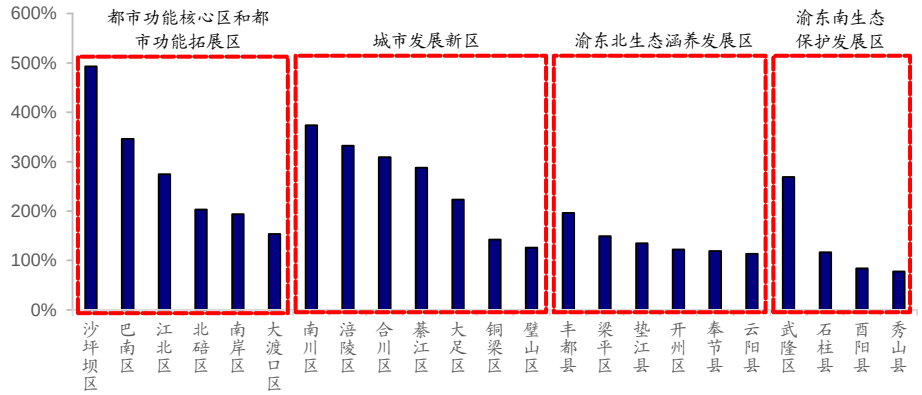
图18 19 年各区县广义债务率情况（口径一）



资料来源：WIND，各区县政府 19 年预算执行情况草案及统计公报，海通证券研究所
注：渝中区、九龙坡区、渝北区、长寿区、江津区、永川区、潼南区、荣昌区、万州区、城口县、忠县、巫山县、巫溪县、黔江区数据缺失

算入所有城投带息债务余额后，都市功能核心区和都市功能拓展区及城市发展新区广义债务率远超其他两个功能区，其中沙坪坝区、南川区尤甚。算入债券、银行贷款、非标融资等所有城投带息债务余额后，在能够取得数据的 23 个区县中，2019 年仅沙坪坝区广义债务率(口径二)超 400%，达 492.78%，除此以外仅南川区广义债务率超 350%，近 374.02%；仅酉阳县、秀山县广义债务率低于 100%，分别约为 84.06%、77.75%。五大功能区中，都市功能核心区和都市功能拓展区 2019 年算入所有城投带息债务余额后的平均广义债务率最大，近 277.29%，城市发展新区、渝东北生态涵养发展区和渝东南生态保护发展区的平均广义债务率分别约为 256.41%、138.97%、136.73%。

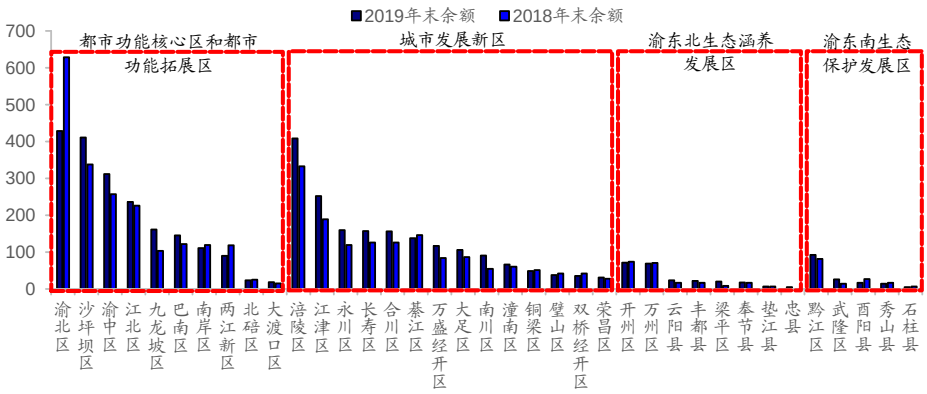
图19 19 年各区县广义债务率情况（口径二）



资料来源：WIND，海通证券研究所
注：渝中区、九龙坡区、渝北区、长寿区、江津区、永川区、潼南区、荣昌区、万州区、城口县、忠县、巫山县、巫溪县、黔江区、彭水县数据缺失

重庆市各区县 2019 年末存续债余额总计约为 4104.66 亿元，较 18 年末增加近 331.6 亿元。渝北区 2019 年末存续债余额较 18 年末有大幅下降，但仍金额最大，约为 429 亿元。此外，沙坪坝区、涪陵区 2019 年末存续债余额均较 18 年有所上升，突破 400 亿元大关。忠县、石柱县、垫江县 18、19 年末存续债余额均排名倒数三位。从五大功能区角度看，在有存续债余额的区县中计算，都市功能核心区和都市功能拓展区、城市发展新区、渝东北生态涵养发展区、渝东南生态保护发展区 2019 年末平均存续债余额分别约为 205.42 亿元、137.97 亿元、29.64 亿元、31.34 亿元，较 18 年均有不同程度的上涨。

图20 18、19 年末各区县存续债余额情况（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

4. 重庆市土地出让情况分析

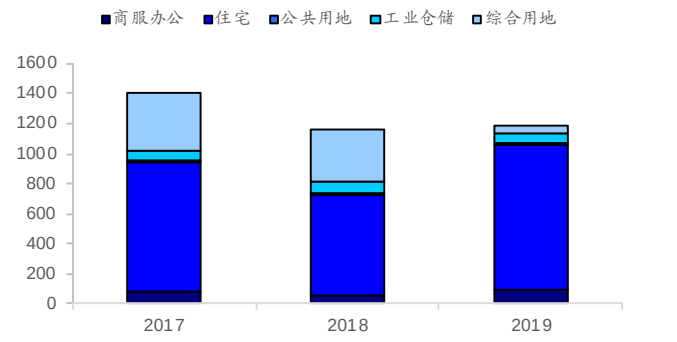
4.1 全市土地出让情况

重庆市政府 2019 年执行情况里披露的数据中，2019 年重庆市国有土地使用权出让

收入约 1880.23 亿元，政府性基金预算收入约 2247.93 亿元，国有土地使用权出让收入占比近 83.64%，较 18 年的约 92.19%有下降。

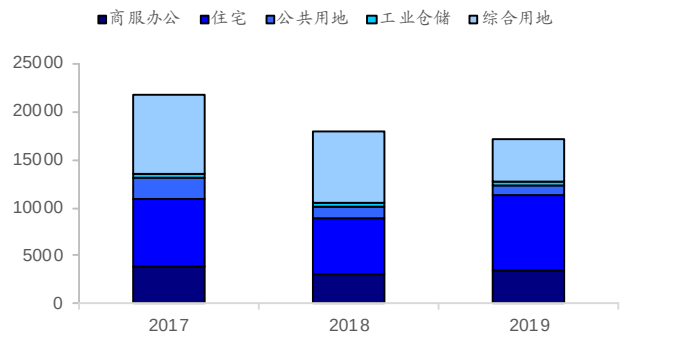
2019 年重庆市土地成交总价及地面均价均较 18 年有小幅上升。WIND 口径下，2019 年重庆市土地成交面积同比增速-0.37%，成交总价近 1184.98 亿元，同比增加 2.13%，地面均价约 3405.32 元/平米，同比增加 2.50%。其中，住宅成交总价最高，近 958.25 亿元，且地面均价最高，约 7911.53 元/平米；公共用地成交总价最低，约 8.57 亿元；工业仓储地面均价最低，约为 413.57 元/平米。

图21 19 年重庆市土地成交总价情况（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图22 19 年重庆市地面均价情况（元/平米）

