跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 353 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持武汉旅游发展投资集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“16武汉旅游CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年三月七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

武汉旅游发展投资集团有限公司
短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 武汉旅游 CP001	3 亿元	2016/9/08-2017/9/07	A-1	A-1

跟踪评级时间：2017 年 3 月 7 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
现金类资产(亿元)	3.08	1.55	3.61	11.54
资产总额(亿元)	105.79	107.98	117.00	138.59
所有者权益(亿元)	65.06	66.70	71.26	81.76
短期债务(亿元)	9.57	12.57	8.70	7.80
全部债务(亿元)	21.80	17.76	22.91	27.02
调整后全部债务(亿元)	21.80	17.76	24.54	48.35
营业收入(亿元)	2.37	2.74	3.35	3.11
利润总额 (亿元)	1.62	1.62	1.64	0.50
EBITDA(亿元)	1.73	1.70	1.75	--
经营性净现金流(亿元)	-1.32	4.18	-0.46	-2.04
营业利润率(%)	65.20	65.13	54.65	44.83
净资产收益率(%)	2.48	2.40	2.22	--
资产负债率(%)	38.50	38.23	39.09	41.01
全部债务资本化比率(%)	25.10	21.03	24.32	24.84
调整后全部债务资本化比率(%)	25.10	21.03	25.62	37.16
流动比率(%)	31.98	22.99	45.53	82.35
全部债务/EBITDA(倍)	12.62	10.46	13.12	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	12.62	10.46	14.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.04	1.17	1.00	--
经营现金流动负债比(%)	-4.62	11.59	-1.53	--

注：2016 年三季度财务数据未经审计；长期应付款中融资租赁款项以及其他权益工具计入长期债务；调整后全部债务=全部债务+融资租赁款+其他权益工具

分析师

赵起锋　黄琪融

邮件：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对武汉旅游发展投资集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级反映了公司作为武汉市旅游文化产业投资与融资开发的核心主体及东湖风景区土地整理项目的实施主体与融资单位，在资金注入及资产划拨等方面获得武汉市及东湖风景区政府的有力支持。跟踪期内，武汉市及东湖风景区的财政实力持续增强，为公司提供了良好的外部环境；公司资产规模稳步扩张，经营性业务日趋成熟。同时联合资信关注到公司所有者权益质量较差、收入规模较小和未来筹资压力大等因素可能对其整体偿债能力带来的不利影响。

未来随着武汉市及东湖风景区财政实力的不断增强，公司旅游资源开发力度的加大及房地产业务的顺利推进，公司收入规模及盈利能力有望进一步增强。

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16武汉旅游CP001”的信用等级为A-1。

优势

1. 跟踪期内，武汉市以及东湖风景区的经济和财政实力的持续增强为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司旅游开发与服务板块收入呈上升态势。

关注

1. 公司旅游开发领域项目以及旅游卡项目业务尚处于发展初期，未来收入有待观察。
2. 跟踪期内，公司投资规模较大，存在一定筹资压力。
3. 公司所有者权益中滩涂使用权占比较大，

所有者权益质量较差。

4. 跟踪期内，公司债务规模增长较快。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与武汉旅游发展投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与武汉旅游发展投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因武汉旅游发展投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由武汉旅游发展投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“16 武汉旅游 CP001”到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

武汉旅游发展投资集团有限公司
短期融资券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于武汉旅游发展投资集团有限公司主体长期信用及“16 武汉旅游 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

武汉旅游发展投资集团有限公司（以下简称“公司”）前身为武汉旅游国有控股集团有限公司。根据武汉市委办公厅、市政府办公厅武办发[2000]40 号文件精神，2001 年 1 月 2 日，武汉市国有资产管理委员会（以下简称“武汉市国资委”）[2001]1 号文件决定组建武汉旅游国有控股集团有限公司，公司性质为国有独资公司，出资者为武汉市国资委，注册资本 16087.30 万元，实收资本 8024.85 万元。2008 年 12 月 31 日，根据武汉市委办公厅武办文[2008]77 号文件精神，公司划转给武汉市东湖生态旅游风景区管理委员会（以下简称“东湖管委会”）管理，由武汉市国资委授权东湖管委会履行公司国有资产出资人职责。2009 年 7 月 21 日，根据东湖管委会财政局武东景财[2009]17 号文，东湖管委会对公司增资 57658.64 万元，全部由东湖管委会出资，其中货币出资 32000.00 万元，净资产出资 1947.80 万元，土地使用权及房屋等实物资产出资 23710.84 万元，变更后公司的注册资本及实收资本增至 65683.49 万元。2009 年 8 月 5 日，根据武汉市委办公厅武办文[2009]42 号文件的通知，公司更名为武汉旅游发展投资集团有限公司。后经多次增资，截至 2016 年 9 月底，公司注册资本 154083.49 万元，东湖管委会持有公司 100%股权，为公司实际控制人。

公司经营范围：授权范围内国有资产经营管理、资产租赁、对外投资、城市建筑投资、建筑项目承包、房地产开发、物业管理、房屋拆迁、停车服务，建筑材料、装饰材料、机械设备销售（国家有专项规定的项目经审批后方可经营）。

截至 2016 年 9 月底，公司本部设集团办公室、人力资源部、财务管理部、审计部、项目开发部、城改部、投融资管理部、企划部和电子商务部共 9 个职能部门，其中电子商务部为 2015 年 6 月份成立；公司下设 31 家子公司。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 117.00 亿元，所有者权益合计为 71.26 亿元（其中少数股东权益 1.29 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 3.35 亿元，利润总额 1.64 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额为 138.59 亿元，所有者权益合计为 81.76 亿元（其中少数股东权益 1.23 亿元）。2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 3.11 亿元，利润总额 0.50 亿元。

公司注册地址：东湖生态旅游风景区磨山碧波宾馆内；法定代表人：董志向。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持

政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016 年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016 年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016 年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长 8.2%，增速较上半年回落 0.8 个百分点，较 1~8 月回升 0.1 个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点，但较今年 1~8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，我国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳

健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

（1）城市基础设施建设行业

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金[2013]2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发[2014]43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务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；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政

府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发【2015】40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年 6 月，国务院印发《推进财政资金统筹使用方案》，提出了包括推进项目资金、重点科目资金、部门资金统筹使用等 10 条重要措施，对优化财政资源配置作出全面部署。

2015年7月8日召开的国务院常务会议，强调把宝贵的公共资金资源用到促发展惠民生上，确定各级财政将已收回沉淀和违规资金2500多亿元加快统筹用于急需领域；国务院将239亿元中央预算内投资存量资金调整用于在建重大项目。在上述举措的推动下，各地各部门通过盘活财政存量资金，增加了资金的有效供给，促进了经济平稳健康发展。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年《43号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

（2）旅游行业分析

旅游业的发展以整个国民经济发展水平为基础并受其制约，其对外部经济、政治、社会和自然等条件具有较强的依赖性，属于典型的敏感型行业。

国内旅游现状

近十年，随着国民经济健康快速的增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场呈逐步放大趋势。2012年中国国内旅游市场保持较快发展，入境旅游市场基本持平，出境旅游市场继续快速增长；2013年，受政府抑制“三公消费”政策影响，公务旅游消费急剧下降，商务旅游消费明显放缓，而国民休闲旅游消费则表现出强劲的增长势头；2014年，随着居民消费能力的提升以及城市化进程的持续加快，中国居民旅游潜力继续释放，国内旅游收入达到30312亿元，同比增长15.4%。

2013~2015年，中国国内游客分别为32.6亿人次、36.1亿人次和41.20亿人次，同比分别增长10.3%、10.7%和14.13%，中国国内旅游业增速持续增长，国内居民出游欲望仍较为强烈，出游消费已呈现出一定的惯性。

