

2019 年经济财政大盘点系列之四

浙江 64 个区县 2019 年经济财政数据大盘点

报告摘要:

- **省级层面：经济财政实力位居全国第四，广义债务率微升。**
2019 年浙江省经济财政实力位居全国第四。浙江省 GDP 为 62352 亿元，按可比价计算增长 6.8%，高于全国 GDP 增速，相较 2018 年的 7.1% 下滑 0.3 个点；一般公共预算收入为 7048 亿元，同比增长 6.8%，增速相较 2018 年的 11.1% 下降 4.3 个百分点。
2019 年浙江省地方政府债务余额排名全国第 3 位，狭义债务率略降，广义债务率微升。截至 2019 年末，地方政府债务余额为 12309.82 亿元，同比增长 14.0%。狭义债务率为 69.7%，相比 2018 年的 70.4% 略降 0.7 个百分点，排名全国第 28 位。广义债务率为 110.1%，相比 2018 年的 107.2% 上升了 2.9 个百分点，排名也处于全国第 28 位。
- **地级市层面：超九成地级市 GDP 增速高于全国 GDP 增速水平；大部分地级市一般公共预算收入增速均有下降。**
GDP 增速方面，除台州市外，其余地级市 GDP 增速均跑赢全国 GDP 增速。2019 年浙东北地区 6 市的 GDP 增速均高于 6.8%，其中舟山市以 9.2% 位列第一。而衢州市、金华市和台州市位列最后三位，分别为 6.7%、6.5% 和 5.1%。
在减税降费的背景下，各地级市一般公共预算收入增速均有下滑。其中，湖州市、绍兴市和台州市增速下滑幅度超过 10 个百分点，分别为 10.8、10.8 和 11.1 个百分点。
- **区县层面：2019 年超半数区县跑赢全省 GDP 增速，绝大多数区县一般公共预算收入增速有所下滑。**
2019 年超半数区县跑赢全省 GDP 增速。舟山市下辖的岱山县 GDP 增速位列第一，达到 22.7%，高于全省 15.9 个百分点。GDP 增速排名前十的区县中，温州市下辖区县有 6 个。淳安县、临海市和路桥区位列最后三位，分别为 4.6%、3.0% 和 0.7%。
绝大部分区县 2019 年一般公共预算收入增速下滑，收支压力有所加大。2019 年一般公共预算收入增速由正转负的区县共有 5 个，分别为温州市下辖的苍南县和平阳县、台州市下辖的黄岩区和三门县以及舟山市下辖的普陀区。增幅由负转正的区县仅有舟山市下辖的定海区 1 个。
- **核心假设风险。**财政收入超预期下滑。

分析师:

刘郁



SAC 执证号: S0260520010001

SFC CE No. BPM217



021-60750620



shliuyu@gf.com.cn

分析师:

姜丹



SAC 执证号: S0260520030001



021-60750620



jiangdan@gf.com.cn

请注意，姜丹并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

目录索引

一、2019 年浙江省经济财政实力仍位居全国第四，广义债务率微升	4
二、2019 年浙江省 11 个地级市经济财政债务概览.....	7
（一）2019 年超九成地级市 GDP 增速高于全国 GDP 增速水平	7
（二）各地级市一般公共预算收入增速较 2018 年均有所下滑	8
（三）2019 年各地级市债务率均有所上升	11
三、2019 年浙江省 64 个区县经济财政债务概览.....	12
（一）超半数区县跑赢全省 GDP 增速.....	12
（二）绝大部分区县 2019 年一般公共预算收入增速下滑	15
（三）2019 年绝大部分区县债务率有所上升	17
四、风险提示	19

图表索引

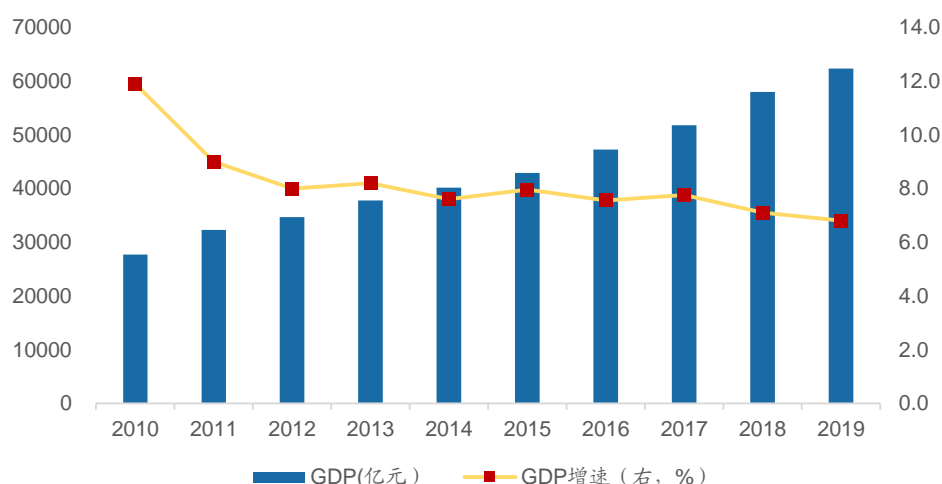
图 1: 2010-2019 年浙江省 GDP 及 GDP 增速	4
图 2: 2019 年全国各省 GDP 及 GDP 增速	5
图 3: 2014-2019 年浙江省一般公共预算收支及财政自给率	6
图 4: 2019 年全国各省广义债务率和狭义债务率	6
图 5: 2019 年浙江各地级市 GDP 与 GDP 增速	8
图 6: 2019 年浙江各地级市税收收入、一般公共预算收入及其增速	11
图 7: 2019 年浙江各区县 GDP 与 GDP 增速	14
图 8: 2019 年浙江各区县一般公共预算收入及其增速	17
表 1: 2019 年浙江各地级市经济情况	7
表 2: 2019 年浙江各地级市一般公共预算收入情况	9
表 3: 2019 年浙江各地级市税收收入情况	9
表 4: 2019 年浙江各地级市财政自给率情况	10
表 5: 2019 年浙江各地级市债务情况	11
表 6: 2019 年浙江各地级市指标变化一览	12
表 7: 2019 年浙江各区县经济情况 (GDP 排名前 30)	13
表 8: 2019 年浙江各区县财政情况 (一般公共预算收入排名前 30)	16
表 9: 2019 年浙江各区县债务情况 (存量城投债余额排名前 30)	18
表 10: 2019 年浙江各区县指标变化一览 (GDP 增速排名前 30)	19

一、2019 年浙江省经济财政实力仍位居全国第四，广义债务率微升

浙江省地处中国东南沿海长江三角洲南翼，其境内最大的河流钱塘江是吴越文化的主要发源地之一。民营经济蓬勃发展，成为浙江最亮丽的金名片。截至2019年，浙江省城镇居民人均可支配收入连续19年居全国第3位，2019年达到60182元，增长8.3%。

浙江省2019年GDP增速虽有所下滑，但仍处于较高水平。2019年浙江省GDP为62352亿元，保持在全国第4位，按可比价计算增长6.8%，高于全国GDP增速，相较于2018年的7.1%下滑0.3个百分点，增速排全国第11位，相较于2018年排名有所提升。2019年人均GDP达到10.76万元，同比增长5%。

