

报告日期：2022 年 8 月 5 日

分析师

分析师：蒋飞 S1070521080001
☎ 0755-83537175
Email:jiangfei@cgws.com
分析师：李相龙 S1070522040001
☎ 0755-23820694
Email:lxlong@cgws.com

相关报告

《人民币汇率料将兑现我们预期》2022-04-25
《美国消费增速向正常水平回归》2022-04-18
《疫情影响超预期，政策放松再加码》2021-04-11
《中美十年期国债利差继续缩窄》2021-03-28
《宽松货币、地产政策可期》2021-03-21
《稳增长需地产、货币政策发力》2021-03-14

广东经济分析报告

——宏观经济专题报告

核心观点

广东省是中国经济发展的“领头羊”，GDP 总量连续 33 年全国第一，进出口总额、财政净上缴、人口总量和自然增长率多年排名第一。得益于较早进行改革开放，广东省积累了雄厚的产业基础和金融资本，产业转型升级领先全国。但同时我们也看到，广东省房地产依赖度也较高，可能会给经济发展带来一定影响。

相比于江苏省，我们认为广东省经济总量、产业结构、收入水平都较为相似，但在债务控制、人口吸引力以及对外贸易方面，广东省表现更为突出。如何实现科技创新的突破，吸引全球优秀人才，构建粤港澳世界级大湾区，是下一阶段广东重点解决的问题。同时也应大力发展以金融业为代表的服务业，继续给其他省市积攒发展经验，通过制造业转移带动周边省市。

风险提示：国内宏观经济政策不及预期；统计数据与实际数据有偏差；国企改革不及预期；新冠疫情再次爆发。

目录

1. 实体经济持续发展，各类生产增势平稳	4
1.1 生产端看，第三产业发展兴旺，创新创业势头正劲	4
1.2 需求端看，固定资产投资维持平稳，消费市场有序复苏，对外贸易领先全国。 ..	7
1.3 人口端看，人口净流入放缓，年龄结构较年轻	10
1.4 资金端看，企业融资方式多样，资金吸引能力强	11
2. 广东财政与偿债能力分析	14
2.1 财政实力雄厚，是中央财政的坚实保障	14
2.2 财政土地依赖程度较高，期待经济转型	15
2.3 债务状况良好，隐性债务“清零”	16
3. 广东省城投融资情况分析	17
3.1 城投债发行规模与净融资规模小、发展平稳	17
3.2 城投债务利率中枢下移，到期规模较高	19
4. 小结	20
5. 风险提示	20

图表目录

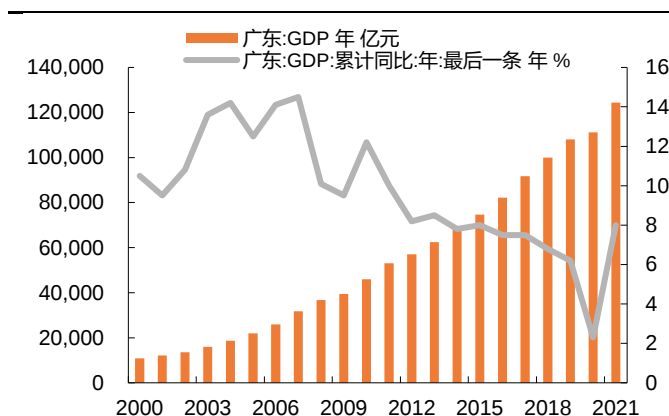
图 1:	近 20 年广东省 GDP 规模和增速	4
图 2:	广东省与全国 GDP 增速	4
图 3:	2010 以来广东省 GDP 三次产业结构变化	5
图 4:	广东第三产业 GDP 分行业占比变化	5
图 5:	广东房地产业占 GDP 比重与全国对比	5
图 6:	2022 年上半年广东省先进制造业和高技术制造业增速	6
图 7:	广东固定资产投资占 GDP 比重与全国对比	8
图 8:	广东固定资产投资累计同比与全国对比 (年)	8
图 9:	2021 年广东省分行业投资增速	8
图 10:	广东省固投资累计同比 (分结构)	8
图 11:	广东省社零消费累计同比	9
图 12:	2022 年上半年广东省零售额分产品增速	9
图 13:	广东省商品房销售面积占全国比重	9
图 14:	广东省近 20 年商品房销售面积情况	9
图 15:	广东和全国近十年商品房销售面积增速	9
图 16:	广东近五年出口增速与全国对比 (人民币计价)	10
图 17:	广东常住人口新增量与全国对比	11
图 18:	广东人口增速与全国对比	11
图 19:	65 岁以上人口占比高于全国 (%)	11
图 20:	广东省常住人口年龄构成 (2020 年 11 月 1 日)	11
图 21:	广东净存款与人口占全国比重	12
图 22:	广东省净存款余额与全国走势基本一致	12
图 23:	广东存款占全国比重与人口增速	12
图 24:	广东省企业存款 2018 年反超住户存款	13
图 25:	广东省存款占全国比重	13
图 26:	广东居民贷款与企业贷款增速分化	13
图 27:	广东居民与企业存款余额增速	13
图 28:	广东省一般公共预算收支与财政自给率	15
图 29:	广东省土地依赖程度高于全国平均水平	16
图 30:	广东省负债率和债务率远低于全国平均水平	16
图 31:	广东省隐性债务负担较轻	17
图 32:	广东与全国城投债融资情况	18
图 33:	广东城投债总发行与净融资占全国比重较低	18
图 34:	广东与全国城投债票面利率	19
图 35:	广东与全国城投债到期规模	20
图 36:	广东 2022 年城投发行与到期偿还额	20
表 1:	广东制造业上市公司 (按市值排序取前 20 名, 市值截止 8 月 1 日)	7
表 2:	近五年广东经济主要指标与全国对比	14
表 3:	各省市净上缴中央税收 (亿元)	15
表 4:	近五年广东债务主要指标与全国平均水平对比	17
表 5:	广东省各地级市主要经济、财政和债务指标	19

作为我国改革开放的前沿，广东省拥抱世界，飞速发展。2021年，广东省经济总量达到12.4万亿元，占全国的10.9%，连续33年领跑全国。值得一提的是，广东省2021年GDP超越俄罗斯（俄罗斯2021年名义GDP为1.78万亿美元，相当于11.48万亿人民币）。同时2021年人均GDP达9.8万元，位居各省份第四名，按照平均汇率折算，突破1.5万美元，远超世界银行制定的高收入国家收入标准。

2021年广东省GDP同比增长8%，比同期全国8.1%的增速略低；今年上半年广东省积极应对国内疫情超预期因素带来的严重冲击，工业生产、投资、社消零售等主要经济指标均实现正增长，GDP59518.40亿元，同比增长2.0%，低于全国0.4个百分点，显示出广东省经济发展的强大的韧性。

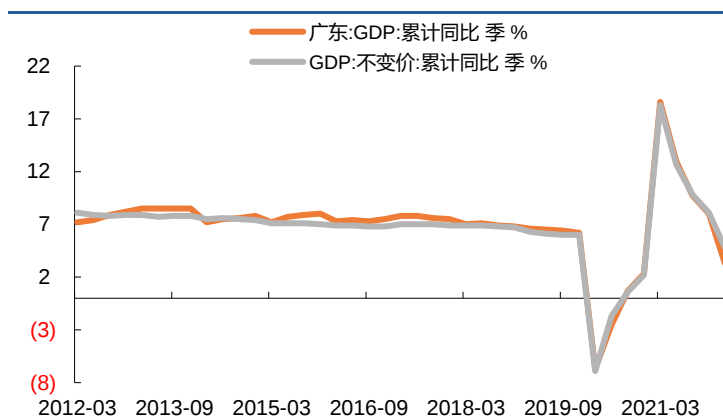
2012年12月，习总书记在党的十八大后首次离京考察就来到广东，发出改革开放再出发的号召，此后十年来，广东省各类市场主体总量增长近1000万户，进出口总额突破8万亿元。广东省不仅在对外开放与经济发展、财政贡献等方面成绩突出，其在防范化解地方政府隐性债务风险方面的进展也领先全国。下文我们将对广东省经济、财政与债务进行详细梳理与研究。

图 1：近 20 年广东省 GDP 规模和增速



资料来源：IFIND，长城证券研究院

图 2：广东省与全国 GDP 增速



资料来源：IFIND，长城证券研究院

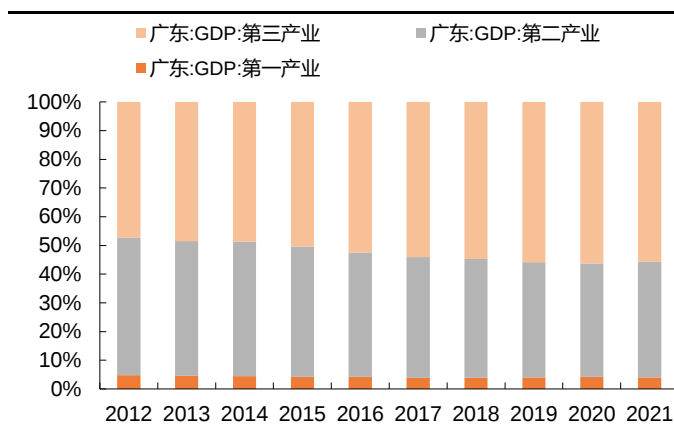
1. 实体经济持续发展，各类生产增势平稳

经济数据方面，我们主要从生产、需求（投资、消费、出口）以及人口等方面进行梳理。

1.1 生产端看，第三产业发展兴旺，创新创业势头正劲

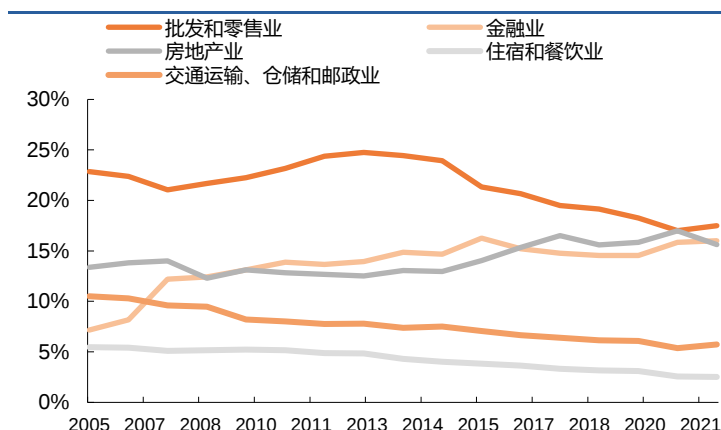
2021年广东三次产业占比为4.0: 40.4: 55.6，相比于全国的7.3: 39.4: 53.3，三产占比明显较高，并且广东第三产业占GDP比重逐年上升，从2012年的44.33%升至2021年的55.6%，其中2020年占比更是高达56.5%，对GDP增长贡献率达59.9%，显示广东有效应对新冠疫情的冲击。广东省大力推动在线教育、远程办公、快递+直播带货等新产业、新业态，使得服务业发展步伐迅速加快。

