信用等级公告

联合〔2020〕2288 号

联合资信评估有限公司通过对武汉旅游发展投资集团有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将武汉旅游发展投资集团有限公司主体长期信用等级上调为 AA^+，“16 武汉旅游 MTN001”的信用等级上调为 AA^+，维持“19 武汉旅游 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

武汉旅游发展投资集团有限公司
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA^+	稳定	AA	稳定
16 武汉旅游 MTN001	AA^+	稳定	AA	稳定
19 武汉旅游 CP002	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 武汉旅游 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2021/09/26
19 武汉旅游 CP002	3.00 亿元	3.00 亿元	2020/08/14

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 7 月 20 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa^-	评级结果		AA^+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	盈利能力	4
			现金流量	1
			资产质量	4
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 六个等级，各级因子评价划分为六档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 档，各级因子评价划分为七档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵模型得到指示评级结果

评级观点

武汉旅游发展投资集团有限公司（以下简称“公司”）是经武汉市政府批准成立的负责武汉市旅游文化产业投资开发的核心主体。跟踪期内，公司出资人由武汉市东湖风景区管理委员会（以下简称“东湖管委会”）变更为武汉市国有资产监督管理委员会（以下简称“武汉市国资委”），公司在武汉市旅游文化产业投资开发领域的地位得到进一步提升。武汉市国资委与公司共同出资成立武汉旅游集团股份有限公司（以下简称“武旅股份”），将武汉市的优质旅游资源注入到武旅股份，未来随着公司将武旅股份纳入合并范围，以及优质旅游资源的逐步注入，公司在武汉市旅游文化领域的整体竞争实力将进一步增强。此外，公司受武汉市政府委托，承接了历史风貌区改造等重大项目的建设工作，并在地方政府专项债的分配上获得了有力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到跟踪期内，公司有息债务持续增长、未来资本支出压力大以及新冠肺炎疫情对公司经营带来冲击等不利因素。

未来，随着公司棚户区改造项目的逐步推进，两江四岸核心景区旅游资源的持续开发、旅游产品的不断完善，武旅股份名下旅游资源以及经营性资产的逐步运营，公司收入规模有望快速增长，整体盈利能力有望得以增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级上调为 AA^+，将“16 武汉旅游 MTN001”的信用等级上调为 AA^+，维持“19 武汉旅游 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. **武汉市良好的经济环境为公司发展提供了良好的经营环境。**2019 年，武汉市实现地区生产总值 16223.21 亿元，完成财政总收入 2912.11 亿元。
2. **公司股东变更有利于提升公司的区域地位。**跟踪期内，公司出资人由东湖管委会变更为武汉市国资委，进一步提升了公司在武汉市旅游文化产业

分析师：黄琪融　汪星辰
邮箱：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

投资开发领域的重要地位。

3. **武汉市政府向公司注入优质旅游资源。**跟踪期内，武汉市国资委与公司出资成立武旅股份，武汉市国资委将龟山景区经营性资产、汉口江滩经营性资产等优质旅游资源通过授权经营的方式注入武旅股份，并授权公司未来将武旅股份纳入合并范围，公司经营实力有望进一步增强。
4. **获得地方政府专项债的支持力度大。**跟踪期内，公司获得武汉市政府专项债的规模较大，有效缓解了公司重点项目建设的资金压力。

关注

1. **资产流动性较弱，整体资产质量一般。**公司资产以非流动资产为主，其中在建工程及无形资产占比大，无形资产大部分为滩涂使用权，公司资产流动性较弱，资产质量一般。
2. **存在较大的资本支出压力。**跟踪期内，公司有息债务规模持续上升；在建项目的未来投资规模大，存在较大的资本支出压力。
3. **全国出现的新冠肺炎疫情短期内可能对公司经营产生一定负面影响。**2020 年一季度，公司旅游开发与服务收入较上年同期下滑 38.95%至 0.41 亿元。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	27.62	59.00	54.82	56.06
资产总额（亿元）	177.23	205.19	230.63	236.11
所有者权益（亿元）	83.66	84.68	85.84	85.15
短期债务（亿元）	23.91	20.67	30.76	21.17
长期债务（亿元）	24.80	66.35	75.06	90.62
全部债务（亿元）	48.71	87.02	105.82	111.79
营业收入（亿元）	3.34	16.39	11.62	0.74
利润总额（亿元）	0.80	1.53	0.82	-0.69
EBITDA（亿元）	1.09	2.01	1.38	--
经营性净现金流（亿元）	-3.47	0.20	1.50	-3.71
现金收入比（%）	466.36	34.29	64.79	100.00
营业利润率（%）	25.81	17.59	25.16	9.66
净资产收益率（%）	0.93	1.28	0.80	--
资产负债率（%）	52.79	58.73	62.78	63.94
全部债务资本化比率（%）	36.80	50.68	55.21	56.76
流动比率（%）	83.51	147.42	126.99	153.19
速动比率（%）	61.05	133.07	118.31	143.12
经营现金流动负债比（%）	-5.05	0.37	2.15	--
全部债务/EBITDA（倍）	44.73	43.37	76.62	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.49	0.73	0.25	--
现金短期债务比（倍）	1.16	2.86	1.78	2.65
公司本部				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	155.48	160.66	183.95	189.11
所有者权益（亿元）	81.75	81.81	81.80	81.59
全部债务（亿元）	43.18	35.65	60.97	66.94
营业收入（亿元）	0.70	0.05	0.72	0.00
利润总额（亿元）	2.03	0.07	-0.01	-0.21
资产负债率（%）	47.42	49.08	55.53	56.86
全部债务资本化比率（%）	34.56	30.35	42.71	45.07
流动比率（%）	59.87	54.06	51.70	66.59
经营现金流动负债比（%）	-1.09	4.95	0.24	--
现金短期债务比（倍）	0.76	1.29	0.43	0.79

注：已将长期应付款中有息部分调整至长期债务核算，2020 年一季度财务报表未经审计

公司评级历史：

债项名称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 武汉旅游 CP002	A-1	AA	稳定	2020.02.07	黄琪融 汪星辰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
19 武汉旅游 CP002	A-1	AA	稳定	2019.06.25	黄琪融 汪星辰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
16 武汉旅游 MTN001	AA	AA	稳定	2019.06.25	黄琪融 汪星辰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
16 武汉旅游 MTN001	AA	AA	稳定	2016.08.17	车驰 黄琪融	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由武汉旅游发展投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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
2020 年跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于武汉旅游发展投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

根据中共武汉市委办公厅印发的《关于调整武汉旅游发展投资集团有限公司管理体制的实施方案》（武办文〔2020〕1 号文），公司出资人由武汉市东湖风景区管理委员会（以下简称“东湖管委会”）调整为武汉市国有资产管理委员会（以下简称“武汉市国资委”）。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 15.41 亿元，武汉市国资委为公司唯一股东及实际控制人。

截至 2019 年底，公司资产总额 230.63 亿元，所有者权益 85.84 亿元（含少数股东权益 2.98 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 11.62 亿元，利润总额 0.82 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 236.11 亿元，所有者权益 85.15 亿元（含少数股东权益 2.95 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 0.74 亿元，利润总额-0.69 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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信所评存续债券包括“16 武汉旅游 MTN001”和“19 武汉旅游 CP002”，债券余额合计 13.00 亿元。其中，“16 武汉旅游 MTN001”为永续中期票据，设有发行人赎回选择条款。如果公司到期不行使赎回权，则票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
16 武汉旅游 MTN001	10.00	2016/09/26	5+N	4.96
19 武汉旅游 CP002	3.00	2019/08/14	1	3.88

资料来源：联合资信整理

截至 2020 年 3 月底，“16 武汉旅游 MTN001”及“19 武汉旅游 CP002”募集资金均已按计划使用完毕。跟踪期内，“16 武汉旅游 MTN001”已按时付息，“19 武汉旅游 CP002”尚未至还本付息日。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

（单位：万亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7

GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016－2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出

238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩

企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析及区域经济

1. 基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地

方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域

投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投债券相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经