图1：2010-2019年浙江省GDP及GDP增速

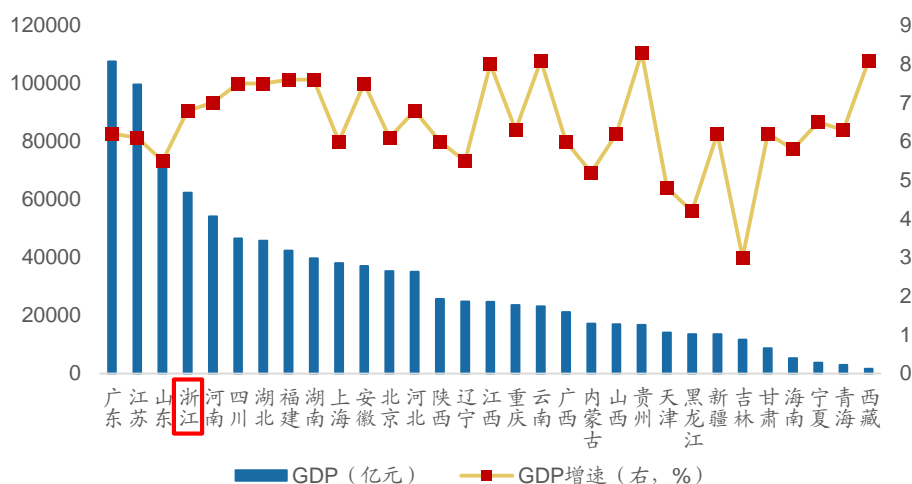


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三大产业中，第三产业比重有所提升。2019年浙江省第一产业增加值为2097亿元，增长2%，增速较2018年的1.9%提升0.1个百分点。第二产业增加值为26567亿元，增长5.9%，增速较2018年的6.7%下降0.8个百分点。第三产业增加值为33688亿元，增长7.8%，增速与2018年保持同步。第三产业对GDP增长的贡献率为58.9%，相较于2018年的56.2%有所提升。三次产业增加值结构由上年的3.4：43.6：53.0调整为3.4：42.6：54.0，第三产业比重提高1个百分点。

2019年浙江省新动能发展持续加快。2019年以新产业、新业态、新模式为主要特征的“三新”经济增加值占浙江省GDP的25.7%。数字经济核心产业增加值6229亿元，按可比价计算增长14.5%。在规模以上工业中，数字经济核心产业制造业增加值和高技术产业增加值均增长14.3%，增速较2018年分别提升2.5和0.6个百分点。人工智能产业增加值增长21.3%。

图2：2019年全国各省GDP及GDP增速



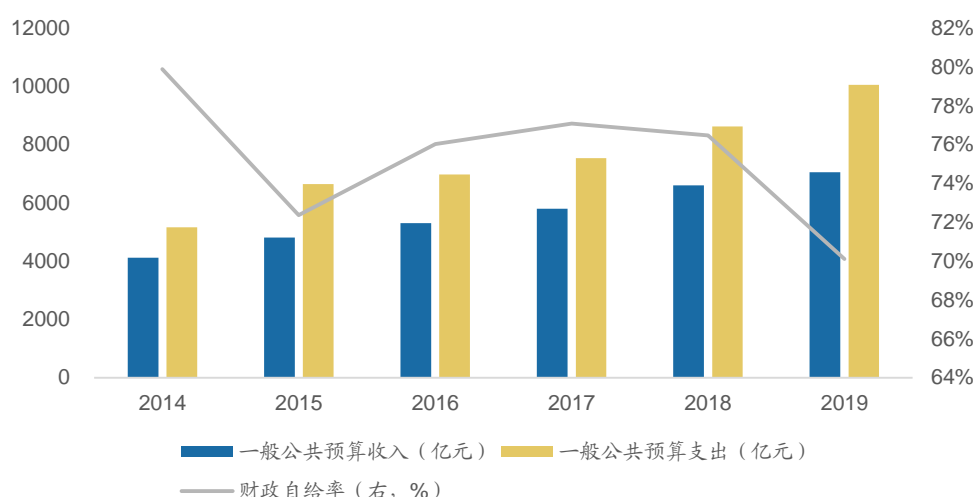
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

浙江省财政实力位居全国前列，一般公共预算收入增速在减税降费的背景下有所回落。2019年浙江省一般预算收入为7048亿元，排全国第4位，同比增长6.8%，增速相较2018年的11.1%下降4.3个百分点，主要是由于浙江省积极落实新一轮减税降费政策，2019年累计新增减税降费2000亿元以上。

2019年浙江维持高质量的财政收入，同时非税收入提升明显。2019年税收收入为5898.2亿元，同比增长5.6%。税收收入占一般公共预算收入比重为83.7%，相较2018年84.7%下降1个百分点，财政收入质量仍较高。其中，由于减税政策和提高起征点、调整税率的政策翘尾，增值税收入下降1.2%，个人所得税收入下降11.4%。受益于经济持续健康发展，部分重点企业和房地产企业效益增速较快，企业所得税收入增长14.7%。此外，受部分政府性基金收入转列一般公共预算，以及部分收入一次性清缴入库，2019年全省非税收入1149.8亿元，同比增长13.7%，增速相比2018年的8.1%提升5.6个百分点。

2019年浙江财政自给率有所下降。2019年一般公共预算支出为10053.0亿元，首次突破万亿，同比增长16.5%。财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为70.1%，相比2018年的76.5%下降6.4个百分点，主要是由于2019年一般公共预算收入增速放缓，低于一般公共预算支出增速。

图3：2014-2019年浙江省一般公共预算收支及财政自给率

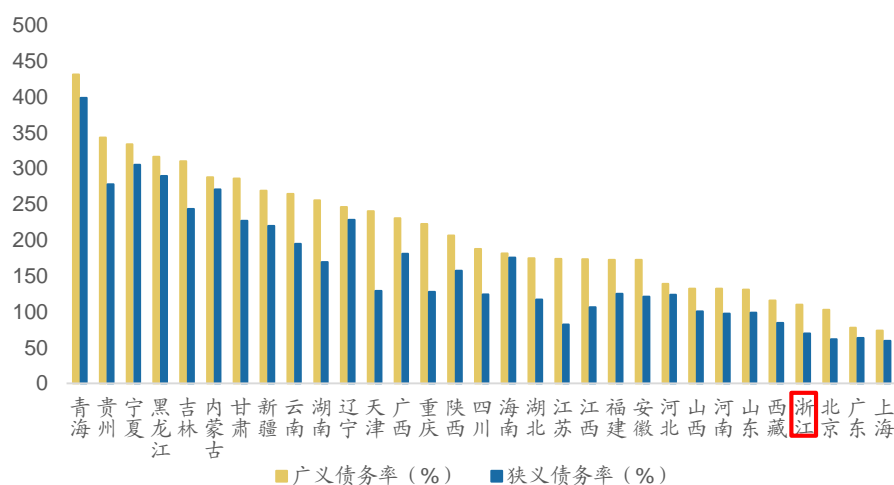


数据来源：浙江省财政预决算报告，广发证券发展研究中心

受益于土地出让收入上涨，浙江省政府性基金收入提升，但增速有所回落。2019年浙江省政府性基金收入为10607.8亿元，同比增长21.4%，相较2018年的32.5%下降11.1个百分点。其中国有土地使用权出让收入8259.5亿元，同比增长35.5%，与2018年增速持平，占政府性基金收入比重达77.9%。