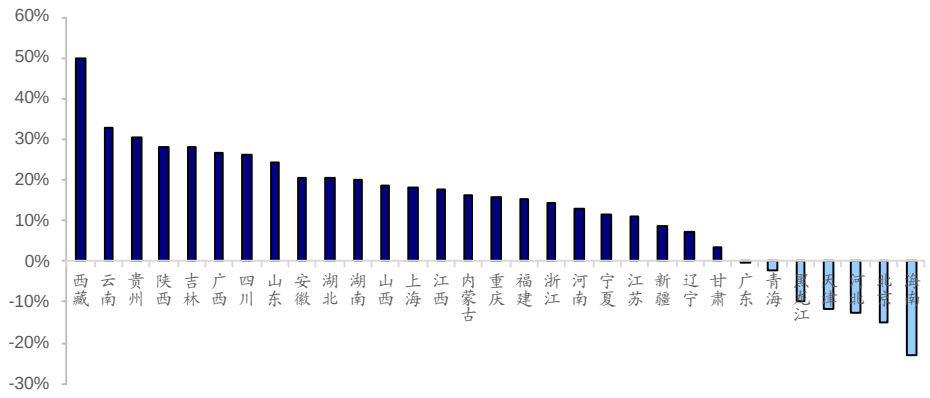


资料来源：WIND，海通证券研究所

近三年重庆市流拍土地面积及流拍起拍总价逐年上升。WIND 口径下，2017、2018、2019 年重庆市土地流拍面积分别约为 154 万平米、231 万平米、242 万平米，起拍总价分别约为 68.33 亿元、76.32 亿元、105.13 亿元，呈逐年上升趋势。

从房地产角度来看，19 年重庆市商品房销售额增长情况不太理想。2019 年重庆市商品房销售额呈负增长，增长率约为-2.7%。而 2018 年重庆市商品房销售额增长率约为 15.7%，还是双位数增长，在全国 31 个省、市及自治区中位列第 16 名。

图23 18 年各省商品房销售额增长率情况

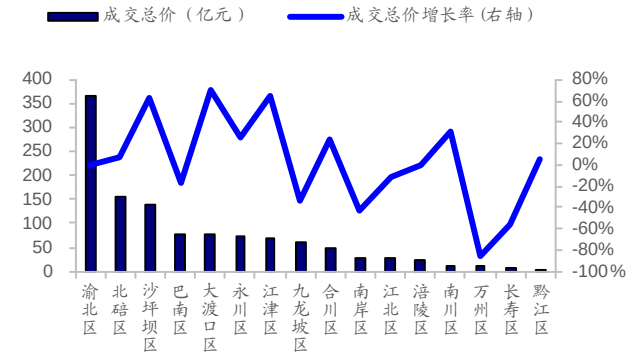


资料来源：WIND，海通证券研究所

4.2 区县土地出让情况

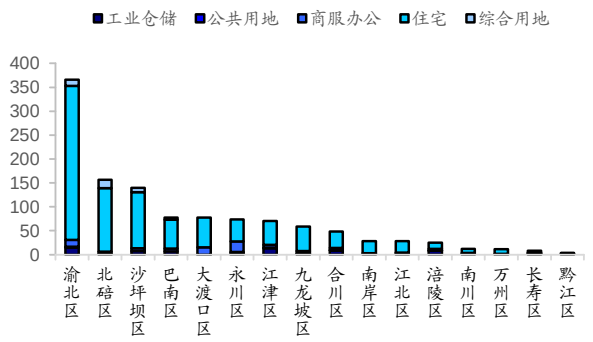
渝北区 2019 年土地成交总价遥遥领先，近一半区县土地成交总价增速为负。WIND 口径下，在有土地出让数据的 16 个区县中，渝北区 2019 年土地成交总价位列第一，约为 365.71 亿元，北培区、沙坪坝区次之，土地成交总价分别达 156.63 亿元、139.82 亿元；黔江区、长寿区土地成交总价较低，分别约为 3.49 亿元、8.05 亿元。土地成交总价增速方面，大渡口区、江津区、沙坪坝区增速均大于 60%，共 7 个区县增速为负。从结构上看，长寿区商服办公用地为成交总价主要来源，其占比超过 50%；黔江区成交总价来源较为分散；除此以外的其余 14 个区县住宅用地为成交总价的主要来源，占比均超过 50%。

图24 19 年各区县土地成交总价及增长率情况



资料来源：WIND，海通证券研究所

图25 19 年各区县土地成交总价结构情况（亿元）

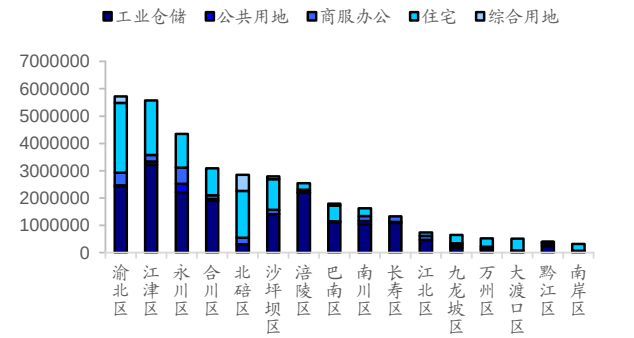


资料来源：WIND，海通证券研究所

成交土地面积方面，多数区县工业仓储用地占比超 50%。WIND 口径下，渝北区、江津区成交土地面积超 500 万平米，而黔江区、南岸区不足 40 万平米。从结构上看，在有土地出让数据的 16 个区县中，共 10 个区县成交土地面积中工业仓储用地占比超过一半，其中涪陵区、长寿区工业仓储用地占比均超过 80%；共 4 个区县住宅用地占比过半，这 4 个区县分别为北培区、大渡口区、南岸区及万州区。

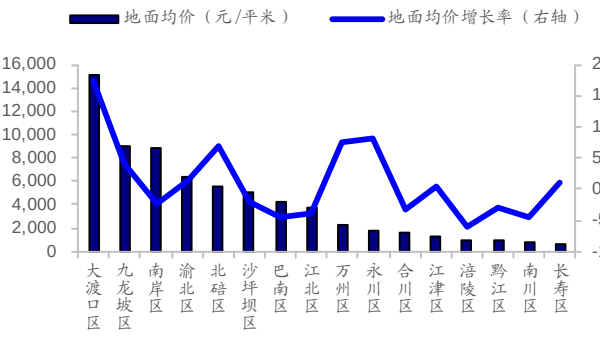
价格端，大渡口区 2019 年地面均价及增长率均一马当先。WIND 口径下，在有土地出让数据的 16 个区县中，大渡口区地面均价及增长率均排名第一，分别近 15179.14 元/平米、173.05%，成为唯一的地面均价每平米破万元的区县，同时也是唯一的增速破 100%的区县。2019 年地面均价每平米小于 1000 元的共 4 个区县，分别为涪陵区、黔江区、南川区、长寿区，其中长寿区地面均价最低，仅约 605.44 元/平米。地面均价增长率方面，增速为正和为负的区县各为 8 个，其中涪陵区增速最小，仅约-61.98%。

图26 19 年各区县成交土地面积情况（平米）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图27 19 年各区县地面均价及增长率情况



资料来源：WIND，海通证券研究所

2019 年共 11 个区县有流拍情况。WIND 口径下，有流拍情况的区县分别为江津区、合川区、南岸区、永川区、涪陵区、九龙坡区、巴南区、渝北区、黔江区、江北区和长寿区。其中，江津区流拍的起拍总价共计近 23.28 亿元，排名第一，合川区紧随其后，约 22.30 亿元；长寿区、江北区流拍的起拍总价最少，分别仅约 0.01 亿元和 0.04 亿元。

