



➤ 维度一：四川城投债市场表现如何？

截至 2022 年 5 月末，四川省城投债余额共计 10176 亿元，主要集中在成都、绵阳、泸州等地市的市级平台中。

2017 年下半年以来，四川省城投债发行量基本维持在全国的 5% 左右，近两年来整体中枢有所抬升。

➤ 维度二：四川省内信用环境如何？

从公开市场发行品种看，四川省自 2015 年首家民企债券违约以来，共有 9 家主体发生过信用债违约（含技术性违约），以民企居多。此外，川煤违约也对区域信用环境造成了一定的影响。

除此之外，2018 年以来，四川省内陆续也有少数城投平台作为融资方或担保方的非标违约事件发生，但违约主体多为非发债平台，且主要集中在成都以及个别区县平台，故对区域整体的影响相对较小。

➤ 维度三：四川省经济财政债务基本面如何？

四川经济总量稳居全国前六，西部首位，但人均指标相对落后，产业整体税收贡献处于中等水平；举债规模相对不高，经济发展对债务融资依赖度相对较高，对公开市场债券的依赖度中等。

具体到各地市：成都、宜宾、凉山州、眉山等地市工业基础较好，主导产业对经济贡献及创收效应均较强；巴中、资阳、广元等地市的债务率偏高；成都和泸州对债券融资的依赖度较高。

➤ 维度四：四川省的未来蓝图如何描绘？

四川省在“十四五”规划中提到 GDP 增速的预期目标为 6.0% 左右；各地市的预期增速均在 6.0% 及以上。此外，四川省近几年不断强调要“规范政府举债行为，建立政府性债务全口径监管机制，严格实施债务限额管理和预算管理，妥善处置和化解地方政府隐性债务存量”。

就城投债而言，省级平台、成都今年需兑付规模较高，但总体分布较为均匀。

总结来看：（1）成都作为“省会城市+中心城市”，虹吸效应和地位优势显著，除一圈层外建议关注二圈层当中的发展较好的区域，如双流、新都、成都经开区等，平滑收益与缺陷后衡量性价比。（2）绵阳、宜宾常年稳居省内第二、第三，相比之下，宜宾整体认可度高一些。但两者未来到期分布较为均匀，结合历史发行情况，整体公开市场到期接续压力并不大。（3）其他地市当中，第二梯度当中德阳工业基础不错且债务水平低，可以积极关注；（4）此外四川有诸 1000-2000 亿元经济体量的地级市，乐山（刚好 2000 亿元），内江、自贡、眉山、遂宁，其中部分区域早前平台数量较多债务压力较大，建议审慎一些，而当中也有平台较为集中且债务水平中等的眉山与乐山可供选择；此外重点扶贫区域的大凉山仅一家平台，从信用稳定性角度其实值得关注；（5）再者便是广元、广安、巴中等地市，平台其实多是市本级整合后的城市综合运营的主平台，叠加区域实力来看评级较低，多由当地金融机构支撑。

➤ 风险提示：城投口径偏差；部分数据处理时点不一致所导致的偏差；宏观经济、地方政府债务压力、区域及平台评价的主观性。



分析师：谭逸鸣

执业证号：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

研究助理：刘雪

执业证号：S0100122030050

电话：18344896727

邮箱：liuxue@mszq.com

相关研究

1. 城投随笔系列：“陡峭化”的津城建，多短算短？
2. 资本补充类工具专题：二级资本债，机会仍在路上
3. 经济金融数据预测专题：经济弱复苏，5 月经济金融数据怎么看？
4. 城投随笔系列：城投交易所批文审核放松了？
5. 土地专题：土地使用权注销是什么

目 录

1 维度一：四川城投债市场表现如何？	3
1.1 省内当前有哪些存量城投债？	3
1.2 区域一级发行有何变化？	5
1.3 区域二级利差有何表现？	8
2 维度二：四川省内信用环境如何？	10
2.1 历史上有哪些负面事件？	10
2.2 对应有何应对举措？应对效果如何？	11
3 维度三：四川省经济财政债务基本面如何？	13
3.1 2021 年全省层面表现如何？	13
3.2 2021 年省内各地(州)市表现如何？	15
3.2.1 各地(州)市经济发展如何？	15
3.2.2 各地(州)市财政表现如何？	16
3.2.3 各地(州)市绝对债务水平如何？	17
3.2.4 综合比较之下，各地(州)市相对数据表现如何？	18
4 维度四：四川省的未来蓝图如何描绘？	20
4.1 发展潜力及未来规划如何？	20
4.1.1 四川及各地市历史发展情况如何？	20
4.1.2 关于发展，“十四五”规划怎么说？	22
4.1.3 债务管控及化解如何考虑？	24
4.2 省内城投到期压力如何，怎么看？	26
5 风险提示	30
插图目录	31
表格目录	32

图 1：四个维度再度审视四川——区域研究与分析系列


资料来源：wind，民生证券研究院

在整个城投的研究分析框架当中，更多应该去回答和解决“是什么”的问题，即从诸多的客观信息数据入手尽可能详细的去阐述和呈现各区域的历史过往并合理推演未来。

近年来谈到四川，除了川渝经济圈作为区域协同发展的重要战略举措之外，省会成都的“虹吸效应”常为市场所讨论：作为省内中心城市，得益于成都平原的地理优势条件，在人口聚集、经济产业发展等方面，均一马当先，横向对比全国来看，省会发展度很高，也由此展露在“市场聚光灯”下，未来而言“虹吸效应”是否会逐步往“辐射效应”转变，值得思考；除此之外的其余地市无论在区域发展上、还是平台构架的存量债分布上，均出现明显分化，值得我们梳理。

当下而言，四川省内城投债存量规模较大，票息仍有吸引力，且其资产分布结构丰富，本文聚焦四川，继续城投区域研究与分析系列：从市场表现、信用环境、基本面、未来蓝图四个维度，再审视。

1 维度一：四川城投债市场表现如何？

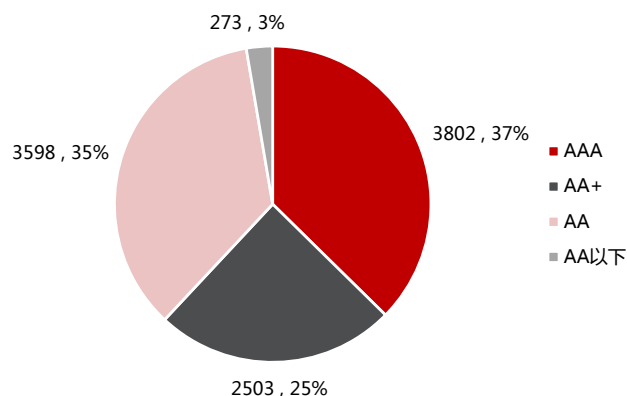
1.1 省内当前有哪些存量城投债？

首先我们来看区域资产供给结构：截至 2022 年 5 月末，四川省城投债余额共计 10176 亿元，涉及 244 家城投平台，**分主体评级来看：**其中 AAA（37%，主要为省级/成都市级平台）、AA+（25%）、AA（35%），AA 占比不低。

分行政层级看：地级市平台（34%）存量规模最高，主要集中在成都市中；区县平台次之（33%）；省级平台及国家级园区平台亦有相当存量；省级园区平台存量较低。

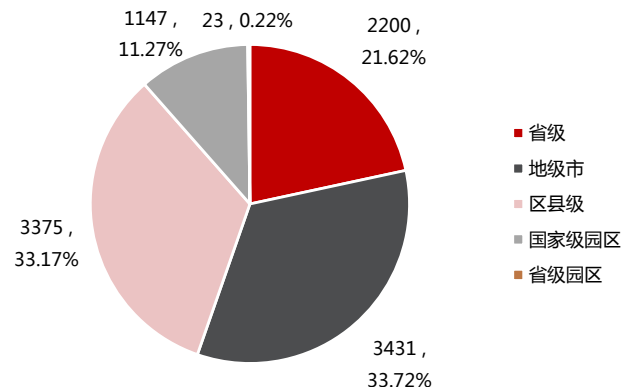
具体到地市：成都的存量规模最高，在 4000 亿元以上；其次是泸州、绵阳、宜宾、眉山（300 亿元以上）；乐山、遂宁、达州、巴中、德阳、自贡、内江等地市的存量规模亦在百亿元以上；其余地市存量规模不足百亿元。

图 2：四川省存量城投债分布：分评级（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：四川省存量城投债分布：分行政层级（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

存量公募债估值方面：

(1) 成都市场认可度较高，AA+以上中高等级主体估值水平较低，而 AA 主体当下仍有收益，多是区县次平台或者核心主平台的发债子公司，这类主体也是资产荒演绎之下市场会重点关注的主体；

(2) 泸州存量债规模不低，然市本级核心平台估值已然压缩，AA 主体高位徘徊；

(3) 宜宾存量债主要集中在宜宾发展身上，其市场认可度很高且期限结构也偏长；其区县 AA 平台在同档次平台当中估值相对低；

(4) 绵阳因区域债务水平相对高且此前市场有过争议，整体估值水平偏高一些；

(5) 乐山、达州、德阳整体体量相近，且均有整合后的 AA+ 平台共市场选择，其中达州估值水平相对高一些；

(6) 自贡、资阳、内江虽也处成都平原，但其经济体量偏小且此前区域内平台较多，市场认可度整体较低；

(7) 川东北的广元、广安受地形约束，发展相对较弱，估值水平偏高一些。

具体到主体来看：川发展、兴城投资、成都轨交、绵阳投控、宜宾发投等 23 家平台全部存量债券规模在 100 亿元以上，以主体评级在 AA+ 及以上的省级平台和成都、绵阳、宜宾等地市市级平台为主。

图 4：四川省各地(州)市存量城投债规模及估值（亿元，%）

地区	全部存量	主体评级				公募估值（2022）			公募估值（2023）			公募估值（2024）		
		AAA	AA+	AA	AA以下	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
省级	2,200	1,977	157	62	-	2.10	3.22	2.63	2.51	5.53	2.53	2.78	2.93	3.22
成都市	4,895	1,600	1,585	1,669	40	2.13	2.22	4.22	2.56	2.56	4.72	2.81	3.11	5.85
泸州市	511	-	113	378	20	-	2.07	3.06	-	2.50	5.24	-	2.78	4.72
绵阳市	480	-	257	204	19	-	3.95	4.38	-	3.63	5.42	-	4.19	5.58
宜宾市	369	225	30	89	25	-	-	-	2.53	-	-	-	-	4.02
眉山市	306	-	10	251	45	-	-	4.42	-	-	5.07	-	-	5.01
乐山市	170	-	109	47	14	-	2.31	-	-	2.56	-	-	3.14	-
遂宁市	167	-	-	146	21	-	-	-	-	-	6.60	-	-	6.79
达州市	165	-	111	51	3	-	2.78	3.35	-	3.15	3.05	-	-	-
巴中市	124	-	-	118	6	-	-	11.19	-	-	8.45	-	-	7.05
德阳市	137	-	48	81	8	-	2.19	-	-	2.42	-	-	2.87	4.02
自贡市	123	-	-	123	-	-	-	4.38	-	-	4.76	-	-	6.15
内江市	111	-	-	90	21	-	-	6.19	-	-	6.19	-	-	-
广安市	86	-	-	81	5	-	-	3.96	-	-	4.69	-	-	5.51
广元市	78	-	-	73	5	-	-	5.72	-	-	6.51	-	-	5.11
资阳市	57	-	-	38	19	-	-	-	-	-	10.00	-	-	6.76
凉山州	86	-	74	12	-	-	-	-	-	5.45	-	-	6.16	-
南充市	43	-	10	20	13	-	-	-	-	-	-	-	-	-
雅安市	45	-	-	45	-	-	-	7.85	-	-	8.43	-	-	-
攀枝花市	24	-	-	20	4	-	-	-	-	-	-	-	-	4.59

资料来源：wind，民生证券研究院

注：2022、2023、2024 指对应 2022、2023、2024 年到期的均值；估值及到期均采用行权计。

表 1：四川省全部存量信用债余额前 10 的平台分布（亿元）

发行人	行政层级	地市	主体评级	总资产	带息债务	存量债券余额			
						合计	本部	重要子公司	本部占比
四川发展(控股)有限责任公司	省级	-	AAA	15081	8758	1894	411	1483	22%
成都兴城投资集团有限公司	地级市	成都市	AAA	9420	6338	310	310	-	100%
成都轨道交通集团有限公司	地级市	成都市	AAA	3997	1697	300	300	-	100%
绵阳市投资控股(集团)有限公司	地级市	绵阳市	AA+	1151	616	296	257	39	87%
宜宾发展控股集团有限公司	地级市	宜宾市	AAA	3928	945	295	225	70	76%
成都高新投资集团有限公司	国家级园区	成都市	AA+	1517	734	282	282	-	100%
成都香城投资集团有限公司	区县级	成都市	AA+	1422	650	279	148	131	53%
成都天府新区投资集团有限公司	国家级园区	成都市	AAA	1483	828	218	218	-	100%
成都西盛投资集团有限公司	区县级	成都市	AA+	801	357	216	81	135	37%
泸州市兴泸投资集团有限公司	地级市	泸州市	AA+	977	311	209	113	97	54%

资料来源：wind，民生证券研究院

注：财务数据截至 2021 年末。

1.2 区域一级发行有何变化？

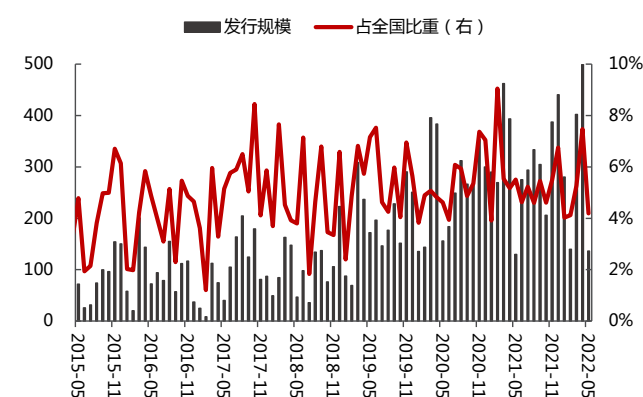
区域内城投债的发行及净融资受到城投政策、流动性环境、区域信用负面事件等多因素影响。四川省城投债发行及净融资规模变动趋势基本与全国基本保持一致，2017 年下半年以来，月度发行量占全国比重中枢稳定在 5% 左右，而近两年来整体中枢有所抬升。