浙江省地方政府债务余额排名全国第3位，狭义债务率略降，广义债务率微升。截至2019年末，地方政府债务余额为12309.82亿元，排名全国第3位，同比增长14.0%，其中一般债务余额为6200.9亿元，专项债务余额为6108.94亿元。狭义债务率（地方政府债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入））为69.7%，相比2018年的70.4%略降0.7个百分点，排名全国第28位。按照Wind城投债口径，截至2019年12月31日，城投债存量余额为7126.4亿元，同比增长26.3%。广义债务率（（地方政府债务余额+存量城投债余额）/（一般公共预算收入+政府性基金收入））为110.1%，相比2018年的107.2%上升了2.9个百分点，排名也处于全国第28位。

图4：2019年全国各省广义债务率和狭义债务率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：1.在计算债务率时，云南省的地方政府债务余额、四川省的地方政府债务余额和政府性基金收入是2018年的数值，2019年还未披露；2.各省存量城投债余额日期为2019年12月31日。

二、2019 年浙江省 11 个地级市经济财政债务概览

浙江省是我国经济最为发达的省份之一，然而其内部区域发展存在着明显差异。依据地理位置和社会经济发展程度，浙江可分为浙东北和浙西南两大区域。浙东北地区包括杭州市、宁波市、绍兴市、嘉兴市、湖州市和舟山市6市；浙西南地区包括金华市、衢州市、丽水市、温州市和台州市5市。整体上，浙江经济财政水平呈现“浙东北强而浙西南弱”的特征。

（一）2019 年超九成地级市 GDP 增速高于全国 GDP 增速水平

GDP总量方面，2019年杭州市、宁波市、温州市和绍兴市作为浙江的四大经济支柱，仍稳居省内前四，分别为15373.0亿元、11985.0亿元、6606.1亿元和5780.7亿元。而衢州市、丽水市和舟山市仍位居省内最后三位，分别为1573.5亿元、1476.6亿元和1371.6亿元。浙东北地区的GDP总和占全省GDP的69%，浙东北地区中，湖州市、舟山市经济实力较弱；而浙西南地区中，温州市经济实力一枝独秀。

GDP增速方面，除台州市外，其余地级市GDP增速均跑赢全国GDP增速。2019年浙东北地区6市的GDP增速均高于6.8%，其中舟山市以9.2%位列第一。衢州市、金华市和台州市位列全省最后三位，分别为6.7%、6.5%和5.1%。。

GDP增速变化方面，上升和下滑的城市基本各占半数。在增速上升的城市中，舟山市、绍兴市和杭州市位于浙东北地区，金华市、温州市和丽水市位于浙西南地区。其中，舟山市和金华市上升幅度较大，分别为2.5和1.0个百分点。在增速下滑的城市中，位于浙西南地区的台州市和衢州市下滑幅度较大，分别为2.5和0.5个百分点。其中，台州市主要受产业政策调整影响，行业洗牌加速，汽车产业、金属拆解行业面临较大的转型压力，2019年第二产业增加值增速较2018年下滑5.1个百分点。

表1：2019年浙江各地级市经济情况

地区	2019年GDP (亿元)	2019年增速	2018年增速	增速变化
杭州市	15373.0	6.8%	6.7%	0.1%
宁波市	11985.0	6.8%	7.0%	-0.2%
温州市	6606.1	8.2%	7.8%	0.4%
绍兴市	5780.7	7.2%	7.1%	0.1%
嘉兴市	5370.3	7.0%	7.6%	-0.6%
台州市	5134.1	5.1%	7.6%	-2.5%
金华市	4559.9	6.5%	5.5%	1.0%
湖州市	3122.4	7.9%	8.1%	-0.2%
衢州市	1573.5	6.7%	7.2%	-0.5%
丽水市	1476.6	8.3%	8.2%	0.1%
舟山市	1371.6	9.2%	6.7%	2.5%

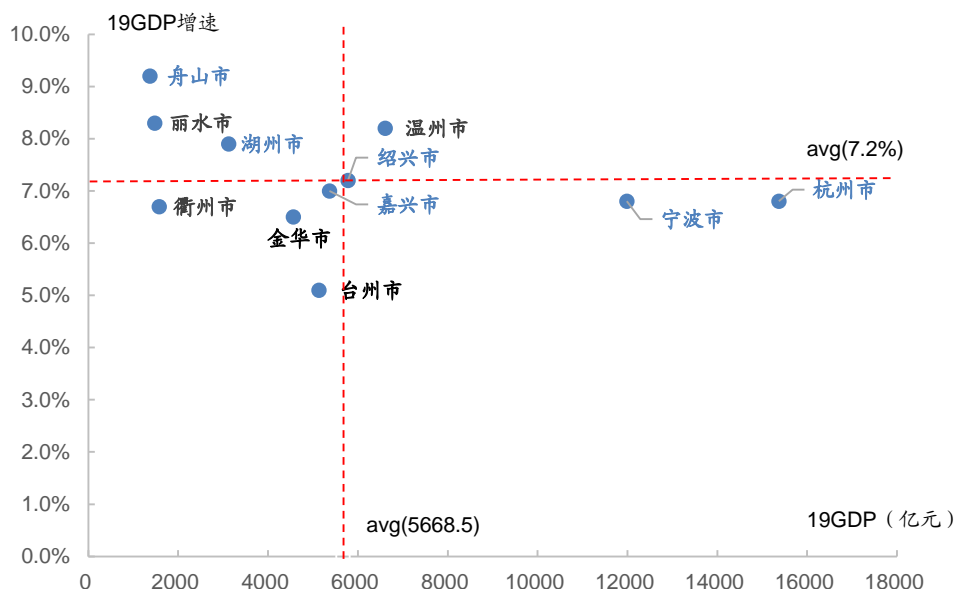
数据来源：各地级市国民经济和社会发展统计公报，广发证券发展研究中心

综合GDP总量与GDP增速来看，GDP总量高于平均数的4个地级市中，杭州市和宁波市的GDP总量均超过10000亿，不过增速低一些。而温州市、绍兴市经济发展较

快，GDP增速均在7%以上。

GDP总量低于平均数的7个地级市中，舟山市、丽水市和湖州市经济活力强，GDP增速均在7.5%以上。嘉兴市、衢州市和金华市经济发展较为适中，GDP增速在6.5%-7%之间。台州市GDP增速下滑较多。

图 5：2019年浙江各地级市GDP与GDP增速



数据来源：各地级市国民经济和社会发展统计公报，广发证券发展研究中心

注：浙东北地区以蓝色标出，浙西南地区以黑色标出

（二）各地级市一般公共预算收入增速较 2018 年均有所下滑

一般公共预算收入规模方面，2019年浙东北的杭州市和宁波市仍稳居省内前两位，分别为1966.0亿元和1468.5亿元。浙西南的温州市超越嘉兴市位列省内第三，为579.0亿元。而舟山市、丽水市、衢州市仍位居省内最后三位，分别为154.9亿元、139.8亿元和137.1亿元。