济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 旅游行业

（1）行业概况

在经济发展新常态下，中国旅游行业呈现平稳较快发展态势。

改革开放以来，中国实现了从旅游短缺型国家到旅游大国的历史性跨越。“十三五”期间，旅游业的发展首次被纳入国家重点专项规划，走向国民经济建设的前沿，成为国民经济战略性支柱产业。

经文化和旅游部批准，中国旅游研究院（文化和旅游部数据中心）受权发布《2019 年旅游市场基本情况》。2019 年，旅游经济继续保持高于 GDP 增速的较快增长态势。国内旅游市场和出境旅游市场稳步增长，入境旅游市场基础更加稳固。全年，国内旅游人数 60.06 亿人次，比上年同期增长 8.4%；入出境旅游总人数 3.0 亿人次，同比增长 3.1%；全年实现旅游总收入 6.63 万亿元，同比增长 11%。旅游业对 GDP 的综合贡献为 10.94 万亿元，占 GDP 总量的 11.05%。旅游直接就业 2825 万人，旅游直接和间接就业 7987 万人，占全国就业总人口的 10.31%。

（2）政策环境

跟踪期内，国家政策对旅游行业的支持力度很大，各项引导政策可平抑因外部经济等环境波动而带来的不利影响，保障旅游产业平稳发展。同时，为提高行业整体服务质量，主管部门实施了一系列监管措施，规范各业态发展。

中国旅游业作为第三产业的主要支柱行业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。

2019 年，在旅游行业蓬勃发展的同时，为了提升各业态服务品质，国家和地方均出台了新政并实施了强监管。对于酒店行业，自高星级酒店发生“抹布擦杯子”等一系列卫生事件之后，行业也陷入了卫生信任危机。在此情况下，文旅部多次暗访调查，2019 年 2 月、4 月、8 月，文旅部公布了针对高星级酒店的暗访调查结果，全国 20 家五星级饭店被摘星，其中包括北京长安大饭店、重庆希尔顿等知名酒店，此外 26 家饭店或被责令要求整改。从文化和旅游部到行业协会，都在加强酒店卫生、服务质量方面的建设。2019 年 7 月 19 日，文化和旅游部官网发布公告，宣布新版《旅游民宿基本要求与评价》已经通过批准，其中新版民宿标准中，还首次对民宿建立了评星机制，同时加强了对民宿行业卫生、安全、消防等方面的要求，对于有私设摄像头侵犯游客隐私等行为的，还将取消该旅游民宿的评定星级。2019 年 10 月 8 日，文旅部就《在线旅游经营服务管理暂行规定（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）面向社会公开征求意见。根据《征求意见稿》，中国拟禁止在线旅游经营者（OTA）利用大数据进行“价格歧视”、进行虚

假预订，或者替代、强制旅游者对平台上的产品服务做出评价等行为。

（3）疫情对旅游行业的影响

疫情防控期内，居民出行意愿大幅降低，旅游行业需求端已受到明显冲击，考虑到本次疫情的预计持续时间及需求复苏存在滞后，景区类、酒店类、餐饮类企业全年经营业绩下滑的可能性很大。中长期看，旅游行业仍将在疫情结束后迎来需求的反弹。

2020 年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，旅游业中多种业态进入“停摆”状态。旅游平台经历了前所未见的千万级的“退单潮”，酒店业不仅面临现金流的收缩，还承受着巨大的资金压力，包括房租成本、企业间的应收账款风险以及人力成本。在境外疫情持续蔓延影响下，许多国家采取限制入境、减少人员流动等非常措施，对国内旅游市场冲击持续加剧。

疫情在全球范围内的流行和控制，运力的减少或暂停，不只是切断了人们出游的可能性。叠加人们对未来旅行安全的疑惑和担忧，以及经济波动对收入的影响，都会对年内的旅游消费产生抑制。中国旅游研究院测算，受疫情影响，2020 年一季度及全年，国内旅游人次将分别下降 56%和 15.5%，国内旅游收入分别下降 69%和 20.6%；预计全年同比减少旅游人次 9.32 亿，减收达 1.18 万亿元。

针对文旅行业面临的实际困难，从国家到地方政府都陆续推出了相关补贴和扶持政策。国家层面发布了《关于积极应对疫情影响保持导游队伍稳定相关工作事项的通知》《关于暂退部分旅游服务质量保证金支持旅行社应对经营困难的通知》《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南》等政策，各地也分别围绕资金支持、金融扶持、税费优惠、社会保障、物业租金等多个方面对涉旅企业给予帮助。平台方之间、品牌方与加盟商、行业之间的互助增加。飞猪、去哪儿、同程艺龙、马蜂窝等平台企业均采取不同措施扶持上游供应商。首旅如家、锦江、华住、开元、亚朵等在内的多家连锁酒店集团也推出并实施了针对加盟商、合作伙伴的加盟管理费减免政策;锦江国际筹措 35 亿资金，支持旗下存在流动性困难的酒店渡过难关。

根据国家文旅部发布的数据，2020 年 5 月 1 日－5 日，全国共计接待国内游客 1.15 亿人次，实现国内旅游收入 475.6 亿元。2019 年“五一”假期的数据则是 1.95 亿人次和 1176.7 亿元。与去年相比，今年“五一”假期出游人次近六成，旅游收入约四成，虽然还有差距，但可以看出明显的复苏迹象。出于安全和舒适的考虑，游客们对高端星级酒店的选择意向更加明显。携程发布的《“五一”旅游市场复苏大数据报告》显示，在携程的酒店预售中，5 星级酒店的间夜占比达到了 50%，选择 1000 元以上酒店产品的订单比例也在全部订单中占比最高。

3. 区域经济环境

2019年，武汉市经济及财政实力稳步增强，但受新冠肺炎疫情影响，2020年一季度，武汉市经济水平、固定资产投资规模、财政收入等较上年同期均大幅下降。

武汉市地处中国中部，距广州、北京、上海、重庆等特大中心城市均在1000公里左右，总面积8569.15平方公里，常住人口1108.1万人，是全国重要的工业基地和交通枢纽，有很强的市场集散功能和经济辐射作用。

根据《武汉市 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，武汉市实现地区生产总值（GDP）16223.21 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。其中，第一产业增加值 378.99 亿元，增长 3.0%；第二产业增加值 5988.88 亿元，增长 6.5%；第三产业增加值 9855.34 亿元，增长 8.2%。三次产业结构调整为 2.3：36.9：60.8。按常住人口计算，武汉市人均地区生产总值 145545 元，按平均汇率折合为 2.11 万美元。

2019 年，武汉市全年固定资产投资（不含农户）比上年增长 9.8%。按产业分，第一产业投资增长 84.5%；第二产业投资增长 11.8%，

其中工业投资增长 16.3%；第三产业投资增长 8.7%，其中基础设施投资增长 12.9%。武汉市第二、三产业投资规模大且持续增长，是武汉市未来经济持续发展的增长点。

2019年，武汉市经济持续发展带动财政收入进一步增长至2912.11亿元，其中地方一般预算收入为1564.12亿元，税收收入是武汉市一般预算收入的重要来源，为1320.34亿元。

根据武汉市财政局公布的《关于2019年全市和市本级预算执行情况与2020年全市和市本级预算草案的报告》，2019年，武汉市一般公共预算支出2237.1亿元，同比增长15.9%。政府性基金收入1744.39亿元，同比下降8%。2019年，武汉市政府债务限额3447.45亿元，政府债务余额3376.7亿元，其中一般债务余额1444.84亿元，专项债务余额1931.86亿元。

2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，武汉市经济及财政收入较去年同期均大幅下降。根据武汉市统计局公布的《2020年一季度武汉市经济运行情况》，2020年1－3月，武汉市地区生产总值按可比价格计算，比上年同期下降40.5%。武汉市固定资产投资比上年同期下降81.6%，分领域看，工业投资、基础设施投资、房地产开发投资分别下降88.4%、84.1%、75.7%，民间投资下降84.6%；分行业看，与抗疫相关卫生行业投资增长341.2%。武汉市一般公共预算总收入571.44亿元，比上年同期下降44.0%。地方一般公共预算收入275.77亿元，下降45.9%。其中，税收收入247.94亿元，下降44.4%。