图 3: 2010 以来广东省 GDP 三次产业结构变化



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 4: 广东第三产业 GDP 分行业占比变化

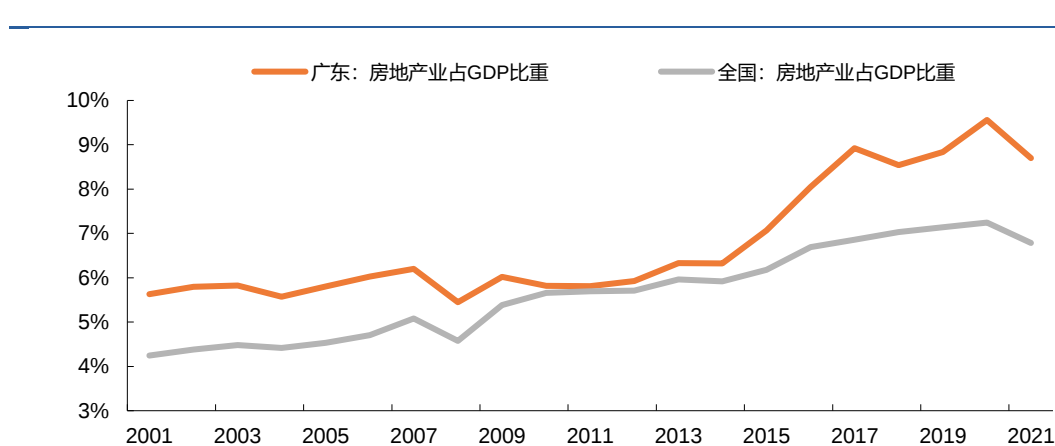


资料来源: IFIND, 长城证券研究院

广东省服务业中，批零业、金融业、房地产业生产总值分别占据前三名。其中金融业处于全国领先水平，对广东经济拉动作用逐渐增强，在第三产业的占比稳步提升。2021 年金融业增加值为 1.1 万亿元，居全国各省市首位，占第三产业比重达到 16%，再次超过房地产占比。广东省金融业蓬勃发展，金融“活水”为实体经济发展提供有力支撑。广东省统计局数据显示，截至 2021 年末，广东省有证券公司 28 家，证券公司分支机构 1665 家，股票账户数 1.97 亿户，增长 13.9%。基金公司 36 家，共管理 3073 只公募基金，基金规模 7.8 万亿份，增长 36.6%。期货公司 22 家，全年公司代理交易额 228.04 万亿元，增长 38.2%。基金业协会登记备案的私募基金管理人 6127 家，管理私募基金 29307 只，基金规模 3.37 万亿元。

广东房地产市场起步较早，市场化程度较高，经济地位重要，一度是广东经济的支柱产业。截至 2022 年 7 月末，广东省房地产企业在 A 股和港股上市公司分别为 26 和 55 家，分别占同行业全部上市公司的 21.7% 和 16.4%，领先各省市，其中不乏“千亿市值、百亿营收”的知名房地产企业如保利、万科、碧桂园等。近 20 年来，广东房地产增加值占 GDP 比重不断上升，从 2001 年的 5.6% 增长至 2020 年的 9.6%，直到 2021 年才回落至 8.7%。2021 年广东房地产业增加值同比增速放缓至 1.7% 左右，增速低于全国（5.6%），但房地产业增加值占全国比重达 13.9%，依然高于广东省 GDP 占全国比重（10.9%），对全省的经济影响较大。

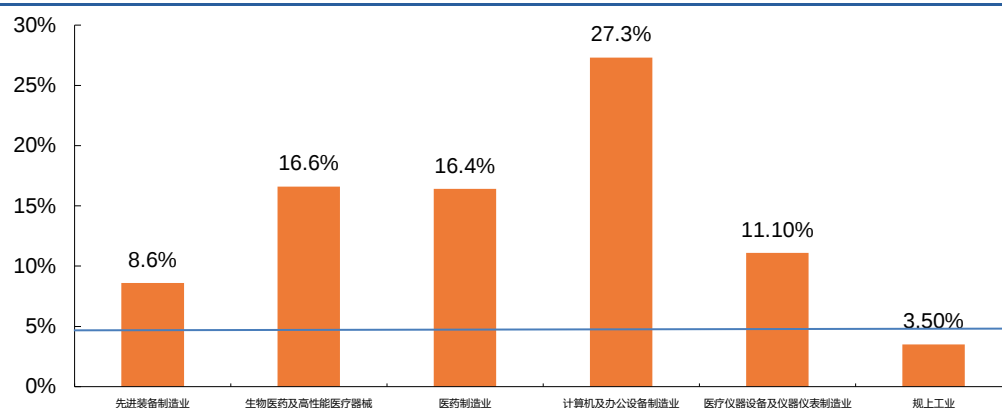
图 5: 广东房地产业占 GDP 比重与全国对比



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

工业发展方面，广东省是我国工业发展的排头兵，具有良好的产业基础和较为完善的工业体系。2021年广东规模以上工业增加值3.7万亿元，占全国的10.1%，同比增长9%，比全国增速低0.6个百分点。其中制造业基础扎实，规模全国领先，2015年以来制造业增加值持续占据工业的90%以上。广东统计局数据显示，2022年上半年广东规模以上工业增加值为1.91万亿元，同比增长3.5%；制造业增加值增长3.6%，拉动全省规模以上工业增长3.2个百分点，制造业支撑作用明显。2021年8月，《广东省制造业高质量发展“十四五”规划》正式公布，强调坚持制造业立省不动摇，巩固提升制造业在全省经济中的支柱地位，并提出要努力打造世界先进水平的先进制造业基地、全球重要的制造业创新集聚地、制造业高水平开放合作先行地、国际一流的制造业发展环境高地等“四个定位”。广东省现代产业发展态势持续向好，2022年上半年，先进制造业和高技术制造业增加值分别占规上工业增加值比重53.8%和29.0%，增速远高于规模以上工业增加值同比增速。

图6：2022年上半年广东省先进制造业和高技术制造业增速



资料来源：IFIND，长城证券研究院

广东省制造业发达，坐拥一大批卓越的制造业企业，其中不乏市值超千亿或收入超百亿的“超级公司”如比亚迪、美的集团、格力电器、迈瑞医疗、立讯精密等，涵盖汽车制造、医药制造、电器机械、计算机通信等多个行业，也为广东高端制造业的高速发展提供动力。

表 1: 广东制造业上市公司（按市值排序取前 20 名，市值截止 8 月 1 日）

	证券代码	证券名称	总市值（亿元）	营业总收入（亿元）	所属新证监会行业
1	002594.SZ	比亚迪	8784.65	668.25	制造业--汽车制造业
2	000333.SZ	美的集团	3821.62	909.39	制造业--电气机械和器材制造业
3	603288.SH	海天味业	3770.55	72.10	制造业--食品制造业
4	300760.SZ	迈瑞医疗	3540.33	69.43	制造业--专用设备制造业
5	002475.SZ	立讯精密	2547.22	416.00	制造业--计算机、通信和其他电子设备制造业
6	601138.SH	工业富联	1998.43	1050.62	制造业--计算机、通信和其他电子设备制造业
7	300014.SZ	亿纬锂能	1925.18	67.34	制造业--电气机械和器材制造业
8	000651.SZ	格力电器	1858.93	355.35	制造业--电气机械和器材制造业
9	300124.SZ	汇川技术	1769.39	47.78	制造业--电气机械和器材制造业
10	601238.SH	广汽集团	1351.25	232.68	制造业--汽车制造业
11	002920.SZ	德赛西威	1093.33	31.42	制造业--汽车制造业
12	002311.SZ	海大集团	1081.75	199.53	制造业--农副食品加工业
13	000063.SZ	中兴通讯	1059.69	279.30	制造业--计算机、通信和其他电子设备制造业
14	002709.SZ	天赐材料	1058.61	51.49	制造业--化学原料和化学制品制造业
15	002938.SZ	鹏鼎控股	783.85	70.76	制造业--计算机、通信和其他电子设备制造业
16	603833.SH	欧派家居	727.94	41.44	制造业--家具制造业
17	002180.SZ	纳思达	717.51	58.34	制造业--计算机、通信和其他电子设备制造业
18	300979.SZ	华利集团	706.04	41.24	制造业--皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业
19	601615.SH	明阳智能	683.67	71.26	制造业--通用设备制造业
20	300769.SZ	德方纳米	650.84	33.74	制造业--电气机械和器材制造业