一般公共预算收入增速方面，浙东北地区的湖州市、嘉兴市和杭州市位居前三名，分别为10.1%、9.1%和7.7%。浙西南地区的金华市和台州市位列省内最后两位，不足5%，分别为4.8%和1.7%。一般公共预算收入增速变化方面，在减税降费的背景下，各地级市增速均有所下滑。其中，湖州市、绍兴市和台州市增速下滑幅度超过10个百分点，分别下滑10.8、10.8和11.1个百分点。

表2: 2019年浙江各地级市一般公共预算收入情况

地区	一般公共预算收入 (亿元)	2019年增速	2018年增速	增速变化
杭州市	1966.0	7.7%	12.5%	-4.8%
宁波市	1468.5	6.4%	10.8%	-4.4%
温州市	579.0	5.7%	10.6%	-4.9%
嘉兴市	565.7	9.1%	16.8%	-7.7%
绍兴市	528.4	5.4%	16.2%	-10.8%
台州市	438.5	1.7%	12.8%	-11.1%
金华市	411.3	4.8%	9.8%	-5.0%
湖州市	316.1	10.1%	20.9%	-10.8%
舟山市	154.9	6.1%	16.1%	-10.0%
丽水市	139.8	7.6%	15.1%	-7.5%
衢州市	137.1	7.0%	15.1%	-8.1%

数据来源: 各地级市财政预算执行报告, 广发证券发展研究中心

从税收收入总量来看, 浙东北地区的杭州市、宁波市和嘉兴市仍位居省内前三, 其中, 杭州市和宁波市税收收入超过1000亿元, 分别为1791.2亿元和1217.6亿元。浙西南地区的衢州市和丽水市、浙东北地区的舟山市仍排名最后三位, 税收收入分别为111.0亿元、109.8亿元和107.1亿元。其余各地级市均在200-500亿元之间。

从税收占一般公共预算收入比重来看, 大部分地级市超过80%。浙东北地区的杭州市、嘉兴市和湖州市排名前三位, 均高于85%, 财政质量较高。而舟山市为69.1%, 财政质量相对较低。从税收比重变化来看, 仅有浙东北地区的湖州市、杭州市2市税收比重有所提升。其余各地级市税收比重均有下降, 其中台州市税收占比下降较多, 为4.3个百分点, 主要由于个人所得税同比下降31.5%。

表3: 2019年浙江各地级市税收收入情况

地区	税收收入 (亿元)	2019年比重	2018年比重	比重变化
杭州市	1791.2	91.1%	90.5%	0.6%
宁波市	1217.6	82.9%	85.4%	-2.5%
嘉兴市	509.6	90.1%	91.3%	-1.2%
温州市	474.6	82.0%	85.1%	-3.1%
台州市	363.7	82.9%	87.2%	-4.3%
湖州市	270.7	85.6%	83.9%	1.7%
衢州市	111.0	80.9%	83.4%	-2.5%
丽水市	109.8	78.5%	80.8%	-2.2%
舟山市	107.1	69.1%	69.8%	-0.7%
绍兴市	-	-	82.3%	-
金华市	-	-	87.9%	-

数据来源: 各地级市财政预算执行报告, 广发证券发展研究中心

注: “-”表示数据暂未披露

财政自给率方面，各地级市间差异较大，大部分相较于2018年有所下降。从财政自给率数值来看，除舟山市外浙东北地区财政自给率均超过65%，其中杭州市、宁波市和绍兴市财政自给率位列前三，分别为100.7%、83.1%和82.4%，而舟山市仅为47.9%。浙西南地区财政自给率均处于25%-65%之间，其中衢州市和丽水市财政自给率位于全省最后两位，仅为30.5%和26.6%，财政收支缺口较大。

从财政自给率变化来看，除舟山市提升了0.6个百分点，其余各地级市财政自给率均有所下降。其中嘉兴市下降幅度最大，为14.3个百分点，主要是由于2019年嘉兴市加快了大项目的执行进度，全市支出进度相对较快，一般公共预算支出由上年的588.9亿元提升30.2%至766.9亿元，而一般公共预算收入增速仅为9.1%。

表4：2019年浙江各地级市财政自给率情况

地区	2019年财政自给率	2018年财政自给率	变化
杭州市	100.7%	106.3%	-5.6%
宁波市	83.1%	86.7%	-3.6%
绍兴市	82.4%	90.1%	-7.6%
嘉兴市	73.8%	88.1%	-14.3%
湖州市	67.7%	72.2%	-4.5%
金华市	61.9%	68.4%	-6.5%
台州市	56.9%	66.0%	-9.0%
温州市	53.4%	58.9%	-5.5%
舟山市	47.9%	47.3%	0.6%
衢州市	30.5%	36.0%	-5.4%
丽水市	26.6%	30.1%	-3.5%

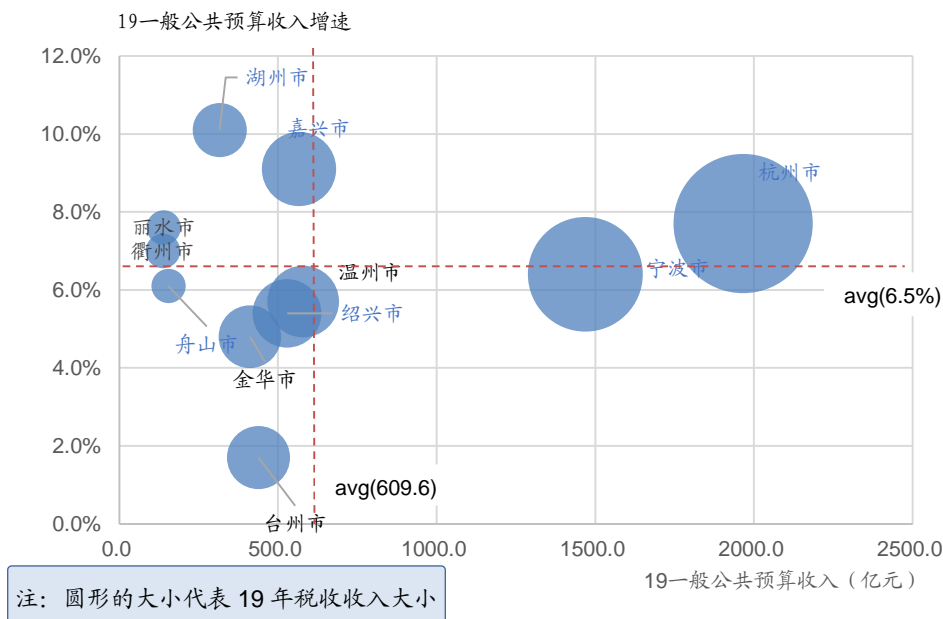
数据来源：各地级市财政预算执行报告，广发证券发展研究中心

综合税收收入、一般公共预算收入总量及其增速来看，税收收入超过1000亿的地级市中，杭州市一般公共预算收入总量及增速均高于平均水平，且税收比重最大，财政运行稳中提质。宁波市一般公共预算收入总量较大，不过增速略低于平均水平。

税收收入在250-500亿元的地级市中，温州市、嘉兴市和绍兴市一般公共预算收入总量较大，其中嘉兴市一般公共预算收入增速较高，税收比重超过90%；台州市、金华市和湖州市一般公共预算收入总量较小，并且台州市和金华市一般公共预算收入增速较低。