5. 重庆发债城投梳理

本节将对重庆市市级和区县级的重点发债城投平台进行梳理。

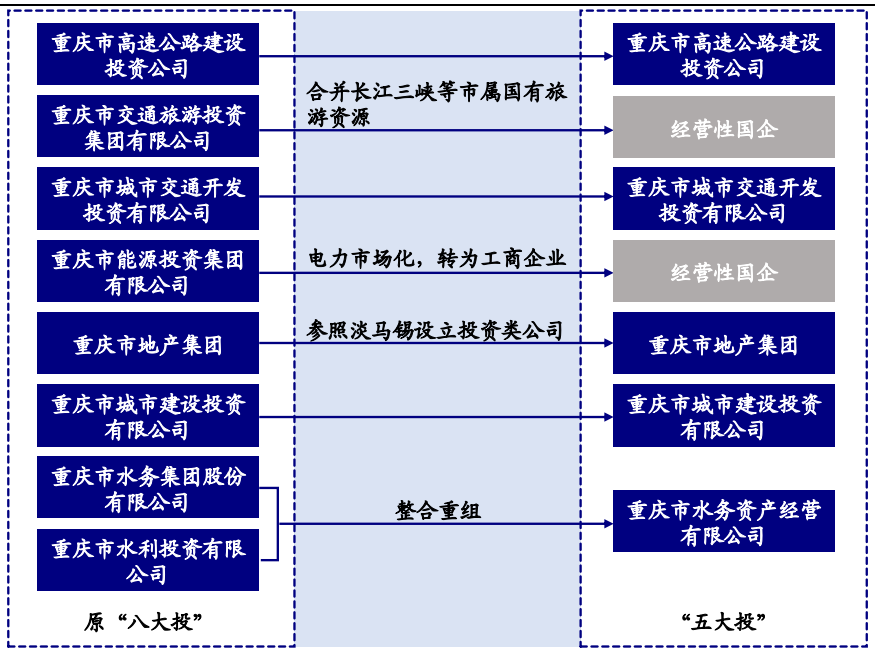
城投平台选择的依据是截至 2020 年 7 月 17 日在 WIND 城投债样本中的归属于重庆市且尚存续的债券发行人，手动剔除掉明显不是城投平台的发行主体。最终筛选出 100 个发债平台，下面我们对重庆市级以及区县级的重点平台按地区进行详细的梳理。

5.1 市级平台梳理

重庆市城投体系经历了“由一分八，由八变五”的演变过程。2006 年以前重庆城投体系由八家集团企业组成。受地方融资规范、国企改革、地方债务压力等影响，在市政府主导下，“八大投”向“五大投”格局转型。

其中，重庆水务集团股份有限公司和重庆水利投资有限公司整合重组为重庆市水务资产经营有限公司，重庆市能源投资集团有限公司和交通旅游投资集团有限公司逐步向经营性国企转型，前者由重庆燃气（集团）有限责任公司和重庆煤炭（集团）有限责任公司整合而成，目前主营业务为电力、煤炭、燃气等核心能源产业，由重庆市国资委 100%控股，后者原名重庆高等级公路建设投资有限公司，成立于 2002 年 12 月，2006 年 9 月，市政府将高投司原有职能与重庆市国有旅游资源进行整合后，更名为重庆交通旅游投资集团有限公司，负责全市二级公路建设和全市旅游资源的开发管理。2011 年 11 月，经市政府决定将交旅集团交由市地产集团托管，主要负责储备土地处置，偿还全市二级公路建设债务及二级公路遗留问题处理等工作。2019 年 6 月，交旅集团股权划转至重庆发展投资有限公司，由市财政局直接管理。

图28 重庆“八大投”转型为“五大投”



资料来源：中国经营网，海通证券研究所整理

目前，重庆存量城投债发行人中有包括“五大投”在内的 8 个由市国资委市控股的市级平台，均为 AAA 级评级，按照功能定位可以分为基建、土地开发整理、国有资本运营、公用事业等。当然这 8 家 AAA 平台债券目前估值收益率都比较低，基本上 4-5 年期的中债估值收益率在 4.12-4.2%之间，1 年期左右的估值收益率在 3.2%左右。

表 1 市本级发债平台代表性债券收益率

平台名称	评级	代表性债券	剩余期限	收益率
重庆渝富控股集团有限公司	AAA	20 渝富 MTN002	4.77 年	4.16%
重庆市水务资产经营有限公司	AAA	16 渝水务 MTN001	1.40 年	3.19%
重庆市水利投资(集团)有限公司	AAA	19 渝水投 MTN001	4.21 年	4.12%
重庆市轨道交通(集团)有限公司	AAA	20 重庆轨交 GN002	4.72 年	4.19%
重庆市地产集团有限公司	AAA	PR 渝产债	2.71 年	3.74%
重庆市城市建设投资(集团)有限公司	AAA	16 渝城投 PPN001	0.76 年	3.20%
重庆高速公路集团有限公司	AAA	20 渝高 01	4.85 年	4.20%
重庆城市交通开发投资(集团)有限公司	AAA	20 重庆交投 MTN001B	4.88 年	4.21%

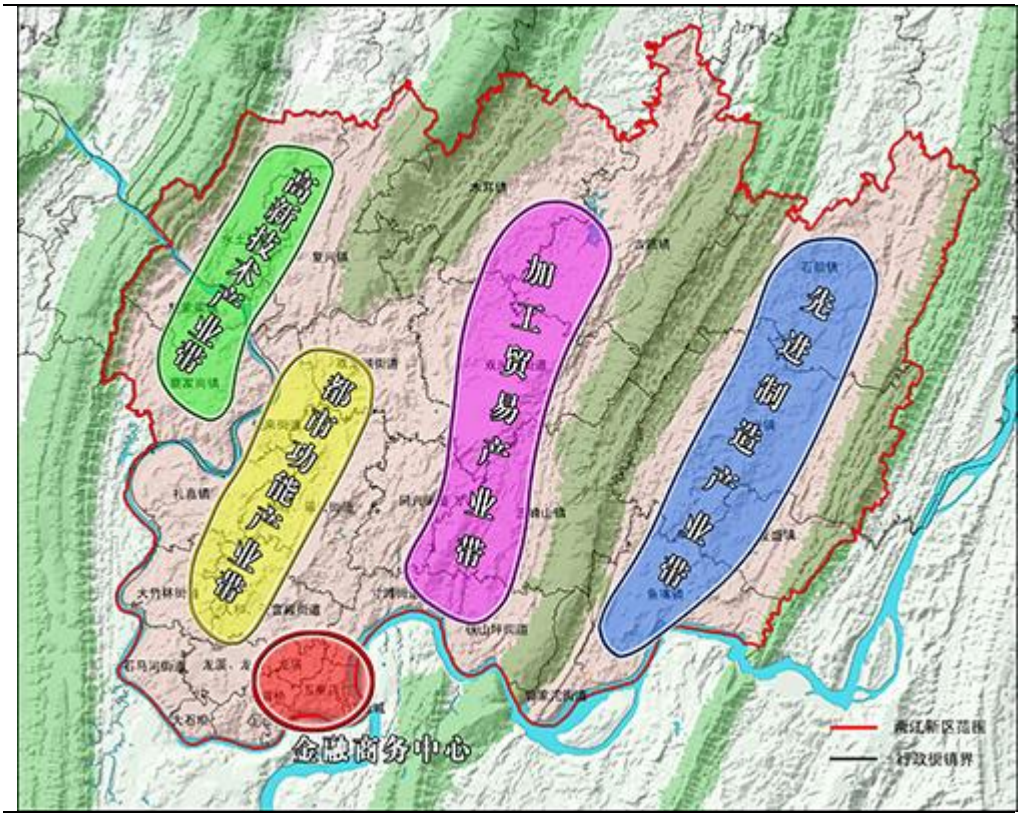
资料来源：WIND，海通证券研究所
注：数据截至 2020 年 7 月 16 日

5.2 都市功能核心区和都市功能拓展区

都市功能核心区和都市功能拓展区从 GDP 等指标来看发展前景最好，其包含的 9 个区县中渝中区为重庆的“母城”及金融、商贸、文化中心，九龙坡区位于重庆主城都市区的中心城区，沙坪坝区产业底蕴深厚，是重庆现代产业强区，除此以外作为第三个国家级开发开放新区的两江新区发展前景也较好，故而我们着重梳理上述区县的发债平台。