资料来源: IFIND, 长城证券研究院

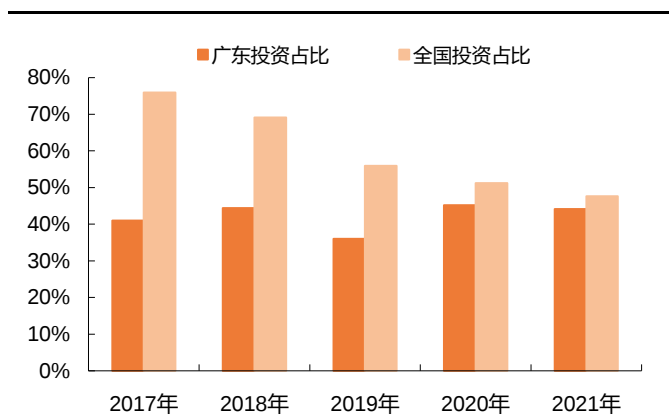
广东省民营经济稳步增长，中小企业营商环境持续优化。2012 年，广东省民营经济增加值为 3.09 万亿元，占 GDP52.4%；到 2021 年，广东省民营经济增加值为 6.78 万亿元，占 GDP 比重进一步上升至 54.5%。2021 年广东统计年鉴数据显示，2020 年广东民营经济（私营和个体经济）单位数 1340.45 万家，同比增长 9.3%；民营经济从业人数 4486.58 万人，增长 0.6%，民营经济单位数、增加值均居全国第一位。

2019 年以来，广东省为优化中小企业营商环境，陆续出台了“民营经济十条”、“金融暖企 18 条”、“中小企业 26 条”、“助企 25 条”等惠企政策，着力帮助民营企业降低成本、开拓市场、保障权益、加大人才支撑、拓宽融资渠道，为民营经济的发展注入了动力和活力。

1.2 需求端看，固定资产投资维持平稳，消费市场有序复苏，对外贸易领先全国。

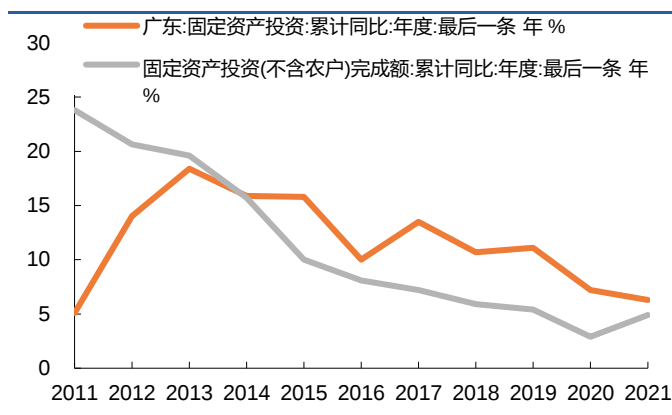
投资角度看，广东省固定资产投资增速较为平稳。从 2012 年的 1.92 万亿元稳步增长至 2021 年的 4.47 万亿元，年均增速达 9.8%。2021 年固定资产投资占 GDP 比重为 35.9%，占全国总投资完成额的 8.2%。近五年全国固定资产投资占 GDP 比重持续下行，而广东省投资占 GDP 比重基本保持稳定且持续低于全国水平。受疫情冲击，2020 年广东省固定资产投资增速由 2019 年的 11.1%降至 7.2%，2021 年固投增速继续下降至 6.3%，但仍高于全国增速。今年疫情冲击再次显现，前六个月广东省固定资产投资同比 1%，比全国低 5.1 个百分点。

图 7: 广东固定资产投资占 GDP 比重与全国对比



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

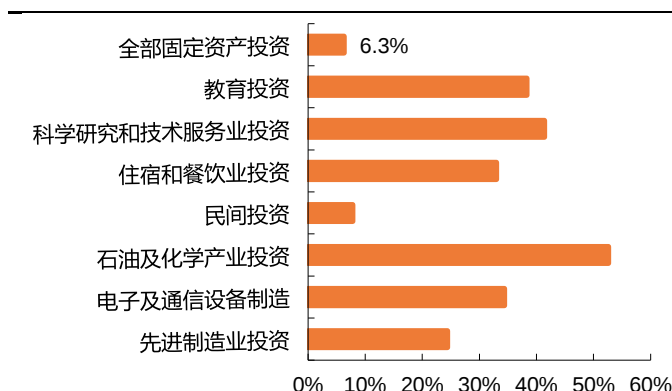
图 8: 广东固定资产投资累计同比与全国对比 (年)



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

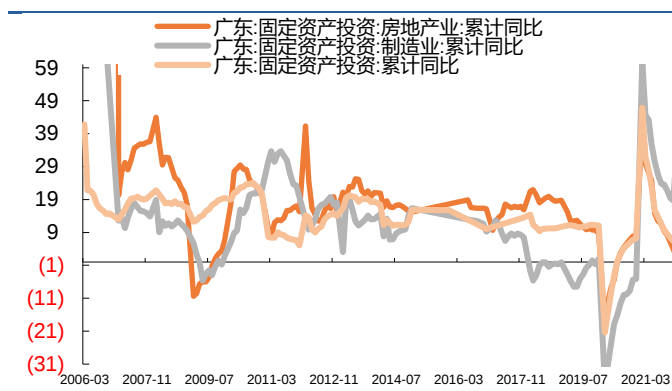
广东省投资结构不断优化。广东省发展改革委副主任黄华东在广东经济社会发展成就系列新闻发布会上表示，2017 至 2021 五年间基础设施投资年均增长达 9.6%，高技术产业投资年均增长 11.8%，高于投资的整体增速（8.8%）。广东统计局数据显示，2022 年上半年，广东房地产开发投资额 0.75 万亿元，同比下降 8.1%，而制造业投资增长 20.8%，有力拉动固定资产投资。制造业新动能投资持续快速增长，高技术制造业投资增长 38.8%，占制造业投资比重 36.0%，先进制造业投资增长 30.3%，占制造业投资比重 64.9%，占比均比一季度提高。

图 9: 2021 年广东省分行业投资增速



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

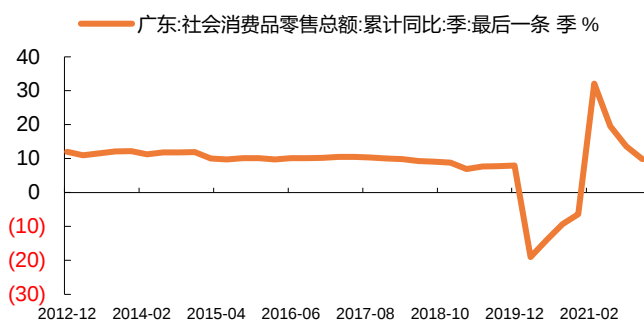
图 10: 广东省固投资累计同比 (分结构)



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

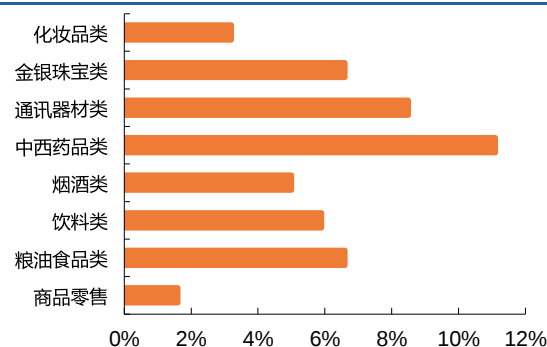
消费方面看，广东社消总额领先全国。2021 年广东全体居民人均可支配收入为 44993 元，排名全国第六位。2021 年广东社会消费品零售总额 4.42 万亿元，继续领先江苏、浙江，位居全国第一；但同比增速 9.9%，低于全国平均增速（12.5%），更低于江苏增速（15.1%）。2022 年上半年广东消费总额 2.17 万亿元，同比增长 0.9%，高于全国水平（-0.7%）。4 月份以来，经历疫情冲击之后消费市场有序复苏，今年上半年广东汽车类商品零售额增长 0.4%，其中新能源汽车增长 150.8%。以新能源汽车为代表的新消费品成为消费热点，尤其是在广州、深圳增加汽车牌照指标后，以旧换新购置新能源汽车可获补贴等政策起到了一定刺激作用。

图 11: 广东省社零消费累计同比



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 12: 2022 年上半年广东省零售额分产品增速

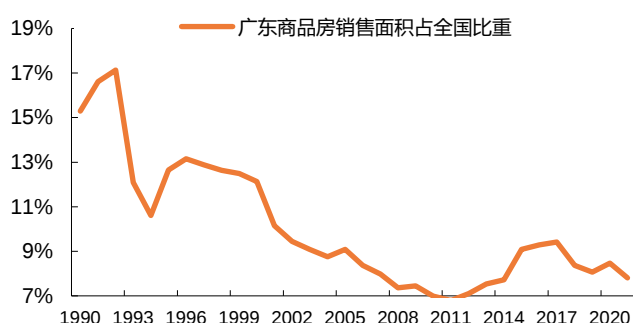


资料来源: IFIND, 长城证券研究院

房地产销售方面, 广东省房地产业发展较早, 90 年代至 2000 年, 商品房销售面积占全国比重一直较高; 2000 年以来占比持续下降但 2011 年以后重新上升, 从 2018 年以来再次持续下降。2021 年, 广东省商品房销售面积从 2012 年的 7899 万方增长到 14011 万方; 广东省商品房销售面积占全国的比重回落至 7.8%。