税收收入小于250亿元的地级市中，舟山市、丽水市、衢州市一般公共预算收入均较低，税收比重也相对较低。丽水市和衢州市一般公共预算收入增速高于平均水平，舟山市低于平均水平。

图6：2019年浙江各地级市税收收入、一般公共预算收入及其增速



数据来源：各地级市财政预算执行报告，广发证券发展研究中心

注：浙东北地区以蓝色标出，浙西南地区以黑色标出；绍兴市、金华市 2019 年税收收入未披露，用 2018 年税收比重计算

（三）2019 年各地级市债务率均有所上升

城投债余额方面，截止2020年4月24日，排名前五的地级市均属于浙东北，且城投债余额皆超过1000亿元。其中杭州市和绍兴市位居前两位，分别为1551.0亿元和1548.5亿元。丽水市和衢州市城投债余额最少，分别为80.1和127.1亿元。

由于浙江各地级市和区县2019年政府性基金收入和政府债务余额缺失较多，因而我们的债务率口径以“存量城投债余额 / 一般公共预算收入”代替，与前几篇财政经济盘点系列的债务衡量指标（存量城投债余额+地方政府债务余额）/（一般公共预算收入+政府性基金收入）有所差别。湖州市、绍兴市和舟山市债务率较高，均超过200%，分别为350.8%、293.1%和230.3%，债务负担相对较大。杭州市、台州市、温州市和丽水市债务率较低，均不超过80%。从债务率变化来看，所有地级市均有所上升。湖州市上升幅度最大，为118.3个百分点。温州市上升幅度最小，为11.6个百分点。

表5：2019年浙江各地级市债务情况

地区	存量城投债余额（亿元）	债务率	债务率变化
杭州市	1551.0	78.9%	26.8%
绍兴市	1548.5	293.1%	86.4%
宁波市	1319.8	89.9%	31.7%
湖州市	1108.8	350.8%	118.3%
嘉兴市	1108.2	195.9%	73.6%

金华市	603.8	146.8%	53.1%
温州市	442.6	76.4%	11.6%
舟山市	356.7	230.3%	71.0%
台州市	342.7	78.1%	23.8%
衢州市	127.1	92.7%	60.7%
丽水市	80.1	57.3%	20.1%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：存量城投债余额日期为2020年4月24日

综上，**区域经济方面**，超九成地级市GDP增速高于全国GDP增速水平，超半数地级市GDP增速有所上升，舟山市表现突出。**财政表现方面**，受到减税降费政策影响，各地级市一般公共预算收入增速均有所下降。并且由于一般公共预算支出增速更高，除舟山外各地级市财政自给率均有所下降。**债务方面**，11个地级市的债务率较2018年均有所上升，其中湖州市上升幅度超过100%。

表6：2019年浙江各地级市指标变化一览

地级市	GDP增速变化	一般公共预算收入增速变化	税收比重变化	财政自给率变化	债务率变化
舟山市	↑ 2.5%	↓ -8.1%	↓ -0.7%	↑ 0.6%	↑ 71.0%
金华市	↑ 1.0%	↓ -5.0%	-	↓ -6.5%	↑ 53.1%
温州市	↑ 0.4%	↓ -7.7%	↓ -3.1%	↓ -5.5%	↑ 11.6%
杭州市	↑ 0.1%	↓ -4.8%	↑ 0.6%	↓ -5.6%	↑ 26.8%
绍兴市	↑ 0.1%	↓ -4.9%	-	↓ -7.6%	↑ 86.4%
丽水市	↑ 0.1%	↓ -7.5%	↓ -2.2%	↓ -3.5%	↑ 20.1%
宁波市	↓ -0.2%	↓ -4.4%	↓ -2.5%	↓ -3.6%	↑ 31.7%
湖州市	↓ -0.2%	↓ -10.8%	↑ 1.7%	↓ -4.5%	↑ 118.3%
衢州市	↓ -0.5%	↓ -10.0%	↓ -2.5%	↓ -5.4%	↑ 60.7%
嘉兴市	↓ -0.6%	↓ -11.1%	↓ -1.2%	↓ -14.3%	↑ 73.6%
台州市	↓ -2.5%	↓ -10.8%	↓ -4.3%	↓ -9.0%	↑ 23.8%

数据来源：Wind，各地级市财政预算执行报告，各地级市国民经济和社会发展统计公报，广发证券发展研究中心

三、2019年浙江省64个区县经济财政债务概览¹

（一）超半数区县跑赢全省GDP增速

GDP总量方面，浙东北强而浙西南弱的格局仍然明显。全省GDP总量排名前五的区县均位于浙东北地区，集中在杭州市和宁波市下辖区县，排名前十的区县中有8个位于浙东北地区。排名最后五位的区县中有4个位于浙西南地区，排名最后十位的区县中有8个位于浙西南地区。2019年余杭区、鄞州区和萧山区GDP超过2000亿元，位居省内前三，分别为2824.0亿元、2211.0亿元和2198.5亿元。衢州市下辖的龙游县、柯城区和温州市下辖的泰顺县位居最后三位，仅为232.0亿元、225.6亿元和110.6

¹ 仅包括有存量城投债的区县
识别风险，发现价值

亿元。

GDP增速方面，超半数区县跑赢全省GDP增速。2019年舟山市下辖的岱山县GDP增速位列第一，达到22.7%，高于全省15.9个百分点。主要受益于石化产业带动，全年释放产值154亿元，拉动工业总产值增速121.9个百分点，第二产业增加值增长52.9%达到120.3亿元，占全县生产总值的比重为48.5%。GDP增速排名前十的区县中，温州市下辖区县有6个，显示出较强的经济活力。淳安县、临海市和路桥区位列最后三位，分别为4.6%、3.0%和0.7%。

GDP增速变化方面，岱山县上升明显，路桥区下滑较多。岱山县、镇海区、婺城区等26个区县相较2018年有所提升，其中岱山县提升15.7个百分点。增速上升幅度排名前10的区县中，有7个位于浙东北地区。南湖区、上虞区和普陀区2019年GDP增速与2018年持平，其余各区县增速均有所下滑。其中路桥区下滑6.9个百分点，主要是遭遇产业结构转型瓶颈，受汽车标准国五转国六和市场需求不足影响，汽车产销急速下滑。

表7：2019年浙江各区县经济情况（GDP排名前30）

地级市	区县	2019年GDP（亿元）	2019年增速	2018年增速	增速变化
杭州市	余杭区	2824.0	8.6%	11.2%	-2.6%
宁波市	鄞州区	2211.0	7.0%	5.0%	2.0%
杭州市	萧山区	2198.5	5.1%	6.0%	-0.9%
宁波市	北仑区	1961.5	6.6%	7.1%	-0.5%
宁波市	慈溪市	1898.6	6.2%	9.8%	-3.6%
绍兴市	柯桥区	1504.3	7.6%	6.8%	0.8%
金华市	义乌市	1421.1	7.4%	7.0%	0.4%
杭州市	西湖区	1415.8	8.0%	6.0%	2.0%
绍兴市	诸暨市	1312.4	7.5%	6.7%	0.8%
温州市	乐清市	1209.9	8.7%	9.2%	-0.5%
杭州市	上城区	1171.4	6.1%	5.3%	0.8%
宁波市	海曙区	1170.1	6.1%	6.9%	-0.8%
宁波市	余姚市	1166.3	7.9%	8.0%	-0.1%
温州市	鹿城区	1137.1	8.6%	6.8%	1.8%
台州市	温岭市	1120.0	6.5%	7.7%	-1.2%
杭州市	下城区	1049.6	6.8%	6.1%	0.7%
嘉兴市	海宁市	1026.6	7.1%	6.1%	1.0%
宁波市	镇海区	1021.6	7.1%	3.1%	4.0%
温州市	瑞安市	1004.0	7.6%	8.0%	-0.4%
绍兴市	上虞区	978.1	7.4%	7.4%	0.0%
嘉兴市	桐乡市	968.2	7.0%	8.2%	-1.2%
绍兴市	越城区	944.1	7.0%	7.5%	-0.5%
杭州市	富阳区	820.5	6.0%	5.7%	0.3%
嘉兴市	平湖市	765.8	7.6%	9.8%	-2.2%
湖州市	吴兴区	726.9	7.8%	8.3%	-0.5%
台州市	临海市	711.9	3.0%	7.0%	-4.0%

