

2019 年湖北省政府(武汉市)轨道交通 专项债券(一期)—2019 年湖北省 政府专项债券(一期)信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与委托人构成委托关系外，不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用评级自本评级报告出具之日起至被评债券到期兑付日有效。同时，本评级机构已就跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用评级的变化情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号：
中鹏信评【2019】第 Z
【15】号 01

分析师

姓名：
杨再昆 林心平

电话：
0755-82872836

邮箱：
yangzk@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 1 月 18 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
中国地方政府评级方法，
该评级方法已披露于公
司官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦 3
楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2019 年湖北省政府（武汉市）轨道交通专项债券（一期） ——2019 年湖北省政府专项债券（一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行规模：18 亿元 债券期限：5 年期

债券偿还方式：按年偿付利息，到期一次性偿还本金

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对湖北省政府本次拟发行的 18 亿元 2019 年湖北省政府（武汉市）轨道交通专项债券（一期）——2019 年湖北省政府专项债券（一期）（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA。该等级的评定是基于：

- **募投项目社会效益明显，项目收益对本期债券本息的覆盖程度较好。**本期债券募集资金主要投向于武汉市轨道交通 11 号线东段二期项目，社会效益明显；根据专项债券实施方案，在本期债券到期的 2024 年，偿还到期债券本息后，尚有项目现金结余 8.66 亿元，在本期债券存续期内，项目现金流入能完全覆盖当年到期债券还本付息金额。
- **本期债券纳入政府性基金预算，偿付保障程度高。**根据《地方政府专项债务预算管理办法》的规定，本期债券收入、安排的支出、还本付息、发行费用纳入湖北省政府性基金预算管理，债券偿付保障程度高。
- **地区资源丰富，经济规模较大且增速较快。**湖北省拥有丰富的磷、矿盐、石膏等矿产资源、水资源以及科教资源，第二产业较为发达，第三产业发展迅速，高校教育核心竞争力较强。2017 年湖北省地区生产总值（GDP）为 35,478.09 亿元，位列全国各省（自治区）GDP 排名第 7 位。湖北省经济保持了持续快速增长，2015-2017 年 GDP 增速分别为 8.9%、8.1%和 7.8%，增速持续高于全国经济增长水平。
- **地区财政实力强。**2017 年湖北省全省综合财力为 8,732.10 亿元，规模较大，其中以一般公共预算收入和上级补助收入为主；近年获得中央的补助收入持续保持稳定增长，随着供给侧改革红利的不断释放以及湖北省在中部大崛起国家战略的重要地位，预计未来一般公共预算收入及获得中央的补助收入仍将保持稳定增长。

2017年湖北省全省政府性基金预算财力为2,491.04亿元，规模较大，且近几年保持持续增长。

- **湖北省债务规模增长较快，但集中偿付压力不大，且湖北省政府具有较强的流动性获取能力。**2017年末湖北省全省负有偿还责任的政府债务余额为5,715.53亿元，较上年末增长11.99%，增速较快；全省负有偿还责任的政府债务期限结构较为合理，集中偿付压力不大；此外，湖北省广义政府存款规模较大，且政府调配能力较强，湖北省国资委出资的地方国有资产规模尚可，可为债务的偿还提供流动性支持。
- **湖北省财政和债务管理体制不断完善，信息透明度不断提高。**近年来湖北省政府不断推动财政体制完善，强化预算管理，推进税制改革，同时健全债务管理体制、加强政府债务管理、积极防范债务风险，并且政府信息透明度不断提高。
- **获得外部特殊支持的可能性非常大。**湖北省作为中国重要的工业基地和经济大省，在中部地区崛起及长江经济带发展等国家战略中具有重要的地位，经济和政治重要性非常高，因此，我们认为湖北省政府在面临债务流动性危机时，获得中央政府或其他地方政府支持的可能性非常大，这些支持包括流动性支持、债务救助资金或任何推动与债权人的谈判，或帮助获得临时性融资的行动等。

主要指标（单位：亿元）：

项目	2017年	2016年	2015年
地区生产总值规模	35,478.09	32,297.91	29,550.19
人均地区生产总值（元）	60,199	55,038	50,654
地区生产总值增速	7.8%	8.1%	8.9%
全省综合财力	8,732.10	7,922.46	7,433.63
全省一般公共预算收入	3,248.32	3,102.06	3,005.53
其中：省本级一般公共预算收入	231.55	169.23	155.96
全省政府性基金收入	2,434.35	1,906.54	1,654.95
其中：省本级政府性基金收入	139.77	172.10	146.60
全省负有偿还责任的政府债务余额	5,715.53	5,103.67	4,571.89
其中：省本级负有偿还责任的政府债务余额	254.01	147.58	168.97
全省政府或有债务余额	2,353.76	2,846.04	3,062.95
其中：省本级政府债务余额	1,330.71	1,509.66	1,517.13

资料来源：2015-2017年湖北省统计年鉴、湖北省财政厅，中证鹏元整理

一、本期债券概况

（一）债券条款

湖北省人民政府计划发行武汉市轨道交通 11 号线东段二期工程项目专项债券，分四期发行，计划发行面值总额为 66 亿元，其中本期债券计划发行规模为 18 亿元。

债券名称：2019年湖北省政府（武汉市）轨道交通专项债券（一期）——2019年湖北省政府专项债券（一期）；

发行规模：人民币18亿元；

债券期限：5年期；

付息方式：按年支付利息，到期一次性偿还本金。

（二）募集资金用途

本期债券为新增债券，募集资金拟专项用于武汉市轨道交通11号线东段二期工程项目（以下简称“本项目”或“募投项目”）。本期债券偿债资金来源于轨道交通11号线东段二期项目产生的票务收入及站内资源开发收入等地铁运营收入，以及地铁上盖的物业开发收入等。本期债券债务收入、安排的支出、还本付息、发行费用纳入政府性基金预算管理。

二、募投项目分析

（一）项目基本情况

武汉市轨道交通 11 号线东段二期项目是依据《国家发展改革委关于武汉市城市轨道交通第三期建设规划（2015-2021）的批复》（发改基础〔2015〕1367号）而实施的工程，本项目工可、环评、用地等审批文件均已获批。本项目西起于武昌火车站东广场，经北安路、瑞景道、洪兴巷、珞桂路、珞瑜路、新南路，止于光谷火车站。线路全长 12.489km，全地下线，设车站 7 座。本项目车辆采用 A 型车，最高运营时速 100 公里/小时。初、近、远期采用 6 辆编组（土建预留 8 辆编组条件），初期配属车辆为 14 列/84 辆。初、近、远期均采用大小交路套跑的运营方式，高峰小时发车对数分别为 12 对、18 对和 30 对。

本项目由武汉地铁集团有限公司作为项目业主负责具体实施。项目估算总投资为 1,098,980 万元，其中包括工程费用 473,275 万元，工程建设其他费用 447,754 万元，预备费 46,051 万元，专项费用 131,900 万元。项目资金筹措方案为：项目资本金 43.898 亿元，

