

安徽省区县城投平台少，存量债券规模小。安徽省近几年依赖产业转型升级，拉动经济发展。安徽省区县少负面，债务也不算高，是市场的关心区域之一，我们对安徽区县进行细化研究：从市场表现、基本面、批文通过三个维度，再审视。

➤ 维度一：安徽区县城投债市场表现如何？

截至2022年7月31日，安徽省区县的存量城投债余额共计852亿元，涉及56个区县、64家城投平台。

从发行情况看：安徽省区县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，月度发行量占全省比重中枢在20%-40%，主要跟着流动性环境及政策而变化。2020年下半年永煤事件后发行政策趋严，区县发行占比明显下降，2022年以来净融资均为正。

从隐含评级主体发行偏离情况看：大多区县在2017年前后估值偏离由负转正，在2021年后偏离水平走阔，但合肥在2021年以后多区县偏离由正转负。

➤ 维度二：安徽省区县经济财政债务基本面如何？

经济方面，2021年，安徽省59个发债区县共实现GDP23767亿元，GDP平均增速为9%。其中，肥西县（合肥）、湾沚区（芜湖）增速表现亮眼。

财政方面，2021年一般公共预算收入增量基本恢复并超过了疫情前增量；所有发债区县平均税收占比为66%。

债务方面，安徽区县债务规模整体不高，近年来绝大多数区县城投债融资依赖度在提高，但城投有息债务增速基本放缓。区县间债务情况有分化，其中蚌埠区县的债务率水平相对较高。

➤ 维度三：省内各区县批文通过情况如何？

监管政策趋严的大环境下，2022年以来各区县通过+生效总规模有所下滑；2021年终止规模增加，出现在合肥、阜阳、亳州、马鞍山、宣城等债务水平较高的区县。

总结来看：**(1) 皖中地区（合肥、滁州、安庆、六安），**合肥为省会城市，资源集中地，其区县财政实力、产业创税能力较强，且有较多知名上市公司作为支撑，区县当中可寻券范围较广，可积极参与。滁州属省内第二档经济实力城市，但相对而言能级弱一些，但部分区县产业创税能力仍然可关注。安庆、六安在皖中均较弱，债务水平也不高，主要关注还是市本级平台。**(2) 皖北地区（阜阳、宿州、蚌埠、亳州、淮南、淮北），**阜阳、宿州、亳州相似，产业创税能力不错，但阜阳债务率相对略高；蚌埠原经济基础较好，但近几年产业转型没有跟上，使得区域经济落后于安徽省其他地市，整体债务率也不低，区县能贡献一定的经济；淮南淮北两城市原始有资源禀赋，但这几年发展相对缓慢，债务水平也不低。这一档区县当中实力级次较低，市场可参与空间有限。**(3) 皖南地区（芜湖、马鞍山、宣城、铜陵、池州、黄山），**按经济实力档次来看，芜湖的区县主体会受到市场重点关注，芜湖经济发展动能强，且债务水平低，区县可关注参与机会。

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

执业证书：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

- 1.可转债打新系列：嘉诚转债：定制化及供应链一体化综合物流服务商-2022/08/31
- 2.转债行业研究系列：乳制品产业链转债深度梳理-2022/08/31
- 3.城投随笔系列：由兰州城投事件引发的一些思考-2022/08/30
- 4.可转债打新系列：科蓝转债：国内领先的银行IT解决方案供应商-2022/08/29
- 5.城投随笔系列：思辨：聚焦云南省省级平台-2022/08/28

目录

1 维度一：安徽省区县城投债市场表现如何？	3
1.1 省内区县当前有哪些存量城投债？	3
1.2 省内区县城投债一级发行有何变化？	6
1.3 省内区县各隐含评级主体发行偏离情况如何？	9
2 维度二：安徽省区县经济财政债务基本面如何？	12
2.1 省内各区县 2021 年表现及历史发展情况	12
2.1.1 皖中各区县 2021 年表现及历史发展情况如何？	12
2.1.2 皖北各区县 2021 年表现及历史发展情况如何？	13
2.1.3 皖南各区县 2021 年表现及历史发展情况如何？	15
2.2 综合比较之下，各区县相对数据表现如何？	17
3 维度三：省内各区县批文通过情况如何？	19
4 风险提示	22
插图目录	23
表格目录	23

安徽，有如一副水墨画，诸多风景尽在区县中，然安徽这几年的经济实力腾飞发展有目共睹，且整体债务水平并不算高，以至于这两年市场较多参与安徽，尤其是往偏弱地市的市本级和国家级园区寻券，那么，安徽区县有哪些值得关注？本文聚焦于此，对安徽区县进行细化研究：从市场表现、基本面、批文通过三个维度，再审视。

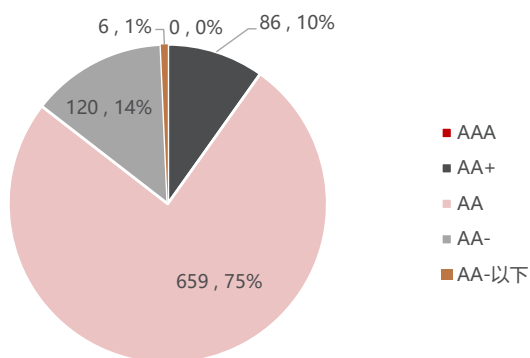
1 维度一：安徽省区县城投债¹市场表现如何？

1.1 省内区县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 7 月 31 日，安徽省区县的存量城投债余额共计 852 亿元，涉及 56 个区县、64 家城投平台。

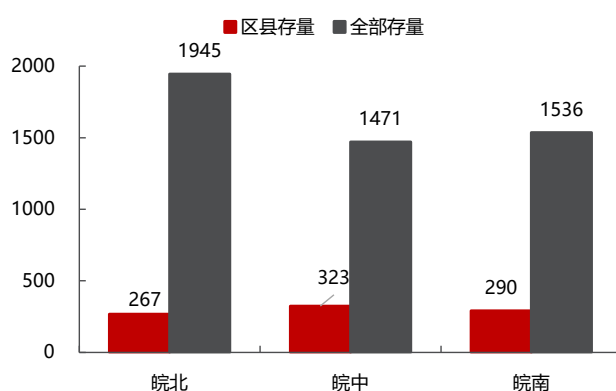
分主体评级来看：其中 AA（75%，主要为宣城/芜湖/滁州/合肥平台）主体占比较高，毕竟经济能级如此；AA+（10%）和 AA-（14%）主体均相对较少，AA-以下（1%）极少，此外省内暂无 AAA 区县主体。

图1：安徽区县存量城投债分布：分评级（亿元，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：安徽区县存量城投债分布：分地市（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

具体来看：对应地市经济、财政实力，皖中（合肥、滁州、安庆、六安）、皖南（芜湖、马鞍山、宣城、铜陵、池州、黄山）、皖北（阜阳、宿州、蚌埠、亳州、淮南、淮北）的区县存量城投债规模依次递减，但整体数量级相差不大。**从存量规模占比上看**，皖中区县存量债规模占所在地区所有存量债的比例超 20%，而皖北为 14%。

存量公募债估值方面：安徽省内不同区县、不同主体评级的平均公募估值水平整体较低，没有估值特别高的区域，但还是有所分化，主要受区县及所属地市经济、财政、债务水平影响，毕竟安徽尚未有过重大负面事件影响区域出现高估值，也就无需有引导估值修复的过程。但像安庆、阜阳、马鞍山、宣城等地市当中经济实力

¹ 文中统计的区县城投债除行政层级为区县级的平台外，也包括了部分区县内的省级/国家级园区平台和股权上挂市本级的区县内平台；区县系概称，指地级市下属区、县及县级市。

较弱且债务负担较重的区县，整体估值水平会相对较高。

具体到省内各地区的区县来看：

1、皖中地区（合肥、滁州、安庆、六安）

(1) 存量城投债规模在 20 亿元以上的有 4 个区县，分别为肥西县（合肥）、巢湖市（合肥）、庐江县（合肥）、天长市（滁州）。其中肥西县存量城投债主体评级以 AA+ 为主，属省内实力较强区县，其余 3 个区县以 AA 主体为主。庐江县 AA 主体估值水平相对略高，而天长暂无公开债券。

(2) 存量城投债规模在 10-20 亿元的有 7 个区县，分别为肥东县（合肥）、桐城市（安庆）、明光市（滁州）、来安县（滁州）、南谯区（滁州）、全椒县（滁州）、定远县（滁州）。其中肥东县存量城投债主体主体评级以 AA+ 为主，其余 6 个区县以 AA 为主。桐城市 AA 主体估值水平略高于其他区县。

(3) 存量城投债规模在 10 亿元以下的有 9 个区县，分别为凤阳县（滁州）、潜山市（安庆）、岳西县（安庆）、怀宁县（安庆）、霍山县（六安）、金安区（六安）、舒城县（六安）、金寨县（六安），蜀山区（合肥）无存量债券。仅凤阳县（滁州）有公募债，估值属于省内偏低区域主体。