国际旅游现状

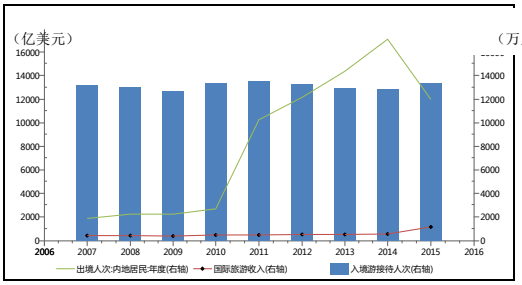
国际旅游包含了入境旅游和出境旅游两大市场。中国人文历史悠久，拥有众多的名胜古迹等良好的旅游环境，再加上2008年北京奥运会、2010年广州亚运会和上海世博会的成功申办和召开扩大了中国在世界上的影响范围，中国入境旅游市场近十几年得到快速发展；同时，由于国内旅游业在某种程度上已满足不了部分居民的旅游需求，境外旅游成为了中国旅游业的有益补充。

入境游方面，金融危机深层次影响还在延续，周边国家放松签证政策等带来更大竞争。2013年，全国入境游客1.29亿人次，同比下降2.51%；2014年，全国入境游客1.28亿人次，同比下降0.45%；2015年，全国入境游客1.33亿人次，同比增长3.91%；。中国入境游正处于长时

间高速发展之后逐渐复归常态化的阶段。

出境旅游方面，在国内经济持续增长的形势下，受益于人民币汇率的升值以及周边国家和地区入境旅游竞争力的提升，近年来出境旅游继续保持高速增长态势。2013~2015 年，中国出境旅游总人数分别为 0.98 亿人次、1.17 亿人次和 1.28 亿人次，分别同比增长 18.1%、18.7%和 9.67%。受此影响，中国旅游服务的贸易逆差不断扩大，中国旅游研究院研究显示，2015 年中国国际旅游收入为 1136.5 亿美元，而居民出境花费预计将达到 1045 亿美元，旅游服务贸易逆差较大。

图1　2007~2015年国际旅游收入及人数



数据来源：Wind资讯

从政策环境来看，《中华人民共和国旅游法》的正式施行和中央及地方政府近年来推行的旅游刺激方案存在积极意义，能够平缓因外部不利经济环境而带来的负面影响，最大限度保持中国旅游产业的相对平稳健康发展，从而增强中国旅游行业的竞争力。

2.　区域经济环境和地方财力

公司作为武汉市人民政府出资并授权东湖管委会管理的国有独资企业，承担着东湖风景区重点土地整理项目投融资及景区资产经营的任务，并得到了武汉市及东湖管委会政府的大力支持。

（1）武汉市经济概况

根据《武汉市2015年暨“十二五”期间国民经济和社会发展统计公报》，2015年，武汉市实现生产总值（GDP）10905.60亿元，按可比价格计算，较2014年增长8.8%。其中，第一产业增加值359.81亿元，增长4.8%；第二产业增加值4981.54亿元，增长8.2%；第三产业增加值5564.25亿元，增长9.6%。人均生产总值104132元，增长6.8%。

2015年，武汉市一般公共预算总收入2231.67亿元，比上年增长12.7%。地方一般公共预算收入1245.63亿元，增长12.0%。其中，税收收入1015.91亿元，增长12.0%；非税收入229.73亿元，增长11.9%。

2015年，武汉市实现社会固定资产投资7725.26亿元，比上年增长10.3%。其中，民间投资4340.99亿元，增长6.8%，占全社会固定资产投资的56.5%。全年施工项目（不含房地产开发，下同）2777个，下降6.9%。其中，本年新开工项目1797个，下降4.9%。全年投产项目1779个，增长10.2%。

（2）东湖风景区财政实力

2015年，东湖风景区地方可控财力14.37亿元，同比增长13.38%，主要由一般预算收入和上级补助收入构成。2015年，东湖风景区实现地方一般预算收入5.25亿元，占地方可控财力的36.55%，同比增长14.48%，其中税收收入3.52亿元，同比增长15.03%；实现上级补助收入9.12亿元，同比增长13.57%。东湖风景区无地方债务。

总体看，武汉市及东湖风景区的财政实力稳步增强。东湖风景区一般预算收入近三年呈增长态势，上级补助收入为地方可控财力的主要来源。

表 1　东湖风景区 2013~2015 年地方财政收支表（单位：万元、%）

科目	2013 年	2014 年	2015 年
财政总收入	57472	71462	90220
一般预算收入	36600	45882	52528

税收收入	23711	30600	35207
非税收入	12889	15282	17321
基金收入	1488	577	9
土地出让金	3	1	3
其他	1485	576	
上级补助收入	69092	80292	91171
预算外财政专户资金	0	0	0
地方可控财力	**107180**	**126751**	**143708**

资料来源：东湖风景区财政局

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016年9月底，公司实收资本15.41亿元，东湖管委会持股100%，为公司的实际控制人。

2. 企业规模

公司最初由武汉市国资委出资设立，后由武汉市国资委授权东湖管委会履行公司国有资产出资人职责。

作为武汉市委、市政府批准成立的负责武汉市旅游文化产业投资与融资开发的核心主体，截至2016年9月底，公司下设31家子公司，涉及包括旅游开发与服务、酒店餐饮住宿、土地整理、渔业板块、物业管理、文化产业开发在内的六大核心业务板块。

根据东湖管委会《关于将风景区重点基础设施项目建设投融资事宜委托给武汉旅游国有控股有限公司的通知》(武东景办[2009]167号)，东湖管委会决定将风景区重点土地整理项目的投融资事宜全权委托给公司，由公司作为风景区土地整理项目的实施主体与融资责任单位。

伴随公司的持续发展，其在武汉市旅游开发领域的地位也在不断提升。武汉市两江四岸旅游功能提升工程是市政府2013年启动的市级重点项目工程，已经列入政府工作目标。根据武汉市政府《市人民政府办公厅关于印发武汉市两江四岸景观与旅游功能提升工程工作方案的通知》(武政办[2014]165号)，由公司作为两江四岸景观与旅游功能提升工程的投资运营实施主体，负责两江四岸景观与旅游功能提升工程的整体开发建设。

总体看，凭借武汉市政府及东湖管委会持续有力的支持，公司业务领域将不断扩张，旅游产业链逐渐完善，区域行业地位将得到加强，公司整体规模有望进一步扩大。

3. 政府支持

公司作为武汉市旅游文化产业投资与融资开发的核心主体及东湖风景区土地整理项目的实施主体与融资责任单位，在资本、资产注入、经营权划拨及土地出让收益等方面得到了武汉市政府及东湖管委会的有力支持。

（1）资本金注入

根据武汉市人民政府于2014年11月27日出具的专题会议纪要，由武汉市财政局负责从2014年开始连续3年给予公司资金支持，2014年底前确保到位5000万元，3年共3亿元，作为武汉市国资委对公司投入的国有资本，用于两江四岸景观与旅游功能提升工程基础设施建设和公益性项目建设。截至2016年9月底，公司累积收到项目注资10000万元，计入“其他应付款”。

（2）经营管理权划拨

武汉市政府明确了由公司统一负责实施东湖及周边水域水上旅游产品的规划和开发经营，整合相应旅游资源，并由武昌区政府、洪山区政府、武汉东湖新技术开发区管委会、东湖管委会给予相应的政策支持。根据《关于将磨山、牡丹园、落雁景区、马鞍山森林公园等管理处经营管理权划转给武汉旅游发展投资集

团公司的通知》（武东景办[2012]279号）和《关于将磨山管理处经营管理权划转给武汉旅游发展投资集团公司的通知》（武东景办[2012]280号）的文件精神，东湖管委会已于2012年9月将磨山管理处、牡丹园、落雁景区、马鞍山森林公园的经营管理权划转至公司，未来几年还将划拨其他相关旅游资源的经营管理权，早日实现武汉市内旅游资源在公司的统一整合。

根据武汉市政府《市人民政府办公厅关于印发武汉市两江四岸景观与旅游功能提升工程工作方案的通知》（武政办[2014]165号），由公司作为两江四岸景观与旅游功能提升工程的投资运营实施主体，负责两江四岸景观与旅游功能提升工程的整体开发建设。