温州市	龙湾区	704.5	8.2%	7.7%	0.5%
宁波市	宁海县	701.1	6.1%	7.7%	-1.6%
湖州市	长兴县	693.3	8.2%	8.5%	-0.3%
台州市	椒江区	674.3	5.6%	8.8%	-3.2%

数据来源：各区县国民经济和社会发展统计公报，广发证券发展研究中心

注：如需区县层面完整数据，请联系我们或者对口销售。

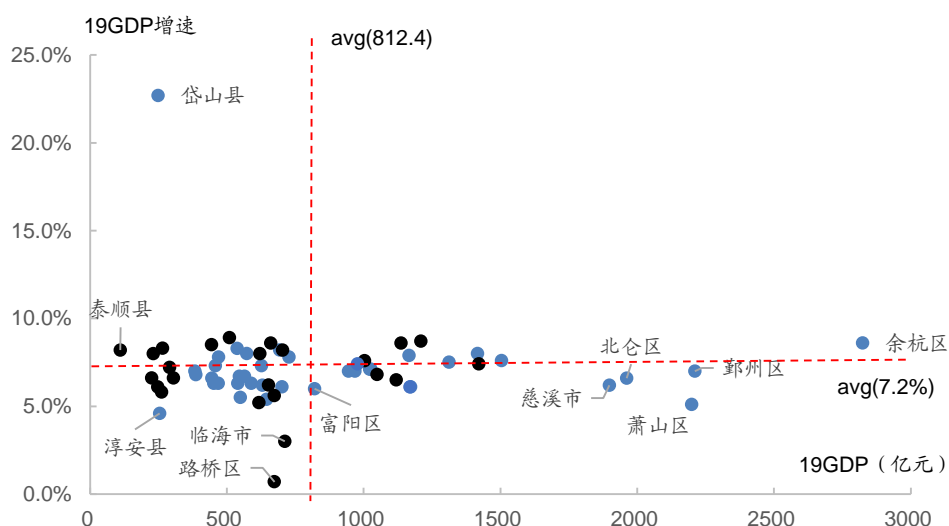
综合GDP总量与GDP增速来看，浙东北地区的区县差异较大，余杭区、鄞州区经济高质量发展，岱山县稳中快进，淳安县相对落后；浙西南地区的区县GDP体量大多小于平均水平，增速有所分化。

GDP总量超过1500亿的6个区县中，余杭区的GDP增速在8%以上，且GDP体量最大。柯桥区、鄞州区和北仑区的增速在6.5%-8%之间；慈溪市和萧山区的增速在5%-6.5%之间，其中慈溪市2019年增速相较2018年下滑3.6个百分点。

GDP总量在500亿元-1500亿元之间的40个区县中，平阳县、乐清市等10个区县GDP增速在8%以上；余姚市、吴兴区等16个区县GDP增速在6.5%-8%之间，经济发展较为适中；嵊州市、海盐县等14个区县GDP增速在6.5%以下，其中台州市下辖的椒江区、临海市和路桥区增速放缓明显。

GDP总量在500亿元以下的18个区县中，岱山县、永嘉县等5个区县增速较高；安吉县、南浔区等8个区县GDP增速在6.5%-8%之间，经济运行平稳；秀洲区、新昌县等5个区县增速在6.5%以下，不过除新昌县外其余4区县增速已有所提升。

图7：2019年浙江各区县GDP与GDP增速



数据来源：各区县国民经济和社会发展统计公报，广发证券发展研究中心

注：浙东北地区以蓝色标出，浙西南地区以黑色标出

(二) 绝大部分区县 2019 年一般公共预算收入增速下滑

受减税降费政策影响，绝大部分区县一般公共预算收入增速下滑，收支压力有所加大。一般公共预算收入规模方面，2019年，余杭区一般公共预算收入仍稳居第一，为391.5亿元。其次是北仑区和鄞州区，一般公共预算收入分别为315.7亿元和228.0亿元。排名前五的均为杭州市和宁波市下辖的区县，排名前十的区县中有8个位于浙东北地区。龙游县、三门县、岱山县、柯城区和泰顺县一般公共预算收入较低，均未超过20亿元。排名最后十位的区县中有7个位于浙西南地区。

一般公共预算收入增速方面，由正转负的区县个数相较2018年有所增加。2019年，奉化区、余杭区和泰顺县增速位列前三，分别为21.3%、16.4%和15.3%。其中奉化区的高增长得益于税收收入和非税收入的共同推动，税收收入增长18.1%，非税收入增长33.2%。普陀区、黄岩区和苍南县增速位列最后三位，分别为-6.5%、-9.7%和-25.3%。2019年一般公共预算收入增速由正转负的区县个数共有5个，分别为温州市下辖的苍南县和平阳县、台州市下辖的黄岩区和三门县以及舟山市下辖的普陀区。增幅由负转正的区县仅有舟山市下辖的定海区1个。

一般公共预算收入增速变化方面，象山县、定海区、鹿城区、奉化区和鄞州区增速相较2018年提升较多，均超过5个百分点，分别为8.4、6.8、6.4、6.1和5.6个百分点。增速上升幅度排名前10的区县中，5个是温州市下辖区县，4个是宁波市下辖区县。温州市下辖的苍南县增速下降幅度最大，较2018年下滑37.2个百分点。

税收收入方面，各区县税收收入情况与一般公共预算收入排名情况基本相似。从税收收入总量来看，余杭区税收收入连续两年稳居第一，为380亿元。鄞州区和柯桥区税收收入皆超过100亿元，分别为198.7亿元和108.8亿元。从税收占一般公共预算收入比重来看，绝大部分区县税收占比超过80%，财政收入质量较高。其中余杭区税收占比最高，为97.1%，而宁海县税收占比最低，为73.2%。

财政自给率方面，各区县财政自给率分化明显。从财政自给率数值来看，排名前10的区县中，杭州市下辖区县占到了3个，绍兴市和台州市下辖区县均占到了2个。有9个区县完全能够自给自足且有剩余，其中杭州市下辖的上城区2019年表现突出，财政自给率为204.2%，位列第一，其次是杭州市下辖的西湖区和绍兴市下辖的越城区，分别为162.0%和121.0%。有10个区县财政自给率低于50%，均为温州市、衢州市、台州市和舟山市下辖的区县。其中龙游县、柯城区和泰顺县排名最后，分别为27.8%、24.3%和18.2%。从财政自给率变化来看，受减税降费政策影响，大部分区县财政自给率均有所下滑，其中黄岩区、富阳区和鄞州区下滑超过20%。而南湖区和龙湾区较2018年提升较多，分别提升了33.8%和13.7%。