2016 年下半年到 2018 年中，受政策因素影响，区域内城投债发行净融资规模骤降；直至 2018 年下半年四川省城投债净融资水平开始恢复性提升，在 2019

年以后，四川省整体发行及净融资开始逐步恢复并超越此前水平，而近两年来杠杆上的较快。

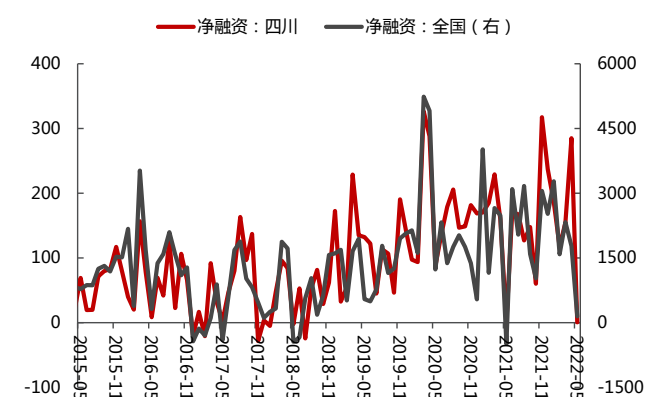
具体细分看：2020 年来，成都市平台因整体发行规模较大，净融资平稳且滚续能力佳。省级平台除个别季度到期规模较大净融资为负外，其他季度都保持正的净融资。其他地市在整体信用环境作用以及到期压力下，在 2020 年四季度之后，净融资较此前有所减少，南充、绵阳等部分地市甚至降为负值，整体发行再融资滚续压力较大；但在政策呵护及较强的债务管控意愿加持下，净融资水平有所恢复，宜宾等部分地市净融资表现还不错，持续增量，川东北重镇达州发行也较为平稳。

图 5：四川省城投债月度发行走势（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：四川省城投债月度净融资走势（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：四川省各地级市城投债净融资走势变化（亿元）

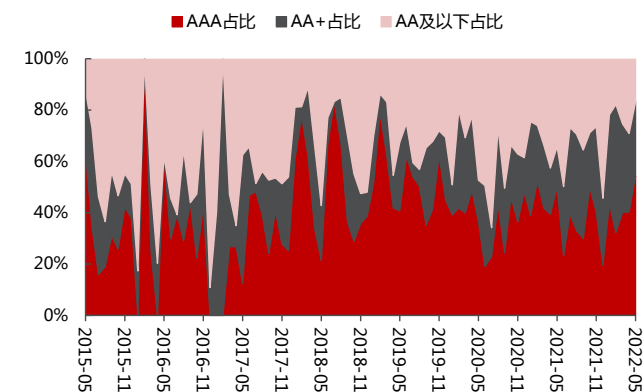
地市	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	净融资走势
省级	126	69	19	85	116	11	(25)	136	96	54	
成都市	243	293	326	246	438	277	327	300	305	172	
泸州市	24	23	25	26	3	29	16	40	(3)	20	
绵阳市	47	36	32	(7)	(4)	(8)	(7)	(7)	12	4	
宜宾市	37	21	39	80		12	21	37	16	10	
眉山市	3	27	32	14	(8)	4	29	24	0	26	
乐山市	5	17	5	13	8	4	20	(6)	14	10	
遂宁市	(0)	3	11	(2)	2	(10)	7	11	(4)	4	
达州市	9	(1)	28	10	14	9	10	34	12	(6)	
巴中市	5	5	(7)		9	6	(5)	10	11	(15)	
德阳市	7	(2)	2	13		(2)	30	7	11	21	
自贡市	(5)	10	10	9	2	0	20	13	(5)	8	
内江市	(1)	(5)	2	13	(10)	(6)	(7)	12	4	(2)	
广安市	1	4	11	(9)	(1)	21	0	3	1	(7)	
广元市	8	(2)	1	5	(2)	1	10	(4)	(2)	(6)	
贵阳市	(4)	10	10	6	3	(7)		(6)	(6)	(2)	
凉山州	20		(10)	(2)	10	(6)	7	19	5	(1)	
南充市	(3)	(2)		(1)	(3)	(8)	(12)	(2)	(3)	(3)	
雅安市		7	(3)		(1)			(5)			
攀枝花市	(3)		(1)		7	5	3	2	(2)	(1)	
阿坝州											
甘孜州								(3)	(3)		

资料来源：wind，民生证券研究院

从发行结构看，政策宽松时期，AA 及以下城投主体发行占比明显增加（如 2016 年以前），但 2018 年以来发行呈现向中高等级主体集中的趋势，这与平台整合关系较大，尤其 2020 年之后，AA+城投主体发行较以前年度有明显增加。

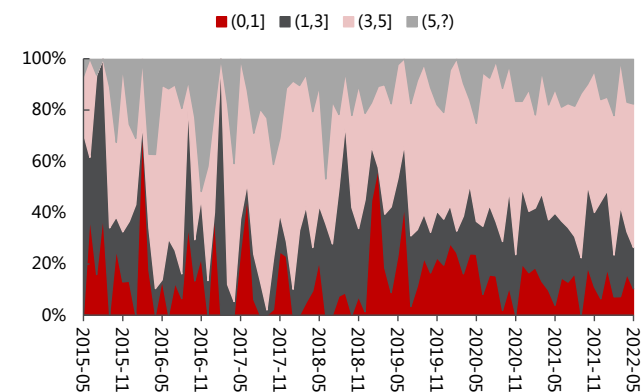
期限结构上，2019 年以来，四川省内城投新券发行 5 年期以上的明显减少，主要是 3-5 年期占比提升，而与此同时 1 年以内占比在下降。

图 8：四川省城投债月度发行分布变化：分评级



资料来源：wind，民生证券研究院

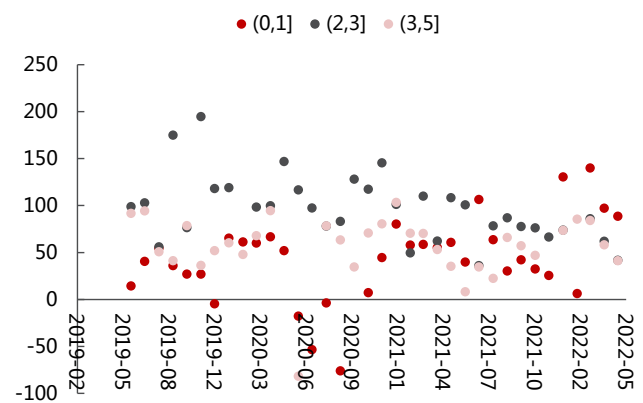
图 9：四川省城投债月度发行分布变化：分期限



资料来源：wind，民生证券研究院

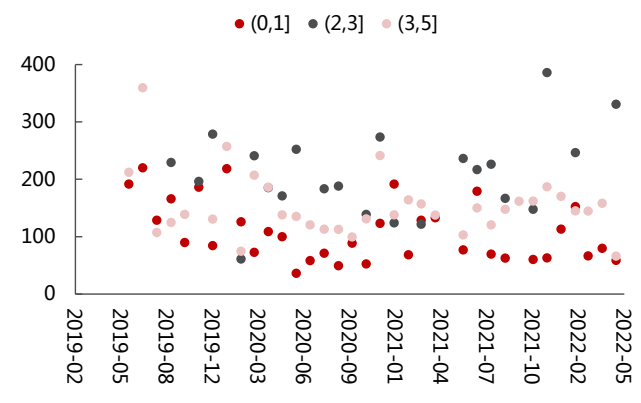
从发行利率看，AAA 短券及 5 年期以上的长券发行利差虽有波动但 2019 年以来基本稳定在 100bp 以内，2-3 年期的中短券发行利差有所压缩；AA+短券及长券利差自 2019 年以来有压缩趋势，但中短券发行利差有所抬升。

图 10：四川省 AAA 城投债平均发行利差变化（BP）



资料来源：wind，民生证券研究院

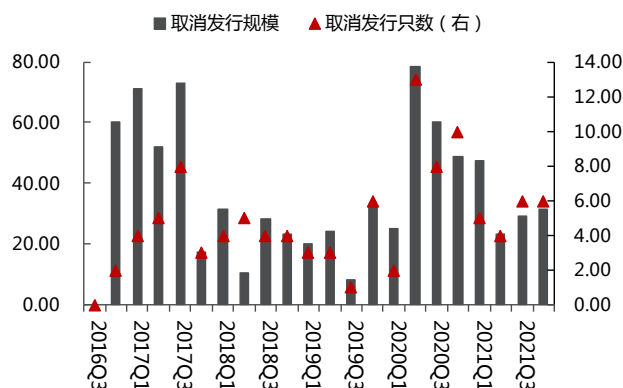
图 11：四川省 AA+城投债平均发行利差变化（BP）



资料来源：wind，民生证券研究院

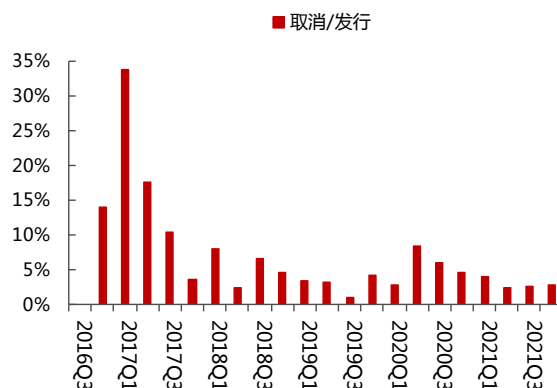
进一步结合取消发行情况：2016-2017 年受政策影响冲击，四川省城投债取消发行只数及规模有所增加，而 2018 年以来有明显好转。进入 2020 年，流动性宽裕下发行人与机构之间的博弈致使各区域整体取消发行大幅增加，四川省也不例外，2021 年后至今有明显好转，较为平稳。

图 12：四川省城投债取消发行情况（亿元，只数）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：四川省城投债取消/发行情况（%）



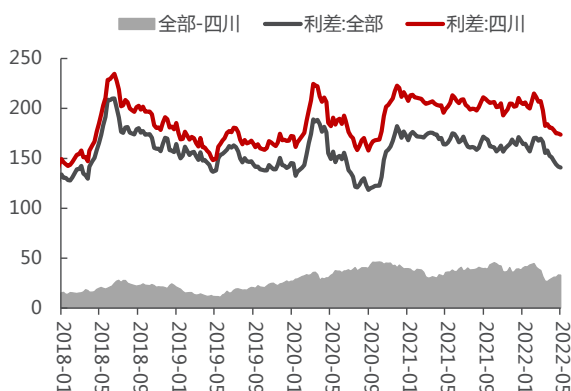
资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 区域二级利差有何表现？

2018 年以来，四川省城投债利差走势同城投债总体利差走势基本保持一致，且高于城投债总体利差 0-50BP，整体处于中位数以上水平，但在 2020 年之后，四川省城投债利差上行幅度相对较大。

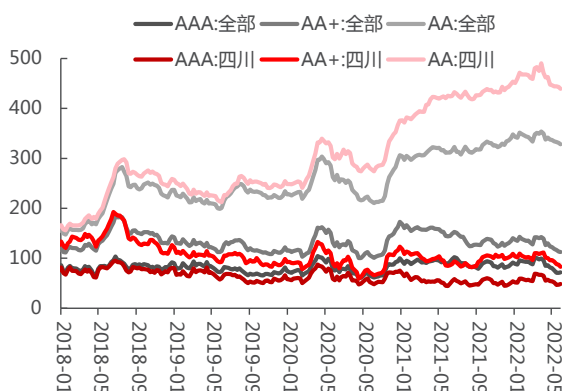
分评级来看：（1）2018 上半年以前，四川 AAA 城投债利差基本和城投债总体利差保持一致；2018 下半年以后，四川 AAA 城投利差保持低于 AAA 城投债总体利差；（2）2018 上半年以前，四川 AA+城投债利差略高于 AA+城投债总体利差，之后经历过市场寻券后的趋势性下行，四川 AA+城投债利差保持低于 AA+城投债总体利差；（3）与 AAA、AA+城投债利差表现不同，AA 城投债利差则在 2020 年以来持续走阔，且高于 AA 城投债总体利差。

图 14：四川省城投利差变化（bp）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：四川省 AAA、AA+城投利差变化（bp）



资料来源：wind，民生证券研究院

当前，四川省 AA 城投债利差处在历史较高分位数上，AAA 和 AA+城投债利差相对处于历史较低分位数上：截至 2022 年 6 月 2 日，四川省 AAA、AA+、

AA 主体城投债利差均值分别为 48.37bp、83.15bp 和 439.46bp，对应处在历史的 8.60%、16.10%、93.60%分位数上。

表 2：四川省城投债利差分位数分布（bp）

	全国				四川			
	合计	AAA	AA+	AA	合计	AAA	AA+	AA
25%	116.70	67.05	102.60	135.18	127.90	54.57	88.01	142.61
50%	144.56	79.39	122.16	211.26	166.39	64.47	102.08	226.30
75%	164.79	88.83	141.10	253.65	196.76	75.99	122.36	295.13
100%	209.96	134.56	185.72	353.95	234.65	135.71	192.45	490.53
2022-06-02	140.80	71.75	112.29	328.22	173.72	48.37	83.15	439.46
当前分位数	45.50%	35.00%	34.70%	92.80%	57.50%	8.60%	16.10%	93.60%

资料来源：wind，民生证券研究院

注：分位数起始时间为 2014 年 8 月。

2 维度二：四川省内信用环境如何？

2.1 历史上有哪些负面事件？

从公开市场发行品种看，四川省自 2015 年首家民企债券违约以来，共有 9 家主体发生过信用债违约（含技术性违约）。

2015 年 4 月，波鸿集团短期融资券未按时兑付本息，为省内首只标债违约；此后，伴随着民企违约潮，四川圣达、印纪娱乐、成都天翔等民企相继发生违约。

总结民企违约原因，主要系：1) 行业周期进入下行通道时，公司盈利及内部现金流均出现弱化；2) 受疫情冲击，盈利能力大幅下滑；3) 债务负担较重，短债占比较高；4) 项目前期建设资本投资较大导致后期营运资金未得到及时补充等。

自 2014 年首例信用债违约以来，金融监管进一步完善。相较于国企，民企处在资源弱势，再叠加实控人风险、激进投资、关联方账款等常见现象导致其信用分析及定价困难，其实多数机构对民企有所规避。故而民企违约对区域信用环境的影响一般较小。