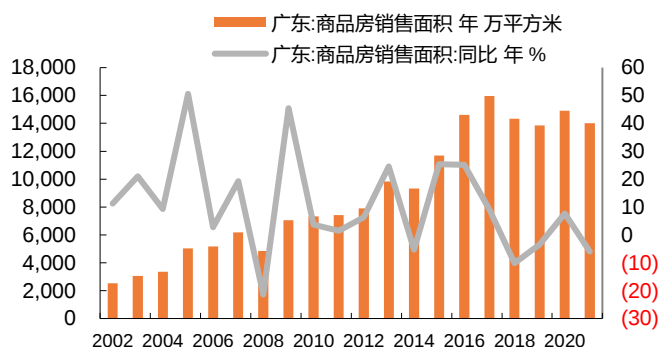
广东房地产销售面积增速与全国走势大致一样, 今年 6 月份广东省房地产迎来明显回暖, 6 月份单月销售面积达 1233.3 万方, 环比升高 30.4%, 同比-9%, 降幅明显缩窄。

图 13: 广东省商品房销售面积占全国比重



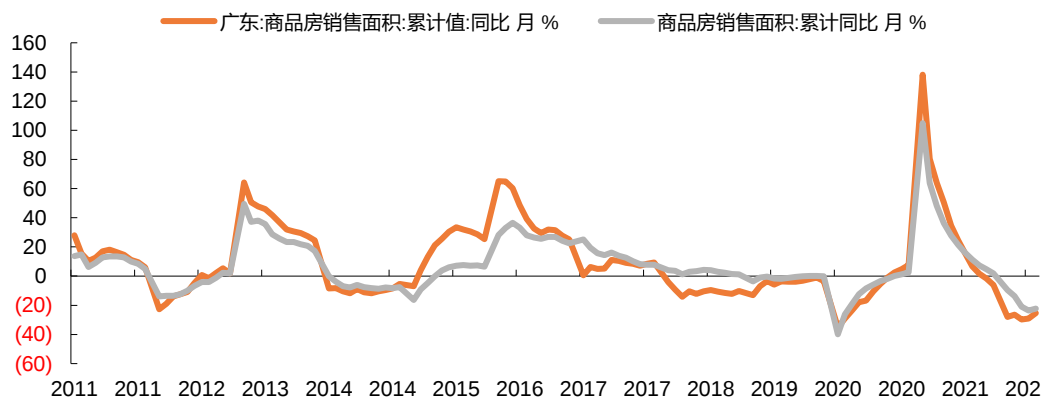
资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 14: 广东省近 20 年商品房销售面积情况



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 15: 广东和全国近十年商品房销售面积增速



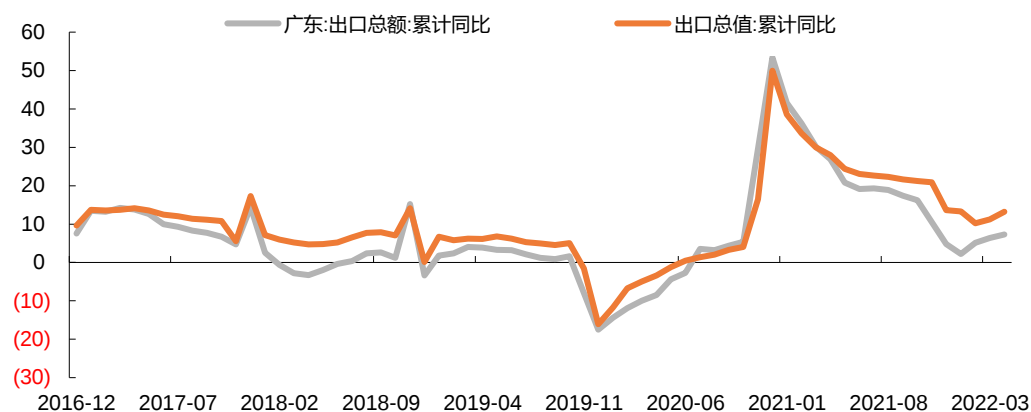
资料来源: IFIND, 长城证券研究院

除了对内消费潜力释放，广东省对外贸易也十分强劲。广东是港口大省，据广东政府官网介绍，截至 2021 年底，广东省港口共拥有生产性泊位 2079 个，其中万吨级及以上深水泊位 349 个。在珠三角港口群内，有外向型特大港口深圳港，也有内贸比重较高的特大型港口广州港，地方性重要港口汕头港、惠州港、中山港、珠海港和茂名港等。

2021 年，广东外贸进出口首次突破 8 万亿元，达 8.27 万亿元，较 2020 年增长 16.7%，连续 36 年规模位居全国第一。其中出口商品总额为 5.05 万亿元，同比增长 16.2%，占全国出口商品总额的 23.2%。今年上半年，广东出口金额 2.47 万亿元，同比增长 7.3%，比全国增速低 5.9 个百分点。

广东省出口不仅总量庞大，结构也持续优化。广东 2021 年统计年鉴数据显示，2018 年到 2020 年工业制成品出口额占出口总额比重始终保持 98.4% 以上，2020 年机电、高新技术产品出口额分别小幅增长 4.4%、1.73%。

图 16: 广东近五年出口增速与全国对比（人民币计价）



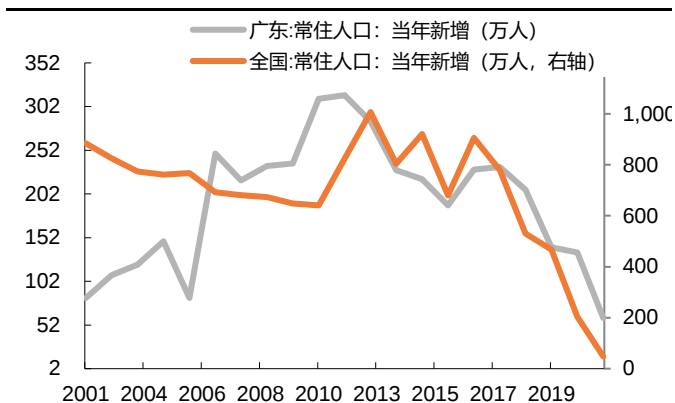
资料来源: IFIND, 长城证券研究院

1.3 人口端看，人口净流入放缓，年龄结构较年轻

广东省经济实力强劲，产业蓬勃兴旺，对人口也具有较强的吸引力。广东是我国人口第一大省，也是重要人口流入省。2021 年末，广东省常住人口 1.27 亿人，占全国人口的 8.98%。《中国人口普查年鉴-2020》显示，广东跨省流入人口居全国首位。

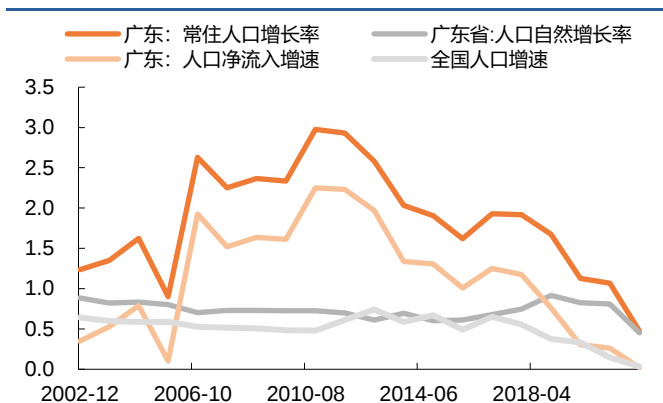
广东人口净流入增速有所放缓。2021 年广东常住人口新增人数逐年降低，仅比上年末增加 60 万人，为广东省近十年以来新增人口的最低值，并且新增人口数量其中大部分来自于自然增长，广东自然增长率为 4.52%，远高于全国自然增长率（0.34%）。

图 17: 广东常住人口新增量与全国对比



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

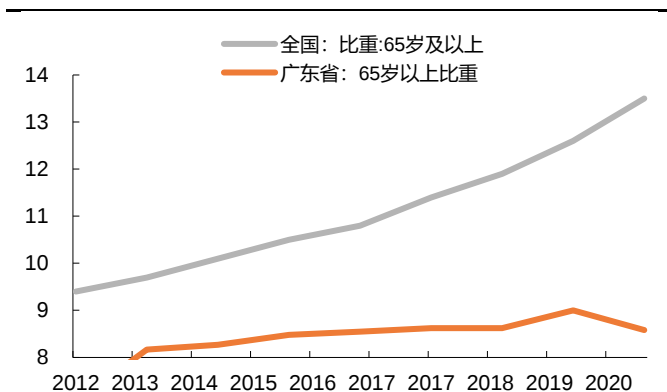
图 18: 广东人口增速与全国对比 (单位: %)



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

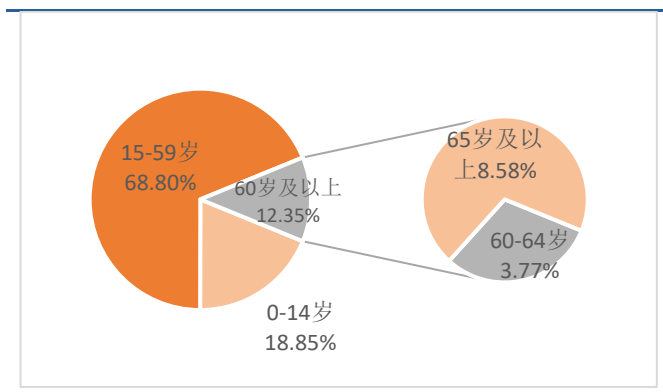
虽然第七次人口普查数据显示广东省人口老龄化趋势略有上升,但就全国水平看,广东无疑是个年轻人的城市。与 2010 年“六普”相比,15-59 岁人口的比重下降 4.59 个百分点,65 岁及以上人口的比重上升 1.79 个百分点。与其他主要人口流入省份对比,广东省老龄人口占比较低。2020 年广东省 65 岁人口占比达到 8.58%,低于全国的 13.5%。