图3：皖中各区县存量城投债规模及估值（亿元，%）

地级市	区县	全部存量	主体评级				公募估值（2022）			公募估值（2023）			公募估值（2024）			公募估值（2025）			公募估值（2026）		
			AA+	AA	AA-	AA-以下	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-
合肥市	肥西县	66	66	-	-	-	1.84	-	-	2.35	-	-	2.58	-	-	-	-	-	-	-	-
	巢湖市	41	-	41	-	-	-	-	-	2.27	-	-	-	3.07	-	-	2.75	-	-	-	-
	庐江县	38	-	38	-	-	-	-	-	-	-	-	3.89	-	-	2.80	-	-	-	-	-
	肥东县	20	20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.44	-	-	-	-	-	-	-	-
	蜀山区	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
滁州市	天长市	28	-	28	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	明光市	15	-	10	5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.12	-	-	-	-
	来安县	15	-	15	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.00	-	-	-	-	-
	南谯区	14	-	-	14	-	-	-	-	-	-	-	2.78	-	-	-	-	-	-	-	-
	全椒县	12	-	10	2	-	-	-	-	2.66	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	定远县	11	-	11	-	-	-	-	-	-	-	-	3.06	-	-	3.21	-	-	-	-	-
	凤阳县	6	-	6	-	-	-	-	-	-	-	-	2.69	-	-	-	-	-	-	-	-
安庆市	桐城市	19	-	19	-	-	-	-	-	-	-	-	4.73	-	-	5.13	-	-	-	-	-
	潜山市	6	-	-	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.10	-	-	-	-	-
	岳西县	6	-	-	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	怀宁县	6	-	-	6	-	-	-	-	-	-	-	2.71	-	-	-	-	-	-	-	-
六安市	霍山县	9	-	-	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	金安区	7	-	-	7	-	-	-	-	-	-	-	2.90	-	-	4.16	-	-	-	-	-
	舒城县	3	-	-	3	-	-	-	-	-	-	4.67	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	舒城县	3	-	-	3	-	-	-	-	-	-	4.34	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	金寨县	2	-	-	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：wind，民生证券研究院

注：2022、2023、2024、2025、2026 指对应 2022、2023、2024、2025、2026 年到期的城投债加权平均估值。

2、皖北地区（阜阳、宿州、蚌埠、亳州、淮南、淮北）

(1) 存量城投债规模在 20 亿元以上的有 5 个区县，分别为太和县（阜阳）、颍上县（阜阳）、怀远县（蚌埠）、蒙城县（亳州）、利辛县（亳州），主体评级以 AA 为主。其中颍上县估值水平相对较高。

(2) 存量城投债规模在 10-20 亿元的有 3 个区县，分别是萧县（宿州）、埇桥区（宿州）、涡阳县（亳州）。3 个区县的主体评级以 AA 为主。埇桥区（宿州）

估值相对略高。

(3) 存量城投债规模在 10 亿元以下的有 10 个区县, 分别是阜南县 (阜阳)、临泉县 (阜阳)、砀山县 (宿州)、泗县 (宿州)、禹会区 (蚌埠)、谯城区 (亳州)、寿县 (淮南)、凤台县 (淮南)、濉溪县 (淮北), 此外灵璧县 (宿州) 无存量债券。其中寿县 (淮南) 的以及颍上县 (阜阳) 估值偏高。

图4: 皖北各区县存量城投债规模及估值 (亿元, %)

地级市	区县	全部存量	主体评级				公募估值 (2022)			公募估值 (2023)			公募估值 (2024)			公募估值 (2025)			公募估值 (2026)		
			AA+	AA	AA-	AA-以下	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-
阜阳市	太和县	41	-	41	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	颍上县	24	-	24	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.68
	阜南县	10	-	-	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	临泉县	6	-	-	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
宿州市	萧县	17	-	17	-	-	-	-	-	2.40	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	埇桥区	14	-	14	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.16
	砀山县	8	-	-	8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	泗县	5	-	-	5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	灵璧县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
蚌埠市	怀远县	49	-	32	-	16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.00
	禹会区	8	-	8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
亳州市	蒙城县	24	-	24	-	-	-	-	-	-	-	-	3.27	-	-	-	-	-	-	-	-
	利辛县	23	-	23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	涡阳县	14	-	14	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.88	-	-	-	-	-	-	-
	谯城区	9	-	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
淮南市	寿县	6	-	-	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.85	-	-	-	-	-	-
	凤台县	5	-	5	-	-	-	-	-	-	-	-	2.65	-	-	-	-	-	-	-	-
淮北市	濉溪县	6	-	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 2022、2023、2024、2025、2026 指对应 2022、2023、2024、2025、2026 年到期的城投债加权平均估值。

3、皖南地区 (芜湖、马鞍山、宣城、铜陵、池州、黄山)

(1) 存量城投债规模在 20 亿元以上的有 4 个区县, 分别为镜湖区 (芜湖)、当涂县 (马鞍山)、宁国市 (宣城)、广德市 (宣城), 主体评级以 AA 为主。其中宁国市 (宣城) 估值水平偏高。

(2) 存量城投债规模在 10-20 亿元的有 5 个区县, 分别是鸠江区 (芜湖)、无为市 (芜湖)、博望区 (马鞍山)、和县 (马鞍山)、郎溪县 (宣城), 主体评级以 AA 为主。其中博望区、和县均处于马鞍山, 估值水平均较高。

(3) 存量城投债规模在 10 亿元以下的有 12 个区县, 包括繁昌区 (芜湖)、南陵县 (芜湖)、雨山区 (马鞍山)、花山区 (马鞍山)、含山县 (马鞍山)、宣州区 (宣城)、泾县 (宣城)、枞阳县 (铜陵)、贵池区 (池州)、东至县 (池州), 此外湾沚区 (芜湖)、歙县 (黄山) 无存量债。其中南陵县 (芜湖)、泾县 (宣城) 在省内估值水平偏高。

图5：皖南各区县存量城投债规模及估值（亿元，%）

地级市	区县	全部存量	主体评级				公募估值（2022）			公募估值（2023）			公募估值（2024）			公募估值（2025）			公募估值（2026）		
			AA+	AA	AA-	AA-以下	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-
芜湖市	镜湖区	40	-	40	-	-	-	-	-	2.43	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	鸠江区	16	-	16	-	-	-	-	-	2.30	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	无为市	12	-	12	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	繁昌区	9	-	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	南陵县	9	-	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	湾沚区	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
马鞍山市	当涂县	27	-	24	4	-	-	1.95	-	-	-	-	-	2.76	-	4.10	-	-	-	-	-
	博望区	20	-	20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.57	-	-	-	-	5.72
	和县	13	-	13	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.33
	雨山区	9	-	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	花山区	9	-	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	含山县	5	-	-	5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
宣城市	宁国市	53	-	53	-	-	-	3.48	-	-	3.95	-	4.86	-	-	-	-	-	-	-	3.41
	广德市	23	-	23	-	-	-	-	-	-	-	-	2.65	-	-	-	-	-	-	-	-
	郎溪县	11	-	11	-	-	-	-	-	-	-	-	2.56	-	-	-	-	-	-	-	-
	宣州区	9	-	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	泾县	6	-	-	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.91	-	-	-	-
铜陵市	枞阳县	10	-	-	10	-	-	-	-	-	-	-	-	2.58	-	-	-	-	-	-	-
池州市	贵池区	8	-	8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	东至县	2	-	-	2	-	-	-	-	-	-	3.05	-	-	-	-	-	-	-	-	-
黄山市	歙县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：wind，民生证券研究院

注：2022、2023、2024、2025、2026 指对应 2022、2023、2024、2025、2026 年到期的城投债加权平均估值。

具体到主体来看：肥西建投存量债规模居省内区县平台首位，规模为 66 亿元，主体评级为 AA+。太和国投、巢湖城镇、镜湖建投等 12 家平台存量债券规模在 200 元以上，多集中于合肥、宣城、阜阳、亳州等地市。

表1：安徽省区县存量信用债余额超过二十亿元的平台分布（亿元）

发行人	地市	区县	主体评级	总资产	带息债务	存量债规模
肥西县城建设投资(集团)有限公司	合肥市	肥西县	AA+	361	108	66
太和县国有资产投资控股集团有限公司	阜阳市	太和县	AA	353	139	41
巢湖市城镇建设投资有限公司	合肥市	巢湖市	AA	419	107	41
芜湖市镜湖建设投资有限公司	芜湖市	镜湖区	AA	381	81	40
庐江县城市建设投资有限公司	合肥市	庐江县	AA	178	61	38
安徽省宁国建设投资有限公司	宣城市	宁国市	AA	168	53	28
怀远县新型城镇化建设有限公司	蚌埠市	怀远县	AA	287	114	26
宁国市国有资产投资运营有限公司	宣城市	宁国市	AA	248	89	25
蒙城县城市发展投资控股集团有限公司	亳州市	蒙城县	AA	321	115	24
颍上县慎祥实业发展有限公司	阜阳市	颍上县	AA	210	101	24
利辛县城乡发展建设投资有限公司	亳州市	利辛县	AA	242	110	23
广德市国有资产投资经营有限公司	宣城市	广德县	AA	269	83	23