此外，川煤违约也对区域信用环境造成了一定的影响。2016 年 6 月 15 日，四川省煤炭产业集团有限责任公司发布公告称，“截至到期兑付日日终，公司未能按照约定筹措足额偿债资金“15 川煤炭 CP001”不能按期足额偿付，已构成实质性违约。”川煤集团 2016 年至 2018 年间累计债券违约 9 次，涉及金额近 60 亿元。川煤集团在此前公告中曾表示多笔债券未能按期兑付的原因有：煤炭行业产能过剩、煤价下跌、新发行债券困难等。

除此之外，2018 年以来，四川省内陆陆续续也有少数城投平台作为融资方或担保方的非标违约事件发生，但违约主体多为非发债平台，且主要集中在成都以及个别区县平台，故对区域整体的影响相对较小。

表 3：四川省发债平台历史信用事件汇总（亿元）

首次违约日期	发行人	首次违约类型	违约前主体评级	企业性质	申万行业	违约日存量
2015-04-12	波鸿集团有限公司	技术性违约	AA-	民企	综合Ⅱ	4
2015-09-15	中国第二重型机械集团有限公司	未按时兑付利息	CCC	央企	专用设备	10
2015-10-14	国机重型装备集团股份有限公司	未按时兑付本息	C	央企	专用设备	3.1
2015-12-07	四川圣达集团有限公司	未按时兑付回售款和利息	B	民企	石油化工	3
2016-06-15	四川省煤炭产业集团有限责任公司	未按时兑付本息	AA	国企	煤炭开采	57.5
2018-09-10	印纪娱乐传媒股份有限公司	未按时兑付本息	CCC	民企	-	8
2019-03-25	成都天翔环境股份有限公司	未按时兑付本息	AA-	民企	-	2
2019-12-30	四川省巨洋企业管理集团有限公司	展期		民企	酒店	6
2021-07-12	四川蓝光发展股份有限公司	未按时兑付本息	A	民企	房地产开发	114.3

资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 对应有何应对举措？应对效果如何？

四川省政府在加强债务管理、维持金融环境稳定等方面做了不少工作，具体来看：

第一，四川省政府、国资委等部门多次组织召开会议和出台文件，在公开场合强调要：强化重点领域风险防范，及时有效化解投资、债务、金融业务、境外经营等领域风险，坚决守住不发生重大风险的底线，维护地方金融稳定，构建良好金融生态。

表 4：四川省政府部分关于化解债务风险、偿还债务安排等相关表述

日期	文件/会议/新闻	内容
2021-04-06	四川省地方政府债务管理专家库管理办法	为提高四川省政府债务管理水平，充分发挥人才的智力支持作用， 全面服务全省政府债务管理改革发展，通过公开定向邀请方式征集政府债务管理专家，组成专家库。
2022-01-23	关于印发四川省抓项目促投资稳增长若干政策的通知	对专项债券使用情况好、项目资金有效需求多、 债务风险可控的地区，给予新增专项债券倾斜支持。
2022-01-29	四川省人民代表大会常务委员会工作报告	制定贯彻落实关于加强地方人大对政府债务审查监督意见的工作方案， 听取和审议政府债务情况报告，推动实现对政府债务“借、用、管、还”的全过程监督。
2022-02-18	四川省人民政府关于进一步深化预算管理制度改革的实施意见	健全地方政府依法适度举债机制。防范化解隐性债务风险。把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩， 坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，完善隐性债务变动工作机制和程序。完善常态化监控机制，决不允许新增隐性债务上新项目、铺新摊子，严禁违法违规融资担保及以政府投资基金、政府和社会资本合作、政府购买服务等名义变相举债。
2022-02-22	国资委党委专题会议	要强化重点领域风险防范， 及时有效化解投资、债务、金融业务、境外经营等领域风险，坚决守住不发生重大风险的底线。

资料来源：政府网站，民生证券研究院

第二，与区域内金融机构密切合作，取得区域内银行等金融资源的支持：省政府部门与中国银行、交通银行、浙商银行等银行达成战略合作，获得了各家银行在信贷资源方面的支持。

表 5：与区域内金融机构密切合作，获得区域金融资源支持

日期	文件/会议/活动	内容
2018-08-01	省政府与中国银行签署“四向拓展全域开放”金融合作行动计划	根据合作行动计划，中国银行将充分发挥全球化、综合化优势，重点在对接融入“一带一路”等国家战略、推进 进出川大通道特别是高速铁路建设、加快中国（四川）自由贸易试验区建设、发展更高层次开放型经济 等方面，进一步加大金融支持力度，助力四川构建“一干多支、五区协同”区域发展新格局、形成“四向拓展、全域开放”立体全面开放新态势。
2020-09-23	四川省人民政府与中国工商银行签署全面战略合作协议	根据协议，中国工商银行将与四川省建立更加紧密、稳定、共赢的战略合作关系， 未来五年内加大资源倾斜和资源投入，提供全方位金融服务，支持四川省重大基础设施建设，创新方式服务现代产业发展 ，大力发展普惠金融，共同促进科技与金融融合发展，共建西部金融中心，携手推进脱贫攻坚及乡村振兴工作，更好助力成渝地区双城经济圈建设。
2020-11-24	中国银行与四川省人民政府签署全面战略合作协议	根据协议， 中国银行将与四川省建立长期、稳定、互惠的全面战略合作关系，发挥全球化、综合化优势，推动成渝地区双城经济圈建设，在重点区域协同发展、基础设施项目建设、发展高层次开放型经济、构建现代产业体系、推进科技与金融创新、支持小微企业和民营企业发展、建设高品质生活宜居地、实施乡村振兴战略 等方面与四川开展互利互惠合作。

2021-05-12	宜宾市与中国银行四川省分行签署战略合作协议	根据协议，双方将本着互利互惠、共同发展的宗旨，建立长期、稳定、互惠的全面战略合作关系，在推动宜宾区域经济社会协调发展、宜宾基础设施项目建设、宜宾开放型经济发展等方面开展全方位、多层次合作，进一步助推宜宾今年建成全省经济副中心、2025 年建成成渝地区经济副中心。
2021-09-06	交通银行与四川省人民政府签署战略合作协议	交行将在“十四五”期间为四川省提供 8000 亿元信贷支持 。根据协议，交行将在促进四川省经济结构和区域经济布局优化、构建现代化产业体系、川渝共建重大项目、全面推进乡村振兴、保障改善民生等重点领域提供全方位优质高效的金融服务。
2021-10-27	四川省政府与浙商银行签署全面战略合作协议	根据协议，浙商银行将与四川建立全面战略合作关系，“十四五”期间，为四川提供不低于 2000 亿元的意向性融资支持额度 ，全力助推四川经济社会高质量发展，主要支持方向包括推动成渝地区双城经济圈建设、助推乡村振兴战略实施、支持现代基础设施建设、提供智能制造及新兴产业金融服务、助力民营小微企业发展等。
2021-10-29	四川省人民政府与中国农业银行签署全面战略合作协议	根据协议，中国农业银行将与四川建立更加紧密、稳定、共赢的全面战略合作关系，“十四五”期间，共同推动现代产业体系建设、服务乡村振兴战略、推动现代基础设施建设、推动西部金融中心高水平建设、参与科技创新中心建设、推进民营小微企业发展、推进民生事业发展、推动新型智慧城市建设等，全力支持四川高质量发展、助推成渝地区双城经济圈建设。
2021-11-01	四川省人民政府与中国农业发展银行签署战略合作框架协议	中国农业发展银行将与四川进一步深化战略合作伙伴关系，“十四五”期间，积极服务国家重大战略，在保障粮食和重要农产品安全、构建“10+3”现代农业体系、全面推进乡村振兴、加快农业农村现代化、实施“美丽四川·宜居乡村”建设等方面，加强沟通对接、探索创新，采取有效措施，共同解决农业政策性金融支持四川农业农村发展合作中面临的困难和问题，助力四川高质量发展。
2022-03-11	绵阳市与中国农业银行四川省分行签署战略合作协议	根据协议，“十四五”期间农行四川省分行将围绕重点合作领域，为绵阳市提供总额 1000 亿元的意向融资支持 ，其中乡村振兴领域不低于 50%。
2022-05-11	资阳市与国家开发银行四川省分行签署“十四五”开发性金融合作协议	围绕资阳市“十四五”时期建设目标、任务、重点领域和重大项目，建立务实高效的工作机制，进一步加强全方位战略合作，共同促进资阳经济社会高质量发展。国家开发银行四川省分行将继续把资阳作为重点支持地区，在创新融资模式、重大项目、乡村振兴、金融风险防控等方面给予大力支持，为当地发展注入更多金融活水。

资料来源：政府网站，民生证券研究院

从效果来看，四川省整体其实并未由于上述相关事件形成较大的负面冲击，更多还是跟随政策大环境，但局部不排除有一些波动，而经历地方政府加强债务管控以及对城投平台进行整合后，整体发行属较为平稳的状态。

3 维度三：四川省经济财政债务基本面如何？

对城投的研究最终还是要回到区域经济财政债务基本面去分析和筛选。

3.1 2021 年全省层面表现如何？

经济发展方面：2021 年，四川省实现 GDP 53851 亿元，居全国第 6，西部首位，实现 GDP 增速 8.2%，两年平均增长 6.0%；三次产业结构为 10.51:36.96:52.53。此外，四川省人口众多，2021 年末常住人口 8362 万人¹，仅次于广东和山东，故而人均 GDP 不高，排名较为靠后。

“5+1”现代工业体系方面：电子信息、装备制造、食品饮料、先进材料、能源化工和数字经济，五粮液、泸州老窖、天齐锂业、新希望、四川路桥、东方电气等均为全国知名品牌。

财政收入方面：2021 年，四川省实现一般公共预算收入 4773 亿元，居全国第 7，其中税收收入 3335 亿元，占比 70%；实现一般公共预算支出 11216 亿元，财政自给率仅 43%；实现政府性基金收入 4950 亿元，居全国第 5。

债务方面：截至 2021 年末，四川省地方政府债务余额共计 15238 亿元，相较于其他省市，限额-余额尚有一定空间（1056 亿元）。剔除并表子公司后的城投有息债务为 48746 亿元，其中城投债 10294 亿元，占比 21%，相较于其他省市，城投融资结构中债券所占比重不高。

图 16：全国各省市主要经济、财政、债务情况（亿元、万人、元、%）

	GDP	GDP 增速	人口	人均 GDP	三产结构	固投增速	A 股上市公司数量	市值	一般公共预算收入	税收占比	财政自给率	政府性基金收入	地方政府债务余额	限额-余额空间	城投有息债务	债券占比
	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021
广东	124370	8.0	12654	98285	4: 40: 56	6.3	761	168790	14103	76	77.4	8491	20415	1230	38021	23
江苏	116364	8.6	8505	137300	4: 44: 51	5.8	572	75799	10015	82	68.7	13633	18964	1859	81651	36
山东	83096	8.3	10158	81800	7: 40: 53	6.0	269	42246	7284	75	62.2	7977	19992	1151	40902	30
浙江	73516	8.5	6540	113032	3: 42: 55	10.8	605	85975	8263	87	75.0	11647	17427	606	56820	33
河南	58887	6.3	9912	59410	10: 41: 49	4.5	98	16061	4347	65	41.7	3375	12396	1863	19059	25
四川	53851	8.2	8362	64400	11: 37: 53	10.1	156	34579	4773	70	42.6	4950	15238	1056	48746	21
湖北	50013	12.9	5787	86416	9: 38: 53	20.4	127	18493	3283	78	41.4	3926	11932	606	24243	28
福建	48810	8.0	4174	116939	6: 47: 47	6.0	161	39627	3383	74	64.9	3343	10091	1197	13325	35
湖南	46063	7.7	6647	69300	9: 39: 51	8.0	132	20518	3251	69	38.9	3806	13605	233	23541	35
上海	43215	8.1	2486	173800	0: 26: 73	8.1	387	89923	7772	85	92.2	3769	7357	3246	8587	43
安徽	42959	8.3	6113	70321	8: 41: 51	9.4	148	22665	3498	68	46.1	3516	11576	972	17357	29
河北	40391	6.5	7448	54172	10: 41: 50	3.0	69	15718	4168	66	47.1	2807	-	-	9235	21
北京	40270	8.5	2189	184000	0: 18: 82	4.9	425	201447	5932	87	86.4	2706	8771	2507	35373	16
陕西	29801	6.5	3952	75400	8: 46: 46	-3.0	66	15930	2775	81	45.7	2382	8688	891	17224	19
江西	29620	8.8	4522	65500	8: 45: 48	10.8	67	9242	2812	69	41.5	2972	9013	1028	18325	33
重庆	27894	8.3	3211	86879	7: 40: 53	6.1	63	11768	2285	68	47.3	2358	8610	293	18466	33
辽宁	27584	5.8	4257	64800	9: 39: 52	2.6	80	9951	2765	71	46.8	1185	10253	1012	1961	22
云南	27147	7.3	4721	57500	14: 35: 50	4.0	41	10964	2278	66	34.3	1087	10952	314	15604	19
广西	24741	7.5	5037	49400	16: 33: 51	7.6	39	3111	1800	66	31.0	1729	8561	497	20722	15
山西	22590	9.1	3492	64700	6: 50: 45	8.7	41	10259	2835	74	56.2	980	5414	-	5083	30
内蒙古	20514	6.3	2400	85422	11: 46: 43	9.8	27	9233	2350	71	44.8	505	8900	598	2853	8
贵州	19586	8.1	3856	50800	14: 36: 50	-	33	30616	1970	60	35.2	2381	11874	491	14355	21
新疆	15984	7.0	2582	61900	15: 37: 48	15.0	58	9500	1619	68	30.0	606	6633	534	7061	23
天津	15695	6.6	1386	113200	1: 37: 61	4.8	63	13755	2141	76	68.0	1126	7882	100	13475	29
黑龙江	14879	6.1	3186	46700	23: 27: 50	6.4	38	3648	1301	-	25.5	370	6535	139	1968	16
吉林	13236	6.6	2406	55000	12: 36: 52	11.0	48	5402	1144	-	34.3	931	6259	409	3345	37
甘肃	10243	6.9	2490	40900	13: 34: 53	11.1	33	3148	1002	67	24.9	589	4896	326	7345	15
宁夏	6475	11.2	1020	63707	19: 19: 61	10.2	34	3881	921	81	46.5	520	3008	-	747	30
海南	4522	6.7	856	52800	8: 45: 47	2.2	16	2125	460	65	32.2	146	1922	227	1010	19
青海	3347	5.7	592	56500	11: 40: 50	-2.9	11	3508	329	71	17.7	199	2787	288	738	34
西藏	2080	6.7	378	55000	8: 36: 56	-	21	2799	213	-	10.3	46	496	59	718	27