图 19: 65 岁以上人口占比高于全国 (%)



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 20: 广东省常住人口年龄构成 (2020 年 11 月 1 日)



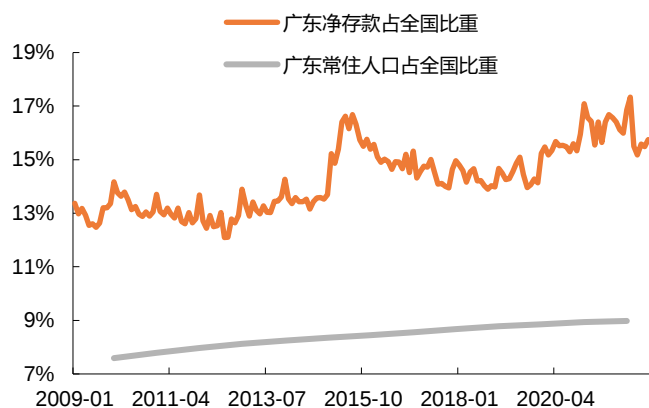
资料来源: IFIND, 长城证券研究院

1.4 资金端看, 企业融资方式多样, 资金吸引能力强

广东省对企业 and 人口的吸引充分体现在其对资金的聚拢能力之中。2021 年广东省以不足全国 9% 的人口, 吸拢了全国约 16% 的净存款。广东省净存款 (存款余额-贷款余额) 占全国比重从 2009 年的 13% 稳步上涨至 16% 以上, 今年 1 月份一度上涨至 17.3%。

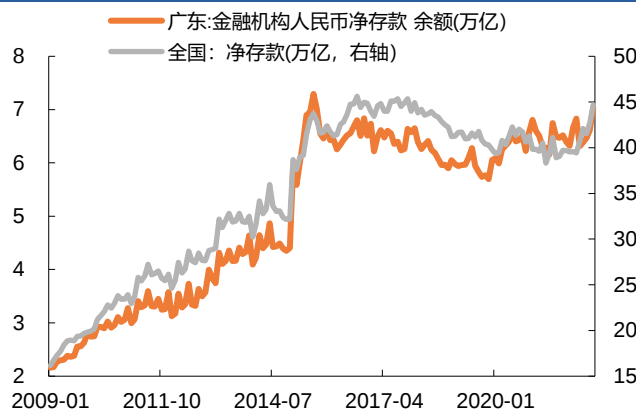
2012 年到 2021 年, 广东省常住人口从 1.10 亿人增长到 1.27 亿元, 而金融机构人民币各项存款余额从 9.2 万亿元攀升至 28.25 万亿元, 年均增速达到 12.7%, 高于全国 1.5 个百分点; 广东省信贷扩张速度也高于全国水平, 2021 年各项贷款余额 21.58 亿元, 相比于 2012 年的 5.75 万亿, 年均增速达 15.2%, 比全国高 1.8 个百分点。今年上半年, 广东省存贷款余额分别进一步上升至 30.2 万亿和 23.15 万亿, 分别占同期全国存贷款余额的 12.0% 和 11.2%, 占比继续上升。

图 21: 广东净存款与人口占全国比重



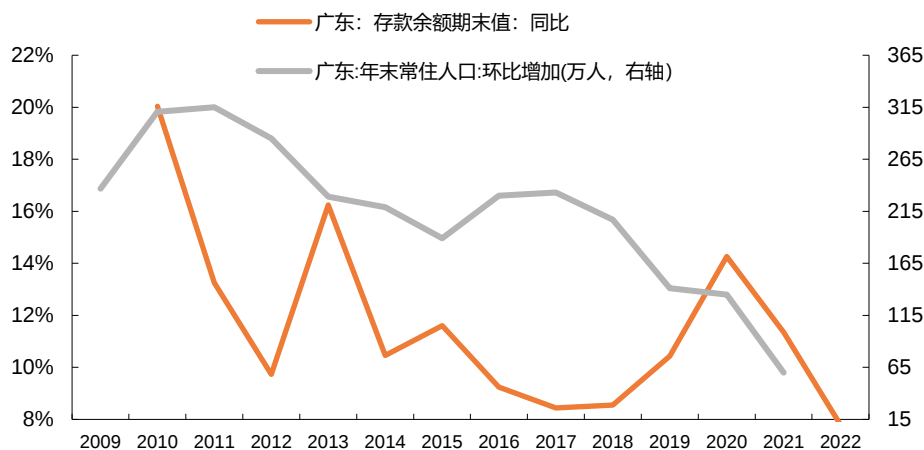
资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 22: 广东省净存款余额与全国走势基本一致



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 23: 广东存款占全国比重与人口增速

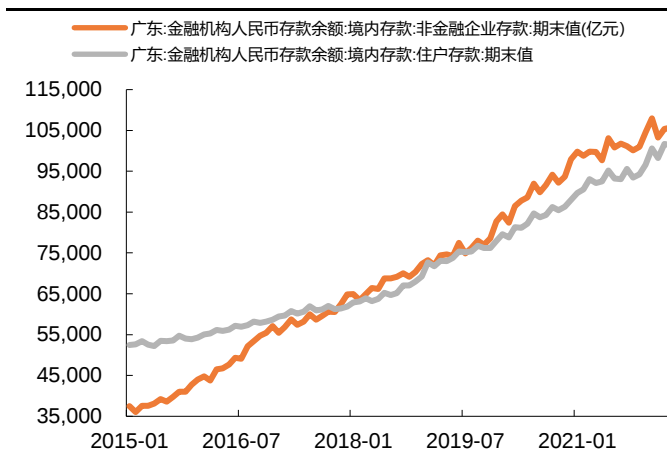


资料来源: IFIND, 长城证券研究院

分阶段来看，2010 年-2016 年，广东省人口增速整体下行，存款增速基本也保持相似的节奏，但 2017 年至 2021 年，虽然人口增速依然下降，广东省存款余额同比增速却逆势上涨。分析广东省存款结构，我们认为可能是企业部门融资活动对存款的拉动。

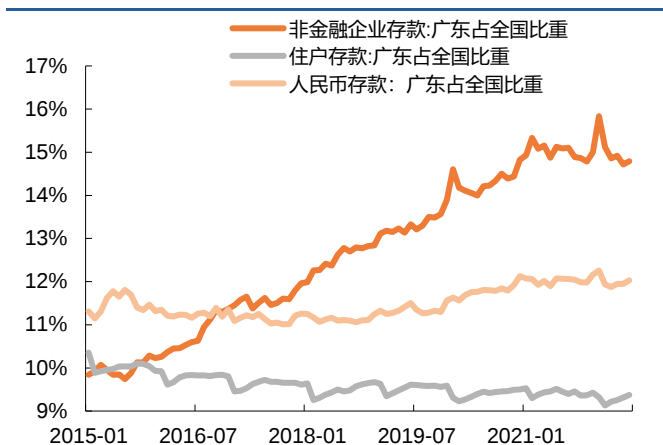
分结构来看，2017 年 10 月，广东省非金融企业存款余额首次反超居民存款，达到 6.24 万亿，高出居民贷款约 1000 亿元，此后企业存款持续居于住户存款之上，有力拉动广东省内人民币存款余额上升。从各部门存款占比也可以看出广东省企业“吸金”能力的不断提高。2015 年以来广东省存款占全国比重小幅上升的过程中，住户存款占全国比重低于 10% 并且缓慢下滑，反观企业存款，占全国比重强势上升，从 2015 年初占比 11% 快速升至 2021 年的 15%，今年最高占比一度达到 15.8%。

图 24: 广东省企业存款 2018 年反超住户存款



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

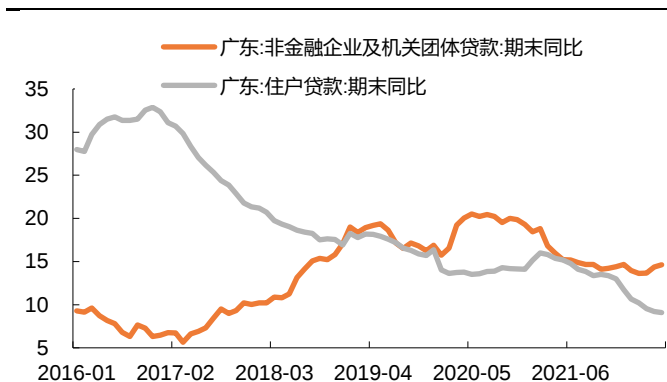
图 25: 广东省存款占全国比重



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

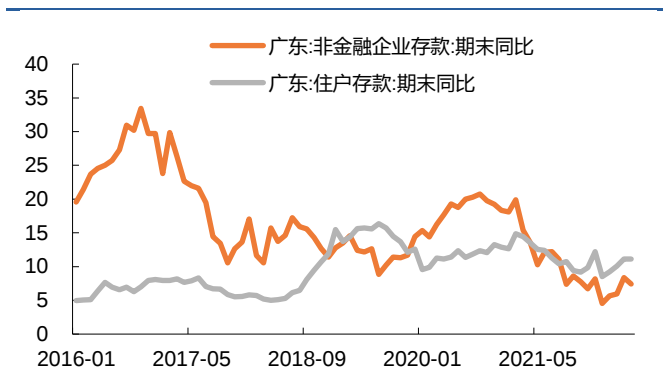
从住户和企业的贷款余额增速之中，我们也可以看近年广东省企业融资的活跃程度。从 2019 年以来，广东省企业贷款增速持续高于住户贷款增速，尤其今年以来，广东省住户贷款增速持续明显下滑，显示出一定的储蓄化倾向，但企业贷款依然维持稳定，显示出企业信贷的韧性。中国人民银行广州分行副行长陈玉海在 2022 年上半年广东省金融运行形势新闻发布会上介绍，今年上半年，广东制造业贷款增加 3936 亿元，同比多增 1903 亿元，增量创下历史新高；基础设施业贷款余额同比增长 14%；科技型中小企业、高新技术企业、专精特新“小巨人”企业贷款余额同比分别增长 29.7%、24.5%和 68.4%；绿色贷款余额同比增长 58.9%。广东省高新制造业发展迅猛，企业抓住信贷融资机遇，为发展增添动能。