资料来源：wind，民生证券研究院

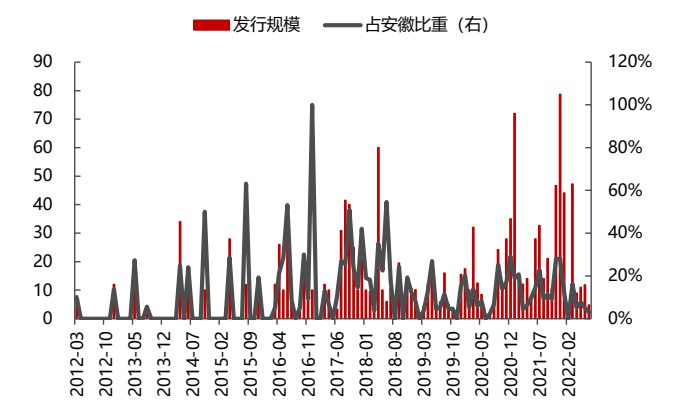
注：财务数据为 2021 年年报数据，存量债券截至至 2022 年 7 月 31 日

1.2 省内区县城投债一级发行有何变化？

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。2012-2020 年，安徽省区县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，（月度发行量占全省比重中枢在 20%-40%），主要跟着流动性环境及政策而变化。2020 年下半年永煤事件后发行政策趋严，区县发行占

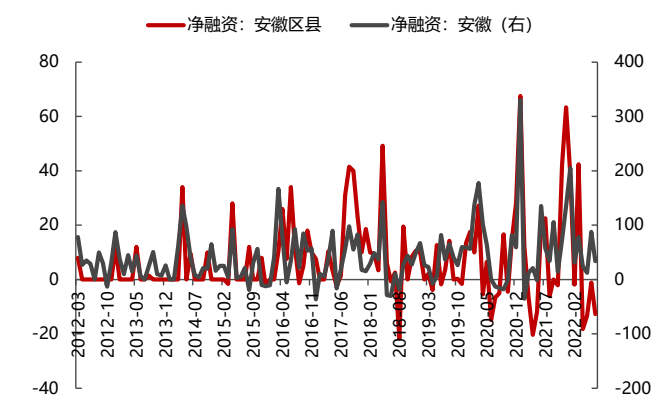
比明显下降，2022 年以来净融资均为正。

图6：安徽区县城投债月度发行走势（亿元，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：安徽区县城投债月度净融资走势（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

进一步具体细分来看：

1、皖中地区（合肥、滁州、安庆、六安）

区域内 20 个发债区县 2021 年的净融资总规模较 2020 年出现大幅增长，增幅达 152%；所有地市 2021 年净融资总规模增量均为正。其中六安市增量最大。

重点发债区县中，庐江县（合肥）、桐城市（安庆）、全椒县（滁州）、天门市（滁州）、明光市（滁州）净融资规模较 2020 年有很大改善，但同为重点发债区县的天长市（滁州）2021 年净融资规模较 2020 年有明显下降。

图8：皖中各区县城投债净融资走势变化（亿元）

地市	区县	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	净融资走势
合肥市	肥西县	4	4	0	13	7	(3)	4	11	4	(3)	0	
	巢湖市	10	(2)	0	0	0	5	(3)	5	10	(15)	0	
	庐江县	4	(2)	0	0	3	0	0	15	0	(5)	0	
	肥东县	0	0	0	0	0	0	0	5	15	0	0	
	蜀山区	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
滁州市	天长市	12	0	2	6	0	0	0	(6)	6	0	0	
	明光市	0	0	0	0	4	4	0	0	0	(2)	0	
	来安县	0	0	0	0	0	(2)	6	4	0	(2)	0	
	南谯区	0	0	0	(2)	0	4	0	(2)	5	0	0	
	全椒县	0	(2)	0	0	0	4	4	0	0	(2)	0	
	定远县	0	0	0	(1)	0	(1)	0	3	0	(1)	0	
	凤阳县	0	0	0	(2)	0	0	0	(2)	0	0	0	
安庆市	桐城市	0	(5)	0	(1)	0	0	(2)	9	2	0	(2)	
	潜山市	0	0	0	0	(2)	0	0	0	(2)	0	0	
	岳西县	0	0	0	0	0	0	0	0	6	0	0	
	怀宁县	0	0	(2)	0	0	0	(2)	0	0	0	0	
六安市	霍山县	0	0	0	0	0	3	0	4	0	2	0	
	金安区	0	0	(2)	0	0	0	(2)	0	0	2	(2)	
	舒城县	0	(3)	0	0	0	(3)	0	0	0	(3)	0	
	金寨县	0	(2)	0	0	0	(2)	0	0	0	(2)	0	

资料来源：wind，民生证券研究院

2、皖北地区 (阜阳、宿州、蚌埠、亳州、淮南、淮北)

区域内 18 个发债区县 2021 年的净融资规模较 2020 年小幅增加, 幅度为 4%; 其中淮南、淮北净融资规模下降, 其余地市净融资规模均为正。

重点发债区县中, 灵璧县 (宿州)、谯城区 (亳州) 净融资规模下滑幅度较大。此外, 利辛县 (亳州)、怀远县 (蚌埠)、阜南县 (阜阳) 增加幅度较大。蒙城县净融资情况一直较好。

图9: 皖北各区县城投债净融资走势变化 (亿元)

地市	区县	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	净融资走势
阜阳市	太和县	0	0	(2)	0	0	8	(9)	7	2	1	0	
	颍上县	8	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	阜南县	0	0	0	0	0	0	0	10	0	0	0	
	临泉县	0	0	3	2	0	0	0	0	0	0	0	
宿州市	萧县	0	(2)	0	0	0	(2)	0	0	5	(2)	0	
	埇桥区	0	0	0	0	0	0	0	6	0	0	0	
	砀山县	0	0	0	0	0	0	0	8	0	0	0	
	泗县	0	0	0	0	0	(2)	0	0	0	(2)	0	
	灵璧县	0	0	0	0	0	(10)	0	0	0	0	0	
蚌埠市	怀远县	0	9	11	8	3	4	9	0	(2)	0	0	
	禹会区	0	0	0	0	8	0	0	0	0	0	0	
亳州市	蒙城县	0	0	8	0	0	0	(2)	7	0	0	0	
	利辛县	0	0	0	0	5	5	8	(1)	(2)	5	(5)	
	涡阳县	10	0	0	(1)	0	0	0	(1)	0	0	0	
	谯城区	0	0	0	1	0	0	0	(7)	0	0	0	
淮南市	寿县	0	0	0	(2)	0	0	0	(2)	0	0	0	
	凤台县	(2)	0	0	0	(2)	0	0	0	(2)	0	0	
淮北市	濉溪县	0	0	0	0	6	0	0	0	0	0	0	

资料来源: wind, 民生证券研究院

3、皖南地区 (芜湖、马鞍山、宣城、铜陵、池州、黄山)

区域内 21 个发债区县 2021 年的净融资总规模较 2020 年增长增幅较大, 为 916%, 马鞍山、宣城、铜陵区县平台 2021 年净融资规模增量为正, 其余地市增量均为负。其中马鞍山区县平台 2021 年净融资规模较 2020 年有显著改善, 池州市区县平台净融资规模则出现显著下滑。

重点发债区县中, 宁国市 (宣城)、镜湖区 (芜湖)、博望区 (马鞍山) 净融资规模出现了较大幅度的增长, 而雨山区 (马鞍山) 的净融资规模出现了显著的下滑。

图10：皖南各区县城投债净融资走势变化（亿元）

地市	区县	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	净融资走势
芜湖市	镜湖区	10	0	(2)	0	0	0	6	7	0	0	(2)	
	鸠江区	(2)	(3)	0	0	7	(3)	5	0	(2)	0	0	
	无为市	0	0	0	0	0	0	0	0	12	0	0	
	繁昌区	0	0	0	0	0	0	0	0	9	0	0	
	南陵县	0	0	(3)	0	0	0	(3)	0	0	0	0	
	湾沚区	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
马鞍山市	当涂县	0	(3)	(4)	6	4	0	(5)	0	0	0	0	
	博望区	0	0	0	0	15	(2)	0	(1)	0	(0)	0	
	和县	0	0	0	0	0	0	0	9	0	(1)	0	
	雨山区	3	6	(2)	(1)	0	(11)	4	0	0	0	0	
	花山区	0	(2)	0	0	0	(2)	0	0	0	(2)	(1)	
含山县	0	0	(2)	0	0	0	(2)	0	0	0	0		
宣城市	宁国市	0	(3)	3	10	12	(3)	(1)	10	4	(4)	2	
	广德市	0	0	(3)	5	7	0	(3)	5	0	0	(3)	
	郎溪县	0	0	0	(2)	0	0	0	(2)	5	0	0	
	宣州区	0	0	0	4	0	0	5	0	0	0	0	
	泾县	0	0	0	0	(2)	0	0	0	(2)	0	0	
铜陵市	枞阳县	0	(2)	0	0	0	(2)	0	0	0	4	0	
池州市	贵池区	0	0	0	0	0	0	0	2	6	0	0	
	东至县	0	(2)	0	0	0	(2)	0	0	0	(2)	0	
黄山市	歙县	0	0	0	(5)	0	0	0	0	0	0	0	

资料来源：wind，民生证券研究院

注：2022Q3 截至 2022.07.31

1.3 省内区县各隐含评级主体发行偏离情况如何？

皖中各区县中，从历年发行利率估值偏离的变化来看：2018-2019 年皖中区县整体估值偏离水平明显收窄，2021-2022 年滁州市区县整体估值偏离水平明显走阔。具体区县来看，天长市（滁州）、定远县（滁州）、南谯区（滁州）、明光市（滁州）、来安县（滁州）历年估值偏离较大。