占总投资的比例为 39.94%，来源为财政资金，其余 66 亿元由湖北省政府通过发行专项债券满足，债券发行计划见表 1。

表 1 募投项目发行专项债券计划

项目	2018年	2019年	2020年	2021年
发行额度（亿元）	18	18	20	10
发行期限（年）	5	5	7	10

资料来源：湖北省财政厅，中证鹏元整理

本项目于 2017 年底正式投入建设，建设周期为 4 年，计划于 2021 年底建成开通试运营。

（二）项目可行性分析

近年政府大力发展城市公共交通出行方式，在《中华人民共和国国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要》等文件中明确支持有条件的城市发展和完善城市轨道交通网络。同时，城市轨道交通项目能够产生较大的经济效益，能够带动站点及沿线地价升值，并利用客流密集的特点发展广告、商贸零售等业务。在此背景下，各符合建设条件的城市积极响应，持续申报和推动城市轨道交通项目建设。截至 2017 年末，中国内地共计 34 个城市开通城市轨道交通并投入运营，开通城市轨道交通线路 165 条，运营线路长度达到 5,033 公里；此外，共 56 个城市开工建设城市轨道交通，共计在建城市轨道交通线路 254 条，在建线路长度达到 6,246.30 公里。2017 年全年完成投资额 4,761.60 亿元，同比增长 23.8%，呈现较快增长态势。从城市结构来看，我国城市轨道交通运营线路及投资以一二线城市为主，截至 2017 年末，北上广深 4 个一线城市轨道交通运营里程合计为 2,079.70 公里，占全国的 41.32%；天津、重庆、武汉等 15 个新一线城市运营里程合计 2,204.10 公里，占全国的 43.80%。

武汉市位于中国中部，是湖北省省会和政治、经济及文化中心，是全国重要的工业基地、科教基地和综合交通枢纽。武汉市总面积为 8,494.41 平方公里，下辖 13 个市辖区和 3 个国家级开发区。武汉市经济财政实力较强，2017 年，武汉市实现 GDP 13,410.34 亿元，按可比价格计算，较上年增长 8.0%；实现一般公共预算收入 1,402.93 亿元，政府性基金收入 1,467 亿元。2017 年末武汉市常住人口为 1,089.29 万人，其中城镇人口 871.87 万人。

长江及汉江横贯市区，将武汉一分为三，形成“两江交汇，三镇鼎立”的格局。但三镇之间距离远、跨度大，武汉市内有大量的跨江长距离交通需求，常住人口和过境人流的汇集使武汉市内交通压力巨大，2018 年末武汉市机动车保有量预计突破 300 万辆。同时武汉市公共交通的出行率较低，导致城市交通拥堵现象日益突出。为缓解交通现状与交通

资源之间的矛盾，武汉市近年来加快推进城市轨道交通规划和建设，根据《武汉市轨道交通线网规划修编（2014-2049年）》，2049年武汉市轨道交通线路将达到25条，总里程将达到1,045公里，形成覆盖全市的轨道交通线路网；实现全市公共交通分担率达60%（不含步行）以及轨道交通出行占总公共出行量的60%的战略目标。

目前武汉市已投入运营1、2、3、4、6、8号线、机场线及阳逻线共8条线路，总里程达237km，日均客流305万乘次，承担过江客流超过40%，占全市公共交通客运量比重超过38%。根据《国家发展改革委关于武汉市城市轨道交通第三期建设规划（2015-2021年）的批复》，建设1号线延伸工程，2号线北延、南延工程，4号线西延工程，5号线，7号线南段，8号线二期工程，11号线东段一期、二期，21号线；到2021年，形成10条运营线路、总长400公里的轨道交通网络。以上城市轨道交通线路均由武汉地铁集团有限公司负责投资建设、筹融资和运营管理，其在武汉市轨道交通建设、沿线物业开发、资源经营等方面经验丰富，在区域轨道交通行业具有绝对的垄断优势。随着轨道交通线路的陆续建成并投入运营，武汉地铁集团有限公司客流量快速增长，2015-2017年分别实现客流量4.43亿人次、5.19亿人次和9.27亿人次；分别实现票款收入10.04亿元、11.80亿元和14.42亿元。未来随着地铁网络的进一步完善，客流量和票款收入仍有望保持较快增长。

本期债券募投项目连接主城区和东湖高新区，贯穿光谷城市副中心，与11号线东段一期衔接，构建主城区和东部新城组团间轨道交通快速走廊，缩短东部新城与中心城区的时空距离，引导城市发展轴线向城市外围扩展，可支撑东湖高新区的发展，加快光谷中心城建设，推动东部新城组团发展，有利于“1+6”城市发展战略和空间结构布局的落实。本项目沿线串联了诸多居住区、商业区和交通枢纽，构建武昌区东西向城市发展轴，有助于优化武昌中心城区城市功能，支撑“两江四岸”城市重点发展区建设。同时，本项目还衔接武昌火车站和光谷火车站两大交通枢纽，可高效集疏枢纽客流，有利于尽快形成“四主一辅”铁路客运枢纽布局，加快综合交通枢纽城市建设。此外，本项目与2号线和8号线组合成环，可有效改善武昌东南部地区的自循环，对缓解武昌中心城区交通拥堵具有重要作用。总体来看，本项目的建设具有很大的社会效益。

中铁第四勘察设计院集团有限公司编制的《武汉市轨道交通11号线东段二期工程可行性研究报告》（以下简称“可研报告”）对本期债券募投项目的可行性予以认可。

（三）偿债资金来源分析

本期债券募投项目偿债资金主要来源于轨道交通运营收入和物业开发收入，其中：轨道交通运营收入包括票务收入、站内资源经营开发收入；物业开发收入包括物业出售收

入和物业出租收入。

1. 轨道交通运营

本项目轨道交通运营收入由票务收入和站内资源经营开发收入构成，其中以票务收入为主，站内资源经营开发收入主要包括车站商业、站内空间的开发，车站冠名权、车厢、车体、车站内广告收入等。根据项目可研报告，本项目在运营期 10 年内预计一共可产生票务收入 31.75 亿元；根据武汉地铁运营实际情况，预计本项目站内资源开发收入为票务收入的 20%，在运营期 10 年内预计一共可实现站内资源开发收入 6.35 亿元。债券存续期内轨道交通运营收入预测情况见表 2。

表 2 募投项目轨道交通运营收入预测情况

年份	全日客流量 (万人)	平均人次票价 (元/人次)	票务收入 (亿元)	站内资源开发收入 (亿元)	轨道交通运营收入 合计 (亿元)
2022	21.80	3.50	2.73	0.55	3.28
2023	21.80	3.50	2.73	0.55	3.28
2024	21.80	3.50	2.73	0.55	3.28
2025	22.94	3.50	2.87	0.57	3.45
2026	24.13	3.50	3.02	0.60	3.63
2027	25.39	3.50	3.18	0.64	3.82
2028	26.71	3.50	3.35	0.67	4.02
2029	28.10	3.50	3.52	0.70	4.23
2030	29.56	3.50	3.70	0.74	4.45
2031	31.10	3.50	3.90	0.78	4.68
合计	-	-	31.75	6.35	38.10

资料来源：湖北省财政厅，中证鹏元整理

本项目轨道交通建设及运营阶段产生的现金流出主要包括工程建设投入、经营成本等。其中，工程投入包括车站、区间、轨道等工程费用及预备费用及专项费用等，地铁经营成本包括生产人员工资、修理费、电费、营运费和管理费等。在专项债券存续期内（2018-2031 年）预计本项目轨道交通建设及运营方面产生的现金流出合计 123.53 亿元。

表 3 专项债券存续期内轨道交通运营现金流出预测情况（单位：亿元）

年份	工程投入	经营成本	轨道交通运营现金流出合计
2018	26.11	0.00	26.11
2019	26.11	0.00	26.11
2020	29.01	0.00	29.01
2021	22.53	0.00	22.53
2022	0.00	1.70	1.70