两江新区于 2010 年挂牌成立，是继上海浦东新区、天津滨海新区之后，国务院批准的中国第三个国家级开发开放新区，享有国家西部大开发新十年的各项政策、城乡统筹综合配套改革实验区政策及内陆保税港区等政策，产业布局总体为“一心四带”，其中“一心”指以江北嘴为主体的金融商务中心，“四带”指以直属区和悦来、两路为主体的都市功能产业带、以两路寸滩保税区为主体的物流加工产业带、以水土工业开发区和蔡家为主体的高新技术产业带和以鱼复、龙兴工业开发区为主体的先进制造产业带。**两江新区的发债平台有 4 家**，分别为重庆两江新区开发投资集团有限公司、重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司、重庆保税港区开发管理集团有限公司和重庆悦来投资集团有限公司，重庆两江新区开发投资集团有限公司信用评级为 AAA，其余三者评级均为 AA+。

图29 两江新区规划图



资料来源：两江新区政府官网，海通证券研究所

重庆两江新区开发投资集团有限公司为两江新区的主平台，由两江新区管委会控股 99.96%，剩余 0.04%由国开发展基金有限公司持有，主营业务为园区开发建设运营，同时开展对外股权投资、房地产开发等业务活动，营业收入主要来自土地出让收入。该平台 2020 年一季度末总资产规模达 2008.17 亿元，在两江新区内土地储备丰富，且该平台土地资产随两江新区招商引资环境和经济社会环境的快速优化增值潜力较大；该平台货币资金较充裕，2019 年末达 39.49 亿元，融资能力较强，截至 2020 年一季度末未使用银行授信达 338 亿元；同时，该平台债务规模持续较大，2020 年 3 月末有息债务达 473.66 亿元，股东权益与刚性债务比率为 250.56%。

重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司由重庆两江新区管理委员会全资控股，主要负责江北嘴中央商务区和南岸区广阳岛的土地储备整治、市政基础设施建设的资金

筹措、整体开发及管理等，形成了以江北嘴中央商务区投资运营、土地收购整治、房地产开发为主业，工程建设、工程监理、物业管理、清洁能源提供、金融投资为辅业的多元化业务模式。该平台 2020 年一季度末总资产规模 400 亿左右（395.34 亿元），在江北嘴中央商务区有一定的业务专营优势，在税费返还、政策补贴等方面持续获得外部支持；储备的土地存量规模较大且因地理位置较好，土地市场价值较高，2019 年末土储账面价值合计为 130.68 亿元且有一定升值空间；且该平台为西南证券的第二大股东，融资较为便利。

重庆保税港区开发管理集团有限公司重庆两江新区管理委员会控股 90.06%，其余股份由建信资本管理有限责任公司控制，主要负责重庆保税港区（含空港功能区和水港功能区）的开发建设及相关项目管理，从事投资业务及相关资产管理，土地储备与整治、物业管理、会展服务等。该平台 2020 年一季度末总资产规模也是 400 亿左右（392.9 亿元）；随着港区功能不断完善，平台业务范围逐步由建设向运营拓展，2019 年租赁收入和公共服务收入分别为 3.46 亿元和 1.31 亿元，租赁等经营性业务板块收入逐年增加，未来或成为平台利润的重要增长点。

重庆悦来投资集团有限公司由重庆两江新区管理委员会全资控股，主要承担悦来 18.67 平方公里土地储备整治、开发建设以及重庆国际博览中心的建设运营管理工作。该平台 2020 年一季度末总资产规模 233.38 亿元；目前基建业务在建项目 9 个、拟建项目 11 个；债务规模及资产负债率逐年下降；货币资金充足、货币资金/短期债务 2019 年末为 5.13，短期偿债能力强；但近年来收入受土地行情及出让进度影响而波动较大。

表 2 两江新区发债平台代表性债券收益率

平台名称	评级	代表性债券	剩余期限	收益率
重庆两江新区开发投资集团有限公司	AAA	19 渝江 01	3.65 年	3.78%
重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司	AA+	19 渝江北嘴 MTN001	3.77 年	4.03%
重庆保税港区开发管理集团有限公司	AA+	18 渝保税 PPN001	3.38 年	4.91%
重庆悦来投资集团有限公司	AA+	PR 渝悦投	1.81 年	3.72%

资料来源：WIND，海通证券研究所
注：数据截至 2020 年 7 月 16 日

渝中区的发债平台有 1 家，为重庆渝中国有资产经营管理有限公司，由渝中区国资委全资控股。该平台为国有资本运营平台，主体评级为 AA+，主营业务为应用国有资产进行投资转让、租赁、参股、控股、代理国有资产各种收益业务，参与李子坝市场经营管理，参与土地整治服务，旗下参控股子公司覆盖金融、环保、房地产、商服等行业。该平台规模较小，2020 年一季度末总资产规模仅有 155.43 亿元；近年来运营性业务板块收入保持增长，2019 年租金收入和保安收入分别为 1.11 亿元和 1.41 亿元；该平台积极拓展投资板块，不过目前该板块规模较小，2019 年投资收益仅 1605 万元；同时，该平台回款情况弱化，2017~2019 年收现比分别为 5.33 倍、2.31 倍和 0.77 倍；业务呈收缩态势，截至 2019 年末土地整治业务已基本确认收入，安置房项目均已完工，尚无在建及拟建项目。

九龙坡区的发债平台有 3 家，分别为重庆渝隆资产经营(集团)有限公司、重庆高新区开发投资集团有限公司和重庆九龙园高新产业集团有限公司。其中，重庆高新区开发投资集团有限公司和重庆渝隆资产经营(集团)有限公司信用评级均为 AA+，而重庆九龙园高新产业集团有限公司信用评级为 AA。

重庆渝隆资产经营(集团)有限公司为九龙坡区主平台，由九龙坡国资委全资控股，主要负责九龙坡区重大基础设施建设和社会公益事业建设的筹资、融资，对全区重点工程项目、资金和国有资产进行管理。该平台 2020 年一季度末总资产规模达 528.07 亿元；土地整治收入逐年增加， 2019 年土地出让面积大幅增加使得当期土地整治收入大幅提升，截至年末土地出让面积和当期土地整治收入分别为 174.12 亩、21.3 亿元，未来随九龙半岛片区的大力开发整治出让的土地规模或将进一步增加。

重庆高新区开发投资集团有限公司由重庆高新开发建设投资集团有限公司全资控股，实际控制人为重庆市财政局。该平台是重庆高新区最大的基础设施投资建设主体，

主要承担高新区基础设施及重大项目的投资、融资、建设、运营和管理任务等，参股的多家子公司覆盖科技、金融等多个行业。该平台 2020 年一季度末总资产规模约 442.14 亿元，2019 年该平台实际控制人变更为重庆市财政局定位有所提升，辖区范围新增走马镇地区，在所辖区域内保持专营优势；同时，截至 2020 年一季度末，该平台仍须向在建、代建项目投资 33.65 亿元，资金支出压力较大。

重庆九龙园高新产业集团有限公司由九龙坡国资委控股 87%以上，余下股份由重庆渝隆资产经营（集团）有限公司控制。该平台为九龙坡区重要的综合类国有资产运营主体，其基础设施建设、安置房建设、土地整理开发等业务在九龙坡区的九龙园内处于绝对垄断地位，其参股子公司覆盖金融、建筑、文旅商服、软件服务等行业。该平台 2020 年一季度末总资产规模 151.03 亿元，其中应收类款项和投资性房地产占比较大，分别为 13.85%、14.99%，对资金占用较为明显。

表 3 渝中区和九龙坡区发债平台代表性债券收益率

区县	平台名称	评级	代表性债券	剩余期限	收益率
渝中	重庆渝中国有资产经营管理有限公司	AA+	18 渝中 01	4.59 年	4.36%
九龙坡	重庆渝隆资产经营(集团)有限公司	AA+	20 渝隆资产 MTN001	4.96 年	4.81%
九龙坡	重庆高新区开发投资集团有限公司	AA+	19 渝高新 PPN003	3.79 年	5.55%
九龙坡	重庆九龙园高新产业集团有限公司	AA	17 九龙园 MTN001	2.30 年	4.81%

资料来源：WIND，海通证券研究所
注：数据截至 2020 年 7 月 16 日

沙坪坝区的发债平台共 4 家，分别为重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司、重庆西永微电子产业园区开发有限公司、重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司和重庆共享工业投资有限公司。前三者信用评级为 AA+，重庆共享工业投资有限公司评级为 AA。