皖北的各区县中，从历年发行利率估值偏离的变化来看：阜阳市 2019-2022 年估值偏离水平抬升，亳州市 2017-2018 年估值偏离水平抬升，后有所收窄。具体区县来看，太和县（阜阳）、颍上县（阜阳）、萧县（宿州）、蒙城县（亳州）、利辛县（亳州）、禹会区（蚌埠）历年偏离较大。

皖南的各区县中，从历年发行利率估值偏离的变化来看：2019 年以来，芜湖市、马鞍山市、宣城市部分区县估值偏离水平走阔，2022 年以来整体收窄。具体区县来看，镜湖区（芜湖）、雨山区（马鞍山）、广德市（宣城）、宣州区（宣城）历年偏离均较大。

图11：皖中各区县隐含评级主体发行偏离加权均值变化 (BP)

地级市	区县	隐含评级主体发行偏离加权均值							
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
合肥市	肥西县	-	(40)	-	12	44	28	(20)	(42)
	巢湖市	62	-	-	34	-	57	33	4
	庐江县	24	-	-	33	9	6	(11)	-
	肥东县	-	-	-	-	-	-	(79)	(44)
	蜀山区	-	-	-	-	-	-	-	-
滁州市	天长市	-	(244)	-	-	-	38	-	290
	明光市	-	-	-	20	-	-	121	-
	来安县	-	-	-	15	-	-	112	-
	南谯区	-	-	(0)	-	-	-	142	38
	全椒县	-	27	-	-	-	-	29	-
	定远县	-	-	(69)	17	-	-	208	-
	凤阳县	-	-	(27)	-	-	-	-	-
安庆市	桐城市	(77)	-	(27)	28	-	-	31	38
	潜山市	-	-	-	4	-	-	-	-
	岳西县	-	-	-	-	-	-	-	29
	怀宁县	-	-	(20)	-	-	-	-	-
六安市	霍山县	-	-	-	-	-	-	89	67
	金安区	-	-	(5)	-	-	-	-	(49)
	舒城县	-	(89)	-	-	-	-	-	-
	金寨县	-	(44)	-	-	-	-	-	-

资料来源：wind，民生证券研究院

注：发行偏离=发行利率-发行日中债中短期票据到期收益率曲线对应期限及隐含评级的收益率；AA(2)级利率曲线使用中债城投债到期收益率曲线；2022年截至2022.07.31。

图12：皖北各区县隐含评级主体发行偏离加权均值变化 (BP)

地级市	区县	隐含评级主体发行偏离加权均值							
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
阜阳市	太和县	-	-	-8	59	100	-	141	73
	颍上县	-	-	-	-	79	152	-	-
	阜南县	-	-	-	-	-	-	72	-
	临泉县	-	-	-	-	-	78	-	-
宿州市	萧县	-	1	-	170	-	-	48	59
	埇桥区	-	-	-	-	-46	-	-35	-
	砀山县	-	-	-	-	-	-	85	-
	泗县	-	-	-	9	-	-	-	-
	灵璧县	-	-	-	100	-	-	-	-
蚌埠市	怀远县	-	-	-	-	-82	13	73	-
	禹会区	-	-	-	-	-	-	107	-
亳州市	蒙城县	-	-	-40	106	-	36	12	-
	利辛县	-	78	-	154	127	-	34	85
	涡阳县	-	-	0	-	-	14	-	-
	谯城区	-	-24	-	-	-	-12	21	-
淮南市	寿县	-	-	-7	-	-	-	-	-
	凤台县	-	-	6	-	-	-	-	-
淮北市	濉溪县	-	-	-	-	-	-	36	-

资料来源：wind，民生证券研究院

注：发行偏离=发行利率-发行日中债中短期票据到期收益率曲线对应期限及隐含评级的收益率；AA(2)级利率曲线使用中债城投债到期收益率曲线；2022年截至2022.07.31。

图13: 皖南各区县隐含评级主体发行偏离加权均值变化 (BP)

地级市	区县	隐含评级主体发行偏离加权均值							
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
芜湖市	镜湖区	-	-14	-	-	131	-11	-7	24
	鸠江区	-	-70	-	-	-	-	16	-
	无为市	-	-	-	-	-	-	-	-51
	繁昌区	-	-	-	-	-	-	-	-52
	南陵县	-	-	23	-	-	-	-	-
	湾沚区	-	-	-	-	-	-	-	-
马鞍山市	当涂县	-56	-	20	59	-	75	-12	-
	博望区	-	-	-	70	20	-	-2	-
	和县	-	-	-	-	-3	-	-37	-
	雨山区	-	-	-7	-	-	256	158	35
	花山区	-35	-9	-	-	-	-	-9	-
	含山县	-	-	24	-	-	-	-	-
宣城市	宁国市	-	-	95	-	101	-21	-15	-65
	广德市	-	-	-16	-	-	166	58	-
	郎溪县	-	-	21	-	-	-	-	-56
	宣州区	-	-	-	-	-	131	59	-
	泾县	-	-	-	-16	-	-	-	-
铜陵市	枞阳县	-	-	11	-	-	-	-	-32
池州市	贵池区	-	-	-	-	-	-	42	20
	东至县	-	5	-	-	-	-	-	-
黄山市	歙县	-	-	-	10	-	-	-	-

资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 发行偏离=发行利率-发行日中债中短期票据到期收益率曲线对应期限及隐含评级的收益率; AA(2)级利率曲线使用中债城投债到期收益率曲线; 2022年截至2022.07.31。

2 维度二：安徽省区县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。

2.1 省内各区县 2021 年表现及历史发展情况

2.1.1 皖中各区县 2021 年表现及历史发展情况如何？

1、皖中地区（合肥、滁州、安庆、六安）各区县 2021 年表现如何？

(1) 经济方面，2021 年 GDP 总量在 1000 亿元以上的有 2 个，在 500 亿元以上的有 4 个，在 500 亿元以下的有 14 个。

在皖中的 20 个发债区县中，2021 年 GDP 平均增速为 8.9%，其中肥西县（合肥）、肥东县（合肥）、天长市（滁州）、来安县（滁州）、全椒县（滁州）及六安市 4 个区县的 GDP 增速达 10% 以上。三次产业结构整体布局分化，定远县、第一产业占比较高，天长市第二产业占比最高，蜀山区第三产业占比最高。

(2) 财政方面，2021 年一般公共预算收入 30 亿元以上的 4 个区县中，肥西县（合肥）一般公共预算收入为 59 亿元，肥东县、肥西县一般公共预算收入较 2020 年明显改善。

2020 年税收占比 80% 以上的 5 个区县中，蜀山区（合肥）税收占比提升，其余区县均下降。

(3) 债务方面，债务规模上，肥西县（合肥）、天长市（滁州）、金寨县（六安）地方政府债务及城投有息债务水平较高；相较之下，蜀山区（合肥）虽然经济财政总量居前，但整体债务规模控制较好。融资结构方面，2021 年债券占比合肥市最高，均在 40% 以上，此外，来安县（滁州）、金寨县（六安）、霍山县（六安）在 10% 以下。

图14：皖中各区县 2021 年主要经济、财政、债务指标数据比较（亿元）

地市	区县	GDP 亿元	GDP增速 %	人口 万人	人均GDP 元	一产占比 %	二产占比 %	三产占比 %	一般公共预算收入 亿元	税收占比 %	财政自给率 %	地方政府债务余额 亿元	城投有息债务 亿元	债券占比 %
合肥市	蜀山区	1210	7.1	105	104765	0.2	16.8	83.1	36	90.0%	74.1%	45	-	-
	肥西县	1019	13.7	98	91308	6.6	42.6	50.8	59	76.1%	66.8%	116	108	46%
	肥东县	811	10.1	89	79575	10.1	33.6	56.3	56	77.5%	61.3%	120	79	-
	庐江县	547	6.0	89	54002	11.5	36.1	52.3	24	81.9%	31.6%	106	61	46%
	巢湖市	523	9.1	73	62033	9.0	39.5	51.6	26	76.7%	38.2%	72	107	41%
滁州市	天长市	623	11.0	63	91547	6.7	60.5	32.8	44	55.2%	62.7%	92	123	23%
	凤阳县	459	9.9	63	65781	10.3	44.2	45.6	28	67.8%	50.7%	96	83	10%
	来安县	363	10.8	42	77852	7.6	48.6	43.8	23	60.3%	56.7%	76	90	7%
	定远县	357	8.9	67	48374	20.6	31.6	47.7	23	41.2%	36.4%	62	87	11%
	全椒县	315	10.8	40	71354	9.5	43.9	46.6	23	66.7%	57.3%	79	54	19%
安庆市	明光市	273	9.2	-	49829	16.0	28.7	55.3	20	48.4%	42.3%	50	99	14%
	南谏区	232	2.1	35	-	8.6	35.0	56.4	19	59.1%	66.2%	42	47	22%
	桐城市	419	6.2	-	66021	8.7	50.9	40.4	20	82.5%	34.2%	74	49	23%
	怀宁县	331	6.2	70	61836	8.0	51.5	40.4	15	81.5%	36.5%	61	58	13%
	潜山市	230	6.5	44	48158	13.4	43.0	43.5	10	68.7%	20.8%	56	-	-
六安市	岳西县	129	6.0	41	36876	14.2	33.9	51.9	7	75.9%	17.9%	43	30	-
	舒城县	357	12.2	70	43791	10.9	47.4	41.7	20	69.3%	33.9%	129	52	12%
	金安区	335	10.9	83	-	13.1	31.0	55.9	16	89.2%	28.1%	64	72	13%
	金寨县	225	10.3	50	39389	12.0	44.7	43.3	17	74.6%	29.0%	132	133	3%
	霍山县	193	11.7	29	57330	11.8	44.3	43.9	15	75.5%	40.4%	60	93	3%

