

信用等级公告

联合[2015] 154 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拟发行的 2015 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

武汉旅游发展投资集团有限公司

主体长期信用等级为

AA

武汉旅游发展投资集团有限公司

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年二月二日



武汉旅游发展投资集团有限公司

2015 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 8 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

发行目的: 偿还银行贷款及补充营运资金

评级时间: 2015 年 2 月 2 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
资产总额(亿元)	89.90	98.56	105.79	107.72
所有者权益(亿元)	60.70	63.12	65.06	66.02
长期债务(亿元)	9.02	15.36	12.23	12.51
全部债务(亿元)	19.31	19.43	21.80	20.73
营业收入(亿元)	1.96	2.44	2.37	2.25
利润总额(亿元)	0.88	2.41	1.62	0.96
EBITDA(亿元)	0.91	2.47	1.73	--
经营性净现金流(亿元)	1.65	2.49	-1.32	1.02
营业利润率(%)	62.91	64.13	65.20	67.20
净资产收益率(%)	1.45	3.81	2.48	--
资产负债率(%)	32.48	35.95	38.50	38.71
全部债务资本化比率(%)	24.14	23.54	25.10	23.90
流动比率(%)	23.07	43.23	31.98	28.98
全部债务/EBITDA(倍)	21.13	7.88	12.62	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	0.11	0.31	0.22	--

注: 2014 年前三季度财务数据未经审计。

分析师

霍 焰 孙晨歌

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)

Http: //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”)的评级反映了其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,在资金注入、经营权划拨及土地出让返还等方面获得武汉市及东湖风景区政府的有力支持。联合资信同时关注到公司收入规模较小、未来筹资压力大等因素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、整治土地的陆续出让及房地产业务的顺利推进,公司收入规模及盈利能力有望持续增长,联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险低,安全性高。

优势

1. 武汉市及东湖风景区经济及财政实力持续增长,为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 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,在资金注入、经营权划拨及土地出让返还等方面获得武汉市及东湖风景区政府的大力支持。
3. 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;公司 2014 年旅游开发板块收入快速上升。

关注

1. 公司土地整理、房地产开发等业务投资规模大，未来面临一定筹资压力。
2. 公司存在短期支付压力。
3. 公司所有者权益中摊涂使用权占比较大，所有者权益质量较弱。
4. 本期中期票据发行额度大，公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度弱，公司面临一定到期集中偿付压力。

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、武汉旅游发展投资集团有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

一、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2014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2014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、企划部共8个职能部门；下设11家全资子公司、10家控股公司、4家参股子公司和1家分公司。

截至2013年底，公司（合并）资产总额105.79亿元，所有者权益65.06亿元（其中少数股东权益1.30亿元）；2013年公司（合并）实现营业收入2.37亿元，利润总额1.62亿元。

截至2014年9月底，公司（合并）资产总额107.72亿元，所有者权益66.02亿元（其中少数股东权益1.29亿元）；2014年1~9月公司（合并）实现营业收入2.25亿元，利润总额0.96亿元。

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。

二、本期中期票据概况

公司计划于2015年注册并发行总额度为8亿元的中期票据（以下简称“本期中期票据”），期限为5年。

公司计划将本期中期票据募集资金中7.04亿元用于偿还银行贷款，0.96亿元用于补充营运资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2014年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值419908亿元，按可比价格计算，同比增长7.4%。分季度看，一季度同比增长7.4%，二季度增长7.5%，三季度增长7.3%。虽然GDP增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为46.7%，比上年同期提高1.2个百分点，高于第二产业2.5个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为48.5%，比上年同期提高2.7个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额189151亿元，同比名义增长12.0%（扣除

价格因素实际增长 10.8%)，增速比上年回落 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）357787 亿元，同比名义增长 16.1%（扣除价格因素实际增长 15.3%），增速比上年回落 1.2 个百分点；进出口总额 194223 亿元人民币，同比增长 3.3%，增速比上年加快 2.1 个百分点。

2014 年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入 106362 亿元，比去年同期增加 7973 亿元，增长 8.1%。其中税收收入 90695 亿元，同比增长 7.4%。全国财政支出 103640 亿元，比去年同期增加 12107 亿元，增长 13.2%，完成预算的 67.7%，比去年同期提高 1.5 个百分点。