图 26: 广东居民贷款与企业贷款增速分化



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 27: 广东居民与企业存款余额增速



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

广东省企业融资环境不断优化，不仅体现在信贷增速的稳步上涨，企业直接融资规模也持续保持增长态势。据广东证监局数据，“十三五”期间，广东企业通过境内资本市场直接融资（IPO、增发股票、发行公司债及资产证券化产品等）逾 3 万亿元，较“十二五”期间增长 2.4 倍，直接融资规模明显扩大。2021 年资本市场直接融资总额超 1.3 万亿元，今年上半年实现直接融资 814 家次，融资金额达 6105.4 亿元，同比增长 30.32%，占全国资本市场直接规模的 17.09%，居各省市首位。

注册制改革为资本市场注入新活力，广东抓住机遇力推企业登陆资本市场。广东证监局数据显示，截至今年 6 月底，广东上市公司数量达 723 家，总数排全国第一。其中有 48 家公司于今年上半年在沪深交易所实现首发上市，占全国新增上市公司数量和融资额的

19.59%、17.56%，均位居全国第一。除了 IPO 大丰收之外，广东的债券类融资比重也较高。上半年，广东各类企业在沪、深交易所发行公司债、可转债、资产证券化产品 674 家次，融资规模 5286.55 亿元，同比分别增长 9.77%，35.37%，融资金额占同期广东省直接融资规模的 86.59%。

表 2：近五年广东经济主要指标与全国对比

指标	2021 年		2020 年		2019 年		2018 年		2017 年	
	广东	全国	广东	全国	广东	全国	广东	全国	广东	全国
GDP（万亿元）	12.4	114.4	11.1	101.4	10.8	98.7	10.0	91.9	10.0	83.2
GDP 增速（%）	8.0	8.1	2.3	2.2	6.2	6.0	6.8	6.7	7.5	6.9
常住人口（千万人）	12.7	141.3	12.6	141.2	12.5	141.0	12.3	140.5	12.1	140.0
人均 GDP（万元）	9.8	8.1	8.9	7.2	8.7	7.0	8.2	6.6	7.6	6.0
城镇居民人均可支配收入（万元）	5.5	4.7	5.0	4.4	4.8	4.2	4.4	3.9	4.1	3.6
商品房销售面积（百万平方米）	140.1	1794.3	149.1	1760.9	138.5	1715.6	143.4	1716.5	159.6	1694.1
商品房销售面积累计同比（%）	-6.0	1.9	7.7	2.6	-3.4	-0.1	-10.2	1.3	9.2	7.7
住宅用地成交均价（万元/平方米）	1.9	0.7	1.7	0.6	1.4	0.6	1.3	0.5	1.1	0.6
社会消费品零售总额（万亿元）	4.4	44.1	4.0	39.2	4.3	40.8	4.0	37.8	3.8	34.7
社零增速（%）	9.9	12.5	-6.4	-3.9	8.0	8.0	8.8	9.0	10.0	10.2
工业增加值（万亿元）	3.7	37.3	3.3	31.3	3.2	31.2	3.2	30.1	3.3	27.5
工业增加值累计同比（%）	9.0	9.6	1.5	2.4	4.7	4.8	6.3	6.1	7.2	6.2
固定资产投资完成额（万亿元）	0.7	54.5	4.2	51.9	3.9	55.1	3.5	63.6	3.7	63.2
固投累计同比（%）	6.3	4.9	7.2	2.9	11.1	5.4	10.7	5.9	13.5	7.2
进出口总额（万亿美元）	0.49	6.1	0.40	4.7	0.43	4.6	0.49	4.6	0.47	4.1

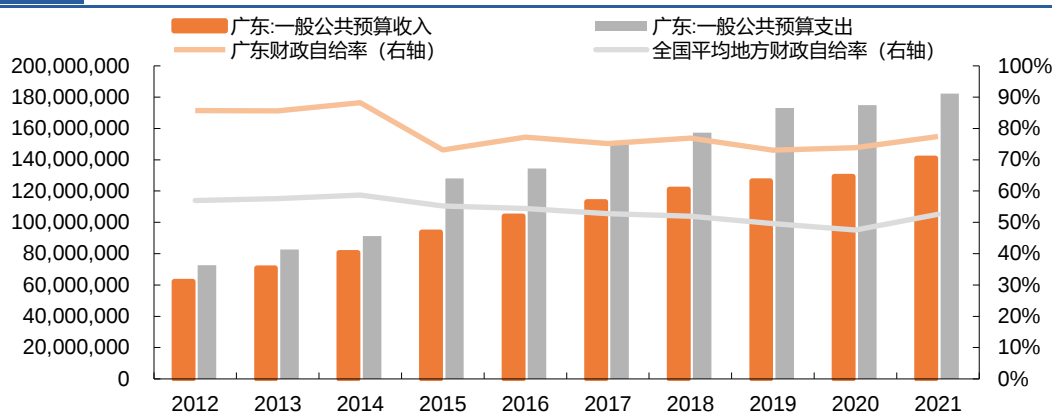
资料来源：IFIND, 长城证券研究院

2. 广东财政与偿债能力分析

2.1 财政实力雄厚，是中央财政的坚实保障

广东省不仅经济实力长期领跑，财政收入也位居首席。近十年，广东省的一般公共预算收入由 2012 年的 6228.2 亿元增加至 2021 年的 14103.4 亿元，年均增长 8.5%；一般公共预算支出由 5073.7 亿元增加至 10784.3 亿元，年均增长 7.8%。今年前 6 个月，广东省实现一般公共预算收入 6730 亿元，比去年同期下降 11.44%，但仍位居全国第一。以一般公共预算收入占支出比例衡量财政自给率，广东省财政自给率近 5 年有小幅提升，且始终远高于全国平均水平，2021 年财政自给率为 77.4%，财政自给能力相对较强。

图 28: 广东省一般公共预算收支与财政自给率



资料来源: IFIND、长城证券研究院

广东省财政实力强健，是国家财力的坚实保障。2020 年到 2021 年，全国仅广东、上海、浙江、江苏、北京、山东、天津、福建 8 个省市净上缴中央税收（上缴中央税收和中央转移支付之间的差额）为正值，实现地方财政对中央财政的正贡献。2021 年，广东省净贡献 8901.61 亿元，维持排名首位。

表 3: 各省市净上缴中央税收（亿元）

省/市	2021 年	2020 年
广东	8901.61	7308.3
上海	6797.27	5483.11
浙江	5733.26	4396.88
江苏	5645.13	4604.8
北京	4572.44	3600.64
山东	1809.69	863.67
天津	1176.89	1033.92
福建	890.98	529.22

资料来源: IFIND、长城证券研究院

广东省留抵退税政策显成效，为稳定市场主体提供强劲动力。今年上半年广东省落实退税减税降费缓税共 2976 亿元，其中为超过 20 万户市场主体办理留抵退税 1900 亿元。今年第二季度，广东省企业销售收入同比增长 2.2%，留抵退税特定行业的企业销售收入增幅比非特定行业企业高 8%。广东省财政厅预计今年落实退税减税政策规模约 3000 亿元，占全国的 12%，其中退税约 1800 亿元，减（免）税约 1200 亿元。

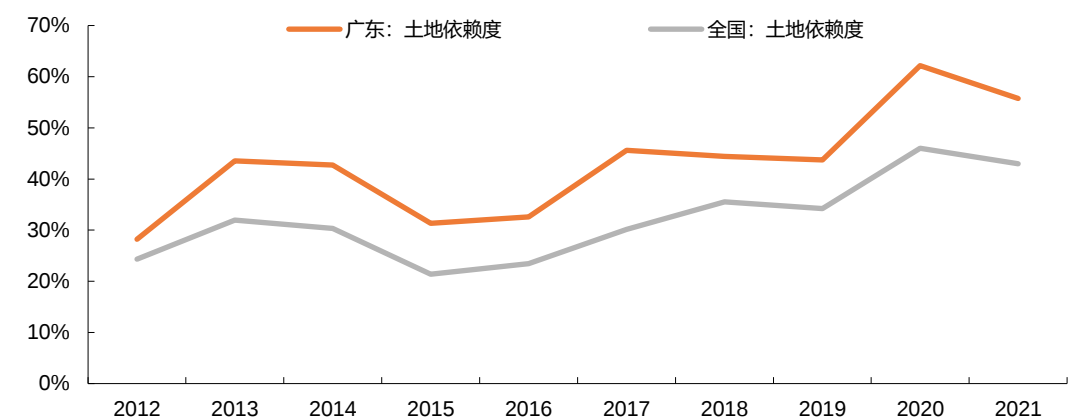
2.2 财政土地依赖程度较高，期待经济转型

虽然广东省财政实力雄厚，但也存在着对土地的依赖程度较高的问题。以土地出让收入占一般公共预算收入比例作为衡量土地依赖程度的指标，近十年以来，广东省土地依赖度与全国平均土地依赖度的变化趋势相近，但始终高于全国水平。2021 年广东省土地依赖度为 55.7%，高于全国的 43%。

今年 6 月 4 日，财政部等四部门发布通知，决定将包括国有土地使用权出让收入在内的四项政府非税收入统一划转税务部门征收，这意味着土地出让收入将进一步透明化，地方政府需要主动调控，减少对土地的依赖程度。广东省土地依赖度长期略高于全国平均