资料来源：wind，民生证券研究院

注：GDP 增速、固投增速、税收占比、财政自给率、债券占比的单位为“%”；人口单位为“万人”；人均 GDP 单位为“元”；其他指标单位为“亿元”。

¹<http://tjj.sc.gov.cn/scstjj/c105918/2022/3/1/9ffc3514cc68426b97adcc3762a89ba8.shtml>

表 6：综合评价指标说明

指标	计算方式
证券化率	上市公司总市值/GDP
产业创税能力	税收收入/GDP
人均创税能力	税收收入/人口
负债率	地方政府债务余额/GDP
债务依赖度	(地方政府债务余额+城投有息债务)/GDP
债券融资依赖度	区域债券融资总量/GDP
债务率	地方政府债务余额/(一般公共预算收入+政府性基金预算收入)
广义债务率	(地方政府债务余额+城投有息债务)/(一般公共预算收入+政府性基金预算收入)
税收对债务利息的覆盖倍数	税收收入/(地方债付息规模+城投付息规模)
财政收入对债券规模的覆盖倍数	(一般公共预算收入+政府性基金预算收入)/(地方政府债券余额+城投债余额)

资料来源：民生证券研究院整理

横向对比评价来看：四川省经济总量持续稳定在全国前六，但人口众多，劳动力资源密集、消费市场潜力较大的同时，**人均指标相对落后**。作为农业大省和具有丰富优势资源的省份，四川省**产业整体税收贡献处于中等水平**。

从债务层面考量，四川省整体举债规模相对不高，经济发展对债务融资的依赖度相对较高，但是对公开市场债券融资的依赖度，处在全国中等水平，这也使得四川省**债务率处在全国中等位置，而广义债务率水平均处在全国中等偏上位置**。

更进一步的，四川省的**税收对债务利息的覆盖程度处在全国中等偏下位置**，仅从债券而言，2021 年的覆盖倍数在 0.38，处在全国中等偏上位置。

图 17：全国各省市经济、财政、债务的综合评价（元、%）

	证券化率	产业创税能力	人均创税能力	负债率	债务依赖度	债券融资依赖度	债务率	广义债务率	税收对债务利息的覆盖倍数	财政收入对债券的覆盖倍数
	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2020	2021
广东	136%	9%	85%	16%	47%	19%	90%	259%	5.17	0.77
江苏	65%	7%	96%	16%	86%	28%	80%	425%	1.49	0.49
山东	51%	7%	54%	24%	73%	21%	131%	399%	2.18	0.47
浙江	117%	10%	110%	24%	101%	29%	88%	373%	2.09	0.55
河南	27%	5%	29%	21%	53%	10%	161%	407%	2.34	0.45
四川	64%	6%	40%	28%	119%	22%	157%	658%	1.27	0.38
湖北	37%	5%	44%	24%	72%	18%	166%	502%	1.21	0.39
福建	81%	5%	60%	21%	48%	16%	150%	348%	2.37	0.46
湖南	45%	5%	34%	30%	81%	19%	193%	526%	1.32	0.32
上海	208%	15%	266%	17%	37%	34%	64%	138%	7.33	1.04
安徽	53%	6%	39%	27%	67%	14%	165%	412%	1.88	0.42
河北	39%	7%	37%	-	-	10%	-	-	3.49	-
北京	500%	13%	236%	22%	110%	173%	102%	511%	1.88	0.60
陕西	53%	8%	57%	29%	87%	21%	168%	502%	1.42	0.43
江西	31%	7%	43%	30%	92%	22%	156%	473%	1.69	0.38
重庆	42%	6%	48%	31%	97%	26%	185%	583%	1.19	0.31
辽宁	36%	7%	46%	37%	44%	9%	260%	309%	3.45	0.37
云南	40%	6%	32%	40%	98%	13%	325%	789%	1.17	0.24
广西	13%	5%	24%	35%	118%	14%	243%	830%	1.26	0.30
山西	45%	9%	60%	24%	46%	28%	142%	275%	3.54	0.55
内蒙古	45%	8%	70%	43%	57%	3%	312%	412%	3.49	0.31
贵州	156%	6%	31%	61%	134%	17%	273%	603%	0.91	0.29
新疆	59%	7%	42%	42%	86%	14%	298%	616%	1.71	0.27
天津	88%	10%	117%	50%	136%	38%	241%	654%	1.24	0.28
黑龙江	25%	-	-	44%	57%	4%	391%	509%	3.09	0.24
吉林	41%	-	-	47%	73%	11%	302%	463%	1.97	0.28
甘肃	31%	7%	27%	48%	120%	12%	308%	769%	1.31	0.27
海南	60%	11%	73%	46%	58%	13%	209%	261%	5.70	0.45
宁夏	47%	7%	35%	43%	65%	5%	317%	484%	2.63	0.29
青海	105%	7%	40%	83%	105%	11%	528%	668%	1.65	0.17
西藏	135%	-	-	24%	58%	12%	191%	468%	5.26	0.38

资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 2021 年省内各地(州)市表现如何？

四川省下辖 18 个地级市，3 个自治州，各地(州)市经济、财政实力梯度差异明显，大体呈现出“中心强（成都），四周弱”的格局。

3.2.1 各地(州)市经济发展如何？

不同经济体量地(州)市不好直接比拟，故根据 GDP 大小对四川省内 21 地(州)市进行梯队划分，再比较同梯队地市的其他经济指标。

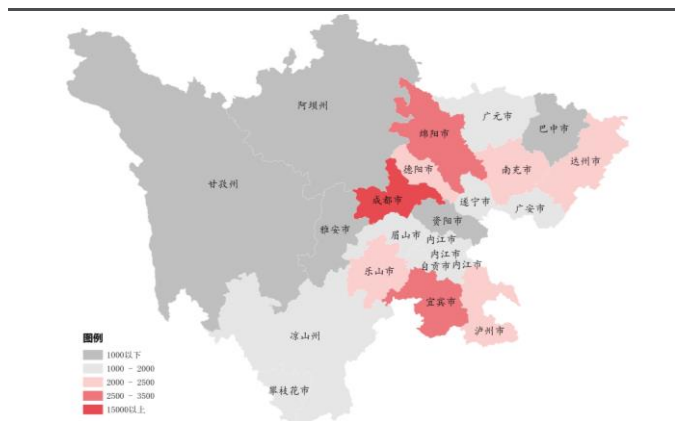
(1) 成都：作为省会城市，各项绝对指标稳居省内首位。2021 年，成都实现 GDP17717 亿元，同比增长 8.6%；固定资产投资同比增长 10.0%。此外，成都共有 101 家上市公司，截至 2021 年末市值共计 14589 亿元，其中，通威股份、四川路桥、东方电气、川投能源、水井坊均为全国知名企业。

(2) 绵阳、宜宾：GDP 总量仅次于成都。相较于绵阳，宜宾 GDP 增速及固投增速均较高；人均 GDP 也处在省内较高位置；第二产业和第三产业占比不相上下。此外，宜宾有市值在千亿元以上的上市公司：五粮液，绵阳的新希望的市值在 2020 年末也有千亿元。

(3) 2000-2500 亿元地市：主要分布在成都、绵阳和宜宾周边。其中，乐山人口最少，人均 GDP 较高，第三产业占比也高于同梯队其他地市；泸州上市公司数量低于德阳和乐山，但市值居梯队首位，主要系泸州老窖市值较高（其“十四五”规划中也提及要着壮大世界级白酒产业集群）。

(4) 1000-2000 亿元地市：主要分布在东部。其中攀枝花人口最少，仅有 121 万，人均 GDP 为省内最高，第二产业占比也为最高。遂宁上市公司数量和总市值最高，主要系天齐锂业和舍得酒业（先进材料和消费品均为其“十四五”规划重点发展方向）。

图 18：各地(州)市 2021 年 GDP 情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：各地市经济指标数据比较（亿元，万人，元，%）

地市	GDP	GDP增速	人口	人均GDP	一产占比	二产占比	三产占比	固投增速	固投/GDP	A股市值	数量
年份	2021	2021	2020	2020	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021
成都市	17717	8.6	2094	84616	2.9	30.7	66.4	10.0	1.2	14589	101
绵阳市	3010	8.7	487	61831	11.3	40.4	48.4	11.0	1.3	1817	10
宜宾市	2802	8.9	459	61064	11.3	49.8	38.9	12.2	1.4	8844	6
德阳市	2404	8.7	346	69561	10.6	48.3	41.1	11.7	1.3	503	5
南充市	2401	7.8	561	42819	18.2	39.2	42.6	12.0	1.5	87	2
泸州市	2157	8.5	425	50709	11.0	49.3	39.7	11.2	1.3	3873	3
达州市	2118	8.3	539	39325	-	-	-	11.3	1.4	32	1
乐山市	2003	8.2	316	63396	13.2	42.2	44.6	11.6	1.4	543	6
凉山州	1733	7.2	486	35674	22.7	34.2	43.1	-	-	38	1
内江市	1466	8.5	314	46674	17.3	32.8	49.9	11.5	1.4	187	3
自贡市	1458	8.3	249	58589	15.1	39.2	45.6	10.2	1.2	120	4
眉山市	1424	8.4	296	48177	14.8	38.5	46.6	11.8	1.4	257	3
遂宁市	1403	8.2	281	49861	14.5	46.3	39.1	11.2	1.4	2533	5
广安市	1302	8.1	325	39988	17.2	33.3	49.5	10.2	1.3	45	1
攀枝花市	1041	8.3	121	85862	9.1	54.8	36.1	11.0	1.3	519	3
广元市	1008	8.2	231	43719	17.8	41.0	41.2	11.1	1.4	0	0
资阳市	808	8.1	231	34977	19.5	29.5	51.1	11.0	1.4	0	0
雅安市	755	8.4	143	52599	18.8	30.9	50.3	11.4	1.4	330	1
巴中市	767	3.3	271	28272	23.5	27.9	48.6	8.70	(5.7)	0	0
阿坝州	412	7.5	82	49668	19.6	24.0	56.3	7.50	1.0	0	0
甘孜州	411	7.0	111	37078	17.8	26.2	56.1	11	1.6	0	0

资料来源：wind，民生证券研究院

注：GDP 增速、固投增速、三产占比单位为“%”；人口单位为“万人”；人均 GDP 单位为“元”；其他指标单位为“亿元”。

(5) 1000 亿元以下地市：整体实力偏弱，以第三产业为主。其中，仅雅安有 1 家上市公司，且雅安人均 GDP 高于其他地（州）市。

3.2.2 各地(州)市财政表现如何？

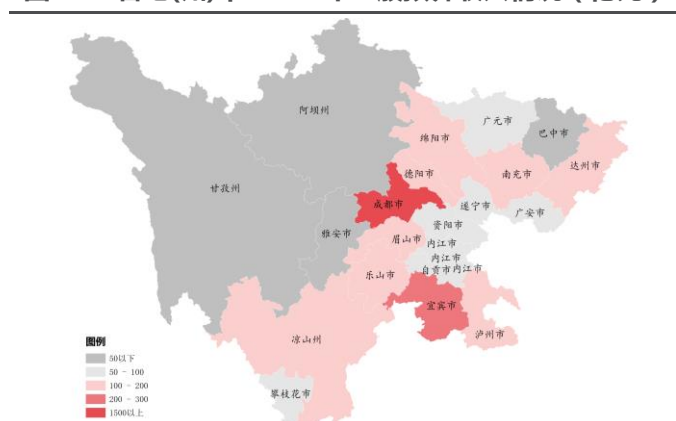
结合各地(州)市经济体量：(1) 成都一般公共预算收入、政府性基金收入、财政自给率均处在全省首位，但本级收入贡献略低，也从侧面反映了成都的县域经济发达；(2) 绵阳、宜宾一般公共预算收入及政府性基金收入仅次于成都，相较之下，绵阳的财政收入偏低，且财政自给率处在全省较低位置；(3) 相较于经济体量，第三梯队（2000-2500 亿元）地市一般公共预算收入（主要系税收收入）；其中，泸州的一般公共预算收入最高，德阳税收表现突出；(4) 2000 亿元以下地市中，凉山州一般公共预算收入规模最高，眉山、雅安、甘孜州、凉山州的税收占比较高，攀枝花的财政自给率最高。

图 20：各地(州)市主要财政指标数据比较（亿元，%）

地市	一般公共预算收入	其中：本级占比	税收收入	税收占比	财政自给率	政府性基金收入	其中：本级占比
年份	2021	2020	2021	2021	2021	2020	2020
成都市	1698	12.90%	1273	75.0%	75.9%	2183	42.76%
绵阳市	159	14.82%	101	63.4%	34.1%	259	41.75%
宜宾市	251	31.44%	154	61.2%	44.5%	239	12.44%
德阳市	149	21.50%	95	64.2%	45.6%	193	12.95%
南充市	145	24.19%	81	56.0%	26.9%	195	16.34%
泸州市	190	36.99%	114	59.9%	42.9%	163	47.43%
达州市	-	23.99%	-	-	-	-	-
乐山市	132	34.16%	72	54.7%	41.4%	130	32.43%
凉山州	173	17.40%	107	61.7%	27.7%	86	6.88%
内江市	72	35.45%	44	60.5%	28.5%	111	46.58%
自贡市	68	42.94%	36	53.4%	28.4%	119	80.66%
眉山市	138	18.98%	88	63.5%	49.8%	343	15.65%
遂宁市	92	23.11%	52	57.1%	32.7%	-	-
广安市	94	37.14%	48	51.1%	31.7%	80	22.57%
攀枝花市	90	43.55%	51	56.7%	52.3%	46	54.45%
广元市	59	41.79%	33	55.6%	21.7%	56	46.96%
资阳市	58	37.59%	35	60.7%	28.7%	-	-
雅安市	59	37.89%	40	67.3%	35.4%	38	46.07%
巴中市	51	22.15%	25	48.9%	16.1%	109	5.74%
阿坝州	32	36.23%	25	48.9%	10.2%	10	48.49%
甘孜州	46	-	30	65.3%	11.3%	10	26.11%