2014年，武汉市人民政府常务副市长召集市政府办公厅、市发改委、国资委、城管委、市财政、公司等部门和单位相关负责人，对武汉市江汉朝宗景区建设工作进行了专题研究。根据《市人民政府办公厅关于印发武汉市两江四岸景观与旅游功能提升工程方案的通知》（武政办[2014]165号），武汉市政府将两江四岸核心区长江一桥至鹦鹉洲大桥之间的亮化作为试验田，交由公司进行维护和运营，同时，授予公司在核心区的广告发布和经营权，亮化所需资金从广告收益中进行平衡，日常维护资金不足的再从财政资金中予以考虑。

总体看，近年来武汉市政府及东湖管委会为公司发展提供了政策、资金和资源等多方面的支持，较大程度提升了公司的整体实力和可持续发展能力，增强了公司的外部融资能力。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理制度、高管人员等其他方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司营业收入结构未发生变化，主要构成仍为旅游开发与服务收入、酒店餐饮住宿收入、土地整理收入（项目管理）、渔业收入（鲜鱼销售）、物业管理收入以及文化产品销售与推广收入。

表 2　2013~2015 年及 2016 年 1~9 月公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
旅游开发与服务	17980.49	79.03	60.45	21369.75	80.26	61.85	27558.51	83.09	54.56	27308.51	88.02	43.36
酒店餐饮住宿	1224.58	5.38	76.20	1304.37	4.90	79.68	937.30	2.83	84.53	40.52	0.13	91.07
项目管理	1215.88	5.34	100.00	518.65	1.95	100.00	402.03	1.21	100.00	--	--	--
鲜鱼销售	1041.22	4.58	69.47	1188.91	4.47	77.75	818.24	2.47	62.91	845.87	2.73	92.18
物业管理	698.11	3.07	97.90	1332.81	5.01	95.60	2159.64	6.51	41.76	1637.46	5.28	39.38
文化产品销售与推广	590.71	2.60	45.70	912.55	3.43	58.06	1292.70	3.90	51.81	1192.53	3.84	57.78
合计	**22750.99**	**100.00**	**64.59**	**26627.03**	**100.00**	**65.74**	**33459.59**	**100.00**	**55.23**	**31024.89**	**100.00**	**45.10**

资料来源：公司审计报告

1. 旅游开发与服务

作为武汉市委、市政府批准成立的负责武汉市旅游文化产业投资与融资开发的核心主体，公司目前主要负责武汉市东湖风景区及周边旅游景区的服务与开发工作，其收入主要来自东湖风景区及周边景区经营收入和东湖水域游艇运营收入等。

公司门票收入包括景区大门票、游船门票和灯会门票收入；景区收入除各类门票外，还包括物业租赁、景区活动策划、商业零售、苗木花卉等收入。其中：物业租赁指景区内的物业对外出租收入；活动策划指景区内每年策划的节庆活动、各类旅游开发项目的小门票、赞助费冠名费等（包括各类花节的策划）；商业零

售指景区内设立的自营零售网点（包括简餐等）；苗木花卉盆景收入指景区内兼营出售的各类花卉苗木盆景所获得的收入。

2015 年，公司旅游开发与服务业务实现收入 2.76 亿元，同比增长 28.96%，在公司主营业务收入中的占比上升至 83.09%；毛利率为 54.56%，同比下降 7.29 个百分点，主要系公司新增两家子公司（武汉旅发投天鹅国际旅行社与武汉白云黄鹤旅游一卡通管理有限公司）尚处于业务扩张阶段，导致公司旅游与开发业务板块成本的增速高于其收入的增速所致。2016 年 1~9 月，公司该板块收入为 2.73 亿元，占 2015 年全年的 98.91%；毛利率为 43.36%。

表3　公司景区经营收入构成情况

（单位：万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
游船包船收入	248.85	108.60	74.87	--
游船门票收入	260.64	900.64	1210.25	--
游船艇总收入小计	**509.49**	**1009.24**	**1285.12**	**1112.72**
听涛灯会门票总收入小计	**--**	**1205.42**	**657.89**	**--**
景区大门票	7471.00	9122.00	8692.21	6924.52
景区物业租赁	1630.00	1890.00	2004.16	1596.45
景区活动策划	2517.00	2526.00	3010.77	2398.79
景区内商业零售收入	2787.00	2502.00	3230.16	2573.42
景区苗木花卉盆景收入	3066.00	3082.92	3743.15	2982.01
景区经营管理总收入小计	**17471.00**	**19122.92**	**20680.45**	**16475.19**
合计	**17980.00**	**21337.58**	**22623.46**	**17587.91**

资料来源：公司提供

注：2016 年 1~9 月，游船艇总收入未细分至游船包船收入以及游船门票收入，

东湖风景区门票收入

东湖风景区是国家级5A级风景名胜区，目前主要由磨山、马鞍山森林公园、落雁景区、东湖牡丹园等景区所组成。

根据东湖管委会《关于将磨山、牡丹园、落雁景区、马鞍山森林公园等管理处经营管理权划转给武汉旅游发展投资集团公司的通知》（武东景办[2012]279号）和《关于将磨山管理处经营管理权划转给武汉旅游发展投资集团公司的通知》（武东景办[2012]280号）的文件精神，公司目前拥有东湖风景区磨山管理处、牡丹园、落雁景区、马鞍山森林公园的经营管理权。根据东湖风景区财政局《关于明确有关景区经营收入核算方法的通知》（武东景财[2012]20号），上述风景区门票收入纳入公司收入总额，按照40%比例支付上述景区经营成本，剩余60%作为公司收取的经营管理费用。上述方案自2012年1月起执行，2011年度收入照此方案作调整处理。由此2013~2014年公司对东湖风景区财政局应收账款余额分别为4.01亿元、5.21亿元，上述应收账款根据东湖风景区财政局《关于应收账款、其他应付款中财政往来双边挂账予以抵销的批复》意见，同意公司应收及应付东湖风景区财政局的往来款项进行了抵销处理；2015年，公司无对东湖风景区财政局的应收账款。根据中共武汉市委、武汉市人民政府《关于完善国有资产管理体制深化国有企业改革的意见》（武发[2014]19号）文件精神，公司未来将逐步按照市场化原则对东湖风景区进行经营管理，相关门票票款不再经由东湖风景区财政局统一管理。

表 4　2013~2016 年 9 月公司景点经营情况（单位：元）

景点名称	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年	
	门票	万人次	门票	万人次	门票	万人次	门票	万人次
磨山风景区	60.00	60.00	60.00	79.00	60.00	87.15	60.00	87.00
马鞍山森林公园	20.00	20.00	20.00	73.60	20.00	77.67	20.00	76.00
落雁景区	13.00	13.00	13.00	34.70	13.00	45.91	13.00	46.00
东湖牡丹园	40.00	50.00	50.00	2.78	50.00	28.05	50.00	25.70

资料来源：公司提供

2015年，磨山风景区、马鞍山森林公园、落雁景区、东湖牡丹园的门票价格均与2014年保持一致。伴随武汉东湖景区的持续开发及公司宣传力度的加大，上述景区知名度日渐提升，2015年上述景区旅游人次较2014年均有小幅增长，分别为87.15万人次、77.67万人次、45.91万人次和28.05万人次。2015年，公司确认门票收入8692.21万元，较2014年减少0.04亿元，主要系东湖风景区是武汉市旅游一卡通所接待的景区之一，凭此年票可不限次数进入景区，因此虽然2015年旅客人数较上年有所增长，但门票收入略有下降。

2016 年，东湖风景区的旅游人次保持持续增长，磨山风景区、马鞍山森林公园、落雁景区以及东湖牡丹园游客人次分别为 87 万人次、76 万人次、46 万人次以及 25.70 万人次。2016 年 1~9 月，东湖景区实现门票收入 1.65 亿元，占 2015 年全年水平的 79.71%。