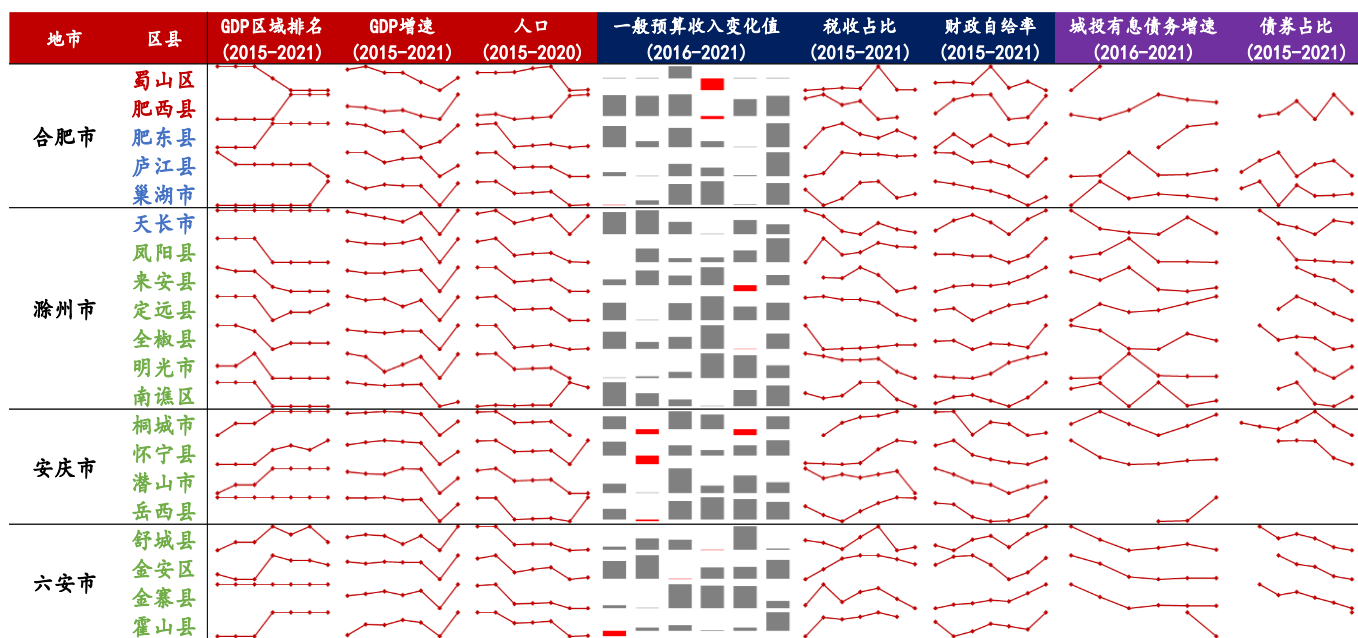
资料来源：wind，民生证券研究院

2、皖中地区（合肥、滁州、安庆、六安）各区县历史发展情况如何？

(1) **经济方面**，不考虑疫情影响，整体 GDP 增速略有放缓。各区县的 GDP 市内排名波动较大。人口上，整体呈净流出态势，少数区县如肥西县（合肥）、南谯区（滁州）等有净流入态势。

(2) **财政及债务方面**，大部分区县近年来保持一般公共预算收入增量为正，但 2021 年一般公共预算增量明显压缩。各区县城投有息债务增速基本放缓，除了肥西县（合肥）、定远县（滁州）等区县仍呈上升趋势；所有发债区县债券占比均呈下降趋势。

图15：2015 年以来皖中地区各区县主要经济、财政、债务指标变化



资料来源：wind，民生证券研究院

2.1.2 皖北各区县 2021 年表现及历史发展情况如何？

1、皖北地区（阜阳、宿州、蚌埠、亳州、淮南、淮北）各区县 2021 年表现如何？

(1) **经济方面**，2021 年 GDP 总量在 500 亿元以上的区县有 4 个，为太和县（阜阳）、埇桥区（宿州）、谯城区（亳州）、濉溪县（淮北）；其余 14 个区县 GDP 总量均在 500 亿元以下。

在皖北的 18 个发债区县中，2021 年 GDP 平均增速为 6.4%，其中灵璧县（宿州）的 GDP 增速达 10% 以上，蚌埠市 2 个区县均为负。产业结构上，禹会区（蚌埠）第一产业占比最低，灵璧县（宿州）最高，凤台县（淮南）偏重第二产业，蒙城县（亳州）第三产业占比最高。

(2) **财政方面**，亳州市各区县一般公共预算收入整体水平相对均衡，凤台县（淮南）税收占比最高，禹会区（蚌埠）财政自给率远超其余区县。2021年埇桥区（宿州）、颍上县（阜阳）一般公共预算收入在30亿元以上，各区县增长缓慢。

(3) **债务方面**，债务规模上，阜阳市整体地方政府债务水平高，均超过100亿元，此外亳州市也有4个区县超过100亿元。太和县、颍上县、萧县、怀远县、利辛县等8个区县城投有息债务规模超100亿元；怀远县和太和县对城投有息债务的依赖度偏高。**融资结构方面**，其中寿县（淮南）、利辛县（亳州）等区县2021年债券占比提升较大。

图16：皖北各区县2021年主要经济、财政、债务指标数据比较（亿元）

地市	区县	GDP	GDP增速	人口	人均GDP	一产占比	二产占比	三产占比	一般公共预算收入	税收占比	财政自给率	地方政府债务余额	地方政府债务限额	城投有息债务	债券占比
		亿元	%	万人	元	%	%	%	亿元	%	%	亿元	亿元	亿元	%
年份	年份	2021	2021	2021	2020	2021	2021	2021	2021	2020	2021	2021	2021	2021	2021
阜阳市	太和县	509	7.3	137	34496	12.5	41.5	46.0	22	65.6%	29.4%	123	137	139	29%
	颍上县	465	8.9	120	34661	14.9	41.1	43.9	30	72.6%	35.5%	137	139	101	23%
	临泉县	434	9.6	165	23916	22.4	24.6	53.1	20	60.4%	22.9%	123	129	42	13%
	阜南县	316	9.5	117	24534	20.9	29.7	49.3	15	73.0%	20.8%	152	154	53	-
宿州市	埇桥区	723	6.5	178	-	10.8	34.3	54.9	33	65.7%	36.2%	62	65	-	-
	萧县	417	8.5	105	37274	17.8	42.1	40.1	24	52.6%	30.4%	94	98	133	10%
	灵璧县	313	11.0	98	29494	24.9	24.2	54.2	16	68.3%	26.8%	79	85	-	-
	泗县	288	9.5	76	35423	22.8	28.8	48.4	15	64.5%	24.0%	99	106	75	9%
蚌埠市	碭山县	255	7.9	77	32059	17.6	29.2	53.2	13	66.0%	25.8%	67	75	83	-
	怀远县	356	(12.0)	-	45196	22.9	23.6	53.5	25	60.9%	34.8%	79	89	180	23%
	禹会区	224	(0.1)	26	68598	2.5	46.6	51.0	14	-	80.7%	36	36	51	16%
	利辛县	367	9.2	119	27864	15.5	30.2	54.3	18	75.4%	27.1%	89	98	110	16%
亳州市	谯城区	508	7.7	172	-	16.5	34.8	48.7	28	65.0%	39.3%	124	128	67	40%
	蒙城县	429	8.7	148	35587	15.3	26.0	58.6	26	65.4%	39.3%	150	156	115	17%
	涡阳县	416	7.7	117	32400	15.5	35.8	48.7	20	64.8%	31.4%	163	176	130	12%
淮南市	凤台县	340	5.3	54	56229	11.9	52.2	35.9	22	79.5%	58.8%	47	52	80	9%
	寿县	244	8.9	84	26310	24.1	25.9	50.0	19	49.7%	25.9%	87	89	14	56%
淮北市	濉溪县	541	1.4	114	52795	10.8	49.0	40.2	23	79.1%	36.4%	56	63	117	5%