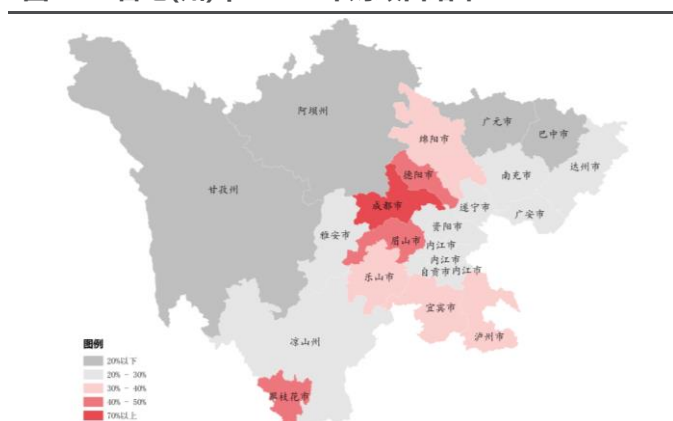
资料来源：wind，民生证券研究院

图 21：各地(州)市 2020 年一般公共预算收入情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 22：各地(州)市 2020 年财政自给率



资料来源：wind，民生证券研究院

重点观察各地市 2021 年土地出让金规模及主要房企拿地情况：成都土地出让金规模、市场化房企拿地规模均遥遥领先，宜宾、南充其次。就具体房企而言，龙湖、华润置地两家房企在四川省拿地最多，均主要集中在成都。

图 23：各地市 2021 年土地出让金及房企拿地情况（亿元）

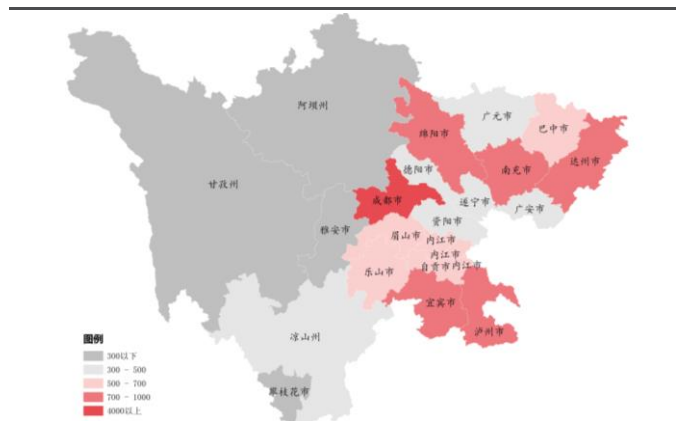
	土地出让金	碧桂园	保利发展	万科	龙湖	招商蛇口	中梁地产	融创中国	新城发展	华润置地	中国金茂	绿城中国	金科股份	中国恒大	大悦城	雅居乐	美的置业	阳光城	融信中国	龙光集团	合计
成都市	1799	-	-	23.90	62.89	18.63	-	16.00	-	36.59	9.19	22.45	2.67	-	15.61	5.71	13.03	5.71	7.42	18.42	258.23
绵阳市	123	1.32	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.32
宜宾市	162	-	9.92	-	-	-	-	-	7.38	-	-	-	-	-	-	4.80	-	13.45	-	-	35.56
德阳市	110	6.88	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.88
南充市	94	6.28	-	-	-	-	8.68	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14.96
泸州市	92	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.86	-	-	-	-	-	-	-	9.86
达州市	68	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
乐山市	87	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
凉山州	64	3.64	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.64
内江市	103	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
自贡市	44	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
眉山市	232	1.50	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.00	-	-	-	-	-	-	2.50
遂宁市	99	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
广安市	42	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
攀枝花市	29	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
广元市	34	0.74	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.74
资阳市	75	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
雅安市	40	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
巴中市	33	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
阿坝州	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
甘孜州	4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
合计	3337	20.36	9.92	23.90	62.89	18.63	8.68	16.00	7.38	36.59	9.19	22.45	12.54	1.00	15.61	10.51	13.03	19.16	7.42	18.42	333.70

资料来源：wind，民生证券研究院

3.2.3 各地(州)市绝对债务水平如何？

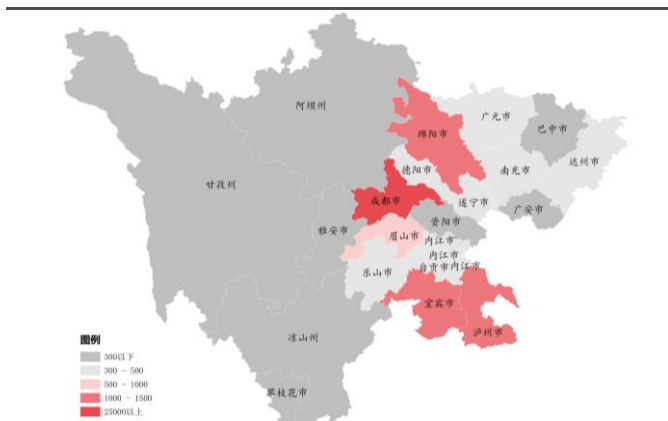
同样结合各地(州)市经济、财政体量：(1) 成都对应的举债规模亦较高，但相较之下，城投融资结构中，债券占比较低；(2) 宜宾整体债务水平要高于绵阳，主要是城投债务规模较高，但更少依赖债券融资（城投债占有息债务比重达 20%）；绵阳则存量城投债较高，城投压力相对较大；(3) 第三梯队地市的政府债务规模和城投债务规模均差异明显，南充、泸州、达州地方政府债务较重，泸州的城投压力显著高于其他同梯队地（州）市；(4) 第四梯队地市的政府债务规模相对均衡，但城投债务分化明显，眉山的城投债务规模偏重；(5) 第五梯队中，雅安、巴中的城投债务均较依赖公开市场融资。

图 24：各地(州)市 2021 年地方政府债务余额（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 25：各地(州)市 2021 年城投有息债务规模（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 26：各地(州)市主要债务情况（亿元、%）

地市	地方政府债务余额	地方政府债务限额	限额-余额空间	城投有息债务	城投债存量	债券占比
年份	2021	2021	2021	2021	2021	2021
成都市	4043	4365	321	26817	3766	14%
绵阳市	705	732	27	1301	484	37%
宜宾市	742	770	28	1392	285	20%
德阳市	490	525	35	494	69	14%
南充市	886	945	59	350	63	18%
泸州市	727	761	35	1063	439	41%
达州市	740	781	40	439	114	26%
乐山市	558	574	17	472	129	27%
凉山州	424	452	29	298	57	19%
内江市	544	565	21	306	110	36%
自贡市	527	555	28	351	88	25%
眉山市	539	571	32	693	242	35%
遂宁市	500	524	25	480	148	31%
广安市	454	497	42	191	81	42%
攀枝花市	225	237	12	140	21	15%
广元市	415	444	29	320	80	25%
资阳市	456	473	17	246	70	28%
雅安市	241	273	32	116	50	43%
巴中市	683	700	17	264	124	47%
阿坝州	122	148	26	-	-	-
甘孜州	121	130	9	60	6	10%

资料来源：wind，民生证券研究院

3.2.4 综合比较之下，各地(州)市相对数据表现如何？

从证券化水平来看：宜宾（五粮液）、泸州（泸州老窖）、遂宁（天齐锂业、舍得酒业）等地市均有代表性的上市公司，证券化率相对较高。

从创税能力角度比较：成都、宜宾、凉山州、眉山等地市工业基础较好，主导产业对经济贡献及创收效应均较强。

结合债务水平考量：除巴中外，各地市的负债率（地方政府债务余额/GDP）均不算高，远低于全国负债率，资阳、广元等地市的债务率相对较高。考虑城投有息债务：相比之下，成都、巴中等地对城投债务的依赖度较高；除此之外，内江、泸州的广义债务率水平也较高。进一步聚焦区域内的公开市场融资来看，除泸州和成都外，其余地（州）市对债券融资的依赖度不高。

从“偿债”角度衡量：除绵阳、宜宾、遂宁、巴中外，其余地（州）市的税收均能覆盖当年债务利息的支付，其中，阿坝州、凉山州、雅安、攀枝花、甘孜州税收对债务利息的覆盖倍数在 3 倍以上；从债券的覆盖考虑，各地（州）市的财政收入对债券的覆盖均不高。

图 27：各地(州)市经济、财政、债务的综合比较（元/人）

地市	证券化率	产业创税能力	人均创税能力	负债率	债务依赖度	债券融资依赖度	债务率	广义债务率	税收对债务利息的覆盖倍数	财政收入对债券的覆盖倍数
年份	2021	2021	2020	2021	2021	2021	2020	2020	2020	2020
成都市	82%	7.18%	5399	22.8%	174.19%	26.96%	101%	629%	1.20	0.52
绵阳市	60%	3.35%	1782	23.4%	66.64%	21.15%	134%	423%	0.97	0.40
宜宾市	316%	5.49%	2810	26.5%	76.17%	10.18%	127%	396%	0.52	0.53
德阳市	21%	3.97%	2380	20.4%	40.91%	2.98%	107%	231%	2.39	0.78
南充市	4%	3.37%	1390	36.9%	51.48%	2.62%	196%	282%	1.71	0.47
泸州市	180%	5.27%	2550	33.7%	82.97%	30.36%	167%	441%	1.11	0.36
达州市	2%	-	1076	35.0%	55.71%	5.76%	220%	365%	1.84	0.40
乐山市	27%	3.60%	2114	27.8%	51.40%	6.85%	179%	337%	1.82	0.44
凉山州	2%	6.15%	2057	24.4%	41.61%	3.29%	158%	273%	4.43	0.56
内江市	13%	2.99%	1245	37.1%	57.97%	7.48%	272%	469%	1.24	0.29
自贡市	8%	2.49%	1378	36.1%	60.23%	6.00%	241%	427%	1.07	0.34
眉山市	18%	6.15%	2456	37.9%	86.50%	17.01%	80%	185%	1.66	0.82
遂宁市	181%	3.73%	1639	35.6%	69.83%	11.14%	186%	414%	0.85	0.38
广安市	3%	3.67%	1362	34.9%	49.60%	6.79%	222%	319%	2.02	0.39
攀枝花市	50%	4.89%	3954	21.7%	35.07%	7.25%	195%	318%	3.43	0.49
广元市	-	3.27%	1259	41.2%	72.88%	7.95%	320%	567%	1.28	0.26
资阳市	-	4.36%	1386	56.5%	86.90%	8.64%	286%	474%	1.30	0.29
雅安市	44%	5.29%	2353	31.9%	47.34%	6.63%	210%	332%	3.94	0.37
巴中市	-	3.24%	869	89.1%	123.56%	16.12%	378%	564%	0.69	0.22
阿坝州	-	5.32%	2189	29.6%	29.55%	-	251%	251%	6.90	0.40
甘孜州	-	7.34%	2283	29.5%	44.17%	1.46%	203%	317%	3.32	0.46

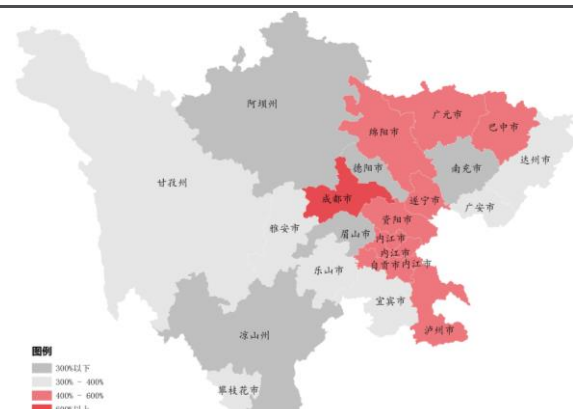
资料来源：wind，民生证券研究院

图 28：各地(州)市 2020 年债务率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图 29：各地(州)市 2020 年广义债务率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

4 维度四：四川省的未来蓝图如何描绘？

我们用数据事实回顾四川省级各地市历史发展情况，并结合“十四五”规划，分析并合理推演省内各地市未来发展情况。

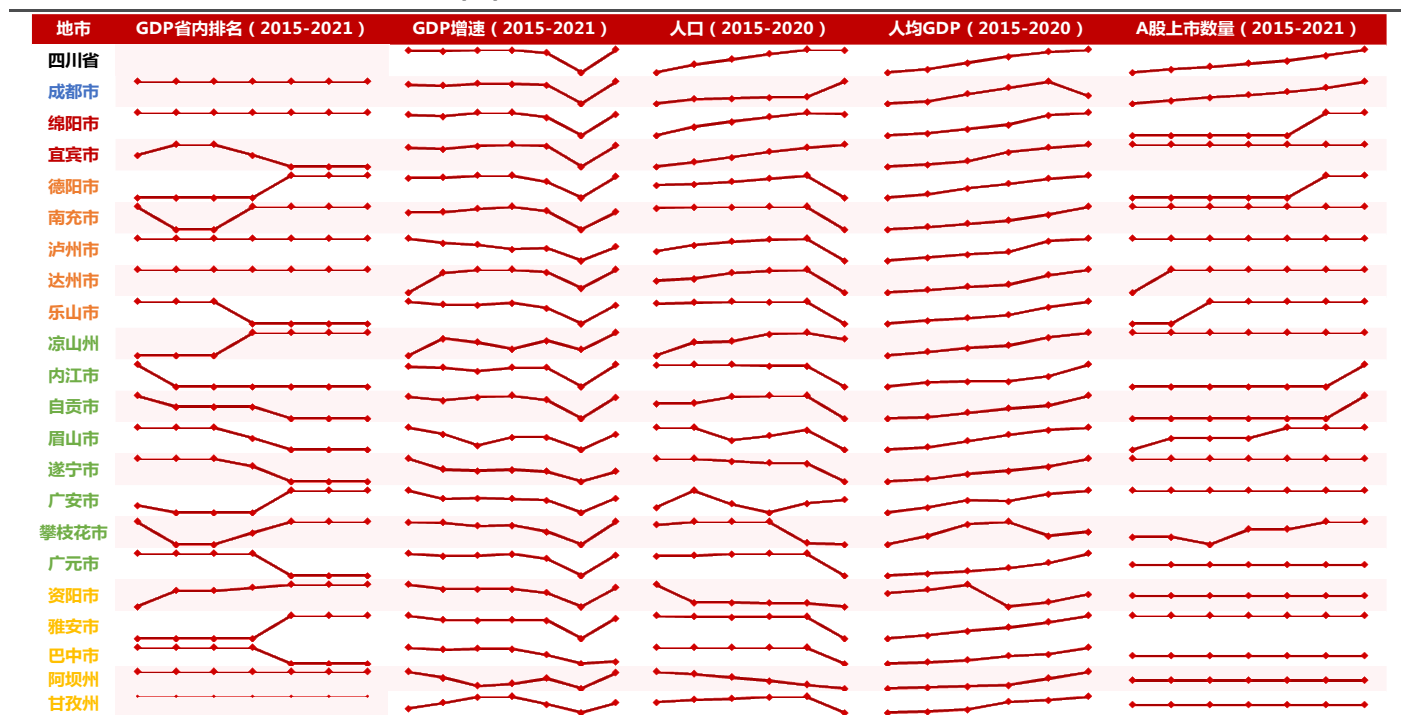
4.1 发展潜力及未来规划如何？

4.1.1 四川及各地市历史发展情况如何？

2015 年至今，四川省 GDP 稳定在全国第 6，人口及省内上市公司数量持续增加，但 GDP 增速在 2020 年有明显下滑。分地市具体来看：

(1) 成都、绵阳、宜宾、德阳、南充、泸州 6 个地市 GDP 总量稳居全省前六；GDP 增速整体在 2020 年因疫情影响有所下滑，基数较低，2021 年有所反弹。(2) 阿坝州、甘孜州 2 个地(州)市 GDP 总量垫底。(3) 其他地市中，GDP 总量排名稳步提升的有：自贡、眉山、巴中、广元等；GDP 总量排名连续下滑的有：资阳、雅安、广安；南充、攀枝花等地(州)市排名虽有波动但都回到 2015 年水平。(4) 重点观察各地市常住人口：除成都、绵阳、宜宾外，其余地(州)市在 2020 年常住人口都有所下滑。