由于该业务收入需由东湖管委会财政局先行统一管理，后续返还公司，因此，收入返还时点滞后于确认时点。

游艇运营

公司游艇运营分别由子公司武汉大东湖阳光游艇俱乐部有限公司、武汉旅联东湖游船有限公司、武汉东湖秀小游船运营管理有限公司经营，针对不同游客分别定位于豪华游艇、现代游船、仿古画舫三个不同类别。

公司目前已建成楚河汉街中心码头、落霞水榭码头、水果湖码头，拥有仿古及现代两大系列风格类型、不同档次的游船16艘（其中豪华游艇4艘，现代商务艇2艘，现代游船4艘，仿古画舫6艘），通过打造“逛汉街、坐游船、游楚河、赏东湖”的水域旅游品牌，推出多条昼夜观光线路，并提供包船游览、包船会议、包船餐饮、贵宾接待等特色服务，年接待游客量可达237547人左右。

2015 年，公司实现游艇总收入 1285.12 万元，较 2014 年增长 27.34%；其中，游船包船收入 74.87 万元，游船门票收入 1210.25 万元。2016 年 1~9 月，公司游艇运营实现收入 1112.72 万元，为 2015 年全年水平的 86.58%。该业务收入在旅游板块收入中占比快速增长，未来伴随东湖景区的进一步开发，游船收入有望成为公司新的利润增长点。

听涛灯会业务

公司听涛灯会经营管理由子公司武汉东湖听涛旅游发展有限公司（以下简称“东湖听涛旅发公司”）承做。灯会主要由东湖听涛旅发公司在每年端午节前后举办，通过举办灯展、开展美食等活动收取一定的门票。近两年门票均为 50 元/人，每年可接待游客数量依据其举办天数而定。

2014~2015 年，公司分别实现听涛灯会门票收入 1205.42 万元和 657.89 万元；2015 年，因天气等原因，东湖灯会的举办天数较 2014 年收减至 16 天，导致公司该业务收入大幅下滑。

两江四岸

武汉市两江四岸旅游功能提升工程是市政府 2013 年启动的市级重点项目工程，已经列入政府工作目标。两江四岸包括核心区域和辐射区域，其中核心区域包括鹦鹉洲长江大桥至长江二桥间的长江沿线，长度约 9.2 公里；龙王庙至月湖桥之间的汉江沿线，长度约 4.3 公里；四岸沿线纵深至临江第二条主干道，约 1 公里左右范围，陆域面积约为 12.71 平方公里，在上述范围内打造江汉朝宗文化旅游景区。辐射区域分为 6 个功能区：城市地标区、汉口沿江商务区、武昌滨江文化商务区、汉正街中央服务区、汉阳国际博览区和天兴洲生态旅游区。

公司作为两江四岸景观与旅游功能提升工程的投资运营实施主体，负责两江四岸景观与旅游功能提升工程的整体开发建设。预计到2016年，两江四岸核心区年接待游客达到1000万人次，旅游收入达到100亿元；到2020年，江汉朝宗文化旅游景区将成为全国首个以长江游览为主题的开放式国家5A级旅游景区，两江四岸核心区年接待游客达到2000万人次，旅游收入达到200亿元。

从项目进展来看，截至目前，两江四岸项目已启动的项目有武汉江汉朝宗大型实景演艺项目、武汉市两江四岸景观亮化提升工程项目。公司已与观印象艺术发展有限公司签署了《关于武汉市朝宗景区演出项目知识产权许可与合作合同》，将在武汉市内打造一台浓缩武汉码头文化的大型漂移式情景剧。该项目整体投资 5 亿元，已于 2015 年 1 月开始筹建，预计将于 2017 年 4 月正式对外公演。该项目已于 2016 年 1 月底完工，其总投资约为 3.29 亿元，主要来自有资金及银行借款。

其他旅游业务

公司于 2014 年 3 月与长江轮船海外旅游总公司（以下简称“长江海外”）签署了合作协议，拟构建武汉最大的旅游营销平台。长江海外主要经营长江游轮旅游、滨江滨水旅游、入境旅游、出境旅游、国内旅游、台湾游等业务。2015 年 11 月，双方共同成立长江海外国际旅游（武汉）有限公司（以下简称“长江国旅”），通过上述合作，预计公司旅游开发领域业务将获得进一步的扩张。由于该业务尚处于发展初期，对公司未来收入贡献存在一定不确定性。

截至 2015 年底，公司合并口径新增两家子公司，分别为天鹅国旅和白云黄鹤公司。2015 年及 2016 年 1~9 月，上述两家子公司分别实现营业收入 4738.21 万元及 9720.60 万元。

公司与湖北楚游通科技发展有限公司（以下简称“楚游通科技”）签署了《股权转让及合作框架协议书》，拟推动大武汉城市旅游卡项目发展，并于 2015 年 8 月完成对楚游通科技的收购，公司持股 51%，楚游通科技更名为武汉白云黄鹤旅游一卡通管理有限公司。目前已投入市场的大武汉旅游卡分为大武汉旅游年卡标准版、大武汉旅游卡自驾游年卡、青少年生态旅游年卡，其定价分别为 200 元、100 元和 50 元。标准版包含 22 家景区和 2 家旅游观光游船，自驾游年卡包含市郊 13 家景区，青少年生态旅游年卡包含木兰云雾山和木兰草原两家景区。公司计划在大武汉旅游年卡的基础上继续推出派生卡种，如“8+1 城市圈”年卡、四城联动卡（武汉、长沙、南昌、合肥）等。由于旅游卡项目业务尚处于发展初期，未来收入存在一定不确定性。

从资金来源看，根据武汉市人民政府专题会议纪要《关于加快推进两江四岸景观与旅游功能提升工程建设的纪要》，同意以增资扩股的方式改变公司国有独资公司的性质，由东湖管委会控股，武汉市国资委参股。此外，武汉市政府还将两江四岸核心区长江一桥至鹦鹉洲大桥之间的亮化工程交由公司进行维护和运营，同时，授予公司在核心区的广告发布和经营权，亮化工程所需资金从广告收益中进行平衡，日常维护资金不足的再从财政资金中予以考虑。针对其余项目资金，由于各项目均处于前期阶段，武汉市政府正在组织各有关机构对项目资金来源、未来运营模式及资金平衡方案进行研究，联合资信将密切关注两江四岸各项目进展、公司未来投融资需求及资金平衡方案和具体实施情况。

2. 酒店住宿与餐饮

公司酒店住宿与餐饮业务收入主要来自全资子公司碧波宾馆。2015 年，碧波宾馆实现主营业务收入 937.30 万元，利润总额-463.35 万元，较 2014 年均大幅下降，主要系武汉东湖隧道施工建设极大的影响了碧波宾馆所处路段的交通，导致其入住量减少，收入下降。2016 年 1~9 月，受碧波宾馆将计划升级改造的影响，碧波宾馆实现主营业务收入 40.52 万元。

此外，公司参股的武汉香格里拉大饭店（参股比例 8%）成立于 1999 年，位于武汉市最为繁华的汉口商业金融区，是武汉最早成立的五星级酒店，也是目前武汉市规模最大、功能最齐全的酒店之一。2015 年，武汉香格里拉大饭店营业收入大幅增至 11711.6 万元，公司未获得股利分红。

3. 项目管理（土地整理）

2010 年 11 月 1 日，公司与武汉市东湖生态旅游风景区土地整理储备中心（以下简称“东湖土储中心”）签订了《委托协议书》，正式成为武汉东湖风景区土地整理的核心实施主体，开始承担东湖风景区旅游生态用地、旅游商业用地和旅游娱乐用地的开发与整理任务。根据上述协议及武汉市人民政府会议纪要精神，公司依据东湖土储中心确定的资金平衡方案和资金使用计划按约定的时限进行融资，负责按照约定的控制价在授权范围内具体实施武汉东湖风景区范围内及周边土地拆迁和安置补偿工作，由公司先行垫付土地开发所需资金，待相关地块出让金上缴东湖管委会财政局后，由管委会财政局将土地开发成本部分全额返还，并按照一定的计提比例拨付给公司相应的项目管理费。