六、基础素质分析

跟踪期内，股东变更进一步提升了公司在武汉市旅游文化产业投资开发领域的重要地位。未来，随着武旅股份纳入合并范围及优质旅游资源注入工作的逐步推进，公司在武汉市旅游文化领域的整体竞争实力将进一步增强。此外，公司获得武汉市政府专项债的规模较大，有效缓解了公司重点项目建设的资金压力。

股东变更

2020年1月，根据武办文〔2020〕1号文，公司出资人由东湖管委会调整为武汉市国资委，公司已于2020年5月完成工商登记信息变更。

资产注入

根据武汉市政府《市人民政府办公厅印发关于组建武汉旅游集团股份有限公司实施方案的通知》（武政办〔2019〕55号），为优化配置全市旅游资源，提升旅游开发与经营管理水平，促进武汉市全域旅游高质量发展，武汉市政府决定成立武汉旅游集团股份有限公司（以下简称“武旅股份”）。武旅股份于2019年9月成立，注册资本5.10亿元，其中武汉市国资委持股51%、公司持股49%，武汉市国资委授权公司代表处理与武旅股份设立、筹备相关的所有事宜，并授权公司将武旅股份纳入合并财务报表。公司董事长董志向先生兼任武旅股份法定代表人、董事长，副总经理董冲先生兼任武旅股份总经理，公司副董事长兼总经理王广立先生兼任武旅股份董事。截至2019年底，因注入武旅股份的实物资产尚处于清产核资过程，因此公司未将其纳入2019年合并报表，武旅股份预计将于2020年底纳入公司合并范围。

职能定位方面，武旅股份将全面负责全市优质旅游资源整合与旅游资源功能提升基础设施项目建设工作。

组建方式方面，武汉市国资委负责将武汉市汉口江滩事业发展有限责任公司、武汉汉口江滩新能源发展有限公司等公司股权以及汉江索道及附属设施、计谋殿、全景画馆等经营性资产注入武旅股份；公司将接收的武汉市轮渡公司、武汉市汽车轮渡管理所、武汉江汉朝宗轮船旅游有限公司整合后形成的有效经营性股权，以及持有的武汉江汉朝宗轮船旅游有限公司等股权注入武旅股份；武汉市财政局向公司拨付2.50亿元用于增加武旅股份注册资本金。以上股权划转事项均已于2020年6月30日

前完成。

政策支持方面，武汉市财政局会同武汉市黄鹤楼公园管理处将黄鹤楼公园古肆商业街及东门停车场的经营权通过政府授权经营方式授予武旅股份；同时，将黄鹤楼公园以2018年门票收入为基数的增量收入支付武旅股份；逐步注入全市范围内其他优质旅游资源。

政府专项债支持

2019年，根据《市财政关于做好2019年新增地方政府专项债券提前下达额度申报发行工作的请示》（武财综〔2018〕1057号），武汉市政府发行15.00亿元地方政府专项债用于公司实施的旅游客运码头拆迁集并提升工程、两江四岸景观照明提升工程，计入公司“应付债券”。

根据《市财政局关于利用地方政府专项债券推动汉口历史风貌区旧城改造工作的请示》（武财建〔2020〕172号文）、武汉市财政局《汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目实施方案》等文件，汉口历史风貌区旧城改造及旅游功能提升项目（以下简称“历史风貌区改造项目”）的业主管理部门为武汉市城建局，实施及运营主体为公司，项目总投资额为144.40亿元，其中资本金（44.40亿元）由公司分年筹措到位、剩余部分通过发行地方政府专项债筹措，2020－2022年分别计划发行地方政府专项债券40.00亿元、30.00亿元及30.00亿元，期限均为30年。截至本报告出具日，第一批武汉市政府专项债券（40.00亿元）已拨付到位。

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2020年7月7日，近五年内，公司本部无不良信贷信息，过往信用记录良好。

七、管理分析

2020年，公司出资人变更为武汉市国资委，公司相应调整《章程》中相关内容。

2020年，为了规范公司董事会的议事方式和决策程序，公司董事会印发《武汉旅游发展投资集团有限公司董事会议事规则》（以下简称“规则”），明确以上规则对公司全体董事及其他有关人员具有约束力；董事会下需设立董事会办公室，处理董事会日常事务，筹备董事会会议；董事会秘书兼任董事会办公室负责人，列席董事会会议。同时，规则明确董事会会议包括定期会议和临时会议，其中，《公司章程》规定的事项、“三重一大”决策的事项及出资人规定事项均需召开董事会决议。

跟踪期内，公司法人治理结构、其他管理制度方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入构成未发生变化，但受“东方雨林”项目销售接近尾声的影响，公司主营业务收入大幅下降。

2019年，公司实现主营业务收入11.61亿元，同比下降29.12%，主要系“东方雨林”项目销售接近尾声导致房产销售收入大幅下降所致。当期，公司实现旅游开发与服务收入4.75亿元，同比增长45.71%，主要系公司旅游开发各版块日趋成熟的同时新增江滩物业租赁收入及黄鹤楼门票增量收入所致。2019年，公司承接军运会部分项目的后勤服务保障工作，导致当期物业管理收入同比增长84.62%至0.48亿元；园林工程收入0.41亿元，同比增长62.72%，系当期公司新增工程量较多所致。

毛利率方面，2019年，公司旅游开发与服务业务毛利率同比增长11.22个百分点，主要系绿道经营业务的逐步成熟导致成本得到有效控制，同时新增黄鹤楼门票增量收入及江滩经营性物业和停车场运营业务的成本相对较低所致；房产销售业务毛利率较上年增长11.67个百分点至29.49%，主要系房地产销售已接近

尾声，大部分成本已于2018年确认所致。

2020年1－3月，受新冠肺炎疫情以及房地产销售接近尾声的影响，公司主营业务收入较上年同期减少10.88亿元至0.74亿元，主营业务毛利率下降至11.01%。

表 4　公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年 1－3 月		
	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	32575.20	19.89	13.22	47527.48	40.93	24.44	4116.53	55.49	3.36
餐饮	--	--	--	349.26	0.30	6.30	104.58	1.41	-6.13
房产销售	121901.11	74.42	17.82	54745.05	47.14	29.49	--	--	--
鲜鱼销售	1103.05	0.67	73.56	1383.09	1.19	61.32	0.59	0.01	100
物业管理	2637.79	1.61	21.62	4807.87	4.14	17.56	1041.16	14.03	33.08
文化产品销售与推广	3079.17	1.88	58.54	1919.03	1.65	41.85	81.03	1.09	31.23
担保服务	--	--	--	1310.66	1.13	100.00	127.18	1.71	100
园林工程	2509.03	1.53	23.60	4082.63	3.52	16.70	1947.4	26.25	9.62
合计	**163805.35**	**100.00**	**18.19**	**116125.09**	**100.00**	**27.79**	**7418.48**	**100.00**	**11.01**

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 业务经营

（1）土地整理

公司作为东湖风景区土地整理项目的实施主体与融资主体，完成了武汉华侨城项目所在片区及周边地区的土地整理工作，但相关项目尚未完成决算，其投资成本对公司资金占用明显。目前，公司主要负责东湖风景区内棚户区改造任务，项目尚需投资规模大，存在较大的资本支出压力。

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，并在授权范围内实施武汉东湖风景区及周边的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，由东湖管委会财政局将土地开发成本及项目管理费全额返还至公司

华侨城片区土地整理项目

公司作为武汉东湖风景区土地整理的核心实施主体，从事了大量武汉华侨城项目所在片区及周边地区的土地整理工作。

武汉华侨城项目于 2009 年启动，项目占地约 3167 亩，是华侨城集团有限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。该项目依托东湖良好的生态旅游资源，致力于湿地涵养、水生态修复及低碳建筑设计，旨在建设一个集旅游、地产、商业于一体的大型生态旅游度假区。根据武东景办〔2009〕167 号文精神，公司作为风景区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 60.33 亿元（立项时确认的总投