2023	0.00	1.74	1.74
2024	0.00	1.78	1.78
2025	0.00	1.85	1.85
2026	0.00	1.92	1.92
2027	0.00	1.99	1.99
2028	0.00	2.07	2.07
2029	0.00	2.15	2.15
2030	0.00	2.24	2.24
2031	0.00	2.33	2.33
合计	103.76	19.77	123.53

资料来源：湖北省财政厅，中证鹏元整理

2. 物业开发

本项目采取“地铁+物业”相结合的运作模式。物业开发收入主要来源于张家湾停车场上盖物业、佛祖岭物业、武昌火车站物业、马房山站物业、丁字桥站物业、虎泉站物业等，包括物业出售收入和物业出租收入两部分。张家湾停车场上盖物业和佛祖岭物业大部分用于出售，其余物业均用于出租，出售物业具体情况如表 4。

表 4 出售物业概况

指标	张家湾停车场上盖物业	佛祖岭物业
净用地面积 (m ²)	176,615	78,200
总建筑面积 (m ²)	471,771	190,800
其中：可出售住宅建筑面积 (m ²)	372,408	177,000
可出租商业建筑面积 (m ²)	99,363	13,800
停车位 (个)	5,006	2,450

资料来源：湖北省财政厅，中证鹏元整理

上述物业的出售部分收入，参照项目周边楼盘开盘价格，2019 年销售价格暂定为 19,000 元/平方米，年均增长率按 10% 考虑，开发进度、销售进度及销售收入预测表见表 5。根据测算，预计合计可实现物业销售收入 218.08 亿元。

表 5 物业开发、销售进度及收入预测表（单位：亿元）

年份	开发进度	销售进度	销售收入
2022	25%	-	-
2023	25%	25%	38.21
2024	-	25%	42.03
2025	-	-	-
2026	25%	-	-
2027	-	25%	55.94

2028	-	-	-
2029	-	-	-
2030	25%	-	-
2031	-	25%	81.90
合计	100%	100%	218.08

资料来源：湖北省财政厅，中证鹏元整理

本项目物业出租收入来源于武昌火车站、马房山站、丁字桥站、虎泉站等四个物业出租项目和张家湾停车场、佛祖岭等两个项目的出租部分，涵盖公寓出租收入、写字楼出租收入、酒店收入、商业出租收入、停车收入和物业管理收入等。经初步测算，在专项债券存续期间，物业出租部分收入预计可产生现金流入 86.65 亿元。

物业开发现金流出主要包括项目土地成本、建安成本、销售管理费用、物业营业支出及相关税费。根据可研报告的测算，在专项债券存续期内预计本项目物业开发方面产生的现金流出合计 207.45 亿元。

表 6 物业开发现金流预测（单位：亿元）

年份	物业开发现金流入			物业开发现金流出			
	物业出租收入	物业销售收入	现金流入合计	土地及建安成本	经营成本	相关税费及销售管理费用	现金流出合计
2020	0.00	0.00	0.00	7.46	0.00	0.00	7.46
2021	0.00	0.00	0.00	31.14	0.00	0.04	31.18
2022	2.80	0.00	2.80	22.34	0.61	0.35	23.30
2023	9.67	38.21	47.88	4.83	1.90	9.55	16.28
2024	10.40	42.03	52.43	0.00	2.05	12.53	14.58
2025	6.41	0.00	6.41	0.00	1.26	0.72	1.97
2026	6.95	0.00	6.95	4.83	1.36	0.78	6.97
2027	11.90	55.94	67.84	0.00	2.35	16.57	18.92
2028	7.81	0.00	7.81	0.00	1.53	0.86	2.39
2029	8.24	0.00	8.24	0.00	1.61	0.91	2.52
2030	8.70	0.00	8.70	4.83	1.70	0.96	7.49
2031	13.75	81.90	95.65	0.00	2.71	71.68	74.39
合计	86.65	218.08	304.73	75.43	17.08	114.95	207.45

资料来源：湖北省财政厅，中证鹏元整理

综合考虑本项目资本金投入、轨道交通运营及物业开发带来的现金流入，根据项目收益与融资平衡分析结果，本项目专项债券本金覆盖率可达到 1.33，本息资金覆盖率可达到 1.28，保障程度较高，专项债券全部到期偿付后仍有现金结余 22.08 亿元，整体来看，在专项债券存续期内项目资金平衡状况较好。从本期债券偿付来看，本期债券到期时（即

2024年)，在偿还到期债券本息后，该项目现金结余为8.66亿元，在本期债券存续期内，该项目现金流入能完全覆盖当年到期债券还本付息金额。

表7 专项债券存续期内募投项目现金流测算（单位：亿元）

项目	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
一、经营活动产生的现金								
经营活动产生的现金	0.00	0.00	0.00	0.00	3.28	3.28	3.28	3.45
经营活动支付的现金	0.00	0.00	0.00	0.00	1.70	1.74	1.78	1.85
经营活动现金净流量	0.00	0.00	0.00	0.00	1.58	1.54	1.50	1.60
二、投资活动产生的现金								
购建固定资产所支付的现金	26.11	26.11	29.01	22.53	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金净流量	-26.11	-26.11	-29.01	-22.53	0.00	0.00	0.00	0.00
三、融资活动产生的现金								
资本金流入	11.85	11.85	13.17	7.02	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资款	18.00	18.00	20.00	10.00	0.00	0.00	0.00	0.00
债券发行费	0.02	0.02	0.02	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
利息支付	0.36	1.16	1.98	2.62	2.84	2.45	1.68	1.29
偿还债券本金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	18.00	18.00	0.00
融资活动现金净流量	29.47	28.67	31.17	14.39	-2.84	-20.45	-19.68	-1.29
四、本年现金净流量	3.36	2.56	2.16	-8.14	-1.26	-18.91	-18.18	0.31
五、运营累计净现金流	3.36	5.93	8.08	-0.05	-1.32	-20.23	-38.40	-38.09
六、物业出租净流量	0.00	0.00	0.00	0.30	1.89	3.51	6.04	3.63
七、物业出售净流量	0.00	0.00	0.00	-0.04	-0.04	21.19	29.22	-1.44
八、偿还股东借款本金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
九、偿还其他融资方式本金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.00	10.00	3.00
十、本年现金净流量	3.36	2.53	2.16	-7.87	0.58	0.79	7.08	-0.50
十一、本年累计现金净流量	3.36	5.93	8.08	0.21	0.79	1.58	8.66	8.16

表8 专项债券存续期内募投项目现金流测算-续表（单位：亿元）

项目	2026	2027	2028	2029	2030	2031	合计
一、经营活动产生的现金							
经营活动产生的现金	3.63	3.82	4.02	4.23	4.45	4.68	38.10
经营活动支付的现金	1.92	1.99	2.07	2.15	2.24	2.33	19.77
经营活动现金净流量	1.71	1.82	1.94	2.07	2.21	2.35	18.32
二、投资活动产生的现金							
购建固定资产所支付的现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	103.76
投资活动现金净流量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-103.76
三、融资活动产生的现金							
资本金流入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	43.90