表8: 2019年浙江各区县财政情况（一般公共预算收入排名前30）

地级市	区县	一般公共预算收入（亿元）	2019年增速	2018年增速	增速变化	税收收入占比	财政自给率
杭州市	余杭区	391.5	16.4%	20.1%	-3.7%	97.1%	103.9%
宁波市	北仑区	315.7	8.2%	15.6%	-7.4%	-	103.2%
宁波市	鄞州区	228.0	9.1%	3.5%	5.6%	87.1%	97.7%
宁波市	慈溪市	201.7	12.0%	11.1%	0.9%	-	93.1%
杭州市	西湖区	150.6	8.1%	10.7%	-2.6%	-	162.0%
绍兴市	柯桥区	131.4	4.0%	10.8%	-6.8%	82.8%	103.5%
宁波市	海曙区	112.5	7.5%	12.5%	-5.0%	83.4%	-
宁波市	余姚市	107.2	6.6%	11.0%	-4.4%	85.4%	87.5%
金华市	义乌市	101.2	6.3%	12.0%	-5.7%	93.2%	77.1%
温州市	乐清市	99.7	5.7%	10.8%	-5.1%	81.9%	64.2%
嘉兴市	海宁市	97.0	9.0%	14.5%	-5.5%	94.2%	87.1%
杭州市	下城区	96.6	8.0%	9.0%	-0.9%	90.1%	-
绍兴市	诸暨市	89.8	2.8%	13.5%	-10.7%	83.2%	81.3%
绍兴市	上虞区	89.5	8.3%	17.9%	-9.6%	84.5%	85.7%
嘉兴市	平湖市	88.5	8.0%	17.8%	-9.8%	89.8%	78.1%
杭州市	上城区	85.1	5.6%	10.2%	-4.6%	95.7%	204.2%
宁波市	镇海区	84.2	7.2%	11.5%	-4.3%	-	86.5%
杭州市	富阳区	80.0	10.0%	12.5%	-2.5%	90.1%	75.8%
嘉兴市	桐乡市	79.7	10.0%	17.4%	-7.4%	90.3%	79.1%
温州市	瑞安市	79.6	12.0%	12.0%	0.0%	86.8%	56.9%
绍兴市	越城区	78.7	6.7%	16.0%	-9.3%	89.0%	121.0%
台州市	温岭市	78.3	1.3%	13.5%	-12.2%	82.5%	60.9%
嘉兴市	嘉善县	67.8	10.1%	19.1%	-9.0%	-	69.5%
宁波市	宁海县	66.0	7.1%	11.1%	-4.0%	73.2%	72.7%
台州市	临海市	66.0	3.0%	18.0%	-15.0%	82.7%	60.9%
湖州市	长兴县	65.8	10.9%	19.9%	-9.0%	85.0%	81.1%
湖州市	德清县	65.7	11.0%	21.5%	-10.5%	84.3%	78.5%
杭州市	临安区	61.2	15.0%	22.8%	-7.8%	88.6%	71.4%
宁波市	奉化区	60.0	21.3%	15.2%	6.1%	81.6%	72.9%
金华市	永康市	59.9	6.3%	7.6%	-1.3%	85.2%	68.7%

数据来源：各区县财政预算执行报告，广发证券发展研究中心

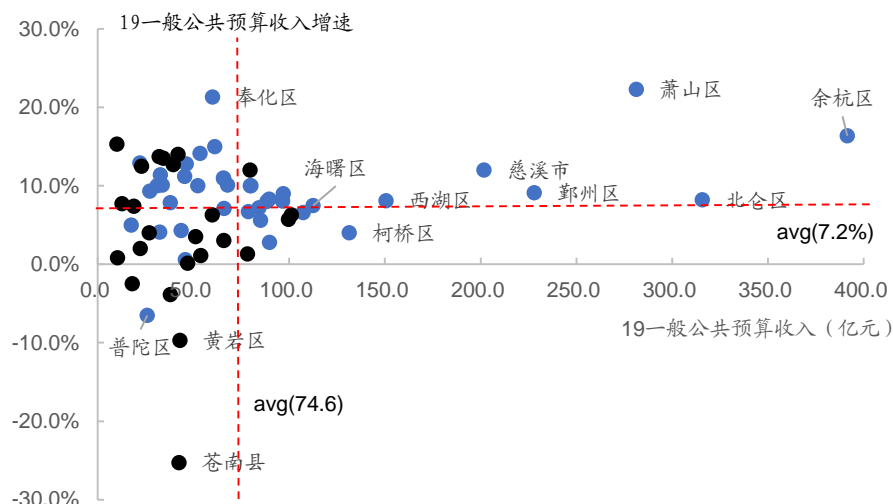
注：海曙区财政收入为属地口径

综合一般公共预算收入总量及其增速来看，浙东北地区财政实力强于浙西南地区。一般公共预算收入总量超过200亿元的区县均位于浙东北地区，其中萧山区和余杭区一般公共预算收入增速高于15%；北仑区、鄞州区和慈溪市增速略低。

一般公共预算收入总量在50-200亿元的区县中，超七成位于浙东北地区。奉化区和临安区增速超过15%；安吉县、瑞安市等22个区县增速在5%-15%之间；柯桥区、椒江区等6个区县增速低于5%。

一般公共预算收入总量小于50亿元的区县中,超半数位于浙西南地区。泰顺县、瓯海区等12个区县增速高于10%;秀洲区、南浔区等12个区县增速在0-10%之间;三门县、平阳县等5个区县增速为负,其中苍南县增速为-25.3%,远低于平均水平。

图8: 2019年浙江各区县一般公共预算收入及其增速



数据来源: 各区县财政预算执行报告, 广发证券发展研究中心

注: 浙东北地区以蓝色标出, 浙西南地区以黑色标出; 萧山区、婺城区和淳安县 2019 年一般公共预算收入及增速未披露, 用 2018 年数据代替

(三) 2019 年绝大部分区县债务率有所上升

城投债余额方面, 排名前30的区县除义乌市和瓯海区外均位于浙东北地区。截止2020年4月24日, 余杭区、柯桥区和义乌市存量城投债余额超过400亿元, 分别为523.1亿元、437.1亿元和422.3亿元。定海区、泰顺县、鹿城区、上城区和三门县城投债余额低于10亿元。

从债务率(存量城投债余额/一般公共预算收入)来看, 2019年长兴县、义乌市、秀洲区、普陀区和柯桥区债务率较高, 均超过300%。其中, 湖州市下辖的长兴县债务率最高, 为517.2%。有6个区县债务率不到20%, 其中杭州市下辖的上城区债务率最低, 仅为3.6%。从债务率变化来看, 秀洲区和普陀区上升幅度较大, 分别为279.7和208.4个百分点。有9个区县债务率相较2018年有所下降, 其中舟山市下辖的定海区下降幅度最大, 为12.8个百分点。