资额），截至 2020 年 3 月底，公司已支付资金 71.09 亿元，其中拆迁还建费用 31.14 亿元，征地款 15.30 亿元，还建过渡费 1.49 亿元。华侨城项目虽已完工，但因项目尚未验收决算仍在“在建工程”中体现，其投资成本对公司资金形成较大占用。

棚户区改造项目

公司目前负责的棚户区改造项目包括东湖风景区东北部片区“景中村”综合改造项目（以下简称“‘景中村’项目”）以及白马洲南片区棚户区改造项目（以下简称“白马洲棚改项目”）。其中，“景中村”项目为《武汉市人民政府专题会议纪要（110）》中列示的重点项目。

“景中村”项目北至武钢专线，南至落雁景区南边界，东至武九铁路，西至汤菱湖，其总面积约为 11502 亩。目前，该区域内的主要建筑为龚家岭村、湖光村、先锋村、新武东村的村民住宅（多属于砖木及砖混结构建筑），住宅区内道路狭窄，市政管网、下水、天然气等配套设施均有待完善。

白马洲棚改项目位于武汉市洪山区和平街白马洲欢乐大道以南，改造总面积约 907 亩，计提土地上房屋面积约 12.85 万平方米，总征收户数 250 户。

武汉金旅建设投资有限责任公司（以下简称“金旅投”）分别于 2017 年 10 月及 2018 年 1 月就“景中村”项目及白马洲棚改项目与武汉市土地储备中心分别签订《政府购买服务合同》（以下简称“合同”）。合同约定金旅投为上述项目的承接主体，并由武汉市土地储备中心购买下述服务内容：①国有土地上房屋征收与补偿服务；②集体土地征地拆迁服务；③安置住房筹集；④棚改片区（含安置住房小区）公益性基础设施建设；⑤其他经市、区政府确定的购买服务事项。

“景中村”项目主要包括武汉市东湖生态旅游风景区东北部区域内的棚户区改造以及相关基础设施的提升，其拟投资额为 1543729.53 万元；其中自有资金 343729.53 万元（由公司自筹），贷款 1200000 万元（拟按照国家规定的棚户区改造融资政策以银行贷款的方式融资，后期还款来源为武汉市土地储备中心向金旅投购买服务所支出的费用）。合同期限 15 年（包括改造期 3 年，服务期 12 年），合同总价款为 2278231.56 万元（合同资金初步支付计划安排见表 5）。

白马洲棚改项目拟投资额为 95508.99 万元；其中自有资金 19508.99 万元（由公司自筹），贷款 76000 万元。合同期限 15 年（包括改造期 3 年，服务期 12 年），合同总价款为 137026.98 万元（合同资金初步支付计划安排见表 5）。

截至 2020 年 3 月底，“景中村”项目及白马洲棚改项目已分别投资 21.10 亿元以及 4.74 亿元，体现在“其他应收款”中；武汉市土地储备中心已就上述项目拨款 8.10 亿元。总体看，上述项目投资规模较大，公司存在较大投资压力。

表 5 《政府购买服务合同》购买服务总价款的分期支付安排（单位：万元）

项目	时间								合计
	第 1 年	**第 2 年**	**第 3 年**	**第 4 年**	**第 5 年**	**第 6 年**	**第 7 年**	**第 8 年**	
东湖风景区东北部片区景中村改造项目	52955.91	79433.86	88259.85	89671.65	89583.45	265269.97	254110.49	242951.02	**2278231.56**
	第 9 年	**第 10 年**	**第 11 年**	**第 12 年**	**第 13 年**	**第 14 年**	**第 15 年**		
	231791.54	220631.63	145628.88	139171.66	132714.44	126257.22	119800.00		
洪山区白马洲南片区棚户区改造项目	**第 1 年**	**第 2 年**	**第 3 年**	**第 4 年**	**第 5 年**	**第 6 年**	**第 7 年**	**第 8 年**	**137026.98**
	3135.56	4165.15	4679.94	6106.44	6033.88	13330.40	12877.11	12423.82	
	第 9 年	**第 10 年**	**第 11 年**	**第 12 年**	**第 13 年**	**第 14 年**	**第 15 年**		
	11970.54	11517.25	11063.96	10610.67	10157.38	9704.09	9250.80		

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据《政府购买服务合同》整理

（2）旅游开发与服务

跟踪期内，武旅股份的成立使公司管理的旅游资源增多，同时随着东湖绿道的逐步培育成熟，2019 年公司旅游开发与服务业务收入快速增长。但受新冠肺炎疫情影响，2020 年一季度，公司旅游开发与服务业务收入较上年同期快速下滑。

2019 年，公司旅游开发与服务业务收入中新增黄鹤楼门票收入以及江滩经营性物业及停车费收入，当期实现收入 4.75 亿元，同比增长 45.71%。2020 年 1－3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司旅游开发与服务业务收入较上年同期下滑 38.95%至 0.41 亿元。

表 6　公司旅游开发与服务业务收入构成（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
绿道经营收入	8360.60	13901.20	3214.75
演艺船收入	4952.62	7117.51	199.77
黄鹤楼门票增量收入	--	2500.00	--
江滩经营性物业和停车费收入	--	2160.00	--
东湖水域游艇运营收入	1697.44	1568.16	122.71
听涛灯会收入	1059.77	--	283.02
旅游年卡销售收入	6969.60	7040.98	127.98
旅行社服务收入	8769.41	8642.15	129.88
其他	765.76	4597.48	38.42
合计	**32575.20**	**47527.48**	**4116.53**

注：其他收入包含广告收入、利息收入、绿化工程收入等
资料来源：公司提供

绿道经营

2018 年，东湖风景区不再实现门票收入后，东湖管委会授权公司成为东湖风景区内东湖绿道的运营及维护主体，该业务主要由子公司武汉东湖绿道运营管理有限公司（以下简称“东湖绿道公司”）承做。

东湖绿道公司成立于 2016 年 6 月 13 日，主要业务涉及东湖绿道旅游规划、商业运营、智慧旅游等。

东湖绿道总长度 101.98 公里。其中，一期绿道 28.7 公里，分为湖中道、湖山道、磨山道和郊野道 4 条主题绿道；二期绿道总长度 73.28 公里，分为湖城道、湖林道、湖町道、森林道、湖泽道，连接华中科技大学和武汉科技大学城市学院。目前，东湖绿道公司运营管理包括驿站租赁、电瓶车运营管理、活动服务、配套停车服务、广告发布和项目运营五大项，主要以收取服务费的形式运营。

2018－2019 年及 2020 年 1－3 月，绿道经营收入已逐步成为旅游开发与服务板块收入的重要来源，分别为 8360.60 万元、13901.20 万元及 3214.75 万元。

未来公司可利用东湖绿道发掘众多衍生产业，为公司主营业务多元化发展提供一定支持。

两江四岸

1）武汉市两江四岸景观亮化提升工程

武汉市两江四岸（长江、汉江及其岸线）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。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。武汉市两江四岸景观亮化提升工程项目（以下简称“亮化工程”）是两江四岸景观与旅游功能提升工程的重要组成部分，分三期进行建设，项目总投资为20.45亿元，截至2020年3月底已投入10.62亿元，项目资金主要来自前期拨付资金以及15.00亿元地方政府专项债。

从资金平衡方式看，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；两江四岸亮化维护经费和灯光控制中心建设经费等资金由市区两级按照1:1比例分担，2019年，公司共收到亮化维护经费1600.00万元。此外，武汉市政府会同武汉市财政局、武汉市园林和林业局将黄鹤楼公园以2018年门票收入为基数的增量收入作为亮化工程的投资回报支付给武旅股份。