近年来，公司土地整理业务主要服务于华侨城项目。武汉华侨城项目于 2009 年启动，项目占地约 3167 亩，是华侨城集团公司在武汉市倾力打造的大型综合性区域项目，也是武汉市近年来招商引资的重点项目之一。根据武东景办[2009]167 号文精神，公司作为风景区城建基础设施建设项目的实施主体与融资责任单位，参与华侨城项目拆迁平整及配套的建设管理。根据武汉市城建重点工程建设管理领导小组办公室文件《关于市城建重点工程征地拆迁工作有关经费的通知》（武城重办[2009]15 号），公司自 2009 年起按当年发生额的 1.8%计提项目管理经费，由东湖风景区财政局支付。

根据东湖风景区土储中心出具的《武汉华侨城项目资金平衡情况》，该项目及周边环境整治总成本合计约为 60.74 亿元，截至 2016 年 9 月底，公司已支付资金 56.86 亿元，其中拆迁还建费用 28.36 亿元，征地款 13.36 亿元，相关规费 3.06 亿元，还建过渡费 1.49 亿元，银行贷款利息 10.59 亿元（该项目投入计入在建工程）。由于华侨城项目虽已完工，但因项目尚未验收决算，故项目管理费尚未全部结清，目前待结清项目管理费金额约为 9893.79 万元，需待未来相关平整土地分批出让取得土地出让金后再进行确认。

2015 年，公司土地整理（华侨城项目）项目管理费收入为 402.03 万元，较 2014 年有所下降，主要系华侨城项目已完工，该项目后续支出较少，导致以该支出为基础计提的管理费逐年下降。2016 年 1~9 月尚未确认该板块收入。

公司作为武汉东湖风景区土地整理的核心主体，从事了大量华侨城项目所在片区及周边地区的土地整理工作。2011 年，根据武汉市人民政府会议纪要精神，将东湖风景区附近的龚家岭村全部、白马洲村位于风景区内的 560 亩土地以及渔光村 50 亩土地交由公司进行前期整理，相关土地出让收益用以平衡华侨城项目资金，其中：龚家岭村土地总面积 2004.04 亩，规划可建设用地约 1107.9 亩。截至 2016 年 9 月底，公司已完成渔光村土地平整，其余土地目前正处于待开发整理阶段，开发模式尚未确定，未来投资及收益规模具有一定不确定性，联合资信将持续关注上述土地整理项目的进展情况。

4. 渔业

公司渔业养殖及销售业务主要由集团子公司旅联东湖渔业公司负责。目前，公司拥有编号为鄂武汉市东湖生态旅游风景区府（淡）养证〔2014〕第 00012 号水域滩涂养殖证，根据证书记载，公司现有武汉东湖风景区 1605.53 公顷的水域、滩涂面积。该水域滩涂养殖证的颁发有效明确了公司作为武汉东湖水产养殖主体的唯一性。

经过多年发展，旅联东湖渔业公司已经形成了集研发、养殖、捕捞、销售为一体的产业链经营模式。其中，研发阶段，公司同中国科学院武汉水生物研究所展开合作，通过专业化团队进行养殖技术、水产保护、幼苗培育等方面的研究，从源头上为公司鱼类产品的质量提供了可靠保障；养殖阶段，旅联东湖渔业公司

充分利用东湖优质的天然水域资源，主要采取以自然养殖为主、以人工干预为辅的养殖方式，尽量确保鱼类产品的自然属性；捕捞阶段，旅联东湖渔业公司通过多年总结，推出了科学捕捞、错峰捕捞的捕捞方式，既保证了东湖鱼类物种的可持续繁殖，又确保了市场供应的实际需求；销售阶段，公司采取成鱼反季节销售模式，于每年 9 月份开始使用大型渔业机船捕捞，提前进行销售，避开“元旦、春节”的交通拥堵高峰，获得了良好的销售效果。一般年初下放育苗，停止捕捞，因此年初渔业收入偏低。

2015 年，公司实现渔业收入 818.24 万元，较 2014 年大幅下降，主要系武汉东湖隧道施工建设占用一部分东湖湖面，导致其水位线下降，捕捞船无法作业，使渔业产量减少；2016 年 1~9 月实现收入 845.87 万元，毛利率为 92.18%。

5. 其他业务

公司除上述经营业务外，还从事物业管理、文化产业及房地产开发等业务。

物业管理方面，公司物业管理的运作主体主要为子公司旅联物业公司，该公司成立于 2011 年，目前已拥有一系列包括 ISO9000 质量管理体系认证和 ISO14000 环境管理体系认证在内的完整物业管理服务资质。在成立之初，旅联物业公司主要负责武汉东湖附近水面及陆地的清扫、保洁工作。之后，随着公司的不断发展，旅联物业公司业务范围稳步扩大，已经先后承接了武汉华侨城欢乐谷园区保洁、武汉华侨城欢乐谷玛雅海滩水公园环卫保洁、武汉市洪山区长山铺公租房 20 万方物业管理、武汉市江夏区东湖林语小区 40 万方物业管理等众多大型业务，为公司进入高端物业管理领域打下了扎实的基础。2015 年及 2016 年 1~9 月，旅联物业公司分别实现了 2159.64 万元和 1637.46 万元的营业收入。

文化产业方面，公司于 2011 年专门成立了非遗文化公司，主要从事物质文化遗产、非物质文化遗产产业化经营管理及礼品经营销售、文化艺术活动策划等方面业务，旨在加强对武汉市非物质文化遗产保护的同时，探索公司文化产业发展新的契机。目前，非遗文化公司主要采取传统化生产、市场化销售的运营模式，一方面，由公司签约具有国家级、省市级等各级资格的非物质文化遗产传承人从事相关非物质文化遗产产品（以下简称“非遗产品”）的生产和研发，并通过支付定期固定薪酬及不定期产品销售分成的方式为签约传承人提供有效的经济保障；另一方面，公司在获得非遗产品后，通过结合旅游景点、举办各类文化节等市场化运作模式将产品进行销售、推广，实现了文化保护与企业发展的“双赢”。非遗文化公司目前重点开发了汉绣、剪纸、木雕船模、中国叶画、竹雕、烙画、鸣嘟、西兰卡普、高洪太铜锣、楚式漆器、手指画、石刻线画等非遗产品和特色民间工艺品，主要产品已经进入武汉市外事礼品、商务礼品、会议礼品市场以及旅游纪念品、文化收藏品市场。

作为武汉市非物质文化遗产保护与推广的领导者，非遗文化公司近年来取得了长足的发展，2015 年及 2016 年 1~9 月文化产品销售与推广收入分别达到了 1292.70 万元和 1192.53 万元。

房地产开发方面，公司房地产业务尚处于起步阶段，主要由其控股子公司武汉旅华联房地产公司（以下简称“旅华联公司”）负责。旅华联公司于 2011 年 3 月 24 日成立，公司主要从事“东方雨林”房地产开发项目（以下简称“东方雨林”），“东方雨林”位于武汉高新技术核心泛光谷和南光谷区域，项目总占地面积 89479.25 平方米，总建筑面积 212814.78 平方米，全部为商业住宅开发。根据项目可行性研究报告规划，“东方雨林”计划分三期开发，于 2015 年年底动工，总建设周期为三年，项目总体投资额约为 10.00 亿元。目前，该项目一期主体工程已基本完工，已拿到三栋楼的预售证，并于 2016 年 9 月 28 日开盘预售，当天售罄，预售收入为 2.50 亿元。其余开发楼栋将逐渐根

据建设及市场情况择机开盘。

截至 2016 年 9 月底，该项目已完成投资 6.90 亿元（包括土地成本 3.40 亿元），计入“存货”科目。

若公司房地产开发业务按预期顺利实现收入，将为公司带来新的收入增长点。联合资信同时关注到，公司房地产业务尚处于初级阶段，开发项目较为单一，且目前国内房地产行业处于调控期，未来该业务预期收入的实现及业务持续性具有一定不确定性，联合资信将密切关注公司该业务的经营发展。