债券融资款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	66.00
债券发行费	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.07
利息支付	1.29	0.86	0.43	0.43	0.43	0.22	18.03
偿还债券本金	0.00	20.00	0.00	0.00	0.00	10.00	66.00
融资活动现金净流量	-1.29	-20.86	-0.43	-0.43	-0.43	-10.22	25.80
四、本年现金净流量	0.42	-19.04	1.51	1.64	1.78	-7.87	-59.64
五、运营累计净现金流	-37.67	-56.71	-55.19	-53.55	-51.77	-59.64	-59.64
六、物业出租净流量	4.22	7.96	5.36	5.72	6.05	9.55	54.23
七、物业出售净流量	-6.27	39.68	-0.36	-0.08	-4.84	11.72	88.73
八、偿还股东借款本金	0.00	21.00	10.00	3.60	0.00	0.00	34.60
九、偿还其他融资方式本金	5.00	3.64	0.00	0.00	0.00	0.00	26.64
十、本年现金净流量	-6.62	3.97	-3.49	3.67	2.99	13.40	22.08
十一、本年累计现金净流量	1.54	5.51	2.02	5.69	8.68	22.08	22.08

资料来源：湖北省财政厅，中证鹏元整理

（四）债务偿还主要风险分析

1. 募投项目施工风险

本项目轨道交通建设工期较长，施工进度容易受到内外部各种因素的影响，这些因素可能包括勘测资料的详细程度、设计方案的稳定、项目业主的组织管理水平、资金到位情况、承建商的施工技术及管理水平的等。项目建设期每年支付的利息较多，若工期拖延，工程投资将增加，并且工期拖延还将影响轨道交通运营业务的现金流入。

本项目所涉及的沿线物业的开发将面临征地拆迁风险和开发政策变动风险。征地拆迁进度如不能按预期进行，将影响到物业开发销售和出租业务的现金流入。另外，本项目物业开发模式仍存在不确定性，一方面是规划设计指标有可能调整，目前武汉地铁集团有限公司正在对两个地块情况进行梳理，规划设计指标调整将涉及容积率、使用功能、建筑面积、用地性质等数据变化，规划设计指标调整后，可供开发的块数量、土地面积将产生变化；另一方面，用于商业开发的建筑面积中，住宅用地和商业用地的开发比例可能发生变化，以上都将对物业开发收入及现金流入造成影响。

此外，在施工阶段仍可能出现一些难以预测的地质情况或施工不当、管理不善而发生的工程事故，将引起工程延期及投资增加，甚至可能对项目建设造成较大影响和损失。

考虑到本项目实施主体武汉地铁集团有限公司具有较丰富的轨道交通建设经验，且政府职能部门对项目建设配合度较高，项目施工风险总体可控。

2. 客流量风险

客流量是影响轨道交通运营收入和现金流入的重要因素，并且出现预测出现偏差的可能性较大。中证鹏元分别设定客流量影响轨道交通运营收入下降5%和下降10%两种情形，测试其对偿债资金的影响。

压力测试结果显示，在每年轨道交通运营收入均下降5%和下降10%的两种情形下，专项债券全部到期偿付后仍有现金结余20.18亿元和18.29亿元，本期债券到期时（即2024年），在偿还到期债券本息后，该项目现金结余分别为8.15亿元和7.68亿元，在本期债券存续期内，两种压力情形下该项目现金流入均能完全覆盖当年到期债券还本付息金额。

表 9 轨道交通运营收入下降情形下项目累计现金结余（单位：亿元）

年份	基准情形	下降 5%情形	下降 10%情形
2018	3.36	3.36	3.36
2019	5.93	5.92	5.92
2020	8.08	8.08	8.08
2021	0.21	0.20	0.20
2022	0.79	0.62	0.46
2023	1.58	1.23	0.92
2024	8.66	8.15	7.68
2025	8.16	7.49	6.83
2026	1.54	0.67	-0.16
2027	5.51	4.46	3.43
2028	2.02	0.78	-0.46
2029	5.69	4.25	2.81
2030	8.68	7.02	5.36
2031	22.08	20.18	18.29

资料来源：湖北省财政厅，中证鹏元整理

3. 物业销售收入不达预期的风险

物业销售收入易受到房地产市场价格的影响，可能出现一定的波动；相对于而言，物业出租收入稳定性相对较好。中证鹏元分别设定各年份物业销售收入下降5%和下降10%两种情形，测试其对偿债资金的影响。

压力测试结果显示，在物业销售收入下降5%和下降10%的两种情形下，专项债券全部到期偿付后仍有现金结余17.66亿元和9.23亿元，本期债券到期时（即2024年），在偿还到期债券本息后，该项目现金结余分别为6.14亿元和1.36亿元，在本期债券存续期内，两种压力情形下该项目现金流入基本能覆盖当年到期债券还本付息金额，仅有2023年不能覆盖

所有债务本息，期末结余为-1.48亿元。

表 10 物业销售收入下降情形下项目累计现金结余（单位：亿元）

年份	基准情形	下降 5%情形	下降 10%情形
2018	3.36	3.36	3.36
2019	5.93	5.92	5.92
2020	8.08	8.08	8.08
2021	0.21	0.20	0.21
2022	0.79	0.79	0.80
2023	1.58	0.52	-1.48
2024	8.66	6.14	1.36
2025	8.16	5.72	1.07
2026	1.54	-0.60	-4.65
2027	5.51	1.39	-6.43
2028	2.02	-2.08	-9.86
2029	5.69	1.62	-6.16
2030	8.68	4.85	-2.47
2031	22.08	17.66	9.23

资料来源：湖北省财政厅，中证鹏元整理

（五）总结

本期债券募投项目收入来源多样，收支盈余情况良好，未来预期现金流充足。在本期债券到期时（即2024年），在偿还到期债券本息后，尚有项目现金结余8.66亿元，在本期债券存续期内，项目现金流入能完全覆盖当年到期债券还本付息金额。并且在轨道交通运营收入每年下降5%、下降10%，以及物业销售收入下降5%、下降10%四种压力情形下，专项债券全部到期偿付后均有结余，在本期债券到期时（即2024年），在偿还到期债券本息后，也均有结余。但我们也关注到，仍存在轨道交通运营收入及物业开发收入变化超出压力测试范围，进而导致债券偿付保障程度下降的风险。

即使出现因工期进度、客流量及物业销售收入等远不达预期导致项目收入和现金流入暂时不足以偿付本期债券的情形，根据财预[2017]89号文规定，湖北省政府仍可在专项债务限额内发行相关专项债券周转偿还。此外，根据《地方政府专项债务预算管理办法》的规定，本期债券收入、安排的支出、还本付息、发行费用纳入湖北省政府性基金预算管理。总体来看，本期债券偿付保障程度高。

三、经济基础

湖北省资源丰富，地理位置较好，是我国重要的交通运输枢纽；近年来经济保持高速增长，经济总量位列全国中上游，经济增长动力主要依靠投资和消费拉动

湖北省位于我国中部，东邻安徽，南界江西、湖南，西连重庆，西北与陕西接壤，北与河南毗邻，全省国土总面积18.59万平方公里，占全国总面积的1.94%。湖北省现有12个省辖市、1个自治州、39个市辖区、24个县级市（其中3个直管市）、37个县、2个自治县、1个林区。根据《国务院关于促进中部地区崛起“十三五”规划的批复》（国函〔2016〕204号）、《国家发展改革委关于印发促进中部地区崛起“十三五”规划的通知》（发改地区〔2016〕2664号）以及《长江经济带发展规划纲要》，湖北全域均被纳入上述国家战略中，2017年4月中国（湖北）自由贸易试验区正式挂牌，多个国家战略叠加自贸区的逐步发展，有助于推动湖北省综合实力和竞争力的进一步提高。