重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司为沙坪坝区主平台，由沙坪坝区国资委控股 93%以上、国开发基金有限公司参股约 4.8%、中国农发重点建设基金有限公司参股约 1.5%。该平台负责城市基础设施的投融资建设及运行管理、实施城区开发、旧城改造、次级河流治理、地质灾害治理、资源开发利用等业务。该平台 2020 年一季度末总资产近 732.41 亿元；可供整理的土地资源较多，截至 2019 年末，拥有可供整理的土地 181.32 万平方米，其中已抵押面积 5.46 万平方米，其中部分土地通过城中村改造项目获得，地理位置良好；安置房项目建设回款较好，每年可为该平台带来一定的营业收入补充；但同时该平台对外担保规模较大，截至 2019 年末对外担保余额为 104.25 亿元，占净资产的比例约为 42.88%。

重庆西永微电子产业园区开发有限公司由第一大股东高新区管委会控股 55%，第二大股东沙坪坝区国有资产管理中心持股 45%，承担西永微电子工业园及其配套服务区的开发建设，负责园区土地储备整治业务、配套基础设施建设业务和安置房/公租房建设业务，并为入园企业提供综合服务，主营业务收入以房屋租赁和园区管理收入为主，其参股子公司覆盖金融、贸易等行业。该平台 2020 年一季度末总资产约 624.07 亿元；西永微电子产业园区连续九年实现经济高增长，为该平台的发展创造了良好环境；该平台仍为西永园区唯一开发主体，业务具有专营性；需要注意的是 2019 年，由于西永园区管辖的调整，该平台控股股东由重庆市国资委变更为高新区管委会，平台定位、业务范围等暂未有重大调整；西永园区开发逐渐成熟，土地征地拆迁接近尾声，2019 年该平台出让金返还金额下滑较大；2019 年随着规划调整，原计入该平台的土地价值有所减少。

重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司由沙坪坝区国资委全资控股，主营业务为物流园开发及基础设施建设、物流园土地整治、筹备物流园建设资金、物流园国有资产的经营管理及招商、房地产开发等。该平台 2020 年一季度末总资产约 607.04 亿元；近年来营业收入和利润规模逐年增长；随着园区基础设施的不断开发和建成及园区成熟度的提升、平台市场化运作程度将不断提高，租赁及服务费收入有望进一步提高；值得注意的是 2020 年 4~12 月和 2021~2022 年，该平台到期债务分别为 47.89 亿元、71.89 亿元和 67.34 亿元，各期到期债务规模均较大，存在较大的债务偿付压力。

重庆共享工业投资有限公司由沙坪坝区国资委全资控股，主要业务为工业园区建设、资本运作、资产经营和土地收储。该平台 2020 年一季度末总资产达 266.18 亿元；2019 年该平台注销子公司重庆共享资产经营管理有限公司和重庆共享兴赢工程项目管理有限责任公司并无偿划出重庆井园物业管理有限公司，同时应国有企业体制改革要求将物业管理业务无偿划出，不再经营物业管理业务。

渝北区的发债平台共 1 家，为重庆临空开发投资集团有限公司。该平台信用评级为 AA+，由渝北区国资委控股 96.64%，主营业务包括土地开发整理业务、基础设施建设业务等，业务集中于渝北区。该平台截至 2020 年一季度末，总资产规模达 605.25 亿元，未使用银行授信额度为 236.53 亿元，融资空间较大；对外担保余额为 150.59 亿元，对外担保规模较大。

表 4 沙坪坝区和渝北区发债平台代表性债券收益率

区县	平台名称	评级	代表性债券	剩余期限	收益率
沙坪坝	重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司	AA+	20 迈瑞 01	4.52 年	6.11%
沙坪坝	重庆西永微电子产业园区开发有限公司	AA+	18 西永 PPN002	3.15 年	4.90%
沙坪坝	重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司	AA+	19 重庆物流 MTN001	3.95 年	5.02%
沙坪坝	重庆共享工业投资有限公司	AA	19 共享工业 PPN001	4.49 年	7.71%
渝北	重庆临空开发投资集团有限公司	AA+	18 临空投 MTN001	2.84 年	4.28%

资料来源：WIND，海通证券研究所
注：数据截至 2020 年 7 月 16 日

巴南区的发债平台共 5 家，为重庆市南部新城产业投资集团有限公司、重庆市渝兴建设投资有限公司、重庆巴南经济园区建设实业有限公司、重庆公路物流基地建设有限公司和重庆巴源建设投资有限公司。其中，重庆巴源建设投资有限公司无评级信息，重庆市南部新城产业投资集团有限公司评级为 AA+，其余 3 个平台评级均为 AA。

其中，重庆市南部新城产业投资集团有限公司为巴南区主平台，实际控制人为巴南区人民政府，19 年 12 月实现首次发债加入信用债市场，主营业务包括土地整治、工程建设、代建业务等，旗下全资控股 5 家企业，包括另 2 家巴南区 AA 级平台：重庆市渝兴建设投资有限公司和重庆公路物流基地建设有限公司。该平台 2020 年第一季度末，总资产近 845.75 亿元；2019 年营业收入构成中，土地整治显著下降而工程建设显著增加，变化后二者占比均约 39%；有息债务规模持续增长，债务负担仍偏重，截至 2020 年一季度末该平台全部债务资本化比率达 64.85%，2021 年公司集中偿付压力较大。随着在建项目的投入，预计债务水平将不断上升。

重庆巴南经济园区建设实业有限公司、重庆巴源建设投资有限公司也均为基础建设平台，二者 2019 年末总资产规模均不大，分别约为 238.03 亿元、72.7 亿元。

表 5 巴南区发债平台代表性债券收益率

平台名称	评级	代表性债券	剩余期限	收益率
重庆市南部新城产业投资集团有限公司	AA+	19 南新 01	4.47 年	6.36%
重庆市渝兴建设投资有限公司	AA	15 渝兴 MTN001	2.30 年	4.76%
重庆巴南经济园区建设实业有限公司	AA	18 巴南园区 PPN001	3.06 年	6.28%
重庆公路物流基地建设有限公司	AA	18 渝物流 MTN001	3.07 年	6.98%
重庆巴源建设投资有限公司	-	16 巴南棚改项目 NPB	3.11 年	7.26%

资料来源：WIND，海通证券研究所
注：数据截至 2020 年 7 月 16 日

南岸区的发债平台共 4 家，为重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司、重庆经开区开发建设有限公司、重庆市南发城建发展有限公司、重庆市茶园工业园区建设开发有限责任公司。其中，重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司评级为 AA+，其余三家平台评级均为 AA。

重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司为南岸区主平台，由南岸区财政局控股 84.46%，其余股份由国开发展基金有限公司持有，主营业务为城市基础设施建设投资。

该平台 2020 年一季度末总资产达 656.03 亿元；土储规模较大，2019 年末账上土地资产共计 89.93 亿元，后续逐步出让将为项目建设和债务偿还提供一定保障；随着 2019 年该平台负责进出口及贸易业务的子公司重庆五锋科技有限公司的无偿划出，该平台进出口及贸易业务大幅收缩，但同时前期因贸易业务引起的垫资风险亦将显著降低。

重庆经开区开发建设有限公司由重庆经开区投资集团有限公司控股 74.24%、重庆市南岸资产经营管理有限公司持股 19.32%，其余股份由重庆经济技术开发区管理委员会持有，实际控制人为重庆经开区管委会，主营业务收入主要来源于基础设施项目代建和土地开发整治收入。该平台 2020 年一季度末总资产近 210.22 亿元，规模不大。

重庆市南发城建发展有限公司、重庆市茶园工业园区建设开发有限责任公司实际控制人分别为南岸区国有资产管理中心、南岸区财政局，主营业务均为城市基础设施建设、土地整理开发等，前者 2020 年一季度末总资产约 150.64 亿元，后者 2019 年末总资产约 100.58 亿元，规模较小。