6. 在建及拟建工程

截至 2016 年 9 月底，公司在建项目包括华侨城专项工程、江汉朝宗大型实景演艺项目及武汉市两江四岸景观亮化提升工程项目，合计总投资 45.78 亿元，已完成投资 39.22 亿元。此外，公司未来拟对碧波宾馆进行改造，该项目拟投资额为 2.00 亿元，公司未来拟投资额为 8.56 亿元，未来存在一定资金压力。

表 5 截至 2016 年 9 月底公司在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目	建设内容	预计总投资	截至 2016 年 9 月底已完成投资	拟投资额
（一）在建项目				
华侨城专项工程	土地拆迁平整	362400.00	362400.00	--
江汉朝宗大型实景演艺项目	游船码头、趸船和船舶	55000.00	10775.88	44224.12
武汉市两江四岸景观亮化提升工程项目	对鹦鹉洲大桥至二七长江大桥长江沿线两岸和龙王庙至江汉二桥汉江沿线两岸的各类建筑物进行景观亮化提升	40355.11	18981.46	21373.65
合计		**457755.11**	**392157.34**	**65597.77**
（二）拟建项目				
武汉市东湖碧波宾馆改造项目	中式传统别墅、客房更新改造、草坪景观带、开放式厨房、高品质中餐厅、宴会厅、游泳池、SPA 理疗室、公共服务区域	20000.00	0.00	20000.00
合计		**20000.00**	**0.00**	**20000.00**

资料来源：公司提供

总体看，公司发展战略明确，经营计划完备，未来伴随武汉市政府及东湖管委会的持续有力支持，公司业务有望获得较大发展。基于国内旅游行业长期发展趋势以及武汉东湖风景区开发建设日趋完善，公司旅游业务板块经营环境向好。联合资信同时关注到，公司承接土地整理业务及房地产开发投入规模较大，将对公司未来形成一定的资金压力。

八、募集资金使用情况

公司于 2016 年 9 月发行的“16 武汉旅游 CP001”，募集资金 3 亿元，用于偿还银行贷款及补充营运资金。截至 2016 年底，募集资金已使用完毕。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2015 年的财务报告经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2016 年前三季度财务报表未经审计。

截至2015年底，公司合并资产总额为117.00亿元，所有者权益合计为71.26亿元（其中少数股东权益1.29亿元）。2015年，公司实现营业收入3.35亿元，利润总额1.64亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额为 138.59 亿元，所有者权益合计为 81.76 亿元（其中少数股东权益 1.23 亿元）。2016 年 1~9 月，

公司实现营业收入 3.11 亿元，利润总额 0.50 亿元。

2. 盈利能力

2015年，公司实现营业收入3.35亿元，同比增长22.27%，主要来自旅游开发与服务业务收入，在营业收入的占比为82.36%，公司主业突出；其他各板块收入变化对整体营业收入影响较小。同期，公司综合毛利率下降至55.61%。

2015年，公司期间费用为1.10亿元，同比增长29.93%。2015年公司销售费用、管理费用和财务费用分别为0.37亿元、0.73亿元和-51万元，分别占期间费用的33.58%、66.89%和-0.46%。由于公司借款利息全部资本化，公司财务费用表现为利息收入。2015年，公司期间费用率为32.81%，较2014年增加了2.04个百分点。总体看，公司期间费用控制能力有所下滑，对公司利润总额具有一定的影响。

近年，政府补助是公司主要利润来源之一。2015年，公司利润总额为1.64亿元；获得政府补助1.18亿元。公司利润总额对政府补助依赖程度较高。

从盈利指标看，2013~2015年，公司营业利润率及净资产收益率持续下降，2015年分别为54.65%和2.22%，均低于三年平均值。同期，公司总资本收益率为3.48%，高于三年平均值3.20%。总体看，公司整体盈利能力较弱。

2016年1~9月，公司实现营业收入为3.11亿元，占2015年全年的92.84%；同期，公司利润总额为0.50亿元，较上一年度同期有所下滑。2016年1~9月，公司营业利润率为44.83%。

跟踪期内，公司整体收入规模较小，期间费用控制能力有所下滑，整体盈利能力有待进一步提升。

3. 现金流分析

从经营活动看，2015年，公司经营活动现金流入量为5.08亿元，同比下降35.15%。其中销售商品、提供劳务收到的现金为3.16亿元；现金收入比为94.46%，由于公司在确认风景区经营收入时，因与东湖风景区财政局是定期进行决算，公司收到现金会与财政进行对账，将挂在应收账款中的应收财政的款项与其他应付款中应付财政的款项进行抵销，公司现金收入比指标偏低；公司收到其他与经营活动有关的现金为1.92亿元，主要为收到的与其他公司的往来款1.74亿元。同期，公司经营活动现金流出量为5.54亿元。其中购买商品、接受劳务支付的现金为1.93亿元；支付其他与经营活动有关的现金为3.23亿元，主要为支付与其他单位的往来款。2015年，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.46亿元。

从投资活动看，2015年，公司投资活动现金流入量为1.72亿元，其中，收回投资收到的现金1.58亿元，其主要构成为下属子公司武汉旅华联房地产有限公司到期收回的银行理财产品。同期，公司投资活动现金流出量为4.08亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为1.84亿元，主要系集团及下属企业新增对两江四岸亮化工程、演艺项目船舶、趸船、码头等工程建设项目的投资所致；投资支付的现金2.15亿元，其主要构成为下属子公司武汉旅华联房地产有限公司购买的银行理财产品。2015年，公司投资活动产生的现金流净额为-2.37亿元。

从筹资活动看，公司主要通过银行借款筹集资金，2015年，公司筹资活动现金流入为27.32亿元，主要为取得借款收到的现金。筹资活动现金流出方面，2015年，公司到期债务规模较大，偿还债务支付的现金为20.69亿元。2015年，公司筹资活动产生的现金流净额为4.89亿元。

2016年1~9月，公司经营活动产生的现金流入量为7.40亿元，其中销售商品提供劳务收到的现金2.33亿元，收到其他与经营活动有关的现金5.07亿元，主要为武汉市东湖风景区财政局拨付公司关于华侨城项目的还贷资金4.08亿元；公司经营活动产生的现金流出量为9.44亿

元，其中购买商品接受劳务支付的现金2.71亿元，支付其他与经营活动有关的现金6.33亿元，主要为支付的拆借款合计3.50亿元以及购买办公楼所支付的保证金0.80亿元；经营活动现金流量净额为-2.04亿元。同期，公司投资规模较小，投资活动现金流出为3.14亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。公司筹资活动现金流量净额为12.61亿元。

总体看，公司经营活动净现金流受往来款收支影响波动较大，未来随着土地整理项目的扩大和在建项目及房地产开发的陆续投入，公司将存在一定的外部融资需求。

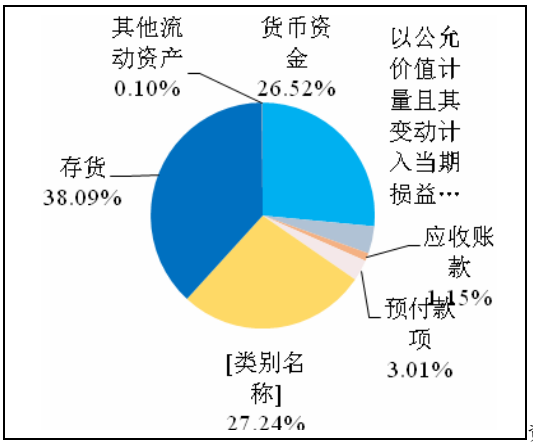
4. 资产与债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额117.00亿元，同比增长8.35%；其中流动资产占11.63%，非流动资产占88.37%。