2014 年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9 月末，广义货币（ M_2 ）余额 120.21 万亿元，同比增长 12.9%，狭义货币（ M_1 ）余额 32.72 万亿元，增长 4.8%，流通中货币（ M_0 ）余额 5.88 万亿元，增长 4.2%。9 月末，人民币贷款余额 79.58 万亿元，人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出，2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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

城市基础设施建设包括机场、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物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速发展、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。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2013 年全年，全国固定资产投资总额完成 44.71 万亿元，比上年增长 19.3%，扣除价格因素，实际增长 18.9%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 0.92 万亿元，比上年增长 32.5%；第二产业投资 18.48 万亿元，增长 17.4%；第三产业投资 24.25 万亿元，增长 21.0%。2013 年全年房地产开发投资 8.60 万亿元，比上

年增长19.8%，其中，住宅投资5.90万亿元，增长19.4%，办公楼投资0.47万亿元，增长38.2%；商业营业用房投资1.19万亿元，增长28.3%；全年新开工建设城镇保障性安居工程住房666万套(户)，基本建成城镇保障性安居工程住房544万套。

截至2013年，中国城镇化率为53.73%，较上年提高1.16个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。根据《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》，中国城镇化建设的指导思想是，紧紧围绕全面提高城镇化质量，加快转变城镇化发展方式，以人的城镇化为核心，有序推进农业转移人口市民化；以城市群为主体形态，推动大中小城市和小城镇协调发展；以综合承载能力为支撑，提升城市可持续发展水平；以体制机制创新为保障，通过改革释放城镇化发展潜力，走以人为本、四化同步、优化布局、生态文明、文化传承的中国特色新型城镇化道路，促进经济转型升级和社会和谐进步，为全面建成小康社会、加快推进社会主义现代化、实现中华民族伟大复兴的中国梦奠定坚实基础。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。

（2）旅游行业分析

近十年，随着国民经济健康快速增长、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。从旅游业的发展规律看，GDP的增长和人均可支配收入的增加是旅游业发展的根本动力。近年来，中国GDP及城乡居民收入的稳定、快速增长直接推动了旅游行业的快速启动，国内出游人数和旅游总收入总体保持稳步增长趋势。但需要注意的是，2003年由于受到SARS的影响，中国国内旅游人数以及旅游收入同期呈现负增，显现出行业对外部环境存在较强的敏感性，容易受到各种突发事件影响。从其后几年的恢复情况看，旅

游行业又体现出一定的韧性，在受到各类突发事件和自然灾害冲击后，能够在较短时间内得以恢复。

近几年，中国自然灾害和突发事件频发，全球金融危机也在2008年下半年逐渐传导入国内，但中国国内旅游市场依然保持了较为平稳的发展态势。根据国家旅游局公布的数据，2009年，国内旅游出现恢复性增长，国内旅游人数19.02亿人次，同比增长11.1%，国内旅游收入1.02万亿元，同比增长16.4%；2011年中国国内旅游出游人数达26.4亿人次，同比增长13.2%；2012年中国国内旅游出游人数持续增长，达29.60亿人次，反映出国内宏观经济运行相对平稳，且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。2013年是中国旅游产业的“转型之年”，政府对于“三公开支”的不断削减以及《旅游法》和《国民旅游休闲纲要》的出台使国民常态化旅游需求成为市场的有力支撑，奠定了以国民大众旅游消费为主的市场基础。2013年国内旅游出游人数32.62亿人次，同比增长10.3%，受益于人均GDP持续增长，休闲旅游消费增长势头强劲。

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，2009年，受甲型H1N1流感的暴发和金融危机的蔓延，中国入境旅游整体表现疲软，根据国家旅游局公布的数据，2010年中国入境旅游实现恢复增长，全年入境旅游人数1.34亿人次（同比增长5.8%），入境过夜旅游人数5566万人次（同比增长9.4%）；旅游外汇收入458亿美元，同比增长15.5%。2011年，全球经济恶化、人民币持续升值，受此影