2）武汉长江和汉江核心区港口码头岸线资源优化调整

依据中共武汉市委办公厅印发的《<武汉长江和汉江核心区港口码头岸线资源优化调整总体方案>的通知》（武办文〔2018〕66号），公司在武汉长江和汉江核心区港口码头岸线资源优化调整项目（以下简称“港口码头优化调整项目”）中承担旅游客运码头拆迁集并以及优化调整后的武汉长江和汉江核心区范围内港口码头的美化和亮化工作，总投资额7.50亿元。文件明确，武汉市政府采取以奖代补的形式给予支持。

截至2020年3月底，公司已完成旅游客运码头拆除工作以及优化调整后47座码头的美化亮化工作。

旅游客运码头拆迁集并工作完成后，将由子公司武汉市轮渡公司、武汉汽车轮渡管理所运营管理，主要业务包括市内水上客运、公交客运、水上观光旅游、船舶修造、江湖治理、停车场服务等。

3）武汉江汉朝宗大型实景演艺

公司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》，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《知音号》。该项目整体投资5.50亿元，2015年1月开始筹建，已于2017年4月正式对外公演。2018—2019年及2020年1—3月，该项目分别接待游客量16.7万人次、21.6万人次及0.89万人次，分别实现演艺船收入4952.62万元、7117.51万元及199.77万元。

整体看，随着两江四岸核心区广告经营权、旅游客运码头的逐步运营以及其余项目的陆续落地，公司旅游开发与服务业务收入有望增长。

旅游资源经营

根据武政办〔2019〕55号文，公司与武汉市国资委共同出资成立的武旅股份是武汉市优质旅游资源整合和旅游功能提升工程投融资建设运营主体，主要负责武汉优质旅游资源整合与旅游功能提升、基础设施项目建设以及旅游项目运营管理等工作。

截至本报告出具日，武旅股份已分别与武汉市黄鹤楼公园管理处及武汉园林绿化建设发展有限公司签订《黄鹤楼公园古肆商业街及东门停车场授权经营协议》及《武汉园发公司所属龟山资产（在建公司）委托武旅股份代管协议》，并获得黄鹤楼门票增量收入、龟山景区经营性资产、市管江滩经营性物业和停车场经营权；此外，武汉市人民政府将逐步注入其他优质旅游资源，包括武汉市园林和林业局管理的武汉动物园等经营性资产、东湖管委会管理的经营性资产。

2019年，因公司尚未将武旅股份纳入合并范围，武汉市政府将黄鹤楼增量门票收入2500.00万元以及江滩经营性物业和停车费收入2160.00万元拨付至公司账户。

游船艇运营

公司游船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和武汉东湖秀小游船运营管理有限公司经营，针对不同游客群体分别提供豪华游艇、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、磨山梅园码头、汉秀码头，拥有仿古及现代两大系列风格类型、不同档次的游船31艘（现代观光艇12艘，仿古画舫19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39.46万人左右。

2019年，公司按照武汉市委市政府和东湖管委会关于小游船整治工作的统一要求，采取收购及安置的方式大力清理东湖水面的小游船。截至2020年3月底，公司投资2.85亿元将小游船全部清理完成，同时公司获得东湖水域水上经营权成为东湖水域唯一的游船经营企业。总体看，东湖水域水上经营权的获得使公司游船游艇运营区域范围扩大，可为公司旅游与开发服务收入带来增长。

2018－2019年及2020年1－3月，公司分别实现游艇运营收入1697.44万元、1568.16万元及122.71万元。

听涛灯会

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元宵节前后举办，通过举办灯展、开展美食等活动收取门票。2019年门票为60元/人，受新冠肺炎疫情影响，灯会展期调整为2019年12月31日至2020年1月20日。

2020年1－3月，公司实现听涛灯会收入283.02万元。

其他旅游业务

公司其他旅游业务收入主要包括旅游年卡销售收入以及旅行社服务收入，主要来自子公司武汉旅发投天鹅国际旅行社有限公司（以下简称“天鹅国旅”，间接持股100%）以及武汉白云黄鹤旅游一卡通管理有限公司（以下简称“白云黄鹤公司”，公司持股51%）。

天鹅国旅为经营出境入境、地接会展、电子商务、酒店及门票机票代预订业务的传统旅行社。天鹅国旅目前采取实体网点与网络经营等多渠道的营销模式，与武汉各大风景区均建立了长期稳定的战略合作关系，并开设了前往东南亚地区的多条境外旅游线路。2018－2019年及2020年1－3月，天鹅国旅分别实现营业收入8769.41万元、8642.15万元及129.88万元，整体仍处于业务开拓阶段。

白云黄鹤公司主要负责推动大武汉市旅游卡项目。目前公司已投入市场的大武汉旅游卡分为大武汉旅游年卡，其定价为200元/年，包含45家景区、4家温泉和2家观光游船，总门票价格3762元。2018－2019年及2020年1－3月，白云黄鹤公司分别实现营业收入6969.60万元、7040.98万元及127.98万元（白云黄鹤公司销售一卡通后先计入预收账款，待年中及年底确认收入）。此外，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。

（3）房地产销售

跟踪期内，受“东方雨林”项目结转收入规模下降的影响，房产销售收入快速下滑。公司无储备房地产项目，该业务持续性较弱。

公司房地产业务主要由其控股子公司武汉旅华联房地产有限公司（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278483.00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。截至 2020 年 3 月底，公司“东方雨林”项目已售 2304 套，已售面积为 19.45 万平方米，其中住宅销售已全部完成，剩余少量商铺和地下车位待销售；公司累计收到销售款 17.43 亿元，已结转收入 15.54 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司无投资规划中的房地产项目，且无土地储备，该业务的持续性较弱，预计公司营业收入将存在一定程度的下降。

（4）酒店住宿与餐饮

公司酒店住宿与餐饮业务主要由全资子公司武汉市东湖碧波宾馆（以下简称“碧波宾馆”）负责。

碧波宾馆位于武汉市东湖风景区磨山西麓，占地面积 50784.40 平方米，建筑面积 15391.35 平方米，距离武汉中心市区不到十公里，紧邻东湖磨山景区、东湖落雁景区、东湖梅园、东湖樱花园、东湖荷花研究中心、中科院植物研究所。碧波宾馆目前现有房间 120 间，床位 276 个，会议室 8 个，大型宴会厅 1 个，中型多功能宴会厅 1 个，各式包房 10 间，餐位 500 个，能够满足外来游客住宿、饮食、娱乐休闲、养生等多种需求。2016 年起，碧波宾馆开始升级改造，基本处于停业状态；公司计划引进著名精品酒店集团，打造核心景区精品酒店。

3. 在建及拟建工程

公司在建项目存在较大的资本支出压力，拟建项目的大部分建设资金计划通过发行地方政府专项债的形式筹集，筹资压力不大。

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建项目及拟建项目详见下表，在建项目总投资额为 244.70 亿元，已投入 107.55 亿元，公司在建项目未来投资规模较大，存在较大的资本支出压力。

此外，公司拟建项目预计总投资额 266.40 亿元。

其中，汉口历史风貌区改造项目是在《武汉市旅游业发展“十三五”规划》以及《长江主轴远景概念规划》背景下规划的城市更新项目，建设范围覆盖江岸区和江汉区，总面积为 5.73 平方公里，建设内容包括老旧小区改造、历史文化风貌街区整治与文物保护建筑修缮改造、市政基础设施建设等内容，建设期为 48 个月。项目总投资 144.40 亿元，其中 100 亿元将通过发行地方政府专项债筹措，截至 2020 年 6 月底已到位 40.00 亿元。

武汉琴台中央文化旅游消费集聚区项目建设范围东临长江，南至龟山南路，西至月湖桥一江城大道，北抵大兴路一沿河大道，总用地面积 4.86 平方公里，未来该区域将打造成“文化+旅游+产业+生活”的全新文化旅游消费聚集区和武汉新的旅游目的地。该项目总投资额 120.00 亿元，依据武汉市文化和旅游局上报武汉市财政局的《关于商请利用地方政府专项债券推动武汉琴台中央文化旅游消费集聚区建设的函》，该项目的建设资金解决方案为：公司自筹资本金 20.00 亿元，拟申请发行地方政府专项债券 100.00 亿元。目前该项目正在《规划方案》及《可行性报告》的编制阶段。总体看，公司拟建项目筹资压力不大。