北碚区的发债平台共 2 家，为重庆缙云资产经营(集团)有限公司和重庆市碚城建设开发有限责任公司。前者最新信用评级为 AA+，后者为 AA。

重庆缙云资产经营(集团)有限公司为北碚区主平台，由北碚区国资委全资控股，主要从事城市基础设施建设、土地储备整治等业务，共参股 16 家企业，包括全资控股的另一北碚区 AA 级平台重庆市碚城建设开发有限责任公司。该平台 2019 年末总资产约为 708.42 亿元，2020 年 5 月平台主体信用评级刚刚由 AA 调增至 AA+；近年来，随着区域内多家国有企业股权的划入，该平台地位进一步巩固且业务范围扩大；该平台业务板块较多，主营业务收入中包括土地整治、安保服务、建造项目、劳务派遣、道路维护、工程检测、房屋销售、担保等板块，有助于分散风险；资本实力逐年增强，财务杠杆逐年下降；但同时该平台存货占总资产的比重较高，其中存货中储备地规模较大，资产质量一般。

大渡口区的发债平台共 1 家，为重庆大晟资产经营(集团)有限公司。该平台由大渡口区国资委全资控股，信用评级为 AA，主营业务主要由三大板块构成，分别为土地整理、市政工程项目代建和房产销售，2020 年一季度末总资产规模不大，近 268.37 亿元。

表 6 南岸区、北碚区和大渡口区发债平台代表性债券收益率

区县	平台名称	评级	代表性债券	剩余期限	收益率
南岸	重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司	AA+	19 南建 01	4.16 年	4.59%
南岸	重庆经开区开发建设有限公司	AA	PR 渝开债	2.77 年	3.76%
南岸	重庆市南发城建发展有限公司	AA	20 南岸 01	4.64 年	6.43%
南岸	重庆市茶园工业园区建设开发有限责任公司	AA	16 茶开 01	1.37 年	6.13%
北碚	重庆缙云资产经营(集团)有限公司	AA+	20 缙云资产 PPN001	4.54 年	7.12%
北碚	重庆市碚城建设开发有限责任公司	AA	PR 渝碚城	0.28 年	3.17%
大渡口	重庆大晟资产经营(集团)有限公司	AA	19 大晟 01	4.34 年	8.27%

资料来源：WIND，海通证券研究所
注：数据截至 2020 年 7 月 16 日

5.3 城市发展新区

城市发展新区中，江津区、涪陵区 GDP 超 1000 亿元，合川区主平台重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司 2019 年末总资产达 1028.89 亿元，规模较大，故而我们重点梳理这三个区县的发债平台。

江津区的发债平台共 6 家，分别为重庆市江津区华信资产经营(集团)有限公司、重庆市双福建设开发有限公司、重庆市江津区滨江新城开发建设集团有限公司、重庆市四面山旅游投资有限公司、重庆市江津区珞璜开发建设有限公司、重庆市德感工业园区建设有限公司。其中，仅重庆市江津区华信资产经营(集团)有限公司评级为 AA+，其余 5 家平台评级均为 AA。

重庆市江津区华信资产经营(集团)有限公司实际控制人为江津区人民政府，为重庆市江津区土地储备整治、城市基础设施建设的运营主体，在区域内具有行业垄断性，参股的 26 家企业中包含江津区 AA 级发债平台重庆市德感工业园区建设有限公司。该平台 2020 年一季度末总资产约为 499.4 亿元；整治土地出让面积 2019 年随着园区招商引资工作的有序推进而有所增加，并带动土地整治收入大幅增长；已整治完成待出让的土地较多，2019 年完成整治土地交地 1157.71 亩，有效保障了土地整治业务收入的可持续性；但同时，存量土地出让进度受园区内招商引资情况影响而有所波动。

重庆市德感工业园区建设有限公司是重庆市江津区华信资产经营(集团)有限公司的子公司，控股超 95%，其余股份由重庆市津创股权投资基金合伙企业持有。主要从事基建、土地开发整理、工程施工、建材销售等业务，2020 年一季度末总资产约为 162.06 亿元。

重庆市江津区滨江新城开发建设集团有限公司由江津区国资委全资控股，从事建筑、基础设施建设、土地整治、经营管理、投资、房地产开发等相关业务。该平台 2020 年一季度末总资产约为 502.8 亿元；该平台作为滨新城唯一基础设施建设主体，业务具有区域专营性，工程代建业务持续性好；截至 2020 年一季度末该平台各类流动性资产占总资产比重约 84.99%，资产流动性较好；同时，该平台货币资金/短期债务约为 0.16 倍，表明存在一定短期偿债压力。

重庆市双福建设开发有限公司是重庆市江津区滨江新城开发建设集团有限公司的全资控股子公司，作为重庆江津双福新区唯一的国有资产投资与经营主体，其经营领域和投资范围涵盖了城市基础设施建设、保障性住房建设、土地整治等方面，所从事的业务竞争较小，市场相对稳定，持续盈利能力较强，2020 年一季度末总资产约为 214.23 亿元。

重庆市四面山旅游投资有限公司由重庆市四面山旅游（集团）有限公司全资控股，实际控制人为江津区国有资产管理中心，其主要业务包括县内交通运输、旅游资源开发、景区经营管理、棚户区改造、土地开发整治等。该平台 2019 年末总资产约为 146.12 亿元，规模不大；近年来该平台资产中应收类款项规模大，固定资产中景区内基础设施资产占比高，公司货币资金下降较快，资产流动性弱，整体资产质量较差；利润总额对政府补贴依赖程度较高，盈利能力较弱。

重庆市江津区珞璜开发建设有限公司由江津区国有资产管理中心全资控股，主要从事园区土地整治和开发、基础设施建设、园林绿化设计及养护及建筑相关业务。该平台 2020 年一季度末总资产约为 196.43 亿元；该平台部分保障房项目采用自营建设模式，目前租赁部分保障房商业门面和住宅产生的租赁价格低导而租赁收入较少；2018 年土地被管委会无偿收回，对该平台权益稳定性有一定影响。

表 7 江津区发债平台代表性债券收益率

平台名称	评级	代表性债券	剩余期限	收益率
重庆市江津区华信资产经营(集团)有限公司	AA+	20 江津华信 PPN001	4.65 年	5.73%
重庆市德感工业园区建设有限公司	AA	19 德感工业 MTN001	4.13 年	7.80%
重庆市江津区滨江新城开发建设集团有限公司	AA	17 滨江债	4.19 年	6.11%
重庆市双福建设开发有限公司	AA	17 渝双福	4.27 年	6.08%
重庆市四面山旅游投资有限公司	AA	19 四面山	4.37 年	8.78%
重庆市江津区珞璜开发建设有限公司	AA	19 珞璜建司 MTN001	2.28 年	7.51%

资料来源：WIND，海通证券研究所
注：数据截至 2020 年 7 月 16 日

涪陵区的发债平台共 4 家，分别为重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司、重庆市涪陵区新城区开发(集团)有限公司、重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司、重庆龙头港物流发展有限公司。其中，重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司和重庆市涪陵区新城区开发(集团)有限公司评级为 AA+，重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司评级为 AA，重庆龙头港物流发展有限公司无评级信息。

重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司为涪陵区主平台，由涪陵区国资委全资控股，主要承担涪陵区政府的重点产业投资、重点项目投资和土地储备整治及国有资产投资、营运、管理。该平台 2020 年一季度末总资产近 1108.08 亿元，规模较大；2019 年市场化项目经营收入同比大幅增加；食品加工业务收入增长稳定，毛利率继续提高，具有较强的市场竞争力，为上市公司涪陵榨菜的第一大股东，持股比例 39.65%，榨菜产品全国市场占有率第一；融资渠道较为多样，以银行借款和发行债券为主，截至 2019 年末未使用银行授信额度达 203.82 亿元，且债券融资能力也较强。