湖北省已发现矿产136种，其中已查明了资源储备的矿产有87种，拥有磷、矿盐、芒硝、石膏、铁、铜、金、银、石灰岩等矿产资源。湖北省旅游资源和水资源较为丰富，拥有武当山、神农架、长江三峡、黄鹤楼等诸多著名旅游景点；水资源方面，拥有长江干线近千公里，超过5公里长的河流4,000多条。科教资源方面，截至2017年末湖北省共有普通高等学校128所，包括“211”院校7所，“985”院校2所。

湖北省是全国重要的交通运输枢纽，其省会武汉市自古就有“九省通衢”之称。公路方面，湖北省初步形成了“七纵七横三环”高速公路骨架网，截至2017年末，境内公路营运里程26.95万公里，其中高速公路6,251.66公里。水运方面，通航河流229条，其中长江干流横贯全省1,061公里。铁路方面，湖北省内铁路线包括京广线、京九线、武九线等多条铁路线路，全省铁路营业里程超过4,000公里，武汉至西安的高速铁路也在规划建设过程中。航空方面，武汉天河机场是华中地区规模最大的航空港，2016年全年旅客吞吐量首次突破2,000万人次。

区位和交通优势以及良好的科教资源，推动湖北省汽车、冶金、光电子等产业的发展，支撑了湖北省地方经济持续保持较高速增长。2015-2017年，湖北省分别实现地区生产总值2.96万亿、3.23万亿和3.55万亿，按照可比价格计算，同比分别增长8.9%、8.1%和7.8%，增速有所放缓，但仍高于同期全国水平，同期经济总量均位列全国前十，其中2017年位居全国各省（自治区、直辖市）第7位，较上年持平。从居民生活水平来看，湖北省处于全国中等偏上水平，2017年人均国内地区生产总值60,199元，人均可支配收入23,757元，略高于全国平均水平。

从经济发展的动力来看，投资和消费对湖北省经济增长的贡献较大。2017年，湖北省固定资产投资规模31,872.57亿元，同比增加11.0%，增速较快。具体投向来看，第三产业为主要投向，2017年第三产业投资额为17,723.86亿元，同比增长10.6%，占全省投资比重达55.6%，比上年提高0.1个百分点；工业投资稳定增长，当年完成工业投资12,712.39亿元，增长11.9%；同年，湖北省基础设施投资力度加大，当年完成投资9,640.60亿元，增长18.3%。从具体行业投向看，制造业和高技术产业分别完成投资11,257.48亿元和1,404.93亿元，分别增长11.5%和33.4%；房地产开发投资保持增长，当年完成投资4,574.89亿元，增长6.5%。2017年，受益于居民收入较快增长，湖北省城乡消费增长较快，商品零售和餐饮消费保持高速增长，全省社会消费品零售总额17,394.10亿元，同比增长11.1%。2017年，随着“一带一路”、“长江经济带”等重大战略的实施，以及中国（湖北）内陆自由贸易试验区获批设立等政策利好，全省进出口总额为463.09亿美元，同比增长17.50%；进出口总额占当年地区生产总值的比重为8.81%，占比较小，湖北省对外贸易对经济贡献有限。

湖北省作为人口大省及劳动力富集大省，长期以来向外输出劳动力，老龄化进程较快。不过近年来，随着湖北省经济的增长、城镇化战略的实施、农民工回乡和就近就业，人口净流出的现象有所改善。根据《湖北省2015年全国1%人口抽样调查数据公报》，截至2015年11月1日，全省常住人口为5,851.5万人，其中65岁及以上人口646万人，占比11.04%，高于全国10.47%的平均水平，人口老龄化程度偏高，政府用于养老与医疗保障等方面的支持压力相对较大。2017年末全省常住人口5,902万人，同比增长0.29%，湖北省人口在我国各省市中位列第九，2017年末湖北省城镇化率为59.3%，高于全国平均水平，继续保持中部第一。

表 11 2015-2017 年湖北省主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	35,478.09	7.8%	32,297.91	8.1%	29,550.19	8.9%
第一产业增加值	3,528.96	3.7%	3,659.33	3.9%	3,309.84	4.5%
第二产业增加值	15,441.75	7.1%	14,375.13	7.8%	13,503.56	8.3%
第三产业增加值	16,507.38	9.5%	14,263.45	9.5%	12,736.79	10.7%
工业增加值	13,874.21	7.2%	12,255.46	7.8%	11,532.37	8.5%
固定资产投资	31,872.57	11.0%	29,503.88	13.1%	29,191.06	16.8%
社会消费品零售总额	17,394.10	11.1%	15,649.22	11.8%	14,003.24	12.5%
进出口总额（亿美元）	463.09	17.5%	393.98	-13.6%	456.05	5.9%
金融机构本外币存款余额	51,708.34	9.4%	47,284.95	15.6%	40,896.52	13.1%
金融机构本外币贷款余额	38,154.95	10.5%	34,530.72	21.8%	28,338.90	16.9%

居民人均可支配收入（元）	23,757	9.0%	21,787	8.8%	20,026	9.5%
人均 GDP（元）	60,199		55,038		50,654	
人均 GDP/全国人均 GDP	100.90%		101.96%		102.64%	

资料来源：2015-2017年湖北省统计年鉴，中证鹏元整理

湖北省是我国重要的工业基地，在汽车、化工、冶金等领域形成了完整的产业链和产业集群，同时湖北省加快产业转型升级，新能源、光电子等新兴产业得到了长足发展，地方经济发展质量有所提升，产业结构持续优化

湖北省积极推动经济结构转型升级，优化产业结构，形成了第一产业占比逐步下降，第二产业为主导，第三产业快速发展的经济结构。2017年，湖北省第一、二、三产业占比由2015年的11.2：45.7：43.1调整为2017年的10.0：43.5：46.5，第三产业占比提高3.4个百分点，产业结构持续优化。

湖北省是我国重要的工业基地之一，充分利用交通和科教资源的优势，近年工业经济总值不断攀升，形成了以汽车、冶金、食品、石化、电力能源、纺织、电子信息为主导的工业体系。2017年湖北省工业总产值为4.56万亿元，其中重工业总产值为3.00万亿元，2017年湖北省工业增加值为1.39万亿元，同比增长7.2%。具体来看，依托东风汽车，湖北省已经成为国内第三大汽车工业基地，形成了庞大的汽车产业群，十堰-襄阳-武汉成为我国知名的“汽车工业走廊”，2017年汽车产量达266.9万辆，同比增加9.9%；整车行业增加值增长14.5%，同比增长0.6个百分点。围绕武钢发展的冶金产业，是湖北省另一重要的支柱产业，形成了武汉-鄂州-黄石为基地的钢铁工业基地，2017年钢材产量同比增长6.3%，年产量为3,581.90万吨。武汉东湖新技术产业开发区为国内知名“光谷”，其光电子产业在国内具有较强的竞争力。凭借高校集聚人才优势、政策背景扶持和产业集聚效应，近年以手机、集成电路圆片、光电子器件为主的电子设备制造业保持较快发展，当年增加值增速为16.1%，较上年提升5.1个百分点。其他优势产业还包括以武汉-荆门为基地的化学工业，黄石-宜昌为基地的建材工业。