表 7　2020 年 3 月底公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目	建设内容	预计总投资	已完成投资	资金平衡方案/资金安排
（一）在建项目				
华侨城专项工程	土地拆迁平整	60.33	71.09	《关于武汉华侨城资金平衡有关问题的会议纪要》
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	20.45	10.62	《市发展改革委关于两江四岸景观亮化提升项目核准的批复》；《市发展改革委关于两江四岸亮化提升增补项目核准的

				批复》；《市发展改革委关于“两江四岸”景观照明提升建设工程可行性研究报告（代项目建议书）的批复》
东北部片区改造项目	对东湖风景区部东北部片区域进行综合改造	154.37	21.10	《政府购买服务协议》
白马洲棚改项目	对白马洲南片区进行棚户区改造	9.55	4.74	《政府购买服务协议》
合计		**244.70**	**107.55**	--
（二）拟建项目				
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	2.00	--	--
汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目	包含改造老旧小区、历史文化风貌街区整治与文物保护建筑修缮改造、市政基础设施建设等	144.40	--	公司筹措项目资本金 44.40 亿元，剩余部分通过地方政府专项债筹措
武汉琴台中央文化旅游消费集聚区项目	文艺场馆区、国际传媒区、国际时尚联盟学院和大师工作室、国际时尚中心、艺术品投资平台等	120.00	--	公司自筹资本金 20.00 亿元，拟申请发行地方政府专项债券 100.00 亿元
合计		**266.40**	--	--

注：1. 上表中预计总投额为立项时的批复投资额，实际建设过程中投资额存在差异，华侨城专项工程已投资额大于预计总投资额；
2. 截至 2020 年 3 月底，华侨城专项工程以及江汉朝宗大型实景演艺项目已完工，但尚未验收决算，因此列入上表

资料来源：公司提供

4. 未来发展

根据武汉市委、市政府的战略部署，公司将逐步建设成为我国中部知名的多元化支柱型国有旅游投资经营集团公司，将依托东湖风景区，大力开展武汉市“两江四岸”旅游景观提升工程、汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目、长江文化系列、非遗文化及武汉礼物等项目的开发，抢抓市场机遇，进入大型城市公共项目及文化产业领域，推动集团产业转型升级。

2020 年，全国出现的新冠肺炎疫情短期内可能对公司经营产生一定负面影响，但随着公司棚户区改造项目的逐步推进，两江四岸核心景区旅游资源的持续开发、旅游产品的不断完善，武旅股份名下旅游资源以及经营性资产的逐步运营，公司收入规模有望快速增长，整体盈利能力有望增强。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年合并财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年一季度财务报表未经审计。

截至2019年底，公司拥有纳入合并范围子公司共38家，其中，新增3家子公司并减少5家子公司。2020年1－3月，公司合并范围未发生变动。总体看，合并范围变动涉及的子公司资产及权益规模不大，对财务数据可比性影响较小。

截至 2019 年底，公司资产总额 230.63 亿元，所有者权益 85.84 亿元（含少数股东权益 2.98 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 11.62 亿元，利润总额 0.82 亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额236.11亿元，所有者权益85.15亿元（含少数股东权益2.95亿元）；2020年1－3月，公司实现营业收入0.74亿元，利润总额-0.69亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模稳步增长，以非流动资产为主，其中在建工程和无形资产占比高，无形资产大部分为滩涂使用权。公司资产的流动性较弱，整体资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 230.63 亿元，较上年底增长 12.40%，主要来自其他应收款及

在建工程的增长。其中，流动资产占 38.39%，非流动资产占 61.61%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	59.00	28.75	54.82	23.77	56.06	23.74
其他应收款	10.85	5.29	24.16	10.48	26.02	11.02
存货	7.77	3.79	6.06	2.63	6.07	2.57
流动资产合计	**79.84**	**38.91**	**88.55**	**38.39**	**92.44**	**39.15**
在建工程	72.71	35.44	87.20	37.81	88.88	37.64
无形资产	46.23	22.53	46.22	20.04	46.22	19.58
非流动资产合计	**125.35**	**61.09**	**142.08**	**61.61**	**143.67**	**60.85**
资产合计	**205.19**	**100.00**	**230.63**	**100.00**	**236.11**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2019 年底，公司流动资产 88.55 亿元，较上年底增长 10.91%，主要由货币资金（占 61.91%）、其他应收款（占 27.29%）及存货（占 6.84%）构成。公司货币资金 54.82 亿元，较上年底下降 7.09%，主要由银行存款构成；货币资金中有 0.83 亿元受限资金，受限比例为 1.51%，主要为已质押的定期存款。其他应收款 24.16 亿元，较上年底增长 123.26%，主要系棚户区改造项目的持续投入所致，其中因“景中村”改造项目形成的往来款 14.72 亿元、因白马洲棚改项目形成的往来款 3.39 亿元；公司共计提坏账准备 0.36 亿元，计提比例为 1.45%；从集中度上看，其他应收款前 5 名合计 21.36 亿元，占其他应收款账面余额的 87.11%，集中度高。存货 6.06 亿元，较上年底下降 22.09%，主要系“东方雨林”项目结转收入所致；从构成上看，公司存货主要为开发成本（均为“东方雨林”项目建设成本）及消耗性生物资产（即“东方园林”的苗木等），分别占 28.74%及 63.51%；公司未计提存货跌价准备。

2019 年底，公司非流动资产 142.08 亿元，较上年底增长 13.34%，公司非流动资产主要由在建工程（占 61.37%）及无形资产（占 32.53%）构成。公司在建工程 87.20 亿元，较上年底增长 19.93%，主要系亮化工程、小游船清理项目的持续投资以及武汉华侨城项目的持续支出所致。无形资产 46.22 亿元，较上年底变化不大，主要为滩涂使用权 43.10 亿元及土地使用权 2.68 亿元。

2020 年 3 月底，公司资产总额 236.11 亿元，资产构成仍以非流动资产为主，各科目较上年底变化不大。

3. 所有者权益及负债

公司所有者权益稳定性较好，但滩涂使用权占比较大，所有者权益质量一般。受公司“景中村”项目以及白马洲棚改项目的逐步推进以及政府专项债券到位的影响，公司债务规模持续扩大，整体债务负担一般。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益合计 85.84 亿元，较上年底变化不大。其中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 17.95%、54.55%、11.58%和 11.02%，公司所有者权益稳定性较好。

2019 年底，公司资本公积为 46.82 亿元，主要由武汉市东湖渔场及滩涂使用权构成。公司其他权益工具 9.94 亿元，为公司于 2016 年 9 月发行的永续中期票据“16 武汉旅游

MTN001”。

2020 年 3 月底，公司所有者权益 85.15 亿元，各科目较上年底变动不大。

负债

2019年底，公司负债总额144.79亿元，较上年底增长20.15%。其中，流动负债占48.16%，非流动负债占51.84%，负债结构较上年底变化不大。

2019年底，公司流动负债69.73亿元，较上年底增长28.76%，主要来自其他应付款及一年内到期的非流动负债的增长。公司短期借款8.06亿元，较上年底下降4.62%，主要由保证借款（1.00亿元）及信用借款（7.06亿元）构成。其他应付款35.52亿元，较上年底增长32.22%，主要为东湖风景区财政局向公司拨付的工程款项。一年内到期的非流动负债22.70亿元，较上年底增长85.86%，主要由一年内到期的应付债券（占83.61%）及一年内到期的长期借款（占15.02%）构成。

2019年底，公司非流动负债75.06亿元，较上年底增长13.13%，主要由长期借款（占74.94%）及应付债券（占21.32%）构成。公司长期借款56.25亿元，较上年底增长3.32%，主要由质押借款（占86.80%）及信用借款（占11.43%）构成，其中质押借款系子公司金旅投以与政府签订的《政府购买服务协议》产生的应收账款提供质押获取的借款。应付债券16.00亿元，较上年底增长77.95%，主要系当期公司获得15.00亿元的地方政府债券所致。