重庆市涪陵区新城区开发(集团)有限公司由涪陵区国资委全资控股，主要从事涪陵新城区内基础设施建设管理、投资、招商引资、土地整治及建筑相关等业务。该平台 2020 年一季度末总资产近 461.93 亿元；土地规模较大，截至 2019 年末该平台拥有账面价值约 73.65 亿元的储备土地和约 21.74 亿元的出让土地；2019 年该平台继续获得较大外部支持，收到涪陵区国资委注资 5.6 亿元、无偿划入评估金额超亿元的建筑资产，此外共计收到政府补助 1.34 亿元；同时，该平台营业收入有所下降，利润水平对政府补助依赖较大；有息负债规模继续增长，面临较大的偿债压力；对外担保对象包括民营企业且无反担保措施，存在一定或有负债风险。

重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司由涪陵区国资委控股 84%以上，其余股份由中国农发重点建设基金有限公司持有，主要业务有全区交通基础设施建设及相关资产的管理、全区旅游资源招商管理、仓储服务、物业管理等。该平台 2020 年一季度末总资产近 117.32 亿元；2019 年收到财政补贴 1.58 亿元；近年来债务规模持续增长，2021 年存在集中偿付压力；2019 年房地产销售收入下降 80.78%；2020 年初旅游收入同比降幅超 30%。

重庆龙头港物流发展有限公司由重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司控股 80%，剩余 20%的股份由重庆航运建设发展（集团）有限公司持有，其主营业务包括港口经营、各类工程建设活动、公共铁路运输、餐饮服务、货物运输、仓储及物业管理等。该平台 2020 年一季度末总资产约 27.82 亿元，规模非常小。

表 8 涪陵区发债平台代表性债券收益率

平台名称	评级	代表性债券	剩余期限	收益率
重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司	AA+	19 涪陵 01	4.02 年	5.10%
重庆市涪陵区新城区开发(集团)有限公司	AA	20 涪陵新城 PPN001	4.73 年	6.19%
重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司	AA	18 涪陵交通 MTN002	3.21 年	6.02%
重庆龙头港物流发展有限公司	-	17 渝龙头项目 NPB01	7.32 年	5.46%

资料来源：WIND，海通证券研究所
注：数据截至 2020 年 7 月 16 日

合川区的发债平台共 3 家，分别为重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、重庆市合川工业投资(集团)有限公司、重庆市合川农村农业投资(集团)有限公司。仅重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司信用评级为 AA+，其余两家为其子公司，评级均为 AA。

重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司实际控制人为合川区人民政府，主营业务为国有资产经营、土地整治开发、房地产开发、建材销售及各类项目的建设与投资，控股子公司包括合川区其他两个 AA 级平台：重庆市合川工业投资(集团)有限公司、重庆市合川农村农业投资(集团)有限公司。该平台 2020 年一季度末总资产约 1072.41 亿元，规模较大；2019 年持续获得政府资金注入等方面的支持；未来每年计划投资规模一般；同时，代建和土地整理与开发业务收入回款周期长，回款情况欠佳；2020 年一季度债务负担较快上升，未来三年存在较大集中偿付压力；存续债券募投项目进展滞后。

重庆市合川工业投资(集团)有限公司由 AA+级平台重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司全资控股，主营业务包括粮食收购、项目投资、建筑相关业务、国有资产经营管理、园林绿化服务、土地整治服务。该平台 2020 年一季度末总资产达 312.69 亿元，规模不大。

重庆市合川农村农业投资(集团)有限公司由重庆市合川城市建设投资（集团）有限

公司控股超 95%，余下股份由中国农发重点建设基金有限公司持有，其作为重庆市合川区以统筹城乡发展为主要职能的国有独资公司，在主营的城乡基础设施建设、水务经营与土地整治储备等业务板块均处于重要地位。该平台 2019 年末总资产近 201.44 亿元，规模也不大。

表 9 合川区发债平台代表性债券收益率

平台名称	评级	代表性债券	剩余期限	收益率
重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司	AA+	18 合川城投 MTN002	3.17 年	4.46%
重庆市合川工业投资(集团)有限公司	AA	20 合川投资 PPN001	4.79 年	7.55%
重庆市合川农村农业投资(集团)有限公司	AA	19 合川 01	3.90 年	7.70%

资料来源：WIND，海通证券研究所
注：数据截至 2020 年 7 月 16 日

5.4 渝东北生态涵养发展区及渝东南生态保护发展区

渝东北生态涵养发展区和渝东南生态保护发展区从 GDP 等指标来看，发展水平相对较弱，其中，万州区 GDP 相对较高，但近几年遭遇政策红利的退潮，包括退出国家贫困区、三峡办撤销等，增长势头较差，GDP18-19 年呈负增长。

万州区的发债平台共 4 家，分别为重庆万州经济技术开发(集团)有限公司、重庆市万州三峡平湖有限公司、重庆三峡产业投资有限公司和重庆万林投资发展有限公司。其中，前两者评级为 AA+，后两者评级为 AA。

重庆万州经济技术开发(集团)有限公司是万州区主平台，由万州区国资委控股 51%，重庆万州经开区股权投资基金合伙企业持股 33.33%，其余股份由万州经济技术开发区管委会持有。该平台主营业务主要包括铜产品生产加工、土地综合整治、工程施工及物业管理等。该平台 2020 年一季度末总资产达 571 亿元；近年来该平台股权隶属关系被上划至万州区国资委，区域地位有所提升，业务范围拓展至万州经开区全域；2016 到 2018 年连续获得较大外部支持；同时，随着金龙集团和三峡产投的并入，该平台债务规模大幅增加，短期偿债压力较大；2019 年三季度末该平台应收类款项占总资产比例较大，为 35.45%，已计提坏账准备 2.12 亿元。

重庆市万州三峡平湖有限公司由万州区城乡建设委员会控股 96%以上，其余股份由国开发展基金有限公司持有，主营业务包括土地开发整理、基础设施建设、资产租赁、物业管理等。该平台 2020 年一季度末总资产达 290.48 亿元；持续得到万州区政府在财政补贴等方面的大力支持；同时，在建和拟建项目较多，且项目建设资金主要由平台自行筹措，未来面临较大的资本支出压力；负债规模快速增长，有息债务规模在总负债中占比较高，2018 年末达 73.88%，偿债压力有所加重。

重庆三峡产业投资有限公司由重庆万林投资发展有限公司控股超 70%，余下股份由重庆万州经济技术开发（集团）有限公司持有，实际控制人为万州区国资委，主要业务是对万州经济技术开发区土地整治及基础设施和产业进行投资、建设、管理。该平台 2019 年末总资产近 166.07 亿元；应收类款项占比较高，2019 年末约 43.02%；债务收入是债务偿付的主要来源，偿债来源结构有待改善；有息债务占总负债比重很高，2019 年末为 88.95%；对外担保金额 2019 年末为 31.21 亿元，担保比率为 30.66%，被担保企业区域集中度高，存在一定或有风险。

重庆万林投资发展有限公司由重庆万州经济技术开发(集团)有限公司控股超 98%，其余股份由中国农发重点建设基金有限公司持有，主营业务是对经开区下辖高峰园、九龙园进行土地整治，对辖内标准厂房、污水处理厂等产业项目进行投资建设，对代建的公租房、廉住房等形成的资产进行经营管理。该平台 2019 年末总资产达 155.17 亿元；2018 年末货币资金/短期债务为 4.14 倍，短期偿债压力较小；同时，2018 年末营业收入 89.78%来自土地整治业务、收现比为 0.58 倍，收入来源单一、主营业务回款较慢；利润总额主要来源于政府补助，2018 年随政府性债务置换工作结束、补助减少，利润总额出现较大下滑。

表 10 万州区发债平台代表性债券收益率

平台名称	评级	代表性债券	剩余期限	收益率
重庆万州经济技术开发(集团)有限公司	AA+	20 万州经开 MTN001	5.00 年	6.73%
重庆市万州三峡平湖有限公司	AA+	19 三峡平湖 MTN002	4.11 年	4.68%
重庆三峡产业投资有限公司	AA	20 三峡投资 PPN001	4.95 年	8.01%
重庆万林投资发展有限公司	AA	20 万林投资 PPN001	2.87 年	6.62%