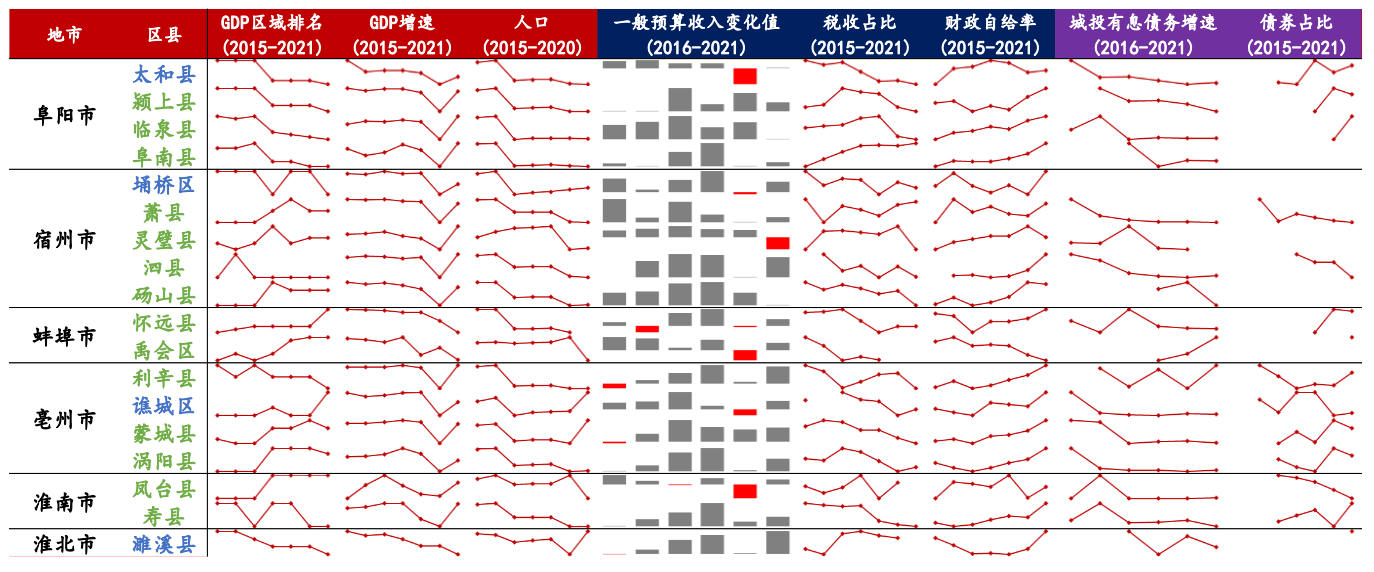
资料来源：wind，民生证券研究院

2、皖北地区各区县历史发展情况如何？

(1) **经济方面**，剔除疫情影响，各区县GDP增速基本呈下滑趋势。人口上，埇桥区（宿州）、谯城区（亳州）整体人口呈现小幅净流入的形势，蒙城县（亳州）、濉溪县（淮北）人口2021年有所增长，其余区县人口呈净流出的形势。

(2) **财政及债务方面**，2015年来绝大部分区县一般公共预算收入为正增量。部分区县部分年份下降，各区县城投有息债务增速亦基本放缓，除了太和县（阜阳）、灵璧县（宿州）、凤台县（淮南）2021年呈下降趋势；各区县债券占比波动较大，萧县、泗县、凤台县占比下降。

图17：2015年以来皖北各区县主要经济指标变化



资料来源：wind，民生证券研究院

2.1.3 皖南各区县 2021 年表现及历史发展情况如何？

1、皖南地区各区县 2021 年表现如何？

(1) **经济方面**，2021 年 GDP 总量在 500 亿元以上的区县有 5 个，为镜湖区（芜湖）、无为市（芜湖）、鸠江区（芜湖）、当涂县（马鞍山）、宣州区（宣城）；GDP 总量在 500 亿元以下的区县有 16 个，包括芜湖 3 个区县，马鞍山 5 个区县，宣城 4 个区县，池州 2 个区县，铜陵和黄山各 1 个区县。

在 21 个发债区县中，2021 年 GDP 平均增速为 10.4%，其中湾沚区（芜湖）、繁昌区（芜湖）、和县（马鞍山）、含山县（马鞍山）的 GDP 增速达 12% 以上。产业结构上，枞阳县（铜陵）一产占比在省内第一，宁国市（宣城）二产占比第一，镜湖区（芜湖）三产占比第一。

(2) **财政方面**，芜湖市财政自给率、税收占比整体表现较好，而马鞍山市分化较大。其中，镜湖区（芜湖）、鸠江区（芜湖）、花山区（马鞍山），部分区县财政自给率不足 50%。

(3) **债务方面**，债务规模上，芜湖市债务规模整体控制较好；马鞍山市债务集中于当涂县；宣城市债务水平偏高，宁国市、郎溪县相对而言整体债务较多，宁国市（宣城）的城投有息债务省内最高，为唯一高于 100 亿元的区县；铜陵市债务规模也偏高，城投有息债务和地方政府债务双高；贵池区（池州）地方政府债务规模也不小；黄山市债务规模局中等水平。

融资结构方面，其中鸠江区（芜湖）、泾县（宣城）2021 年平均债券占比均较高，远超其他区县，在 60% 以上。

图18: 皖南各区县 2021 年主要经济、财政、债务指标数据比较 (亿元)

地市	区县	GDP		人口	人均GDP			一产占比			二产占比			三产占比			一般公共预算收入			税收占比	财政自给率	地方政府债务余额	城投有息债务	债券占比
		亿元	%		万人	元	%	%	%	亿元	%	%	亿元	%	%	亿元	%	亿元	亿元					
		2021	2021	2021	2020	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021
芜湖市	镜湖区	765	11.8	48	-	0.4	14.9	84.8	35	77.4%	95.1%	34	81	37%										
	无为市	578	10.5	83	61275	10.2	49.2	40.6	29	63.7%	42.9%	93	15	-										
	鸠江区	560	10.6	54	-	4.0	41.7	56.8	38	73.1%	87.4%	32	22	62%										
	湾沚区	383	13.3	35	94654	6.3	52.3	41.4	35	79.2%	66.9%	86	-	-										
	繁昌县	364	12.3	-	-	3.7	57.6	38.7	37	67.8%	81.6%	60	3	-										
马鞍山市	南陵县	321	11.6	54	65369	11.7	42.8	45.5	23	66.2%	56.3%	55	27	45%										
	当涂县	521	11.3	48	102999	6.9	51.6	41.5	34	67.3%	63.2%	114	87	37%										
	花山区	460	10.0	45	-	0.4	29.1	67.5	18	72.1%	86.9%	55	57	21%										
	和县	318	12.2	54	64278	9.4	40.7	49.9	16	74.6%	39.9%	69	39	13%										
	雨山区	250	7.7	26	-	1.0	31.6	67.4	15	73.1%	82.2%	49	-	-										
宣城市	含山县	233	12.0	44	60061	10.4	41.6	48.0	16	72.0%	41.1%	61	20	37%										
	博望区	149	7.1	16	-	6.6	52.6	40.8	14	-	82.8%	28	-	-										
	宣州区	502	9.0	77	50638	10.2	40.5	49.3	32	56.9%	61.5%	43	43	8%										
	宁国市	432	10.7	38	98880	6.3	58.5	35.1	35	69.6%	77.8%	75	142	29%										
	广德市	381	11.0	51	65993	7.5	49.4	43.1	33	77.3%	63.5%	86	-	-										
铜陵市	郎溪县	209	11.1	31	59035	9.6	54.3	36.1	22	53.1%	64.8%	62	66	11%										
	泾县	148	9.3	27	46839	14.3	41.3	44.5	16	48.5%	47.2%	39	10	73%										
	枞阳县	188	6.6	79	35050	17.1	28.7	54.1	11	-	23.2%	62	64	9%										
池州市	贵池区	444	10.9	59	55470	8.8	43.8	47.5	23	71.4%	48.2%	73	38	-										
	东至县	243	10.2	39	52850	14.5	44.4	41.1	12	60.0%	33.8%	52	22	18%										
黄山市	歙县	225	9.4	47	54912	9.3	37.7	53.0	14	37.6%	36.1%	53	-	-										

资料来源: wind, 民生证券研究院

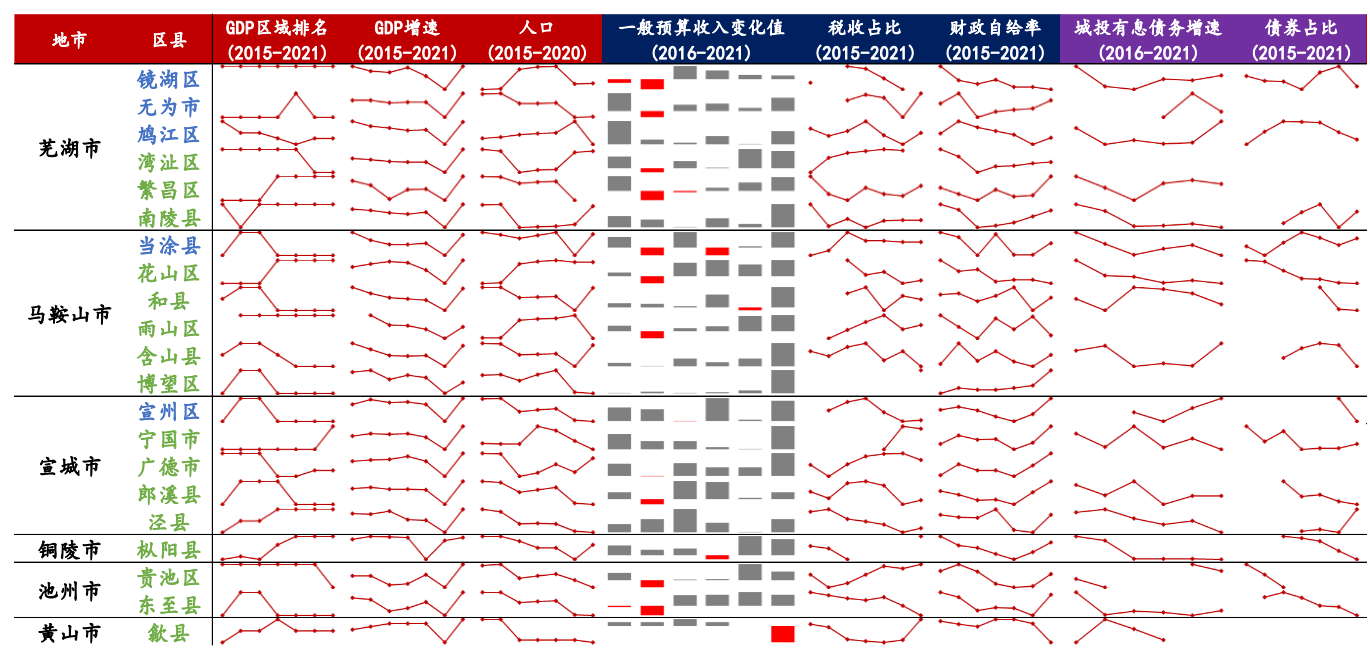
2、皖南地区各区县历史发展情况如何?