表 9　公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	20.67	30.76	21.17
长期债务	66.35	75.06	90.62
全部债务	87.02	105.82	111.79
长期债务资本化比率	43.93	46.65	51.56
全部债务资本化比率	50.68	55.21	56.76
资产负债率	58.73	62.78	63.94

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

有息债务方面，2019 年底，公司全部债务 105.82 亿元，较上年底增长 21.61%。其中，短期债务占 29.07%，长期债务占 70.93%，公司债务结构合理。2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.78%、55.21%和 46.65%，较上年底分别提高 4.05 个、4.53 个、2.72 个百分点。公司整体债务负担有所加重。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 150.96 亿元，较上年底增长 4.27%，负债结构较上年底变化不大。流动负债 60.35 亿元，较上年底下降 13.46%，主要系一年内到期非流动负债的下降所致；非流动负债 90.62 亿元，较上年底增长 20.73%，主要系长期借款的增长所致。

有息债务方面，2020 年 3 月底，公司全部债务 111.79 亿元，较上年底增长 5.64%，其中短期债务占 18.94%，长期债务占 81.06%。2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.94%、56.76%和 51.56%，均较上年底小幅上升。

考虑到公司计入所有者权益的 10.00 亿元“16 武汉旅游 MTN001”实际为有息债务，将其调整到长期债务后，公司实际债务负担将高于上述指标值。

根据公司提供的有息债务期限分布表，2020－2023 年，公司到期债务分别为 13.17 亿元、15.72 亿元、6.50 亿元及 4.93 亿元，集中偿付压力不大。

4. 盈利能力

受“东方雨林”项目接近销售尾声的影响，2019 年公司营业收入大幅下降，期间费用对利润总额有一定侵蚀，整体盈利能力有待提升。

2019 年，“东方雨林”项目接近销售尾声，导致当年公司营业收入同比下降 29.11%至 11.62 亿元。当期营业成本同比下降 37.39%至 8.39 亿元，降幅高于营业收入。当年营业利润率较上年增长 7.57 个百分点至 25.16%。

表 10　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	16.39	11.62
营业外收入	0.04	0.01
利润总额	1.53	0.82
营业利润率	17.59	25.16
总资本收益率	0.65	0.37
净资产收益率	1.28	0.80

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

表 11　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年
经营活动现金流入量	11.20	13.91
经营活动现金流出量	11.00	12.42
经营活动现金流量净额	0.20	1.50
投资活动现金流量净额	-2.46	-19.25
筹资活动现金流量净额	33.63	12.31
现金收入比	34.29	64.79

资料来源：公司审计报告

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 2.14 亿元，主要由销售费用及管理费用构成。当期，公司期间费用率为 18.38%，同比提高 5.69 个百分点，期间费用对公司利润总额有一定侵蚀。

2019 年，公司利润总额 0.82 亿元，同比下降 46.06%，当期获得政府补助及各项奖金 712.98 万元。

从盈利指标上看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，分别为 0.37%及 0.80%，公司盈利能力有待提升。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 0.74 亿元，较上年同期下降 18.66%；当期实现利润总额-0.69 亿元，营业利润率为 9.66%。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流净流入规模有所增长，投资活动现金缺口受工程款支出较大的影响快速扩大，资金主要依赖外部融资。未来随着棚户区改造项目的陆续投入，公司将存在较大的资本支出压力。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入13.91亿元，主要由销售商品、提供劳务收到的现金及收到其他与经营活动有关的现金构成；当期，公司现金收入比64.79%，收入实现质量较差。经营活动现金流出12.42亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金以及支付其他与经营活动有关的现金（主要为支付的“景中村”项目以及白马洲棚改项目的拆迁款）构成。2019年，公司经营活动现金净流入1.50亿元。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入规模不大，为0.04亿元；投资活动现金流出19.29亿元，主要为支付两江四岸相关项目的工程款以及小游船清理项目工程款。2019年，公司投资活动现金净流出19.25亿元。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入47.86亿元，主要为取得借款收到的现金；当期，公司偿还债务规模较大，偿还债务支付的现金29.44亿元。筹资活动产生的现金流量净额12.31亿元。

2020年1－3月，公司经营活动现金流量净额-3.71亿元，公司现金收入比为100.00%。同期，公司投资活动现金流出0.69亿元，为购建固定资产、无形资产等支付的现金。筹资活动现金流量净额5.65亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较强，EBITDA 对债务的保障能力较弱，考虑到公司地位及武汉市政府给予的大力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019 年底，公司流动比率与速动比率分别下降至 126.99%和 118.31%，2020 年 3 月底分别增长至 153.19%和 143.12%。2019 年，公司经营现金流动负债比率为 2.15%，同比提高 1.78 个百分点。2020 年 3 月底，公司现金短期债务比 2.65 倍。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 1.38 亿元，EBITDA 利息倍数为 0.25 倍，全部债务/EBITDA 为 76.62 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。

截至2020年3月底，公司无对外担保。

截至2020年3月底，公司共获得各家银行授信总额431.21亿元，已使用额度105.79亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

母公司资产流动性较弱，债务负担一般，权益稳定性较强；母公司营业收入及利润总额对规模较小。

2019年底，母公司资产总额183.95亿元，较上年底增长14.49%。其中，流动资产37.20亿元（占20.22%），非流动资产146.75亿元（占79.78%）。从构成看，流动资产主要由货币资金及其他应收款构成，非流动资产主要由长期股权投资及在建工程构成，母公司资产流动性较弱。

2019年底，母公司所有者权益为81.80亿元，主要由实收资本（占18.84%）、资本公积（占53.62%）、未分配利润（占13.89%）及盈余公积（占1.50%）构成。母公司所有者权益中实收资本及资本公积占比大，权益稳定性较强。

2019年底，母公司负债总额102.15亿元，较上年底增长29.55%，主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款及应付债券构成。2019年底，母公司资产负债率为55.53%，债务负担处于可控范围。

2019年，母公司实现营业收入0.72亿元，相当于合并范围营业收入的6.12%；当期利润总额-134.67万元，整体盈利能力较弱。

现金流方面，2019年，母公司经营活动现金流由净流出转为净流入，为0.17亿元；投资活动现金净流出11.29亿元；筹资活动现金净流入13.46亿元。

十、存续债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券“16 武汉旅游 MTN001”“19 武汉旅游 CP002”债券余额合计 13.00 亿元。2019年，公司 EBITDA 及经营活动现金流入量分别为存续债券余额的 0.11 倍和 1.07 倍；2020 年 3 月底，公司现金类资产 56.06 亿元，对存续债券余额的覆盖倍数为 4.31 倍。

公司存续债券中，“19 武汉旅游 CP002”（3.00 亿元）将于 2020 年到期。2020 年 3 月底，公司现金类资产对“19 武汉旅游 CP002”的覆盖倍数为 18.69 倍。

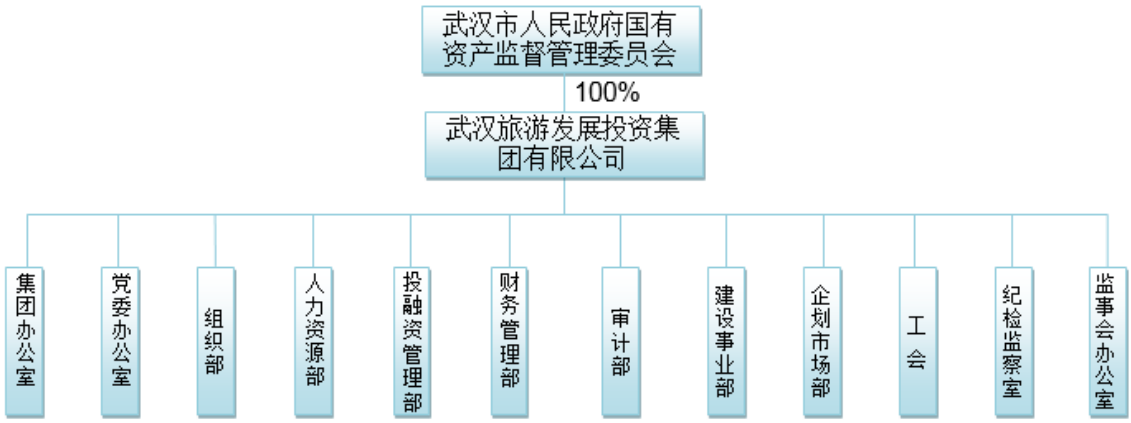
总体看，公司经营活动现金流入量对存续债券的覆盖程度尚可，现金类资产对 2020 年到期债券的覆盖程度高。