表9：2019年浙江各区县债务情况（存量城投债余额排名前30）

地级市	区县	存量城投债余额（亿元）	债务率	债务率变化
杭州市	余杭区	523.1	133.6%	46.0%
绍兴市	柯桥区	437.1	332.6%	63.7%
金华市	义乌市	422.3	417.2%	107.1%
湖州市	长兴县	340.3	517.2%	167.5%
绍兴市	上虞区	263.1	293.9%	82.9%
宁波市	余姚市	243.7	227.2%	66.2%
嘉兴市	海宁市	197.4	203.5%	-1.4%
绍兴市	诸暨市	177.8	198.0%	78.0%
杭州市	萧山区	173.8	61.8%	-5.8%
杭州市	富阳区	155.0	193.8%	133.2%
湖州市	安吉县	138.1	257.8%	75.6%
杭州市	临安区	133.4	218.1%	90.0%
宁波市	宁海县	126.3	191.3%	136.1%
绍兴市	嵊州市	121.7	265.8%	160.3%
嘉兴市	桐乡市	115.7	145.3%	46.4%
湖州市	南浔区	106.6	280.9%	145.5%
湖州市	吴兴区	102.9	226.2%	80.2%
嘉兴市	秀洲区	102.5	375.9%	279.7%
嘉兴市	嘉善县	92.0	135.7%	68.2%
舟山市	普陀区	90.4	348.7%	208.4%
宁波市	慈溪市	88.8	44.0%	1.3%
嘉兴市	海盐县	82.4	157.6%	73.8%
嘉兴市	平湖市	82.4	93.1%	44.6%
宁波市	奉化区	80.5	134.2%	110.0%
温州市	瓯海区	79.6	189.5%	54.3%
宁波市	镇海区	77.6	92.2%	28.0%
嘉兴市	南湖区	69.6	212.2%	89.2%
台州市	温岭市	69.0	88.2%	25.0%
绍兴市	新昌县	66.4	152.1%	96.7%
台州市	路桥区	65.5	139.2%	54.1%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：存量城投债余额日期为2020年4月24日

综上，**区域经济方面**，各区县GDP增速分布相对集中，但增速变化不一，舟山市下辖的岱山县增速上升明显。**财政表现方面**，一般预算收入增速和财政自给率大多有所下降，呈现上升的区县多分布在温州市和宁波市。**债务方面**，仅有9个区县债务率下降，其余区县较2018年债务率均有所上升。

表10: 2019年浙江各区县指标变化一览 (GDP增速排名前30)

地级市	区县	GDP增速变化	一般公共预算收入增速变化	税收比重变化	财政自给率变化	债务率变化
舟山市	岱山县	↑ 15.7%	↓ -3.0%	↑ 0.0%	↓ -1.3%	↑ 47.9%
宁波市	镇海区	↑ 4.0%	↓ -4.3%	-	↓ -10.7%	↑ 28.0%
金华市	婺城区	↑ 3.9%	-	-	-	↑ 161.1%
杭州市	西湖区	↑ 2.0%	↓ -2.6%	-	↓ -14.0%	↓ -3.8%
宁波市	鄞州区	↑ 2.0%	↑ 5.6%	↓ -2.5%	↓ -29.4%	↑ 2.2%
温州市	鹿城区	↑ 1.8%	↑ 6.4%	↓ -4.0%	-	↓ -8.9%
杭州市	桐庐县	↑ 1.3%	↓ -0.1%	↑ 0.1%	↓ -1.1%	↑ 67.4%
温州市	泰顺县	↑ 1.1%	↑ 4.6%	↑ 12.2%	-	↑ 49.5%
嘉兴市	海宁市	↑ 1.0%	↓ -5.5%	↑ 0.3%	↓ -20.0%	↓ -1.4%
杭州市	临安区	↑ 0.8%	↓ -7.8%	↑ 1.7%	↓ -0.2%	↑ 90.0%
杭州市	上城区	↑ 0.8%	↓ -4.6%	↑ 0.5%	-	↑ 3.6%
金华市	武义县	↑ 0.8%	↓ -3.0%	↓ -3.7%	↓ -6.5%	↓ -2.2%
绍兴市	柯桥区	↑ 0.8%	↓ -6.8%	↓ -1.5%	↓ -8.5%	↑ 63.7%
温州市	瓯海区	↑ 0.8%	↑ 4.2%	↓ -3.2%	↓ -10.2%	↑ 54.3%
绍兴市	诸暨市	↑ 0.8%	↓ -10.7%	↓ -1.1%	↓ -13.5%	↑ 78.0%
杭州市	下城区	↑ 0.7%	↓ -0.9%	↓ -4.4%	-	↑ 8.6%
台州市	三门县	↑ 0.7%	↓ -13.5%	-	↓ -8.6%	↓ -10.4%
温州市	龙湾区	↑ 0.5%	↑ 3.7%	-	↑ 13.7%	↓ -4.9%
衢州市	龙游县	↑ 0.4%	↓ -11.6%	↓ -2.5%	-	↑ 76.1%
杭州市	淳安县	↑ 0.4%	-	-	-	↑ 10.0%
金华市	义乌市	↑ 0.4%	↓ -5.7%	↑ 0.6%	↓ -11.8%	↑ 107.1%
湖州市	德清县	↑ 0.3%	↓ -10.5%	↑ 1.7%	↓ -9.5%	↑ 53.4%
金华市	金东区	↑ 0.3%	↓ -13.9%	-	-	↑ 63.2%
杭州市	富阳区	↑ 0.3%	↓ -2.5%	↓ -0.7%	↓ -23.8%	↑ 133.2%
金华市	永康市	↑ 0.2%	↓ -1.3%	↓ -0.7%	↓ -6.6%	↑ 25.6%
嘉兴市	秀洲区	↑ 0.1%	↓ -8.8%	-	↓ -6.8%	↑ 279.7%
嘉兴市	南湖区	→ 0.0%	↓ -9.0%	-	↑ 33.8%	↑ 89.2%
舟山市	普陀区	→ 0.0%	↓ -13.5%	↓ -2.1%	↓ -6.1%	↑ 208.4%
绍兴市	上虞区	→ 0.0%	↓ -9.6%	↓ -0.6%	↓ -10.0%	↑ 82.9%
温州市	永嘉县	↓ -0.1%	↑ 1.7%	↓ -2.8%	↓ -6.8%	↑ 67.1%

数据来源: Wind, 各区县财政预算执行报告, 各区县国民经济和社会发展统计公报, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

财政收入超预期下滑: 若财政收入超预期下滑, 叠加地方政府还本付息偿债压力较大, 城投债违约风险将上升。

广发证券固定收益小组简介

刘 郁：首席分析师，复旦大学经济学博士。2019 年固定收益领域新财富入围，水晶球第五名。2020 年 1 月加入广发证券发展研究中心。

姜 丹：资深分析师，上海财经大学金融硕士，2020 年 1 月加入广发证券发展研究中心。

肖金川：资深分析师，复旦大学金融学博士，2020 年 1 月加入广发证券发展研究中心。

田乐蒙：联系人，西南财经大学统计学博士，2020 年 2 月加入广发证券发展研究中心。

王宇豪：联系人，UCLA 数据科学硕士，2020 年 2 月加入广发证券发展研究中心。

黄晓曦：联系人，中山大学金融硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。