图 30：2015 年以来四川及省内各地(州)市主要经济指标变化



资料来源：wind，民生证券研究院

财政及债务方面：整体来看，2015 年至今，四川省全省一般公共预算收入每年保持正增长，税收占比自 2018 年以后持续下降；财政自给率在 2021 年有所反弹；

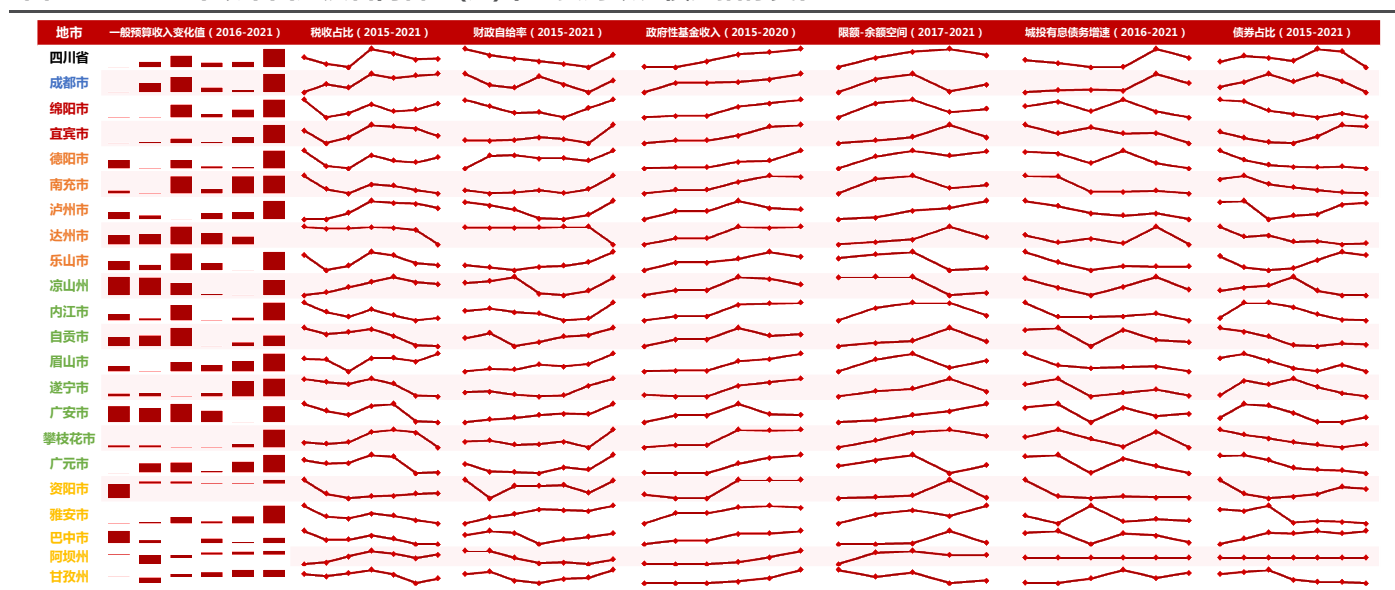
政府性基金收入保持上升趋势；城投有息债务增速在 2020 年明显提高，2021 年又下降，结构上，2021 年债券占比大幅下降。分地市具体来看：

(1) 2020 年受疫情影响，各地市一般预算收入虽仍维持正增量，但增幅较前几年明显减少，2021 年基本恢复至前期增量水平；一般预算收入结构中，除资阳、凉山州外，其余地市税收占比自 2018 年以后均有所下降趋势；除达州外，各地市财政自给率近两年均有抬升。

(2) 从各地市地方政府债务限额-余额空间来看，2020 年成都、绵阳、乐山、凉山州、眉山、广元的限额-余额空间均较此前大幅下滑。

(3) 从整体趋势来看，除成都市在 2020 年城投债务增速陡升，其余地(州)市城投债务的增速均在放缓，但结构变化不一：宜宾、泸州、乐山等地市城投有息债务中债券占比自 2017 年后持续提高，而成都、绵阳、遂宁债券占比自 2018 年以后持续下滑。

图 31：2015 年以来四川及省内各地(州)市主要财政、债务指标变化



资料来源：wind，民生证券研究院

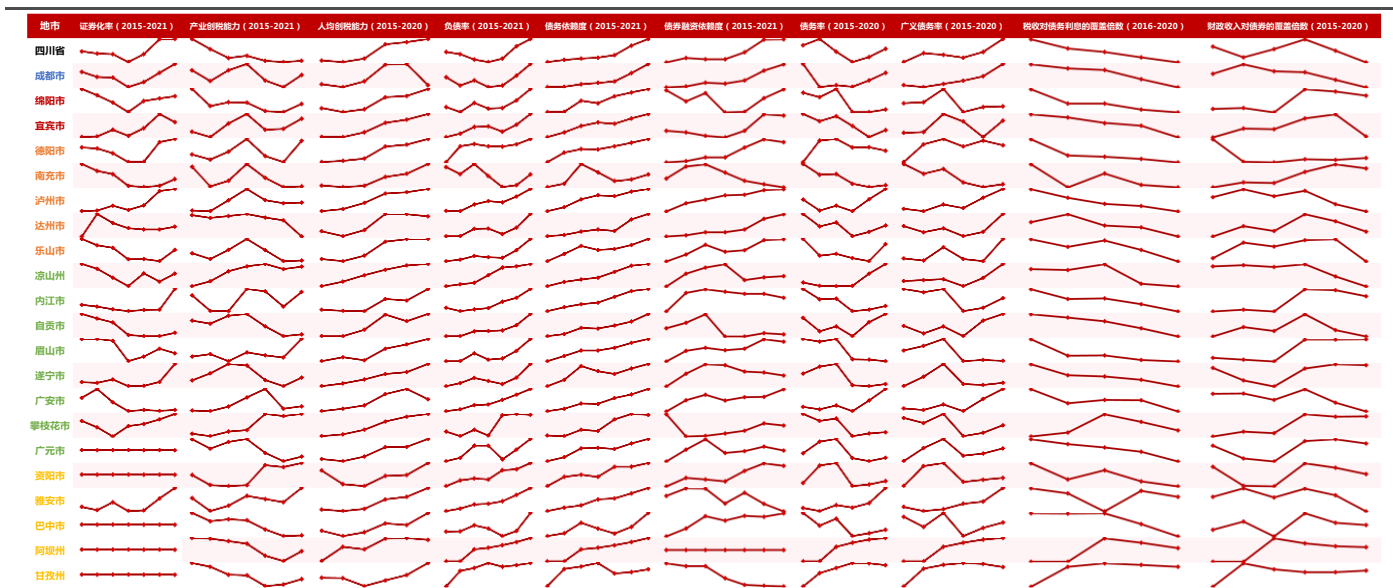
综合比较来看，

创税能力方面：四川省整体的产业创税能力在下降，尤其是成都、绵阳等地市；凉山州、资阳、雅安等地(州)市的产业创税能力在持续提高；除成都在 2021 年人均创税能力显著下降外，其余地(州)市均在持续提高。

结合债务水平考量：各地市的负债率、债务依赖度及债务率均在提高，但部分地市对债券融资的依赖度有所下滑，尤其是南充、雅安等地区。

从“偿债”角度衡量：各地市税收对债务利息的覆盖倍数在持续下滑(从债券的覆盖考虑，亦是如此)。

图 32：2015 年以来四川及省内各地(州)市主要综合评价指标变化



资料来源：wind，民生证券研究院

4.1.2 关于发展，“十四五”规划怎么说？

四川省在全省的“十四五”规划中提到，到 2025 年，GDP 增速的预期目标为 6.0%左右。在产业发展方面，要“聚焦“5+1”现代工业体系、“4+6”现代服务业体系、“10+3”现代农业体系，引导资源要素向优势产业集中集聚，推动产业创新融合发展，延伸产业链稳定供应链，提升制造业比重，构建实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的现代产业体系。”²。各地市围绕此亦制定了各自的“十四五”规划。

从已公布的信息来看，各地(州)市“十四五”期间 GDP 的预期增速均在 6.0%及以上，其中宜宾、达州分别提出了 8.3%、8.5%的增速目标。在具体产业发展目标中，也提出了主导产业和战略新兴产业的发展规划和目标。

表 7：部分地（市）“十四五”规划中关于主导产业、战略新兴产业及目标的表述

地市	gdp 目标	主导产业	战略新兴产业	“十四五”目标
成都市	6.0%-8.0%	电子信息、装备制造、生物医药、新能源、新材料、节能环保	先进材料、生物医药等	到 2025 年，国家级先进制造业集群 6 个，高技术制造业营业收入占规上工业比重 37%。
绵阳市	7.5%	电子信息和汽车、新材料、节能环保、高端装备制造、食品饮料	新型显示、智慧家庭、新型功能材料、5G、北斗卫星应用、新能源与智能网联汽车	做大做强先进制造业产业集群，力争六大重点产业占工业总产值的比重达到 70%以上。

² http://mzw.lsz.gov.cn/zwgk/ghjh/202203/t20220309_2174267.html

宜宾市	8.3%	新能源及智能汽车、智能终端、高端装备制造、新材料及精细化工、医疗器械、白酒食品	5G 产业、人工智能、区块链、物联网等	打造“5+1” 千亿元级产业集群
德阳市	6.5%	装备制造、通用航空、医药食品、先进材料	数字经济	争到 2025 年，装备制造产业集群规模达到 2500 亿元、通用航空产业集群规模达到 500 亿元、医药食品产业集群规模达到 1000 亿元、先进材料产业集群规模达到 1000 亿元。
南充市	高于平均水平	汽车汽配、油气化工、丝纺服装	电子信息、新材料、高端装备制造、生物医药、节能环保	到 2025 年，汽车汽配产业实现产值 1700 亿元、油气化工产业实现产值 1000 亿元、丝纺服装产业实现产值 1000 亿元。
泸州市	8.0%	白酒、电子信息、能源化工、纺织服装、装备制造、现代医药	数字经济	培育壮大 白酒、电子信息和能源化工 3 个千亿元级支柱产业 ，以及 装备制造、现代医药、纺织等一批百亿元级优势特色产业 。
达州市	8.5%	新材料、电子信息、能源化工、农产品加工	智能装备、医药健康	围绕“千亿元新材料产业集群”目标
乐山市	6.5%	光电信息、先进材料、绿色化工、食品饮料	数字经济	打造 光电信息、先进材料、绿色化工 3 个千亿元产业集群 ，培育 食品饮料 500 亿元产业集群 。
凉山州	6.0%	清洁能源、钒钛稀土、装备制造、食品医药、建材化工、建筑	数字经济	培育打造清洁能源、钒钛稀土两大国家级产业基地。
内江市	高于平均水平	冶金建材、机械汽配、食品饮料、医药化工、电力能源	新材料、新能源、新装备、新医药、大数据	力争到 2030 年，将 新材料及冶金建材产业、新能源产业分别打造为 1000 亿元产业集群 ， 新装备及机械制造产业、新医药及食品饮料产业、大数据及电子信息产业分别打造为 500 亿元产业集群
自贡市	7.0%	装备制造业、先进材料、消费品工业	新能源、灯饰照明、绿色化工	打造 千亿元级装备制造产业集群 。打造千亿元级先进材料产业集群。发展壮大五百亿元级消费品工业产业链。推动百亿元级产业链发展
眉山市	7.5%	新能源、农产品及食品加工、电子信息、机械及高端装备制造、绿色化工、医药	数字经济、新一代电子信息、生命健康、前沿新材料、机器人与智能装备	培育六大具有强大竞争力的先进 制造业集群， 培育千亿元产业、千亿元园区和百亿元企业 ，巩固壮大实体经济根基。
遂宁市	-	锂电、新材料、电子信息、绿色化工、机械与装备制造、食品饮料	大力发展新一代信息技术、新材料、高端装备、新能源汽车、生物医药、航天航空等	培育 锂电及新材料千亿元产业、电子信息和绿色化工五百亿元产业、机械与装备制造、食品饮料三百亿元产业 。
广安市	>7%	装备制造、能源化工、电子信息、先进材料、生物医药、食品饮料、轻工服装	5G、大数据、云计算、人工智能、高端存储、新型显示、超高清视频	实施工业经济“双千双百”工程，以培育 千亿元级绿色化工产业为抓手，打造千亿元级国家级广安经开区 ，培育一批产值超百亿元的链主型龙头企业，力争工业税收突破百亿元大关。
攀枝花市	7.5%	先进材料、装备制造、能源化工、绿色建材、食品饮料	新材料、新能源、节能环保、综合科技服务、信息技术等	到 2025 年， 钒钛产业总产值达 650 亿元、钢铁产业、850 亿元、先进稀贵金属 50 亿元 ，基本建成攀西特色装备制造基地、创新基地和服务基地，总产值达到 300 亿元， 能源化工产业实现产值 700 亿元，食品饮料产业产值达到 50 亿元 。
广元市	7.0%	有色金属（铝基材料）、食品饮料、生物医药、电子机械	新材料、新一代信息技术、生物医药、节能环保、新能源	到 2025 年， 力争三次产业增加值分别达到 230 亿元、600 亿元和 690 亿元左右 ，年均增速分别达到 3%、7.2%和 8.5%左右。
资阳市	7.5%	先进装备制造、生物医药、电子信息、食品饮料、纺织鞋服、口腔医疗	大力发展新制式轨道交通、新能源汽车、专用车及零部件制造，积极拓展航空制造领域，培育发展新兴产业。	重点发展先进装备制造、生物医药、电子信息、食品饮料、纺织鞋服 5 大优势产业，做大做强口腔医疗先导产业。