截至2015年底，公司流动资产13.61亿元，同比增长63.98%，其中主要以货币资金、其他应收款和存货构成，其他科目占比相对较小。

图 2 截至 2015 年底流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

截至2015年底，公司货币资金为3.61亿元，主要为银行存款3.60亿元。

截至2015年底，公司应收账款0.16亿元，同比增长89.61%。根据东湖风景区财政局批复的《关于应收账款、其他应付款中财政往来双边挂账予以抵销的请示》，公司“应收账款—东湖风景区财政局”科目核算内容主要为应收财政局因土地整理而形成的代建项目管理费、景区门票收入，“其他应付款—东湖风景区财政”科目核算收到财政拨付的借款、土地出让金返还款等。2015年，公司通过双边挂账抵销，上述应收账款金额直接冲减其他应付款中相应金额。

截至2015年底，公司其他应收款为3.71亿元，同比增长40.64%，主要为往来款及保证金。截至2015年底，公司其他应收款前5名合计2.28亿元，占本年其他应收款的61.46%，应收账款前5名集中度较高。从账龄看，1年以内的占比79.95%，1~2年的占5.08%，2~3年的占13.75%，3年以上的占1.21%，共计提坏账准备0.55亿元。总体看，公司其他应收款整体账龄较短，考虑到公司大部分其他应收款项的欠款单位为武汉东湖生态旅游风景区土地储备中心与武汉市发改委等，公司其他应收款项的回收风险较小；但规模较大，对流动资金形成一定的占用。

表 6 截至 2015 年底其他应收款金额前五名情况

（单位：万元、年）

单位名称	期末余额	账龄
武汉东湖生态旅游风景区土地储备中心	5705.57	1~5
武汉邦华房地产开发有限公司	5485.26	1 年以内
湖北大都地产集团有限公司	4400.00	2~3
武汉市发改委	4173.05	1~4
武汉市东湖生态旅游风景区先锋社区居民委员会	3000.00	1 年以内
合计	**22763.88**	

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司存货5.18亿元，同比上升29.72%，主要为开发成本及库存商品，分别占比95.18%及4.63%。公司未计提存货跌价准备。

截至2015年底，公司非流动资产103.39亿元，同比增长3.72%。公司非流动资产主要由在建工程（占54.87%）和无形资产（占44.00%）构成，其他占比较小。

截至2015年底，公司在建工程为56.73亿

元，同比增长6.87%，其中东湖华侨城专项工程54.92亿元，占公司在建工程的96.81%。

截至2015年底，公司无形资产45.49亿元，主要为滩涂使用权43.10亿元及土地使用权2.39亿元。

截至2016年9月底，公司资产总额为138.59亿元，较2015年底增长18.46%，主要是货币资金及其他应收款的增长所致。当期，公司资产总额中流动资产占21.56%，非流动资产占78.44%。截至2016年9月底，公司流动资产为29.88亿元，较2015年底增长119.59%。其中，货币资金11.54亿元，较2015年底增长219.73%，主要系公司“16武汉旅游CP001”（3.00亿元）以及“16武汉旅游MTN001”（10.00亿元）的成功发行所致；公司其他应收款为10.93亿元，较2015年底增长194.71%，主要为应收拆借款以及购买办公楼的保证金；公司存货为6.93亿元，较2015年底增长33.69%，主要来自子公司武汉旅联置地股份有限公司房地产开发成本的增加。截至2016年9月底，公司非流动资产为108.71亿元，较2015年底增长3.72%，主要表现为在建工程的增加；截至2016年9月底，公司在建工程为60.82亿元，较上年增长6.87%。

跟踪期内，公司资产规模稳步增长，流动资产中存货及其他应收款的占比较高；公司资产结构以非流动资产为主，非流动资产中在建工程和无形资产占比大。整体上看，公司资产质量一般，流动性较弱。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益71.26亿元（包括少数股东权益1.29亿元），同比增长6.84%。其中归属于母公司所有者权益占98.19%，少数股东权益占1.81%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本占21.62%、资本公积占65.68%、盈余公积占1.11%、未分配利润占9.78%。截至2015年底，公司资本公积为46.81亿元，同比增长6.71%，主要系公司根据武汉市东湖生态风景区土地储备中心与武汉市东湖渔场签订的征地补偿协议，将拨付武汉市东湖渔场土地补偿款等资金计入其他资本公积；公司资本公积的主要构成为武汉市东湖渔场所属的滩涂水域。

截至2016年9月底，公司所有者权益81.76元，较上年底增长6.84%，主要系“16武汉旅游MTN001”的成功发行所致（计入“其他权益工具”科目）。

跟踪期内，公司所有者权益稳步增长，权益结构保持相对稳定，但滩涂使用权占比较大，所有者权益质量较差。

负债

截至2015年底，公司负债总额45.73亿元，同比增长10.78%，其中流动负债占比为65.35%，非流动负债占比34.65%。

截至2015年底，公司流动负债为29.89亿元，同比下降17.20%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债的减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占5.64%）、其他应付款（占67.47%）和一年内到期的非流动负债（占23.46%）组成。

截至2015年底，公司短期借款为1.69亿元，同比增长53.18%，包括保证借款0.8亿元和信用借款0.89亿元；其中，保证借款系公司向武汉交通银行水果湖支行取得，由武汉市城市建设投资开发集团有限公司提供保证。

截至2015年底，公司其他应付款为20.16亿元，同比下降13.21%，主要为应付东湖风景区财政局以及市财政局拨付的华侨城专项资金和还贷资金。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债为7.01亿元，同比下降38.88%，主要表现在一年内到期的长期借款，其主要构成为保证借款200万元、抵押借款1000万元、质押借款1.50亿元以及信用借款4000万元。同期，公司将2015年新增的两笔短期融资券计入“一年内到期的非流动负债-一年内到期的应付债券”中。

截至2015年底，公司非流动负债为15.85亿元，同比增长205.36%，主要为公司于2015年发

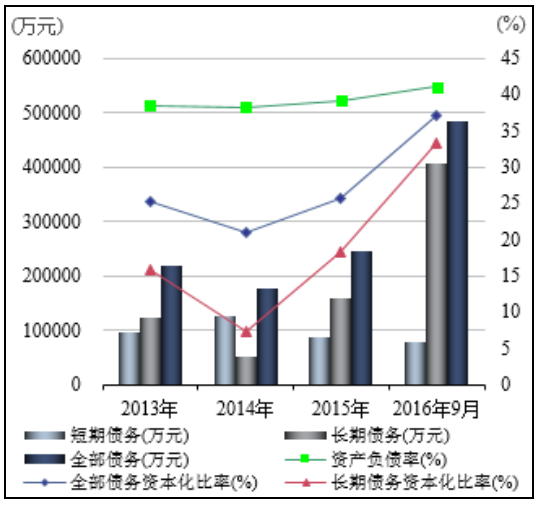
行的8.00亿元“15汉旅发投MTN001”（计入“应付债券”）以及新增融资租赁1.64亿元（计入“长期应付款”）。

截至2015年底，公司长期借款为6.24亿元，同比增加20.23%。其中信用借款0.91亿元、质押借款1.30亿元（系公司的控股子公司武汉旅华联房地产有限公司以其土地使用权作抵押向武汉农村商业银行江夏支行取得的借款）、保证借款2.96亿元（系武汉市东湖生态旅游风景区土地储备中心以2700亩土地出让金的收益权作为质押为公司担保向武汉农村商业银行东湖风景区支行取得的借款）。

有息债务方面，截至2015年底，公司调整后全部债务为24.54亿元，同比增加38.20%。其中短期债务8.70亿元，调整后长期债务15.85亿元，受2015年公司发行“15汉旅发投MTN001”的影响，公司债务结构变化较大。

债务指标方面，2015年，公司资产负债率为39.09%，受2015年公司应付债券大幅增加的影响，调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率均快速增长，分别为25.62%和18.19%，公司债务负担加重。