资料来源：WIND，海通证券研究所
注：数据截至 2020 年 7 月 16 日

信息披露

分析师声明

姜超　　固定收益研究团队
杜佳　　固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称"本公司"）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路　颖　　所长
(021)23219403　luying@htsec.com

高道德　　副所长
(021)63411586　gaodd@htsec.com

姜　超　　副所长
(021)23212042　jc9001@htsec.com

邓　勇　　副所长
(021)23219404　dengyong@htsec.com

荀玉根　　副所长
(021)23219658　xyg6052@htsec.com

涂力磊　　所长助理
(021)23219747　tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
于　博(021)23219820　yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885　ljl11087@htsec.com
宋　潇(021)23154483　sx11788@htsec.com
陈　兴(021)23154504　cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394　yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732　fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395　zhengyb@htsec.com
罗　蕾(021)23219984　ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883　yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230　ylq9619@htsec.com
姚　石(021)23219443　ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745　lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386　zzg11641@htsec.com
颜　伟(021)23219914　yw10384@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419　niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004　tangyy@htsec.com
皮　灵(021)23154168　pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326　xyh10763@htsec.com
谈　鑫(021)23219686　tx10771@htsec.com
王　毅(021)23219819　wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433　csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370　zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774　zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445　tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167　wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
周　霞(021)23219807　zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121　jps10296@htsec.com
杜　佳(021)23154149　dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142　wqz12709@htsec.com
张紫睿 021-23154484　zzr13186@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658　xyg6052@htsec.com
高　上(021)23154132　gs10373@htsec.com
李　影(021)23154117　ly11082@htsec.com
姚　佩(021)23154184　yp11059@htsec.com
周旭辉　zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141　zxw10402@htsec.com
李姝醒　lsx11330@htsec.com
曾　知(021)23219810　zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406　tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733　zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400　wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147　wxk12750@htsec.com

中小市值团队
钮宇鸣(021)23219420　ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223　kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
相　姜(021)23219945　xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123　wyq12745@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434　lml@htsec.com
陈久红(021)23219393　chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387　wuyiping@htsec.com
朱　蕾(021)23219946　zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953　zhr8381@htsec.com
王　旭(021)23219396　wx5937@htsec.com

石油化工行业
邓　勇(021)23219404　dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143　zjj10419@htsec.com
胡　歆(021)23154505　hx11853@htsec.com
联系人
张　璇(021)23219411　zx12361@htsec.com

医药行业
余文心(0755)82780398　ywx9461@htsec.com
郑　琴(021)23219808　zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998　hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384　fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096　lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092　zzm12569@htsec.com

汽车行业
王　猛(021)23154017　wm10860@htsec.com
杜　威(0755)82900463　dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145　cyq12265@htsec.com
房乔华 0755-82900477　fqh12888@htsec.com
郑　蕾 23963569　zl12742@htsec.com

公用事业
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398　fyf11758@htsec.com
张　磊(021)23212001　zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125　lhk11523@htsec.com
高　瑜(021)23219415　gy12362@htsec.com
联系人
马浩然(021)23154138　mhr13160@htsec.com

互联网及传媒
郝艳辉(010)58067906　hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120　sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907　myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104　cxg11774@htsec.com

有色金属行业
施　毅(021)23219480　sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392　cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394　gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅　zjy12711@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747　tll5535@htsec.com
谢　盐(021)23219436　xiey@htsec.com
金　晶(021)23154128　jj10777@htsec.com
杨　凡(010)58067828　yf11127@htsec.com

电子行业
陈　平(021)23219646　cp9808@htsec.com
尹　苓(021)23154119　yl11569@htsec.com
谢　磊(021)23212214　xl10881@htsec.com
蒋　俊(021)23154170　jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139　xjc12802@htsec.com

煤炭行业
李　淼(010)58067998　lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
联系人
王　涛(021)23219760　wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业
张一弛(021)23219402　zyc9637@htsec.com
房　青(021)23219692　fangq@htsec.com
曾　彪(021)23154148　zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171　xbq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513　cjb11782@htsec.com

基础化工行业
刘　威(0755)82764281　lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130　lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397　zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431　swr12178@htsec.com
李　智(021)23219392　lz11785@htsec.com

计算机行业
郑宏达(021)23219392　zhd10834@htsec.com
杨　林(021)23154174　yl11036@htsec.com
于成龙　ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131　hjj10361@htsec.com
洪　琳(021)23154137　hl11570@htsec.com

通信行业
朱劲松(010)50949926　zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926　ywm11574@htsec.com
张峥青(021)23219383　zzq11650@htsec.com
张　弋 (010)58067852　zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095　ytx12741@htsec.com

非银行金融行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
何　婷(021)23219634　ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127　lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090　rgb12695@htsec.com

交通运输行业
虞　楠(021)23219382　yun@htsec.com
罗月江（010）56760091　lyj12399@htsec.com
李　轩(021)23154652　lx12671@htsec.com
陈　宇(021)23219442　cy13115@htsec.com

纺织服装行业
梁　希(021)23219407　lx11040@htsec.com
盛　开(021)23154510　sk11787@htsec.com
联系人
刘　溢(021)23219748　ly12337@htsec.com

建筑建材行业
冯晨阳(021)23212081　fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
申　浩(021)23154114　sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@htsec.com
颜慧菁　yhj12866@htsec.com

机械行业
余炜超(021)23219816　swc11480@htsec.com
周　丹　zd12213@htsec.com
吉　晟(021)23154653　js12801@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391　liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399　zhl11756@htsec.com

建筑工程行业
张欣劼　zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134　lfh12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业
丁　频(021)23219405　dingpin@htsec.com
陈　阳(021)23212041　cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396　myq12354@htsec.com

食品饮料行业
闻宏伟(010)58067941　whw9587@htsec.com
唐　宇(021)23219389　ty11049@htsec.com
颜慧菁　yhj12866@htsec.com
张宇轩(021)23154172　zyx11631@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171　cbs10969@htsec.com

军工行业
张恒晅　zhx10170@htsec.com
张高艳 0755-82900489　zgy13106@htsec.com
联系人
刘砚菲 021-2321-4129　lyf13079@htsec.com

银行行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
解巍巍　xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395　ljl12245@htsec.com

社会服务行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671　cyy10636@htsec.com
许樱之　xyz11630@htsec.com

家电行业
陈子仪(021)23219244　chenzy@htsec.com
李　阳(021)23154382　ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383　zmc11316@htsec.com
刘　璐(021)23214390　ll11838@htsec.com

造纸轻工行业
衣桢永(021)23212208　yzy12003@htsec.com
赵　洋(021)23154126　zy10340@htsec.com
联系人
柳文韬(021)23219389　lwt13065@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队
蔡铁清(0755)82775962　ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963　fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022　gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933　liujj4900@htsec.com
饶　伟(0755)82775282　rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含　gbh11537@htsec.com
滕雪竹　txz13189@htsec.com

上海地区销售团队
胡雪梅(021)23219385　huxm@htsec.com
朱　健(021)23219592　zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384　jiwj@htsec.com
黄　毓(021)23219410　huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281　qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192　hyx10493@htsec.com
黄　诚(021)23219397　hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373　mwy10474@htsec.com
马晓男　mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268　yyx10310@htsec.com
张思宇　zsy11797@htsec.com
王朝领　wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650　syj12493@htsec.com
李　寅 021-23219691　ly12488@htsec.com

北京地区销售团队
殷怡琦(010)58067988　yyq9989@htsec.com
郭　楠 010-5806 7936　gn12384@htsec.com
张丽萱(010)58067931　zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977　yys10962@htsec.com
李　婕　lj12330@htsec.com
欧阳亚群　oyyq12331@htsec.com
郭金垚(010)58067851　gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com