水平，我们认为，如何实现经济转型、减轻土地依赖度是目前广东在财政方面需要关注的问题。

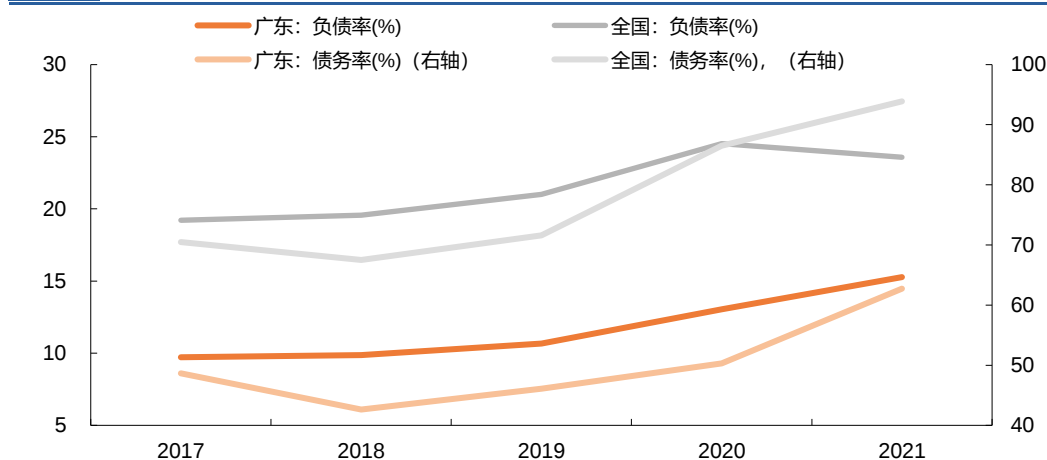
图 29: 广东省土地依赖程度高于全国平均水平



资料来源：IFIND，长城证券研究院

2.3 债务状况良好，隐性债务“清零”

图 30: 广东省负债率和债务率远低于全国平均水平



资料来源：IFIND，长城证券研究院

从债务角度来看，广东省债务状况较好，可能得益于政策的有效实施。我们将地方债务分为政府债与城投债两部分；以地方政府的转移性收入、国有资本经营收入、一般公共预算收入和政府性基金收入的加和作为地方的综合财力；采用三种方式衡量地方债务负担：以地方政府债务余额占 GDP 的比例代表负债率，以地方政府债务余额占综合财力的比例代表债务率，以地方债务余额与城投平台有息债务余额的加和占综合财力的比例代表宽口径债务率。

近五年广东省经济、财政实力强劲，相比于全国负债率、债务率迅速攀升，尽管广东省的这两项指标总体呈小幅上升趋势，但均稳定在较低水平。2021 年，广东省 GDP、一般公共预算收入、综合财力均位列全国第一，而负债率和债务率分别为 15.27% 和

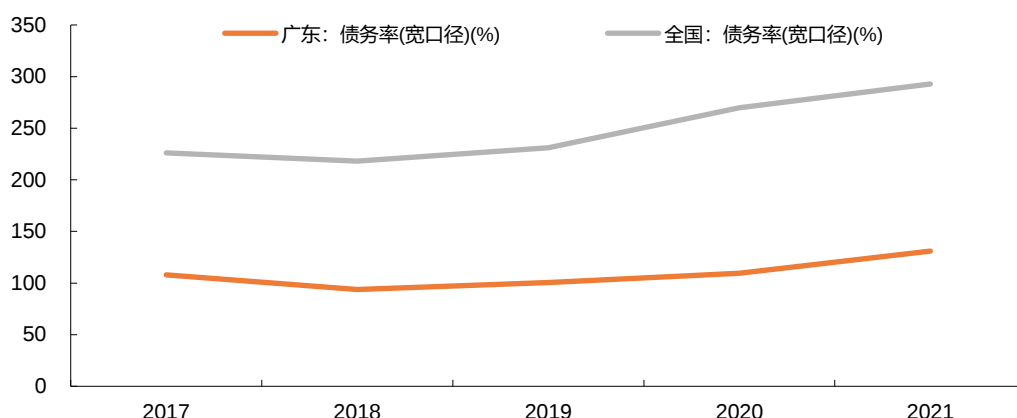
62.73%，远低于全国各省的平均水平，表明广东省政府债务负担不重，整体政府债务状况良好。

表 4: 近五年广东债务主要指标与全国平均水平对比

指标	2021 年		2020 年		2019 年		2018 年		2017 年	
	广东	全国	广东	全国	广东	全国	广东	全国	广东	全国
地方政府综合财力(万亿元)	3.03	28.58	2.87	28.69	2.50	28.83	2.31	26.49	1.83	22.68
地方政府债务余额(万亿元)	2.04	30.47	1.53	25.66	1.19	21.31	1.00	18.39	0.90	16.47
地方政府债务余额:一般债务(万亿元)	0.77	13.77	0.73	12.74	0.71	11.87	0.68	11.05	0.65	10.36
地方政府债务余额:专项债务(万亿元)	1.39	16.70	1.02	12.92	0.71	9.44	0.53	7.41	0.43	6.15
地方政府债务限额(万亿元)	2.16	33.28	1.75	28.81	1.42	24.08	1.21	21.00	1.07	18.82
城投平台有息债务余额(万亿元)	2.07	56.87	1.69	52.59	1.36	45.96	1.18	39.90	1.08	35.29
负债率(%)	15.27	23.59	13.03	24.52	10.67	21.00	9.87	19.56	9.72	19.21
债务率(%)	62.73	93.89	50.32	86.53	46.07	71.60	42.63	67.51	48.65	70.50
债务率(宽口径)(%)	130.95	292.85	109.38	269.83	100.45	231.03	93.75	218.11	107.86	226.13

资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 31: 广东省隐性债务负担较轻



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

将城投债余额也纳入债务后，广东宽口径债务率也处于较低水平。近五年，广东省宽口径债务率与全国平均水平走势相近，呈现小幅上升趋势，但始终远低于全国平均水平，折射出广东省隐性债务负担较轻。2021 年广东省宽口径债务率为 130.95%，全国各省平均水平为 292.85%。

广东省良好的债务状况与相关政策的有效实施有着密不可分的联系，2021 年 10 月 9 日广东省财政厅开展的隐性债务“清零”的试点工作取得了巨大成效，2022 年 1 月 20 日宣布实现存量隐性债务“清零”目标，从宣布启动到实现“清零”，广东省仅用了三个月。

接下来我们将对广东省城投债细项进行简单统计与梳理。

3. 广东省城投融资情况分析

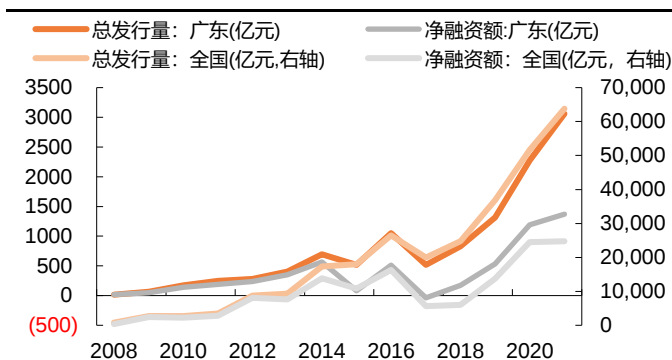
3.1 城投债发行规模与净融资规模小、发展平稳

全国城投债总发行量在 2009 年完成三位数到四位数的跃升，达 2688 亿元，此后持续蓬勃发展，发行规模快速增长，2021 年全国城投债总发行量达 63785.4 亿元，年均增速高达 37.26%。广东省城投债总发行量尽管在数值上远低于全国总发行量，但在增长速度上高于全国，发行总量从 2009 年的 62 亿元快速增长到 2021 年的 3059.84 亿元，年均增速高达 47.7%。广东省城投债发行额占全国比重从 2009 年的 1.92% 增长到 2021 年的 4.8%，其中 2012 年以来持续维持在 4% 上下，城投债总发行规模较小。

全国城投债净融资整体呈现较强的上升趋势，但在 2017 年出现明显下滑，净融资同比下降 65%，在之后逐渐恢复上升趋势。而广东省城投债净融资整体呈波动较大的上升趋势。2021 年，广东省城投债净融资 1370.24 亿元，同比增长 14.95%，增速趋缓；广东净融资占全国净融资额的 5.54%。

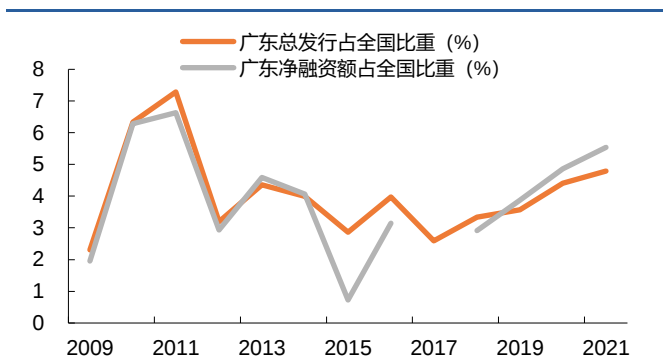
今年上半年，广东省城投债发行量与净融资额双双缩减，总发行量同比下降 18.02% 至 1286.81 亿元，占全国比重小幅上升至 5.39%；净融资额同比下降 27.71% 至 614.42 亿元，占全国比重上升至 8.77%。