十一、 结论

跟踪期内，公司出资人由东湖管委会变更为武汉市国资委，进一步提升公司在武汉市旅游文化产业投资开发领域的重要地位。公司承接的汉口历史风貌区改造项目在政府专项债券方面获得的支持力度大，有效缓解了公司的筹资压力。同时，武汉市国资委与公司出资成立武旅股份，并将优质旅游资源注入武旅股份，未来随着武旅股份纳入合并范围及优质旅游资源注入工作的逐步推进，公司在武汉市旅游文化领域的整体竞争实力将进一步增强。

综合考虑，联合资信确定将公司主体长期信用等级上调为AA^+，“16武汉旅游MTN001”的信用等级上调为AA^+，维持“19武汉旅游CP002”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图及组织架构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司合并范围子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
武汉金旅建设投资有限责任公司	投资开发	98.20	1.80	设立
武汉旅联东湖股份有限公司	国企资产管理	91.00	9.00	设立
武汉朝宗文化旅游有限公司	文化艺术	--	90.00	设立
武汉市新华饭店	百货零售	100.00	--	划拨
武汉市旅游开发公司	旅游服务	100.00	--	划拨
武汉旅联东湖游船有限公司	水上旅游	50.00	50.00	设立
武汉东湖秀小游船运营管理有限公司	游船服务销售	90.00	10.00	设立
武汉东湖听涛旅游发展有限公司	旅游服务	60.00	40.00	设立
武汉旅华联房地产有限公司	房地产投资	51.00	--	设立
武汉市东湖碧波宾馆	文化休闲	100.00	--	划拨
武汉市人民饭店	百货零售	100.00	--	划拨
武汉市武汉饭店	日用百货	100.00	--	划拨
武汉非遗文化传播有限公司	文化产业	95.77	4.23	设立
湖北七彩长江文化投资开发有限公司	文化策划	--	78.00	购买
武汉云旅游客厅投资管理有限公司	文化产业	--	100.00	设立
武汉伯牙文化发展有限公司	文化策划	--	100.00	设立
武汉汉韵臻绣文化传播有限公司	文化产业	--	100.00	设立
武汉时空港运营管理有限公司	旅游文化	--	100.00	新设
武汉长江非遗小镇建设开发有限公司	旅游文化	--	65.00	新设
武汉木兰驭鹿山庄有限公司	旅游文化	--	100.00	外购
武汉东湖旅游文化发展有限公司	旅游文化	51.47	--	设立
武汉市东湖渔场	水产养殖	100.00	--	划拨
武汉旅联东湖渔业有限公司	水产养殖	--	100.00	设立
武汉东湖旅联物业有限公司	物业	--	100.00	设立
武汉东湖绿道运营管理有限公司	旅游服务	--	100.00	设立
武汉江汉朝宗集团有限公司	建筑项目开发建设	100.00	--	设立
武汉旅发投天鹅国际旅行社有限公司	旅游服务	--	100.00	购买
武汉江汉朝宗旅游集散中心有限公司	旅游服务	--	100.00	新设
武汉江汉朝宗国际旅行社有限公司	旅游服务	--	100.00	新设
武汉社会资本与政府合作服务中心有限公司	旅游服务	--	88.00	新设
武汉白云黄鹤旅游一卡通管理有限公司	旅游信息	51.00	--	购买
武汉东方园林生态发展有限公司	园林	95.00	5.00	购买
武汉朝宗文化演出有限公司	文化艺术	--	91.00	新设
武汉东湖绿欣园林有限公司	园林	--	100.00	新设
武汉朝宗餐饮服务有限公司	餐饮	--	100.00	新设
武汉腾娱一码通科技有限公司	--	--	100.00	新设
武汉中喆融资担保有限公司	担保	51.00	--	新设
武汉旅喆融通信息咨询服务有限公司	--	--	51.00	新设

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	27.62	59.00	54.82	56.06
资产总额（亿元）	177.23	205.19	230.63	236.11
所有者权益（亿元）	83.66	84.68	85.84	85.15
短期债务（亿元）	23.91	20.67	30.76	21.17
长期债务（亿元）	24.80	66.35	75.06	90.62
全部债务（亿元）	48.71	87.02	105.82	111.79
营业收入（亿元）	3.34	16.39	11.62	0.74
利润总额（亿元）	0.80	1.53	0.82	-0.69
EBITDA（亿元）	1.09	2.01	1.38	--
经营性净现金流（亿元）	-3.47	0.20	1.50	-3.71
财务指标				
销售债权周转次数（次）	11.65	39.39	10.44	--
存货周转次数（次）	0.18	1.15	1.21	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.09	0.05	--
现金收入比（%）	466.36	34.29	64.79	100.00
营业利润率（%）	25.81	17.59	25.16	9.66
总资本收益率（%）	0.59	0.65	0.37	--
净资产收益率（%）	0.93	1.28	0.80	--
长期债务资本化比率（%）	22.86	43.93	46.65	51.56
全部债务资本化比率（%）	36.80	50.68	55.21	56.76
资产负债率（%）	52.79	58.73	62.78	63.94
流动比率（%）	83.51	147.42	126.99	153.19
速动比率（%）	61.05	133.07	118.31	143.12
经营现金流动负债比（%）	-5.05	0.37	2.15	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.49	0.73	0.25	--
全部债务/EBITDA（倍）	44.73	43.37	76.62	--
现金短期债务比（倍）	1.16	2.86	1.78	2.65

注：已将长期应付款中有息部分调整至长期债务核算；2020 年一季度财务数据未经审计

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	18.27	10.92	13.26	16.76
资产总额（亿元）	155.48	160.66	183.95	189.11
所有者权益（亿元）	81.75	81.81	81.80	81.59
短期债务（亿元）	23.91	8.45	30.76	21.17
长期债务（亿元）	19.27	27.20	30.21	45.77
全部债务（亿元）	43.18	35.65	60.97	66.94
营业收入（亿元）	0.70	0.05	0.72	0.00
利润总额（亿元）	2.03	0.07	-0.01	-0.21
EBITDA（亿元）	2.03	0.07	-0.01	--
经营性净现金流（亿元）	-0.59	2.56	0.17	-1.90
财务指标				
销售债权周转次数（次）	16.72	2.30	36458.70	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	--	--	--	--
现金收入比（%）	144.92	232.81	119.03	*
营业利润率（%）	62.71	91.44	28.81	*
总资本收益率（%）	1.62	0.06	-0.01	--
净资产收益率（%）	2.48	0.08	-0.02	--
长期债务资本化比率（%）	19.07	24.95	26.97	35.94
全部债务资本化比率（%）	34.56	30.35	42.71	45.07
资产负债率（%）	47.42	49.08	55.53	56.86
流动比率（%）	59.87	54.06	51.70	66.59
速动比率（%）	59.87	54.06	51.70	66.59
经营现金流动负债比（%）	-1.09	4.95	0.24	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.30	528.49	-4527.67	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.70	0.03	0.00	--
现金短期债务比（倍）	0.76	1.29	0.43	0.79

注：2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4　主要财务指标的计算公式

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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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+一年内到期的非流动负债+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

附件 5-1　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 5-2　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

附件 5-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-4　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