为持续推动供给侧改革以及产业升级与创新，2015年由财政出资400亿元成立湖北省长江经济带产业基金（简称“长江产业基金”），计划打造2,000亿元基金群，致力于扶持战略性新兴产业。截至2017年末，长江产业基金完成签约、承诺落地湖北的战略新兴产业项目31个，总投资规模约3,924亿元，30支基金通过基金管委会核准，基金总规模1,076.26亿元，其中21支母基金长江产业基金已实缴出资，总规模825.96亿元。产能去化方面，2017年湖北省持续推进供给侧改革，当年六大高耗能产业工业增加值增长3.8%，低于规模以上工业增速3.6个百分点，重点高能耗产品水泥、平板玻璃、生铁和粗钢产量均在低位运行，分别增长0.7%、4.5%、3.4%和3.4%。同年，湖北省高技术制造业工业增加值增长14.9%，

快于规模以上工业7.5个百分点，占规模以上工业增加值的比重达8.4%，对规模以上工业增长的贡献率达15.9%，较上年提高5.1个百分点。未来湖北省将持续加大力度发展新经济，围绕新一代信息技术、高端装备等六大重点领域，打造集成电路、光通信、新能源汽车、高端数控装备、北斗导航等16个行业优势地位，培育壮大战略性新兴产业。

近年来，依托旅游业的快速发展及城镇化的不断深化，湖北省服务业总量保持持续增长，2017年湖北省第三产业增加值增至1.65万亿元，同比增长9.5%，第三产业占地方经济总量的比重上升至46.5%，成为地方经济快速增长的重要支撑。2017年湖北省接待旅游总人数6.39亿人次，增长11.5%，实现旅游总收入5,514亿元，增长12.8%。2017年金融业和营利性服务业增速分别达到9.0%和17.8%，增速保持在较高水平。随着“一带一路”、长江经济带等一系列战略与政策的实施，湖北省未来服务业发展可期。

随着湖北省经济持续高速增长，居民收入水平稳步提高，推动社会消费品需求不断扩大，湖北省社会消费品零售总额逐年快速提升。2015-2017年湖北省社会消费品零售总额分别实现14,003.24亿元、15,649.22亿元和17,394.10亿元，年复合增长率为11.45%。金融业方面，湖北省金融机构数量有所增加，金融总量持续扩张。2017年末，湖北省金融机构本外币存款余额为5.17万亿元，同比增加9.4%；各项贷款余额为3.82万亿元，同比增加10.5%。全年实现保费收入1,346.77亿元，同比增长28.1%。湖北积极推进服务业发展，根据《湖北省服务业发展“十三五”规划》，湖北将建设“全国重要的现代物流基地、全国重要的研发设计基地、长江中游区域性金融中心、长江中游商业功能区、中部电子商务中心、中部旅游核心区”，打造一批具有全国影响力的现代服务业基地。

四、财政实力与灵活性

湖北省全省综合财力规模较大，一般公共预算收入保持增长，获得中央的补助收入保持稳定增长；政府基金性收入规模较大，是地区综合财力的重要补充，但与全国其他省市一样以国有土地使用权出让收入为主，易受房地产市场和土地市场波动的影响

2015-2017年湖北省全省综合财力分别为7,433.63亿元、7,922.46亿元和8,732.10亿元，整体规模较大，财政实力很强。从综合财力构成来看，2017年全省一般公共预算财力和政府性基金预算财力占比分别为71.27%和28.53%，其中一般公共预算财力主要来源于一般公共预算收入和上级补助收入，近年获得中央的补助收入持续保持稳定增长，随着供给侧改革红利的不断释放以及湖北省在中部大崛起国家战略的重要地位，预计一般公共预算收入和获得中央的补助收入仍将保持稳定增长；政府性基金预算财力主要来源于政府性基金收入，政府性基金收入规模较大，是地区综合财力的重要补充。

2015-2017 年湖北省本级综合财力分别为 3,062.03 亿元、3,241.54 亿元和 3,405.21 亿元，其中上级补助收入系湖北省本级财力的主要构成。省本级一般公共预算收入虽有所增长，但规模较小；省本级政府性基金收入规模也较小，且有所波动。

表 12 近三年湖北省全省及省本级财政收入情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	全省	省本级	全省	省本级	全省	省本级
综合财力	8,732.10	3,405.21	7,922.46	3,241.54	7,433.63	3,062.03
（一）一般公共预算财力	6,223.05	3,206.28	5,942.63	3,009.80	5,676.65	2,827.08
其中：一般公共预算收入	3,248.32	231.55	3,102.06	169.23	3,005.53	155.96
上级补助收入	2,974.73	2,974.73	2,840.57	2,840.57	2,671.12	2,671.12
（二）政府性基金预算财力	2,491.04	196.46	1,963.14	228.70	1,740.08	231.73
其中：政府性基金收入	2,434.35	139.77	1,906.54	172.10	1,654.95	146.60
（三）国有资本经营收入	18.01	2.47	16.69	3.04	16.90	3.22

注：（1）一般公共预算财力=一般公共预算收入+上级补助收入；（2）综合财力=一般公共预算财力+政府性基金预算财力+国有资本经营收入。

资料来源：湖北省财政厅，中证鹏元整理

与经济发展水平相适应，湖北省一般公共预算收入在全国处于中等偏上水平，2017 年位居全国各省市第 9 位。2015-2017 年湖北省全省一般公共预算收入分别为 3,005.53 亿元、3,102.06 亿元和 3,248.32 亿元，同比分别增长 17.1%、3.2%和 4.7%，其中 2016 年受全省特大洪涝灾害、全面推行“营改增”以及中央与地方增值税分享比例调整等因素影响，一般公共预算收入增幅回落明显。从收入结构来看，湖北省一般公共预算收入以税收收入为主，2015-2017 年占比分别为 69.42%、68.44%和 69.20%。从税收结构来看，税收收入主要以增值税（含营业税）、企业所得税、土地增值税和契税为主，2017 年合计占全省税收收入的比重为 72.55%，受全面推行“营改增”的影响，2017 年增值税较 2016 年增值税和营业税合计数下降 76.89 亿元。

2015-2017 年湖北省省本级税收收入分别为 25.38 亿元、20.61 亿元和 12.45 亿元，占省本级一般公共预算收入的比重分别为 16.27%、12.18%和 5.38%，占比较小，且逐年下降。2015-2017 年湖北省省本级非税收入分别为 130.58 亿元、148.62 亿元和 219.10 亿元，其中 2017 年省本级非税收入大幅增长系部分政府性基金收入转列一般公共预算专项收入和部分历年结转收入清理入库所致。

表 13 2015-2017 年湖北省全省及省本级一般公共预算收入情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	全省	省本级	全省	省本级	全省	省本级

一般公共预算收入	3,248.32	231.55	3,102.06	169.23	3,005.53	155.96
(一) 税收收入	2,247.82	12.45	2,122.93	20.61	2,086.50	25.38
其中：增值税（含营业税）	860.67	-	937.56	-	963.78	-
企业所得税	349.62	-	299.12	-	276.78	-
个人所得税	121.94	-	92.98	-	78.53	-
城市维护建设税	162.73	-	143.48	-	138.62	-
土地增值税	215.80	-	201.55	-	187.76	-
契税	204.87	-	149.64	-	153.50	-
(二) 非税收入	1,000.49	219.10	979.13	148.62	919.03	130.58
税收收入/一般公共预算收入	69.20%	5.38%	68.44%	12.18%	69.42%	16.27%