(1) 经济方面, 各市各区县 GDP 增速剔除疫情影响后, 均整体缓慢下滑。

人口上, 湾沚区 (芜湖)、南陵县 (芜湖)、当涂县 (马鞍山)、和县 (马鞍山)、含山县 (马鞍山)、枞阳县 (铜陵) 2021 年有所增加, 其余区县人口多呈现净流出的形势。

(2) 财政及债务方面, 黄山市 2021 年一般公共预算收入受到一定冲击, 其余区县一般预算收入恢复情况普遍较好。城投有息债务增速基本放缓, 各区县债券占比情况分化, 但均较为波动。

图19: 2015 年以来皖南各区县主要经济指标变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 综合比较之下，各区县相对数据表现如何？

进一步，观察各区县综合比较的相对指标。

表2：综合评价指标说明

指标	计算方式
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)
财政收入对债券的覆盖倍数	(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)
财政收入对城投债的覆盖倍数	(一般公共预算收入+政府性基金预算收入)/(城投债余额)

资料来源：民生证券研究院整理

1、**皖中各区县中：创税能力方面**，肥东县（合肥）、全椒县（滁州）、天长市（滁州）等区县产业基础较好，主导产业对经济贡献及创收效应、人均创税能力均较强。**结合债务水平考量**，庐江县（合肥）、金寨县（六安）、桐城市（安庆）等区县债务率偏高；**考虑城投有息债务**，巢湖市（合肥）、肥西县（合肥）、庐江县（合肥）对城投举债的依赖度相对较高。**从“偿债”角度衡量**，肥西县（合肥）、霍山县（六安）财政收入对债券覆盖较高，超过或接近1倍；霍山县（六安）、金寨县（六安）、来安县（滁州）财政收入对城投债的覆盖倍数在10倍以上。

图20：皖中各区县 2021 年经济、财政、债务的综合比较及变化（元/人）

地市	区县	产业创税能力	人均创税能力	负债率	债务率	广义债务率	财政收入对债券的覆盖倍数	财政收入对城投债的覆盖倍数	产业创税能力 (2015-2021)	人均创税能力 (2015-2021)	负债率 (2015-2021)	广义债务率 (2015-2021)
合肥市	蜀山区	3%	3098	3.7%	69%	-	-	-				
	肥西县	-	-	11.4%	58%	112%	1.21	4.05				
	肥东县	5%	4679	14.8%	111%	184%	-	-				
	庐江县	4%	2192	19.4%	311%	491%	0.25	1.22				
	巢湖市	4%	2718	13.7%	140%	349%	0.44	1.16				
滁州市	天长市	4%	3733	14.8%	108%	253%	0.71	3.04				
	凤阳县	4%	2975	20.9%	170%	317%	0.54	7.03				
	来安县	4%	3510	21.0%	109%	238%	0.84	10.91				
	定远县	2%	1188	17.4%	165%	397%	0.52	3.91				
	全椒县	5%	3839	25.1%	-	-	-	-				
	明光市	3%	-	18.2%	152%	455%	0.51	2.28				
	南谯区	5%	3040	18.2%	137%	289%	0.58	2.95				
安庆市	桐城市	-	-	17.7%	248%	413%	0.35	2.67				
	怀宁县	4%	1727	18.4%	148%	290%	0.60	5.42				
	潜山市	3%	1383	24.2%	153%	-	-	-				
	岳西县	4%	1253	33.0%	198%	339%	-	-				
六安市	舒城县	4%	2074	36.1%	252%	353%	0.38	8.53				
	金安区	4%	1632	19.0%	162%	344%	0.54	4.12				
	金寨县	6%	2528	58.6%	203%	409%	0.48	14.73				
	霍山县	-	-	31.0%	103%	263%	0.92	19.39				

资料来源：wind，民生证券研究院

2、**皖北各区县中：创税能力方面**，颍上县（阜阳）产业创税能力、人均创税能力较强。**结合债务水平考量**，阜南县（阜阳）、寿县（淮南市）的负债率、债务率偏高，涡阳县（亳州）负债率偏高，太和县（阜阳）债务率偏高；**考虑城投有息**

债务：蚌埠市对城投举债的依赖度相对较高。从“偿债”角度衡量，埇桥区（宿州）、凤台县（淮南）、涡阳县（亳州）、财政收入对债券覆盖在 0.5 倍以上；泗县（宿州）、临泉县（阜阳）、埇桥区（宿州）、涡阳县（亳州）财政收入对债券覆盖在 5 倍以上。

图21：皖北各区县 2021 年经济、财政、债务的综合比较及变化（元/人）

地市	区县	产业创税能力	人均创税能力	负债率	债务率	广义债务率	财政收入对债券的覆盖倍数	财政收入对城投的覆盖倍数	产业创税能力 (2015-2021)	人均创税能力 (2015-2020)	负债率 (2015-2021)	广义债务率 (2016-2021)
阜阳市	太和县	3%	1007	24.3%	317%	673%	0.24	0.97				
	颍上县	4%	1709	29.4%	242%	421%	0.35	2.41				
	临泉县	3%	685	28.3%	280%	376%	0.34	7.84				
	阜南县	4%	954	48.3%	371%	501%	-	-				
宿州市	埇桥区	3%	1133	8.5%	127%	-	0.70	6.04				
	萧县	3%	1244	22.6%	183%	441%	0.48	3.79				
	灵璧县	3%	814	25.2%	128%	-	-	-				
	泗县	3%	1172	34.6%	190%	332%	0.50	8.19				
蚌埠市	怀远县	4%	-	22.2%	217%	713%	0.30	0.87				
	禹会区	-	-	16.0%	250%	604%	0.33	1.79				
亳州市	利辛县	3%	1067	24.3%	167%	374%	0.50	2.94				
	谯城区	4%	1135	24.4%	205%	316%	0.40	2.25				
	蒙城县	4%	1102	35.0%	208%	367%	0.43	3.81				
	涡阳县	3%	1132	39.3%	176%	316%	0.52	5.95				
淮南市	凤台县	-	-	13.9%	150%	404%	0.58	4.39				
	寿县	4%	1089	35.8%	269%	313%	0.34	4.05				
淮北市	濉溪县	-	-	10.4%	-	-	-	-				

资料来源：wind，民生证券研究院

3、皖南各区县中：创税能力方面，芜湖市的鸠江区、繁昌区和宣城市的宁国市产业创税能力、人均创税能力较强。结合债务水平考量，铜陵市、池州市区县的债务依赖度均较高，尤其是枞阳县；考虑城投有息债务：铜陵市各县广义债务率均高，此外宁国市（宣城）、当涂县（马鞍山）广义债务率也偏高。从“偿债”角度衡量：鸠江区（芜湖）、宣州区（宣城）等区县财政收入对债券覆盖较高，较为接近 1 倍；宣州区（宣城）财政收入对债券覆盖倍数在 10 倍以上。

图22：皖南各区县 2021 年经济、财政、债务的综合比较及变化（元/人）

地市	区县	产业创税能力	人均创税能力	负债率	债务率	广义债务率	财政收入对债券的覆盖倍数	财政收入对城投的覆盖倍数	产业创税能力 (2015-2021)	人均创税能力 (2015-2020)	负债率 (2015-2021)	广义债务率 (2016-2021)
芜湖市	镜湖区	-	-	4.4%	-	-	-	-				
	无为市	4%	2456	16.1%	168%	195%	-	-				
	鸠江区	6%	5801	5.7%	79%	134%	0.88	2.91				
	湾沚区	-	-	22.4%	144%	-	-	-				
	繁昌区	7%	-	16.5%	113%	120%	-	-				
马鞍山市	当涂县	4%	4807	21.9%	229%	403%	0.34	1.55				
	花山区	3%	2853	12.0%	-	-	-	-				
	和县	4%	2142	21.7%	232%	364%	0.40	5.95				
	雨山区	5%	4404	19.6%	-	-	-	-				
	含山县	5%	2450	26.4%	204%	270%	0.44	4.18				
宣城市	博望区	5%	4779	18.7%	194%	-	0.29	0.68				
	宣州区	4%	2390	8.5%	101%	204%	0.91	11.66				
	宁国市	6%	6368	17.5%	148%	426%	0.44	1.25				
	广德市	6%	4642	22.5%	-	-	-	-				
	郎溪县	6%	3821	29.7%	182%	376%	0.49	4.72				
铜陵市	泾县	6%	3125	26.7%	164%	207%	0.51	3.16				
	枞阳县	4%	1011	32.7%	366%	750%	0.25	2.80				
池州市	贵池区	4%	2980	16.4%	264%	403%	-	-				
	东至县	3%	1623	21.4%	309%	443%	0.30	4.21				
黄山市	歙县	4%	1685	23.4%	246%	-	-	-				