图 3　截至 2016 年 9 月底公司债务负担情况



资料来源：根据公司审计报告整理

截至2016年9月底，公司负债总额为56.84亿元，较2015年底增长10.78%，主要系长期借款及其他应付款的增长所致。其中，流动负债占63.84%，非流动负债占36.16%，流动负债占比有所下降。截至2016年9月底，公司其他应付款26.42亿元，较2015年底增加31.01%，主要来系应付往来款的增加所致；公司长期借款为10.26亿元，较2015年底增长20.23%；公司长期应付款减少0.31亿元，主要系部分融资租赁款已偿还。

截至2016年9月底，公司调整后有息债务合计48.35亿元，其中短期债务7.80亿元，调整后长期债务40.55亿元。公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为41.01%、37.16%和33.15%，较2015年底均有一定程度的增长。

总体来看，跟踪期内，公司负债总额持续增加，有息债务结构以长期负债为主，整体债务结构较为合理。

5.　偿债能力

（1）短期偿债能力

从短期偿债指标看，2013～2015年，公司流动比率和速动比率均呈波动增长态势，三年平均值分别为36.06%和21.48%，2015年底分别为45.53%和28.19%。2015年，公司现金类资产为3.61亿元，为同期短期债务的0.41倍。近三年，公司经营现金流动负债比分别为-4.62%、11.59%和-1.53%，对流动负债无保护能力。截至2016年9月底，公司货币资金大幅增长，公司流动比率和速动比率快速上升，分别82.35%和63.25%；公司现金类资产为11.54亿元，为同期短期债务的1.48倍。公司短期偿债能力一般，存在一定的短期偿债压力。

（2）长期偿债能力

从长期偿债能力指标看，2015年，公司EBITDA为1.75亿元，全部债务/EBITDA为14.06倍。考虑到武汉市人民政府将东湖风景区附近的龚家岭村全部及白马洲村位于风景区内的560亩土地交由公司进行前期整理，未来公司获得土地出让收入返还规模较大，加之公司旅游开发及房地产开发业务有望进一步增强，公司

整体偿债能力尚可。

截至2016年9月底，公司为武汉天立华锋集团有限公司提供对外担保，担保总额为1.30亿元，担保比率为1.82%，担保期限自2015年12月7日~2017年12月6日，整体看，公司对外担保规模小，或有负债风险小。

表 7　截至 2016 年 9 月底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保期限
武汉天立华峰集团有限公司	13000	2015/12/7-2017/12/6
合计	**13000**	

资料来源：公司提供

截至2016年9月底，公司共获得各家银行授信总额16.30亿元，尚未使用额度为1.27亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G10420101000589706），截至 2017 年 2 月 7 日，公司无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及武汉市及东湖风景区经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到政府对于公司在资本金注入、资产划拨、财政补贴等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

十、 存续期内债券偿债能力分析

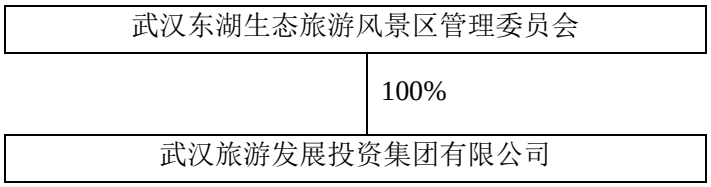
公司于 2016 年发行短期融资券“16 武汉旅游 CP001”3.00 亿元。截至 2016 年 9 月底，公司现金类资产为 11.54 亿元，为“16 武汉旅游 CP001”的 3.85 倍。由于跟踪期内，公司现金类资产大部分来自于银行借款，实际现金类资产保障倍数低于上述值。2015 年，公司经营活动现金流入量为 5.08 亿元，为“16 武汉旅游 CP001”额的 1.69 倍。公司经营活动现金流入量对“16 武汉旅游 CP001”的保障能力尚可。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续期债券的保障程度尚可。

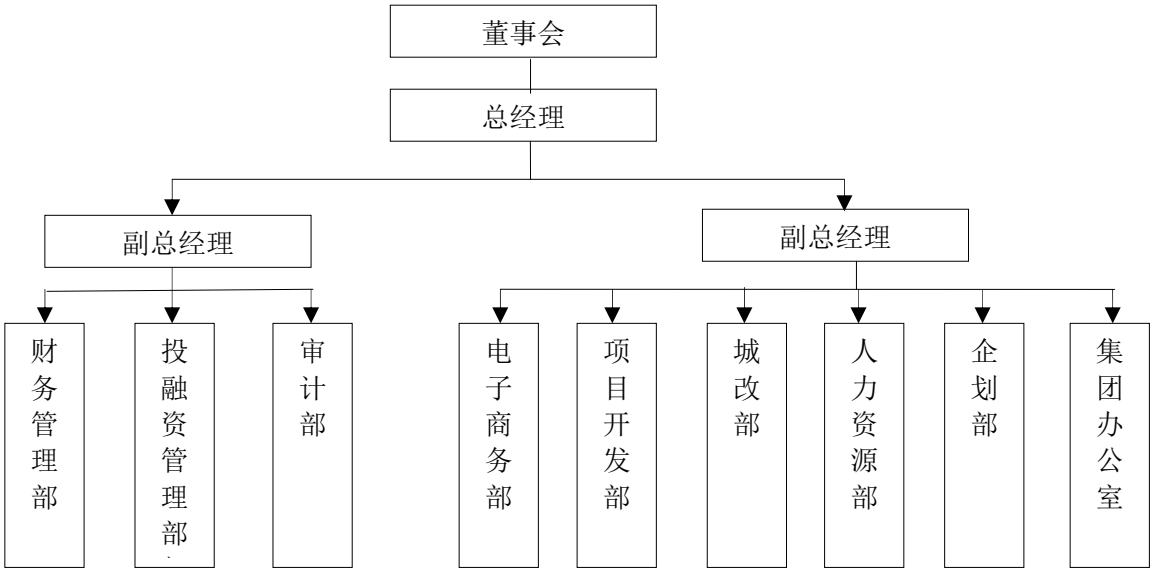
十一、 结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持 “16 武汉旅游 CP001”的信用等级为 A-1。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.08	1.55	3.61	11.54
资产总额(亿元)	105.79	107.98	117.00	138.59
所有者权益(亿元)	65.06	66.70	71.26	81.76
短期债务(亿元)	9.57	12.57	8.70	7.80
长期债务(亿元)	12.23	5.19	14.21	19.22
调整后长期债务(亿元)	12.23	5.19	15.85	40.55
全部债务(亿元)	21.80	17.76	22.91	27.02
调整后全部债务(亿元)	21.80	17.76	24.54	48.35
营业收入(亿元)	2.37	2.74	3.35	3.11
利润总额(亿元)	1.62	1.62	1.64	0.50
EBITDA(亿元)	1.73	1.70	1.75	--
经营性净现金流(亿元)	-1.32	4.18	-0.46	-2.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	41.62	37.07	14.08	--
存货周转次数(次)	0.22	0.24	0.32	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	45.51	50.00	94.46	75.14
营业利润率(%)	65.20	65.13	54.65	44.83
总资本收益率(%)	1.86	1.88	3.48	--
净资产收益率(%)	2.48	2.40	2.22	--
长期债务资本化比率(%)	15.83	7.22	16.63	19.03
调整后长期债务资本化比率(%)	15.83	7.22	18.19	33.15
全部债务资本化比率(%)	25.10	21.03	24.32	24.84
调整后全部债务资本化比率(%)	25.10	21.03	25.62	37.16
资产负债率(%)	38.50	38.23	39.09	41.01
流动比率(%)	31.98	22.99	45.53	82.35
速动比率(%)	19.06	11.92	28.19	63.25
经营现金流动负债比(%)	-4.62	11.59	-1.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.04	1.17	1.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.62	10.46	13.12	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	12.62	10.46	14.06	--

注：1. 2016 年第三季度财务数据未经审计；

2. 长期应付款中融资租赁款项以及其他权益工具计入长期债务；调整后全部债务=全部债务+融资租赁款+其他权益工具。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息