图 32：广东与全国城投债融资情况



资料来源：IFIND，长城证券研究院

图 33：广东城投债总发行与净融资占全国比重较低



资料来源：IFIND，长城证券研究院

从地区结构来看，广东省城投债融资规模基本与经济发展格局一致，总体呈现核心地区领跑的特点。从 2021 年经济总量和综合财力看，深圳、广州两市经济实力遥遥领先，其次是佛山、东莞、惠州、珠海几个核心地区城市。而从城投债净融资规模来看，广州、深圳和珠海对资金的吸引要远超广东的其他城市。同花顺数据显示，2021 年广、珠、深三地城投平台有息债务余额分别为 5888 亿元、3717 亿元和 2481 亿元，值得一提的是，2021 年珠海市负债率和债务率分别为 22.9% 和 92.5%，处于较低水平，表明珠海地方生产总值与财政实力对地方政府债务具有较强的覆盖能力，但将城投债纳入考量后的宽口径债务率为 478%，排各地级市第三位，仅次于肇庆市和河源市，珠海市城投债务负担偏重。

表 5: 广东省各地级市主要经济、财政和债务指标

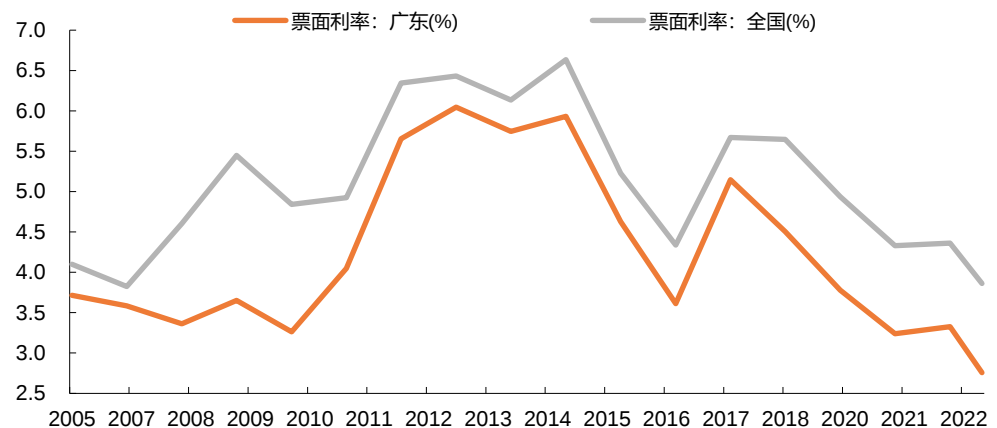
分类		经济				财政				债务					
指标	地区(地市)	GDP(亿元)	GDP增速(%)	人均GDP(元)	地方政府综合财力(亿元)	一般公共预算收入(亿元)	税收收入占比(%)	政府性基金预算收入(亿元)	财政自给率(%)	地方债务余额(亿元)	负债率(%)	债务率(%)	城投平台有息债务余额(亿元)	城投债券余额(亿元)	债务率(宽口径)(%)
核心地区	潮州市	1,244.85	9.30	48,427.00	83.10	51.77	63.69	24.84	24.66	288.55	23.18	347.22	-	-	347.22
	河源市	1,273.99	8.00	44,886.00	84.29	84.29	-	-	24.39	481.43	37.79	571.14	5.36	19.00	577.50
	肇庆市	2,649.99	10.50	-	146.45	146.45	61.67	-	36.92	876.91	33.09	598.77	339.10	80.40	830.31
	梅州市	1,308.01	5.50	33,764.00	161.04	95.00	60.83	65.03	21.39	620.32	47.42	385.21	45.28	25.00	413.32
	揭阳市	2,265.43	6.14	40,470.00	166.07	79.31	58.90	86.25	21.48	379.75	16.76	228.67	-	0.00	228.67
	韶关市	1,553.93	8.60	54,377.00	185.90	109.07	54.40	74.36	29.48	497.76	32.03	267.76	16.29	9.00	276.52
	茂名市	3,698.10	7.60	59,648.00	250.56	148.41	55.92	100.90	30.28	550.60	14.89	219.75	42.56	8.00	236.73
	清远市	2,007.45	8.10	-	258.99	137.41	70.05	119.96	33.87	627.88	31.28	242.43	41.88	11.00	258.60
东翼地区	云浮市	1,138.97	8.10	47,685.00	308.05	75.23	50.53	36.24	29.49	377.38	33.13	122.51	7.03	3.50	124.79
	汕头市	2,929.87	6.13	53,106.00	370.40	145.07	71.26	223.53	35.93	628.40	21.45	169.66	40.74	30.05	180.65
	阳江市	1,515.86	8.30	58,005.00	379.95	77.72	68.60	48.02	31.63	320.99	21.18	84.48	22.82	9.20	90.49
	汕尾市	1,288.04	12.70	48,095.00	427.46	52.77	56.42	64.50	18.84	389.24	30.22	91.06	20.02	6.60	95.74
	江门市	3,601.28	8.40	74,722.00	504.35	279.84	63.20	213.21	60.74	722.05	20.05	143.16	497.69	190.30	241.84
西翼地区	中山市	3,566.17	8.20	80,157.00	605.90	316.40	71.87	283.60	66.96	524.80	14.72	86.62	126.77	71.44	107.54
	湛江市	3,559.93	8.50	50,814.00	794.26	160.35	61.04	150.73	29.68	699.55	19.65	88.08	191.85	113.80	112.23
	珠海市	3,881.75	6.90	-	963.51	448.22	70.08	496.40	56.91	891.44	22.96	92.52	3,717.15	803.47	478.31
北翼地区	惠州市	4,977.36	10.10	82,113.00	995.76	455.36	73.57	531.70	68.65	863.24	17.34	86.69	279.14	57.00	114.72
	东莞市	10,855.35	8.20	103,284.00	1,482.40	769.46	82.22	702.15	88.01	1,096.24	10.10	73.95	425.33	26.00	102.64
	佛山市	12,156.54	8.30	-	1,976.69	806.71	-	1,163.50	77.58	1,856.58	15.27	93.92	382.09	113.85	113.25
	深圳市	30,664.85	6.70	173,663.00	5,645.85	4,257.76	81.04	1,373.68	93.16	1,419.97	4.63	25.15	2,480.68	1,308.50	69.09
	广州市	28,231.97	8.10	150,366.00	5,932.62	1,842.00	75.68	2,388.59	61.62	3,727.67	13.20	62.83	5,887.98	1,803.61	162.08

资料来源: IFIND, 长城证券研究院

3.2 城投债务利率中枢下移，到期规模较高

全国城投债票面利率自 2018 年以来进入持续下滑的趋势。同花顺数据显示，2021 年全国城投债票面利率为 4.36%，较 2018 年下滑 128BP；而广东城投债利率长期低于全国水平，且自 2018 年以来呈现相近的下滑趋势，较 2018 年下滑 117BP，发行成本进一步压缩。今年截至 7 月 31 日，广东省城投债票面利率为 2.76%，比全国利率低 110BP，远低于全国水平。

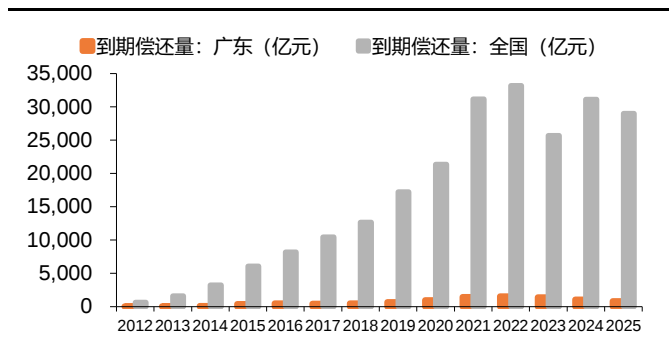
图 34: 广东与全国城投债票面利率



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

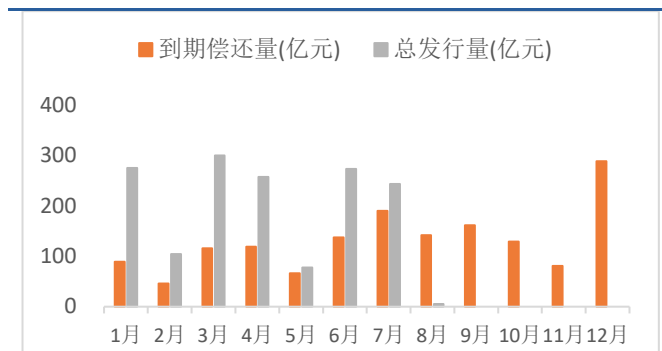
2021 年，广东省城投债到期偿还量为 1479.5 亿元，而今年到期城投债规模进一步上升至 1564.92 亿元，其中 8 月份到期额为 190 亿元，单月偿还额位于历史高位。未来三年广东省的城投债到期规模将持续回落，偿债压力减轻。

图 35: 广东与全国城投债到期规模



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 36: 广东 2022 年城投发行与到期偿还额



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

4. 小结

广东省是中国经济发展的“领头羊”，GDP 总量连续 33 年全国第一，进出口总额、财政净上缴、人口总量和自然增长率多年排名第一。得益于较早进行改革开放，广东省积累了雄厚的产业基础和金融资本，产业转型升级领先全国。但同时我们也看到，广东省房地产依赖度也较高，可能会给经济发展带来一定影响。

相比于江苏省，我们认为广东省经济总量、产业结构、收入水平都较为相似，但在债务控制、人口吸引力以及对外贸易方面，广东省表现更为突出。如何实现科技创新的突破，吸引全球优秀人才，构建粤港澳世界级大湾区，是下一阶段广东重点解决的问题。同时也应大力发展以金融业为代表的服务业，继续给其他省市积攒发展经验，通过制造业转移带动周边省市。

5. 风险提示

国内宏观经济政策不及预期；统计数据与实际数据有偏差；国企改革不及预期；新冠疫情再次爆发。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