注：“-”表示未取得数据。

资料来源：湖北省财政厅，中证鹏元整理

湖北省政府性基金预算收入主要由国有土地使用权出让收入和车辆通行费构成，与全国其他省市一样主要以国有土地使用权出让收入为主，易受房地产市场和土地市场波动的影响。2015-2017年，湖北省全省政府性基金预算收入分别完成1,654.95亿元、1,906.54亿元和2,434.35亿元，同期增速分别为-9.29%、15.20%和27.68%，2016年以来湖北省全省政府性基金收入明显上升，主要系武汉等城市房地产市场持续升温、国有土地使用权出让收入大幅增加所致。2015-2017年，湖北省省本级政府性基金预算收入分别完成146.60亿元、172.10亿元和139.77亿元，呈波动态势，其中2016年增长系部分科目历年结存收入清理入库，2017年因新增建设用地土地有偿使用费收入转列一般公共预算收入而下滑。从收入结构看，湖北省省本级政府性基金预算收入主要集中于车辆通行费收入。2015-2017年，湖北省省本级车辆通行费分别完成97.40亿元和93.32亿元和101.11亿元，分别占当年省本级政府性基金预算收入的66.44%、54.22%和72.34%。其中2016年下降系湖北省全省高速公路通行费从2016年6月起实施了“一降两惠”政策，政策实行后当年省本级车辆通行费收入有所下滑。

表 14 2015-2017 年湖北省全省及省本级政府性基金收入情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	全省	省本级	全省	省本级	全省	省本级
政府性基金收入	2,434.35	139.77	1,906.54	172.10	1,654.95	146.60
其中：国有土地使用权出让收入	2,111.99	-	1,603.00	-	1,381.52	-
车辆通行费收入	112.94	101.11	105.37	93.32	108.06	97.40

注：“-”表示未取得数据。

资料来源：湖北省财政厅，中证鹏元整理

湖北省财政支出以一般公共预算支出为主，2017年全省一般公共预算支出占比达到70.32%，全省刚性支出占财政支出的比重为36.16%，表明湖北省财政支出灵活性整体较

好。除刚性支出外，湖北省一般公共预算支出主要投向于农林水事务、城乡社区、交通运输、住房保障和公共安全等领域。政府性基金支出主要是国有土地使用权出让相关支出和车辆通行费相关支出。2017年湖北省全省公共财政自给率为47.76%，自给能力一般。

表 15 2015-2017 年湖北省全省及省本级财政支出情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	全省	省本级	全省	省本级	全省	省本级
财政支出合计	9,671.57	938.74	8,441.81	869.43	7,924.99	987.96
（一）一般公共预算支出	6,801.26	823.02	6,422.98	758.76	6,132.84	893.13
其中：一般公共服务支出	688.85	71.40	639.60	62.60	618.14	70.30
教育支出	1,101.35	149.20	1,047.37	150.70	913.05	143.40
社会保障和就业支出	1,092.30	179.50	978.82	132.50	858.70	96.10
医疗卫生与计划生育支出	614.69	14.20	588.90	14.30	515.25	9.40
（二）政府性基金支出	2,853.71	112.92	2,003.62	107.87	1,777.35	91.53
（三）国有资本经营支出	16.60	2.80	15.21	2.80	14.80	3.30
刚性支出/财政支出	36.16%	44.13%	38.55%	41.42%	36.66%	32.31%
公共财政自给率	47.76%	28.13%	48.30%	22.30%	49.01%	17.46%

注：（1）财政支出合计=一般公共预算支出+政府性基金支出+国有资本经营支出；（2）刚性支出=一般公共服务支出+教育支出+社会保障和就业支出+医疗卫生与计划生育支出；（3）公共财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：湖北省财政厅，中证鹏元整理

五、债务负担与流动性

（一）债务负担

湖北省政府债务规模保持较快增长，但债务率仍低于警戒线，且债务期限结构较为合理，集中偿付压力不大

近年湖北省政府负有偿还责任的债务规模保持较快增长，2017年上升至5,715.53亿元，同比增长11.99%，增速较快。湖北省政府债务主要集中在市本级和区县级，截至2017年末，省本级债务为254.01亿元，占比仅为4.44%；市本级债务余额为3,038.20亿元，占53.16%；县（市、区）级债务余额为2,423.32亿元，占42.40%，市本级和区县负担较重。

表 16 2015-2017 年湖北省政府债务规模与结构（单位：亿元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	全省	省本级	全省	省本级	全省	省本级
负有偿还责任的政府债务余额	5,715.53	254.01	5,103.67	147.58	4,571.89	168.97
其中：一般债务余额	3,402.56	112.12	3,300.85	115.54	3,019.81	136.95

专项债务余额	2,312.97	141.88	1,802.82	32.04	1,552.08	32.02
政府或有债务余额	2,353.76	1,330.71	2,846.04	1,509.66	3,062.95	1,517.13
其中：负有担保责任的债务	583.81	44.80	734.70	26.66	854.78	34.85
负有救助责任的债务	1,769.95	1,285.91	2,111.34	1,483.00	2,208.17	1,482.28

资料来源：湖北省财政厅及公开资料，中证鹏元整理

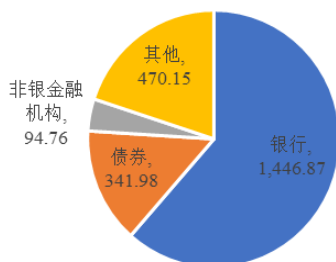
从资金来源来看，湖北省政府负有偿还责任的债务主要来源于发行地方政府债券，2017 年末地方政府债券余额为 5,553.18 亿元，占比 97.16%；银行贷款 73.84 亿元，占比 1.29%；供应商应付款 31.03 亿元，占 0.54%，其他主要为非银行金融机构融资、外债转贷及其他债务等。资金来源集中于政府债券，成本较低，公开透明，便于管理。

从资金投向来看，大部分政府债务用于公益性项目建设，主要投向于交通、市政建设、保障性住房、土地储备、生态建设和环境保护等公益性项目共 4,273.70 亿元，占比达 74.77%。

政府或有债务方面，2017 年末全省政府或有债务余额为 2,353.76 亿元，其中仍以负有救助责任的债务为主，占比为 75.20%。从或有债务资金来源来看，银行贷款为主要部分，占比为 61.47%，债券和其他来源次之；资金投向来看，2017 年末交通运输领域的或有债务为 1,172.54 亿元，占全省政府或有债务余额的 49.82%，为或有债务的主要投向领域。

图 1 2017 年政府或有债务资金来源分布

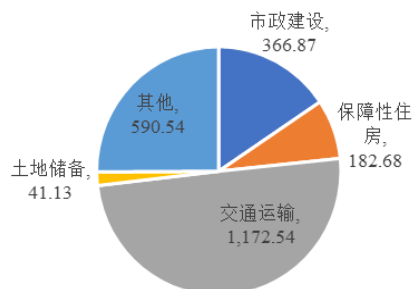
(亿元)



资料来源：湖北省财政厅，中证鹏元整理

图 2 2017 年政府或有债务资金投向分布

(亿元)



资料来源：湖北省财政厅，中证鹏元整理

湖北省政府负有偿还责任的债务偿债期限结构较为合理，截至 2017 年底，湖北省政府负有偿还责任的债务于 2018 年、2019 年、2020 年、2021 年及以后各年度到期债务占总债务的比重分别为 4.22%、9.45%、12.88% 和 73.45%，集中偿付压力不大。

表 17 截至 2017 年末湖北省政府负有偿还责任债务期限分布表（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及以后
到期债务规模	241.44	540.06	736.08	4,197.95