资料来源：wind，民生证券研究院

3 维度三：省内各区县批文通过情况如何？

1、皖中地区（合肥、滁州、安庆、六安）的区县而言：

从通过+生效总规模来看，监管政策趋严的环境下，2019年以来多数区县通过+生效规模有所下滑，且规模较小。

从终止/(通过+生效)来看，2019年以来，皖中终止情况较少，仅巢湖市（合肥）较大规模批文被终止。

图23：2019年以来皖中各区县批文情况（亿元，%）

地级市	区县	2019年			2020年			2021年			2022年		
		通过+生效	终止	终止/(通过+生效)	通过+生效	终止	终止/(通过+生效)	通过+生效	终止	终止/(通过+生效)	通过+生效	终止	终止/(通过+生效)
合肥市	蜀山区	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	肥西县	-	-	-	13	-	-	-	-	-	-	-	-
	肥东县	-	-	-	-	-	-	20	-	-	-	-	-
	庐江县	-	-	-	-	-	-	12	-	-	12	-	-
滁州市	滁州市	-	-	-	-	-	-	-	40	-	-	-	-
	天长市	-	-	-	10	-	-	6	-	-	-	-	-
	凤阳县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	来安县	-	-	-	-	-	-	10	-	-	-	-	-
	定远县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	全椒县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	明光市	-	-	-	10	-	-	-	-	-	7	-	-
	南谯区	-	-	-	-	-	-	5	-	-	-	-	-
安庆市	桐城市	-	-	-	-	-	-	10	-	-	-	-	-
	怀宁县	-	-	-	-	-	-	7	-	-	-	-	-
	潜山市	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	岳西县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
六安市	舒城县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	金安区	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	金寨县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	霍山县	-	-	-	-	-	-	9	-	-	-	-	-

资料来源：wind，民生证券研究院

注：2022年批文情况系截至2022年8月7日数据。

2、皖北地区（阜阳、宿州、蚌埠、亳州、淮南、淮北）的区县而言：

从通过+生效总规模来看，2022年通过+生效总规模有所下降，且仅少数区县有批文通过+生效，其中怀远县每年均有批文通过。

从终止/(通过+生效)来看，皖北地区终止情况较少，仅太和县（阜阳）终止/(通过+生效)比例为28%，此外涡阳县（亳州）2022年有被终止，其余区县未有过终止情况。

图24：2019年以来皖北各区县批文情况（亿元，%）

地级市	区县	2019年			2020年			2021年			2022年		
		通过+生效	终止	终止/(通过+生效)	通过+生效	终止	终止/(通过+生效)	通过+生效	终止	终止/(通过+生效)	通过+生效	终止	终止/(通过+生效)
阜阳市	太和县	15	-	-	-	-	-	18	5	28%	7	-	-
	颍上县	15	-	-	-	-	-	-	-	-	8	-	-
	临泉县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	阜南县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
宿州市	埇桥区	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	萧县	-	-	-	-	-	-	10	-	-	-	-	-
	灵璧县	-	-	-	-	-	-	9	-	-	-	-	-
	泗县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	砀山县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
蚌埠市	怀远县	11	-	-	20	-	-	15	-	-	10	-	-
	禹会区	-	-	-	8	-	-	-	-	-	8	-	-
亳州市	利辛县	-	-	-	12	-	-	-	-	-	7	-	-
	谯城区	-	-	-	13	-	-	-	-	-	-	-	-
	蒙城县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	涡阳县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10	-
淮南市	凤台县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
淮北市	濉溪县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：wind，民生证券研究院

注：2022年批文情况系截至2022年8月7日数据。

3、皖南地区（芜湖、马鞍山、宣城、铜陵、池州、黄山）的区县而言：

从通过+生效总规模来看，2021年皖南地区通过+生效总规模较2020年明显减少，涉及区县数量也同样减少。雨山区（马鞍山）批文规模明显下滑。

从终止/(通过+生效)来看，终止批文集中于2021年，为和县（马鞍山）、宁国市（宣城）。

图25：2019年以来皖南各区县批文情况（亿元，%）

地级市	区县	2019年			2020年			2021年			2022年		
		通过+生效	终止	终止/(通过+生效)	通过+生效	终止	终止/(通过+生效)	通过+生效	终止	终止/(通过+生效)	通过+生效	终止	终止/(通过+生效)
芜湖市	镜湖区	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	无为市	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	鸠江区	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	湾沚区	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	繁昌区	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
马鞍山市	当涂县	15	-	-	-	-	-	-	-	-	15	-	-
	花山区	-	-	-	10	-	-	-	-	-	-	-	-
	和县	-	-	-	-	-	-	-	15	-	-	-	-
	雨山区	-	-	-	8	-	-	4	-	-	3	-	-
	含山县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
宣城市	博望区	-	-	-	15	-	-	-	-	-	-	-	-
	宣州区	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	宁国市	-	-	-	15	-	-	-	10	-	-	-	-
	广德市	-	-	-	15	-	-	-	-	-	-	-	-
	郎溪县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
铜陵市	泾县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	枞阳县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
池州市	贵池区	-	-	-	-	-	-	8	-	-	-	-	-
	东至县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
黄山市	歙县	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：wind，民生证券研究院

注：2022年批文情况系截至2022年8月7日数据。

总结来看：

(1) 皖中地区（合肥、滁州、安庆、六安），合肥为省会城市，资源集中地，其区县财政实力、产业创税能力较强，且有较多知名上市公司作为支撑，区县当中可寻券范围较广，可积极参与。滁州属省内第二档经济实力城市，但相对而言能级弱

一些，但部分区县产业创税能力仍然可关注。安庆、六安在皖中均较弱，债务水平也不高，主要关注还是市本级平台。

(2) 皖北地区 (阜阳、宿州、蚌埠、亳州、淮南、淮北)，阜阳、宿州、亳州相似，产业创税能力不错，但阜阳债务率相对略高；蚌埠原经济基础较好，但近几年产业转型没有跟上，使得区域经济落后于安徽省其他地市，整体债务率也不低，区县能贡献一定的经济；淮南淮北两城市原始有资源禀赋，但这几年发展相对缓慢，债务水平也不低。这一档区县当中实力级次较低，市场可参与空间有限。

(3) 皖南地区 (芜湖、马鞍山、宣城、铜陵、池州、黄山)，按经济实力档次来看，芜湖的区县主体会受到市场重点关注，芜湖经济发展动能强，且债务水平低，区县可关注参与机会。

4 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: 安徽区县存量城投债分布: 分评级 (亿元, %)	3
图 2: 安徽区县存量城投债分布: 分地市 (亿元)	3
图 3: 皖中各区县存量城投债规模及估值 (亿元, %)	4
图 4: 皖北各区县存量城投债规模及估值 (亿元, %)	5
图 5: 皖南各区县存量城投债规模及估值 (亿元, %)	6
图 6: 安徽区县城投债月度发行走势 (亿元, %)	7
图 7: 安徽区县城投债月度净融资走势 (亿元)	7
图 8: 皖中各区县县城投债净融资走势变化 (亿元)	7
图 9: 皖北各区县县城投债净融资走势变化 (亿元)	8
图 10: 皖南各区县县城投债净融资走势变化 (亿元)	9
图 11: 皖中各区县隐含评级主体发行偏离加权均值变化 (BP)	10
图 12: 皖北各区县隐含评级主体发行偏离加权均值变化 (BP)	10
图 13: 皖南各区县隐含评级主体发行偏离加权均值变化 (BP)	11
图 14: 皖中各区县 2021 年主要经济、财政、债务指标数据比较 (亿元)	12
图 15: 2015 年以来皖中地区各区县主要经济、财政、债务指标变化	13
图 16: 皖北各区县 2021 年主要经济、财政、债务指标数据比较 (亿元)	14
图 17: 2015 年以来皖北各区县主要经济指标变化	15
图 18: 皖南各区县 2021 年主要经济、财政、债务指标数据比较 (亿元)	16
图 19: 2015 年以来皖南各区县主要经济指标变化	16
图 20: 皖中各区县 2021 年经济、财政、债务的综合比较及变化 (元/人)	17
图 21: 皖北各区县 2021 年经济、财政、债务的综合比较及变化 (元/人)	18
图 22: 皖南各区县 2021 年经济、财政、债务的综合比较及变化 (元/人)	18
图 23: 2019 年以来皖中各区县批文情况 (亿元, %)	19
图 24: 2019 年以来皖北各区县批文情况 (亿元, %)	20
图 25: 2019 年以来皖南各区县批文情况 (亿元, %)	20

表格目录

表 1: 安徽省区县存量信用债余额超过二十亿元的平台分布 (亿元)	6
表 2: 综合评价指标说明	17

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
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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026