雅安市	7.0%	先进材料、清洁能源、装备制造、食品医药	大数据存储服务、大数据分析应用、大数据预处理、大数据算力供应及关联产业	全部工业增加值比 2020 年翻一番， 总量突破 400 亿元；规模以上工业总产值突破 1000 亿元。
巴中市	>6%	食品饮料、生物医药、新能源新材料、电子信息	大数据、物联网、区块链等	到 2025 年， 食品饮料产值达到 600 亿元 、秦巴生物医药产业园建成区面积 2 平方公里，培育发展产值超 5 亿元生物医药企业 5 家、品牌优势企业 10 家， 新材料产业产值达到 100 亿元。
阿坝州	6.5%	清洁能源、特色农牧产品、民族文艺、中藏羌医药、优质矿业	节能环保、新能源、新材料、高端装备、生物医药、人工智能等	力争实现水电装机 1000 万千瓦、光伏装机 150 万千瓦以上、风电装机 50 万千瓦，全力打造 百亿元锂产业集群。
甘孜州	>7%	清洁能源、绿色矿、食品饮料、中藏医药、特色加工业	新材料、新能源	到 2025 年， 工业增加值占 GDP 比重达到 20%以上 ，工业增加值年速保持在 10%以上。

资料来源：各地市州政府官网，民生证券研究院

4.1.3 债务管控及化解如何考虑？

重点关注四川省及各地(州)市在债务管控及化解方面的表述：四川省近几年在其政府工作报告及财政预决算报告中不断强调“规范政府举债行为，建立政府性债务全口径监管机制，严格实施债务限额管理和预算管理，妥善化解地方政府存量隐性债务”。

各地(州)市也公开表示，(1)制定“1+N”防范经济财政运行风险方案，完善债务风险防控机制；(2)严格实施地方政府债务预算管理、风险评估、提前预警等制度；(3)牢牢守住不发生区域性系统性金融风险的底线。

表 8：四川省近几年关于债务化解的相关表述

时间	文件	内容
2018-02-06	2018 年政府工作报告	规范政府举债行为， 建立政府性债务全口径监管机制，严格债务限额管理 ，坚决反对劳民伤财、急功近利的政绩工程。完善地方金融监管体系，强化源头管控，坚决查处金融乱象， 稳妥有序推进互联网金融风险专项整治，健全企业债券违约处置机制 ，坚决维护金融市场秩序和群众合法权益。
2019-01-22	2019 年政府工作报告	风险防范化解力度加大。政府债务保持在可控范围内。 推进互联网金融风险专项整治，稳步化解重点企业债务风险 ，全省银行业机构不良贷款率有所下降，采取措施稳妥处置了各种金融风险。严格政府债务管理，坚决遏制隐性债务增量，积极妥善化解存量。
2019-02-02	2018 年预算执行情况和 2019 年预算草案的报告	严格实施政府债务限额管理，全省政府债务余额控制在国务院核定限额内。 开展政府债务风险评估预警，在全国率先出台政府性债务风险突出地区财政重整实施办法 。深入推进项目收益与融资自求平衡专项债券发行试点。
2020-05-15	2020 年政府工作报告	政府债务规模严格控制在限额内，完成隐性债务年度化解任务。出台地方金融监督管理条例， 稳妥有序化解地方法人金融机构和重点企业债务风险，互联网金融风险专项整治取得成效 。坚决遏制政府隐性债务增量
2020-05-29	2019 年预算执行情况和 2020 年预算草案的报告	防范化解运行风险，为财政可持续筑牢安全屏障。制定防范化解经济财政运行风险实施方案。加强地方政府债务管理，财政重整地区债务风险明显降低，已全面退出重整债务风险总体可控。有效遏制隐性债务增量，有序稳妥化解存量，兑现了省委、省政府向党中央、国务院的承诺。 持续推进市县财政暂付款清理消化三年攻坚行动，适当提前调度资金缓解市县临时性资金拨付困难。

2021-02-05	2021 年政府工作报告	妥善化解地方政府存量隐性债务，不良贷款率低于全国平均水平。加强债券市场监督管理， 多措并举化解重点企业债务风险 。加强地方政府债务预算管理和限额管理，抓实政府债务和隐性债务风险化解工作。
2021-02-09	2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告	加强政府债务管理，抓实风险防范化解。 建立健全规范的政府举债融资机制，严格政府债务预算管理和限额管理 ，债务风险总体可控。 强化债券资金管理，完善债券资金使用负面清单，着力提升债券资金使用绩效 。出台专项债券全生命周期管理办法，建立专项债券资金监管账户管理机制，实施债券资金穿透式监管。
2021-02-09	2020 年预算执行情况和 2021 年预算草案的报告	严格地方政府债务限额管理和预算管理 ，制定专项债券全生命周期管理办法，建立规范的政府举债融资机制。严控隐性债务增量，有序稳妥化解存量， 积极争取纳入隐性债务化解建制县试点，圆满完成全省隐性债务年度化解计划 ，债务风险总体可控。实时监测各地债务变动情况， 定期开展预警、通报和约谈 ，实行分片包干专项督导，压实各地债务风险防控责任。
2022-01-24	2022 年政府工作报告	加强重点领域风险防控。 完善政府债务风险化解绩效与新增债务限额挂钩激励约束机制，坚决遏制新增政府隐性债务 。

资料来源：政府官网，民生证券研究院

表 9：各地(州)市关于债务管控及化解的相关表述

时间	省份	文件	内容
2022-02-10	成都市	成都市 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告	强化债务风险化解。 有序偿付到期地方政府债务，进一步健全债务风险评估和预警机制 ，全市政府债务风险等级继续保持在最低级。 完善债券资金全生命周期管理，规范新增地方政府 债务限额分配和债券发行管理，建立专项债券在线监管制度 。积极妥善化解隐性债务， 安排支持区（市）县化解隐性债务奖补资金 ，通过展期、重组等方式置换存量债务，有效降低融资成本、缓释到期债务压力，采取“一县一策”“一企一策”方式督促指导区（市）县和市属国企加快化解隐性债务。
2022-03-04	绵阳市	绵阳市 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告	严格政府债务预算管理和限额管理，债务风险总体可控。 印发 2021 年防范化解经济、财政运行风险工作方案 ，全市地方政府新增专项债券、一般债券、再融资债券管理暂行办法，切实防范应对政府债务、“三保”支出、国库资金等 9 个领域风险，促进全市经济持续健康发展和社会大局稳定。 规范政府性债务的举借、使用、偿还。抓实隐性债务风险化解，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解存量，圆满完成年度化解计划 。
2022-02-28	宜宾市	宜宾市 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告	建立债务化解任务完成情况通报机制，落实责任切实防范化解债务风险 。建立库款统调、专调、特殊情况超调协同机制，确保各级库款水平保持在合理区间，筑牢县级“三保”底线。
2022-01-27	德阳市	德阳市 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告	强化风险管理控制，稳妥化解财政运行风险。 全面实施县级“三保”预算编制审核，按月做好“三保”风险排查和监测工作，全市“三保”风险事件零发生 。严格实施债务限额管理和预算管理。 建立隐性债务化解工作机制，多渠道筹集资金按期化解隐性债务存量，全面完成隐性债务年度化解目标任务，隐性债务风险指标逐步下降 。健全防范机制，出台《2021 年防范化解经济、财政运行风险工作实施方案》，为促进全市经济财政平稳健康发展提供了强有力的制度支撑。
2022-01-26	南充市	南充市 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告	以 防范化解财政运行风险“1+N”行动方案为统领 ，统筹推进财政管理各项工作。完善债务风险防控机制，严格地方政府债务限额管理和预算管理，守住不发生区域性系统性风险的底线。 完善库款运行监测通报、县级“三保”预算编制事前审核等机制，加强预算审核和专户管理 。
2022-01-19	泸州市	泸州市 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告	坚持统筹发展和安全，制定“1+N” 防范经济财政运行风险方案 。规范区县、部门举债融资行为， 完成年度隐性债务化解计划 。
2022-03-22	达州市	商丘市 2022 年政府工作报告	加强统筹调度，稳妥有序化解政府债务。 完善金融领域风险化解工作机制 。
2022-03-08	乐山市	乐山市 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告	加强风险防控，持续筑牢安全屏障。 严格政府债务限额管理和预算管理，规范政府举债融资机制，始终保持对违规新增隐性债务的强监管态势，有序稳妥化解隐性债务存量，完成全年隐性债务化

			解任务。动态跟踪和监测债务风险指标，防范化解债务风险。兜牢“三保”支出底线，实施“三保”预算编制事前审查全覆盖。
2022-02-08	宜宾市	宜宾市 2022 年政府工作报告	加强地方政府性债务风险管控， 严格执行中央关于防范化解地方政府性债务和隐性债务风险防控措施，遏制隐性债务增量，积极稳妥化解存量债务，坚决守住不发生系统性风险的底线。
2022-01-25	凉山州	凉山州 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告	牢固树立底线思维，严禁各级政府和部门违规举债、融资和担保，多渠道筹资偿还到期政府债务、化解隐性债务， 严格实施地方政府债务预算管理、风险评估、提前预警等制度，切实将债务率控制在安全范围，确保不发生区域性系统性风险。
2022-01-21	内江市	内江市 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告	坚守底线防风险，千方百计维护财政平稳运行。一是化解政府债务风险。严格将政府债务收支、还本付息、发行费用纳入预算管理。抓实化解隐性债务工作， 完善隐性债务常态化监控机制，坚决遏制隐性债务增量，有序稳妥化解存量债务 ，债务风险总体可控。二是防范库款支付风险。坚持科学合理调度财政资金，最大限度发挥资金配置效益。三是 筑牢县级“三保”底线。加强 对县（市、区）防范化解财政运行风险的指导和监督，切实兜牢“三保”底线。
2021-12-31	自贡市	自贡市 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告	落实“三单列三专项”预算管理新机制， 严格按照支出保障序列安排财政资金，各级“三保”支出需求全部纳入年初预算保障。完善偿债准备金管理办法和债券资金管理规定，进一步健全政府债务预算管理、限额管理、风险评估预警等配套措施，形成“1+N”政府债务管理体系，建立“借用管还”长效机制。
2022-01-24	眉山市	眉山市 2022 年政府工作报告	守住经济风险底线。强化重大项目、政府和国有企业债务、金融系统等经济领域风险防范化解工作。加大非法集资、伪私募等防控打击力度， 深入推进互联网金融风险整治，巩固地方法人金融机构风险化解成果。严格政府债务管理，坚决遏制隐性债务增量，积极稳妥化解存量，守住不发生区域性系统性风险底线。
2021-09-10	遂宁市	遂宁市 2021 年政府工作报告	强化政府债务管控，抓实隐性债务化解。 加强地方政府债务限额管理和预算管理，强化国企债务风险防控。
2022-01-27	广安市	广安市 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告	筑牢安全主防线，守住财政风险红线底线。 完善“1+N”风险防控机制，制定年度防范化解经济、财政运行风险工作行动方案，加强隐性债务等九大风险预警监测和防范化解，把握财政安全主动权。在全省各市州率先出台专项债券全生命周期管理办法，构建“借、用、管、还”全链条监管模式，建立债券资金使用“红黑榜”，提高债券资金使用效益。完善政府债务常态化监督机制，压实债务化解责任，按时偿还债券本息，完成年度隐性债务化解任务，政府债务风险总体可控。
2022-01-29	攀枝花市	攀枝花市 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告	规范举债融资行为， 坚决遏制债务增量，增强偿债能力，做好政府债务结构分析和风险研判，周密安排应对预案。落实偿债责任，足额安排还本付息资金，统筹化解债务存量。
2022-02-14	广元市	广元市 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告	稳妥化解债务风险。 处理好促发展和防风险的关系，牢牢守住不违法违规融资举债底线。将政府债务还本付息资金纳入财政预算，不出现政府债务违约。多渠道筹集政府隐性债务化解资金，全面合规完成隐性债务化解任务。统筹做好降低政府债务率工作，防范政府债务风险。守住债务红线。完善融资举债决策机制，将是否形成违法违规融资举债作为项目审查前置，堵住违法违规融资举债口子。
2022-01-28	资阳市	资阳市 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告	守牢安全发展底线，防范化解运行风险。 坚持把政府债务管理摆在突出位置，强化隐性债务联防联控，制定年度化解计划、风险防控措施和退出债务风险预警地区名单工作方案。加强到期隐性债务偿还协调，统筹调度各类资金，妥善处置到期债务，全市处置到期政府债务及隐性债务 130 亿元。有序推进安岳县建制县隐性债务化解试点，有效降低债务风险。

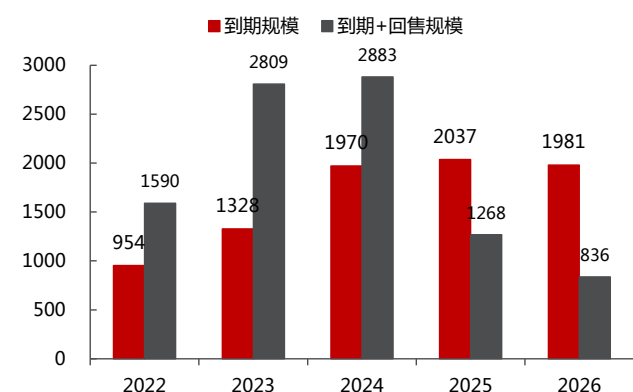
资料来源：政府官网，民生证券研究院

4.2 省内城投到期压力如何，怎么看？

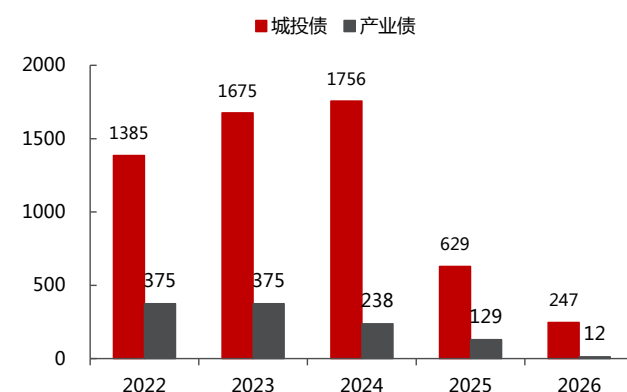
2022 年整体地(州)市到期压力不大，年内到期占比基本不到 30%。全省而

言，目前省内存量城投债中，2022-2026 年分别有 954 亿元、1328 亿元、1970 亿元、2037 亿元、1981 亿元到期，年度分布较为均匀；若将进入回售期的情况一并考虑在内，2022-2026 年分别有 1590 亿元、2809 亿元、2883 亿元、1268 亿元、836 亿元，较为集中在 2022-2024 年。