资料来源：湖北省财政厅，中证鹏元整理

从偿债能力来看，2017 年末湖北省政府限额内政府债务率¹为 65.45%，低于 100% 的警戒线。湖北省 2017 年末负有偿还责任的债务余额与当年 GDP 的比值为 16.11%，与其他省份相比，处于中等水平。

（二）流动性

湖北省政府债券仍有一定的融资空间，当地广义政府存款规模较大且政府调配能力较强，同时省出资的地方国有资产规模尚可，可为湖北省政府债务的偿还提供流动性支持

政府债务限额方面，2018 年财政部核定湖北省政府债务限额为 7,011.5 亿元，与 2017 年相比，新增政府债务限额 1,015.0 亿元，其中新增一般债务限额 373.0 亿元，新增专项债务限额 642.0 亿元。以 2017 年末政府负有偿还责任的政府债务余额 5,715.53 亿元测算，2018 年，湖北省政府有 1,295.97 亿元的举债空间。

表 18 2016-2018 年湖北省政府债务限额情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
地方政府债务限额	7,011.5	5,996.5	5,253.5
其中：一般债务限额	3,977.3	3,604.3	3,394.3
专项债务限额	3,034.2	2,392.2	1,859.2

资料来源：湖北省财政厅，中证鹏元整理

从地区金融生态环境来看，根据湖北省统计年鉴，2015-2017 年全省金融机构（含外资）本外币各项存款余额分别为 40,896.52 亿元、47,284.95 亿元和 51,708.34 亿元，其中 2017 年末广义政府存款余额占比 19.73%，规模较大。湖北省政府对当地资金的调配能力较强，在面临债务困境时，可在一定程度上提供流动性支持。

湖北省国资委出资的企业主要包括湖北机场集团有限公司、三环集团有限公司、湖北省长江产业投资集团有限公司等大型企业，2017 年末湖北省出资的国有企业资产总额为 9,780.77 亿元，同比增长 17.75%；全年实现营业收入 944.19 亿元，同比增长 25.30%；实现利润总额 55.18 亿元，同比增长 48.69%。总体来看，湖北省国资委出资的国有企业资产规模尚可，根据现有法律法规规定，国有股权、土地资产和矿产资源等如能盘活或变现，可为湖北省政府偿还债务提供流动性支持。

¹ 限额内政府债务率=负有偿还责任的债务余额/综合财力。

六、政府管理与治理情况

湖北省近年来不断推进财政体制完善、强化预算管理、推进税制改革，同时健全债务管理体制、加强政府债务管理、积极防范债务风险，并且政府信息透明度也不断提高

湖北省信息化建设加快和财政体制快速完善，财政体系不断成熟。2015 年以来，湖北省政府推进一系列的加强政府管理、治理工作。2015 年湖北省政府发布了《省人民政府办公厅关于进一步加强和改进部门统计工作的通知》，要求加强政府网站管理，并改进部门统计工作，规范公布统计数据，推进信息化建设。同年 5 月，湖北省政府发布了《省人民政府关于应对财政领域趋势性变化全面推进财税体制改革的指导意见》，深入落实积极的财政政策，加强财政收入和地方政府性债务管理，改革财政支出管理体制。

湖北省政府信息透明度也不断提高。通过湖北省统计局网站可获取 2015-2017 年湖北省国民经济和社会发展统计公报及月度经济统计数据，可获取 2018 年统计年鉴，该等统计公报和统计年鉴均采用国家统一标准编制，内容充分、详实；通过湖北省财政厅网站可获取 2015-2017 年的年度财政预算收支情况以及年度和半年度预算执行情况报告。

湖北省积极加强预算管理，推进预算管理制度化建设。湖北省已建立了包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算在内的定位清晰、分工明确的政府预算体系，将政府收入和支出全部纳入预算管理，并推进政府预决算公开，全面推进预算绩效管理工作，逐步将绩效管理范围覆盖各级预算单位和所有财政资金。湖北省全面加强了对财政收入和支出、税收优惠政策、专项资金、结转结余资金、国库资金、地方债务等方面的预算管理。此外，还要求各级财政部门研究编制三年滚动财政规划，积极推进部门预算中期规划和当地中期财政规划编制工作。2015 年以来，湖北省预决算完成情况较好，近三年财政预决算报告收支总额差异程度均较小，受政府债务限额通知等中央政策影响，2017 年、2018 年对财政预算均进行了调整。

从债务管理来看，按照《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》（财预〔2015〕225 号），从 2015 年起湖北省各级政府债务实行限额控制和预算管理。在国务院批准的限额内，省政府确定全省举债额度，报省人大常委会批准。省财政厅根据各地各部门债务举借计划、债务风险及财力等因素确定各级政府和省级部门举债限额，报省政府批准。举债采取发行一般债券和专项债券的方式，其中省级债券由省政府发行，市县级债券由省政府代为发行。政府一般债务纳入一般公共预算管理，专项债务纳入政府性基金预算管理。各级政府债务资金，只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出。同时，明确政府主要负责人是政府性债务的第一责任人，并将政府性债务作为

一个硬指标纳入年度目标责任考核范围，强化责任追究。湖北省政府印发《省人民政府关于规范政府举债融资行为防范和化解债务风险的实施意见》、《湖北省政府性债务风险应急处置预案》，将风险防控贯穿地方政府债务借、用、还、管的各个环节，对债务项目实行全生命周期管理，切实防范财政金融风险。

七、外部特殊支持

由于我国实行单一制行政体制，在政治上，地方政府不具有独立性，是中央政府的派出机构；在经济与财政层面，分税制改革以来，中央政府与地方政府实行分权管理，地方政府拥有可支配的财政收入并负担相应的财政支出。《预算法》修改后国务院明确规定，中央政府对地方政府债务实行不救助的原则，但从国家政治体制角度来看，中央政府出于保护经济和维护社会稳定的目的，很可能向地方政府提供支持。

湖北省作为中国重要的工业基地和经济大省，在中部地区崛起及长江经济带发展等国家战略中具有重要的地位，经济和政治重要性非常高，因此，我们认为湖北省政府在面临债务流动性危机时，获得中央政府或其他地方政府支持的可能性非常大，这些支持包括流动性支持、债务救助资金或任何推动与债权人的谈判，或帮助获得临时性融资的行动等。

附录 地方政府专项债券信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	对应的政府性基金或专项收入收支状况、对应项目建设运营状况极好，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	对应的政府性基金或专项收入收支状况、对应项目建设运营状况很好，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	对应的政府性基金或专项收入收支状况、对应项目建设运营状况较好，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	对应的政府性基金或专项收入收支状况、对应项目建设运营状况一般，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	对应的政府性基金或专项收入收支状况、对应项目建设运营状况较差，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	对应的政府性基金或专项收入收支状况、对应项目建设运营状况很差，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	对应的政府性基金或专项收入收支状况、对应项目建设运营状况极差，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	对应的政府性基金或专项收入收支状况、对应项目建设运营状况极差，基本不能偿还债务。
C	对应的政府性基金或专项收入收支状况、对应项目建设运营状况极差，不能偿还债务。

注：AAA 级可用“-”符号进行微调，表示信用等级略低于本等级；AA 级至 B 级可用“+”或“-”符号进行微调，表示信用等级略高于或低于本等级。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将对受评债券信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的相关资料，本评级机构将依据受评债券信用状况的变化决定维持或调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评债券有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。