具体到地(州)市来看：省级平台、成都今年需兑付规模较高，但总体分布较为均为；而绵阳、宜宾、眉山等地(州)市兑付压力主要集中在 2024 年。

图 33：四川省城投债到期及回售时间分布（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图 34：城投债和产业债到期和回售规模（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图 35：各地（市）城投债到期及回售时间分布（亿元）

地区	全部存量	到期规模			到期+回售规模			今年占比
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	
省级	2,224	217	373	587	327	563	648	15%
成都市	4,895	492	652	826	825	1,319	1,359	17%
泸州市	511	44	47	69	92	160	135	18%
绵阳市	480	70	44	109	106	129	155	22%
宜宾市	369	-	34	63	8	90	72	2%
眉山市	306	2	18	88	26	96	97	8%
乐山市	170	23	20	19	29	67	40	17%
遂宁市	167	-	29	37	3	62	57	2%
达州市	165	23	-	2	23	55	53	14%
巴中市	124	17	15	63	34	37	43	28%
德阳市	137	2	20	15	5	42	49	3%
自贡市	123	15	13	10	15	46	37	12%
内江市	111	9	15	20	35	15	34	31%
广安市	86	-	13	23	4	21	34	5%
广元市	78	3	5	11	3	25	30	4%
贵阳市	57	-	6	8	-	21	19	0%
凉山州	86	15	12	-	25	42	9	29%
南充市	43	8	2	13	8	2	13	19%
雅安市	45	14	11	10	22	16	2	50%
攀枝花市	24	-	-	3	-	-	10	0%

资料来源：wind，民生证券研究院

从具体公司来看：仅考虑公开市场再融资接续及企业自身经营性现金流的情况下，部分省级平台、成都市内市级平台及国家级园区平台今年或存在一定缺口；其他地市中，当前存量规模较高的绵阳、泸州等地市部分平台亦或有一定缺口。

注 缺口=过去三年平均发行规模-今年已发行规模+过去三年企业平均经营性

净现金流-今年到期及进入回售期规模

从各地市情况来看：仅考虑公开市场再融资接续的情况下，成都、泸州、绵阳、德阳、内江等地市若按过去三年平均发行规模线性推演，今年发行剩余额度尚不足以覆盖今年到期及进入回售期的债券规模。

图 36：部分平台到期压力测算（亿元）

发行人	地市	行政层级2	存量信	到期+回售				发行规模			经营性现金流			2022缺口测算				
			用债	2022	2023	2024	今年占比	2019	2020	2021	2019	2020	2021	平均发行	已发行	剩余额度	自身现金流	缺口
公司1	-	省级	830	80	260	195	10%	55	175	275	59	89	100	168	165	3	83	6
公司2	-	省级	411	70	50	60	17%	180	40	40	108	214	119	87	31	56	147	132
公司3	成都市	地市级	310	94	53	66	30%	100	60	126	(85)	(96)	205	95	45	50	8	(36)
公司4	成都市	地市级	300	65	70	85	22%	70	105	110	(107)	(120)	(23)	95	25	70	(83)	(78)
公司5	成都市	国家级园区	282	55	53	45	19%	127	100	167	(98)	(34)	1	131	70	61	(44)	(37)
公司6	绵阳市	地市级	257	75	83	86	29%	85	80	52	2	13	4	72	31	41	6	(28)
公司7	-	省级	250	24	56	120	10%	194	141	210	78	64	115	182	30	152	86	213
公司8	宜宾市	地市级	225	0	45	35	0%	45	129	45	245	168	255	73	10	63	223	286
公司9	成都市	国家级园区	218	18	70	20	8%	30	80	60	(21)	(66)	25	57	50	7	(21)	(32)
公司10	-	省级	216	11	75	99	5%	105	90	82	44	50	32	92	26	66	42	97
公司11	成都市	国家级园区	150	17	39	30	11%	20	27	47	(8)	(20)	(15)	31	35	(4)	(14)	(35)
公司12	成都市	地市级	149	22	48	57	15%	25	47	47	(19)	(90)	(39)	40	10	30	(49)	(42)
公司13	成都市	区县级	148	20	40	51	14%	10	45	81	(9)	3	(5)	45	52	(7)	(3)	(31)
公司14	成都市	国家级园区	140	20	26	62	14%	34	21	69	2	19	3	41	15	26	8	14
公司15	成都市	区县级	126	9	21	66	7%	30	27	68	(28)	(30)	(84)	42	55	(13)	(47)	(69)
公司16	成都市	区县级	123	5	24	30	4%	15	42	53	2	15	7	37	15	22	8	24
公司17	成都市	地市级	120	50	0	25	42%	45	44	70	(5)	7	(45)	53	0	53	(14)	(11)
公司18	达州市	地市级	119	22	45	30	18%	8	45	50	4	(16)	(8)	34	13	21	(7)	(7)
公司19	泸州市	地市级	113	24	22	28	21%	7	12	43	(2)	6	8	20	20	0	4	(19)
公司20	-	省级	110	25	35	30	23%	40	15	10	6	7	18	22	25	(3)	11	(18)
公司21	成都市	区县级	108	9	39	25	8%	13	39	25	19	8	9	26	35	(9)	12	(6)
公司22	-	省级	104	48	0	46	46%	20	15	86	22	41	20	40	10	30	27	10
公司23	成都市	区县级	101	29	38	34	29%	25	42	38	(7)	(22)	(52)	35	4	31	(27)	(25)
公司24	乐山市	地市级	98	17	48	10	17%	20	55	35	23	1	6	37	18	19	10	12
公司25	成都市	区县级	89	18	21	30	20%	9	21	45	6	0	8	25	15	10	5	(3)
公司26	眉山市	地市级	84	15	26	33	18%	15	24	33	(11)	(23)	1	24	10	14	(11)	(12)
公司27	成都市	区县级	81	7	14	15	9%	0	0	27	(12)	1	6	9	54	(45)	(2)	(54)
公司28	巴中市	地市级	76	33	30	14	44%	33	25	26	4	2	2	28	9	19	3	(12)
公司29	成都市	区县级	76	15	20	15	20%	15	30	31	8	10	(25)	25	0	25	(2)	8
公司30	成都市	区县级	75	30	35	10	40%	14	35	35	(13)	(2)	14	28	5	23	(0)	(7)

资料来源：wind，民生证券研究院

图 37：各地(州)市到期压力测算（亿元、%）

地区	全部存量	到期+回售规模				发行规模				缺口	
		2022	2023	2024	今年占比	2019	2020	2021	三年平均	已发行	缺口
省级	2,224	327	563	648	15%	667	605	825	699	354	18
成都市	4,895	825	1,319	1,359	17%	988	1,536	1,975	1499	766	(91)
泸州市	511	92	160	135	18%	61	122	159	114	40	(18)
绵阳市	480	106	129	155	22%	112	158	132	134	49	(20)
宜宾市	369	8	90	72	2%	73	177	72	107	38	62
眉山市	306	26	96	97	8%	38	95	101	78	35	18
乐山市	170	29	67	40	17%	44	59	60	54	25	0
遂宁市	167	3	62	57	2%	17	49	64	43	23	17
达州市	165	23	55	53	14%	14	55	78	49	14	12
巴中市	124	34	37	43	28%	44	25	43	37	14	(11)
德阳市	137	5	42	49	3%	23	32	40	31	43	(16)
自贡市	123	15	46	37	12%	24	33	48	35	26	(7)
内江市	111	35	15	34	31%	18	21	37	25	5	(15)
广安市	86	4	21	34	5%	11	28	39	26	9	13
广元市	78	3	25	30	4%	29	28	20	26	4	18
资阳市	57	-	21	19	0%	23	30	11	21	-	21
凉山州	86	25	42	9	29%	15	30	51	32	10	(3)
南充市	43	8	2	13	19%	4	3	13	7	5	(7)
雅安市	45	22	16	2	50%	20	10	-	10	-	(12)
攀枝花市	24	-	-	10	0%	-	-	20	7	-	7

资料来源：wind，民生证券研究院

注：此处仅考虑公开市场再融资接续，未考虑企业自身现金流创造。

总结来看：

（1）成都作为“省会城市+中心城市”，虹吸效应和地位优势显著，但相比周边省会长沙、武汉而言，成都市内平台市场认可度分化比较大，以天府广场为中心，

成都的各个区的分布像是“切西瓜式”的散开来，然后再环形隔开成为几大圈层，在市场机构心中首选武侯、青羊、锦江、成华、金牛等最市中心的城区，其各有功能侧重，成都高新区和天府新区自然不用说，此外更建议关注的便是第二圈层当中的发展较好的区域，如双流、新都、成都经开区等，平滑收益与缺陷后衡量性价比。

(2) 绵阳、宜宾常年稳居省内第二、第三，相比之下，经济体量相仿之下宜宾在财政方面略优于绵阳，而绵阳广义债务水平偏高且平台整合后更分散，与此同时债券比重较高，上述因素叠加，宜宾整体认可度高一些。但两者未来到期分布较为均匀，结合历史发行情况，整体公开市场到期接续压力并不大。

(3) 其他地市当中，第二梯度当中德阳工业基础不错且债务水平低，可以积极关注；南充与达州经济体量在 2000 亿元上下，其中南充人均更高且广义债务水平更低，而达州属川东北重镇，人均偏低，市本级核心主体可以关注机会；

此外四川有诸多 1000-2000 亿元经济体量的地级市，乐山（刚好 2000 亿元），内江、自贡、眉山、遂宁，其中部分区域早前平台数量较多债务压力较大，建议审慎一些，而当中也有平台较为集中且债务水平中等的眉山与乐山可供选择；此外重点扶贫区域的大凉山仅一家平台，从信用稳定性角度其实值得关注；

再弱一点的像广元、广安、巴中等地市，平台其实多是市本级整合后的城市综合运营的主平台，叠加区域实力来看级次较低，多由当地金融机构支撑。

5 风险提示

1、城投口径偏差。本文所采用的城投口径系非传统产业类的广义城投口径，较传统意义上的城投，口径更为广泛。

2、部分数据处理时点不一致所导致的偏差。由于城投公司 2021 年报尚未披露，故本文在使用部分相关数据时，采用 2021 年中报数据或者 2020 年报数据近似替代，或会导致相关指标计算有偏差。

3、宏观经济、地方政府债务压力、区域及平台评价的主观性。债务风险与经济发展紧密相关，宏观经济下行或导致各地偿债压力超预期抬升。

插图目录

图 1：四个维度再度审视四川——区域研究与分析系列	3
图 2：四川省存量城投债分布：分评级（亿元）	4
图 3：四川省存量城投债分布：分行政层级（亿元）	4
图 4：四川省各地(州)市存量城投债规模及估值（亿元，%）	5
图 5：四川省城投债月度发行走势（亿元）	6
图 6：四川省城投债月度净融资走势（亿元）	6
图 7：四川省各地级市城投债净融资走势变化（亿元）	6
图 8：四川省城投债月度发行分布变化：分评级	7
图 9：四川省城投债月度发行分布变化：分期限	7
图 10：四川省 AAA 城投债平均发行利差变化（BP）	7
图 11：四川省 AA+ 城投债平均发行利差变化（BP）	7
图 12：四川省城投债取消发行情况（亿元，只数）	8
图 13：四川省城投债取消/发行情况（%）	8
图 14：四川省城投利差变化（bp）	8
图 15：四川省 AAA、AA+ 城投利差变化（bp）	8
图 16：全国各省市主要经济、财政、债务情况（亿元、万人、元、%）	13
图 17：全国各省市经济、财政、债务的综合评价（元、%）	14
图 18：各地(州)市 2021 年 GDP 情况（亿元）	15
图 19：各地市经济指标数据比较（亿元，万人，元，%）	15
图 20：各地(州)市主要财政指标数据比较（亿元，%）	16
图 21：各地(州)市 2020 年一般公共预算收入情况（亿元）	16
图 22：各地(州)市 2020 年财政自给率	16
图 23：各地市 2021 年土地出让金及房企拿地情况（亿元）	17
图 24：各地(州)市 2021 年地方政府债务余额（亿元）	17
图 25：各地(州)市 2021 年城投有息债务规模（亿元）	17
图 26：各地(州)市主要债务情况（亿元、%）	18
图 27：各地(州)市经济、财政、债务的综合比较（元/人）	19
图 28：各地(州)市 2020 年债务率情况	19
图 29：各地(州)市 2020 年广义债务率情况	19
图 30：2015 年以来四川及省内各地(州)市主要经济指标变化	20
图 31：2015 年以来四川及省内各地(州)市主要财政、债务指标变化	21
图 32：2015 年以来四川及省内各地(州)市主要综合评价指标变化	22
图 33：四川省城投债到期及回售时间分布（亿元）	27
图 34：城投债和产业债到期和回售规模（亿元）	27
图 35：各地（市）城投债到期及回售时间分布（亿元）	27
图 36：部分平台到期压力测算（亿元）	28
图 37：各地(州)市到期压力测算（亿元、%）	28

表格目录

表 1：四川省全部存量信用债余额前 10 的平台分布（亿元）	5
表 2：四川省城投债利差分位数分布（bp）	9
表 3：四川省发债平台历史信用事件汇总（亿元）	10
表 4：四川省政府部分关于化解债务风险、偿还债务安排等相关表述	11
表 5：与区域内金融机构密切合作，获得区域金融资源支持	11
表 6：综合评价指标说明	14
表 7：部分地（市）“十四五”规划中关于主导产业、战略新兴产业及目标的表述	22
表 8：四川省近几年关于债务化解的相关表述	24
表 9：各地(州)市关于债务管控及化解的相关表述	25

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001