响中国入境游市场增长低于预期，全年共计接待入境旅游者 1.35 亿人次，同比增长 1.24%。2012 年，人民币持续升值、次贷危机后美国增长乏力、欧洲诸国深陷债务危机，汇率上涨及需求不旺制约着入境游的发展。2012 年 1~12 月全国共计接待入境旅游者 1.32 亿人次，同比下降 2.23%。2013 年，受金融危机深层次、周边国家签证政策放松所带来的竞争加剧、雅安地震以及 H7N9 禽流感等多因素影响，中国入境旅游持续处于低谷。2013 年入境旅游人数 12908 万人次，同比下降 2.5%，其中，入境过夜游客人数 5569 万人次，同比下降 3.5%；旅游外汇收入 517 亿美元，同比增长 3.3%。中国入境旅游正处于长时间高速发展之后逐渐复归常态化的增长阶段。

出境旅游方面，受益于人民币汇率的升值，国际旅游产品价格的调整以及国际对中国市场促销力度的增加，近几年，出境旅游市场呈现相对良好运行态势，出境旅游人数保持较快增长。国家旅游局统计数据显示，2009 年~2011 年，中国出境旅游总人数分别达到 0.48 亿人次、0.57 亿人次和 0.70 亿人次，分别同比增长 4.0%、20.4%和 22.4%；2012 年，中国出境旅游总人数达 0.83 亿人次，同比增长 18.41%。受此影响，中国旅游服务的贸易逆差不断扩大，2011 年中国旅游外汇收入为 485 亿美元，而居民出境花费预计将达到 690 亿美元，旅游服务贸易逆差达 225 亿美元。2012 年 1~12 月中国旅游外汇收入为 500.28 亿美元，预计出境游消费达 800 亿美元，逆差进一步扩大。2013 年，受益于国内经济稳定增长，人均收入持续增加，人民币汇率升值以及多国放宽对华签证政策等多因素影响，中国出境旅游继续保持高速增长态势，服务贸易逆差进一步扩大。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。2013 年中国公民出境总人数 9819 万人次，比上年增长 18.0%。其中，赴台人数 292 万人次，同比增长 11.0%。

旅游行业属敏感型行业，旅游产品作为弹性消费品，易受外部经济环境的影响，突发公共事件的发生对行业内企业经营会造成较大冲击。短期内中国旅游产业，特别是高端入境旅游业形势依然严峻，行业内企业发展将呈现更为明显的两极分化趋势。从长期看，中国旅游业面临的基本环境没有改变，中国经济有望继续保持良好、快速的发展态势，人均收入的增长和消费结构的升级将根本性的推动中国旅游行业的发展。

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

武汉市地处中国中部，是拥有常住人口 910 万的特大中心城市，距广州、北京、上海、重庆等特大中心城市均在 1000 公里左右，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。随着“中部崛起”及“长江经济带”战略的提出与实施，武汉发展机遇良好。优越的自然地理位置及便利的交通条件，加上雄厚的经济力量，武汉已成为长江中游地区经济发展的龙头。

经济增长方面，2013 年，武汉市地区生产总值 9051.27 亿元，按可比价格计算，比上年增长 10.0%。其中，第一产业增加值 335.40 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 4396.17 亿元，增长 10.3%；第三产业增加值 4319.70 亿元，增长 10.0%。一、二、三产业比重由上年的 3.8:48.3:47.9 调整为 3.7:48.6:47.7。

财政实力方面，2013 年，武汉市公共财政总收入 1730.65 亿元，比上年增长 13.1%。地方公共财政收入 978.52 亿元，增长 18.1%。其中，税收收入 793.49 亿元，增长 19.0%；非税收入 185.03 亿元，增长 14.3%。

固定资产投资方面，2013年，武汉市全社会固定资产投资6001.96亿元，比上年增长19.3%，其中，固定资产投资（不含农户）5974.53亿元，比上年增长19.1%。在固定资产投资中，第一产业投资13.31亿元，下降23.5%；第二产业投资2266.73亿元，增长33.0%，其中工业投资2258.07亿元，增长32.7%；第三产业投资3694.48亿元，增长12.2%。

（2）东湖生态旅游风景区经济概况

武汉东湖生态旅游风景区（以下简称“东湖风景区”）为中国著名的风景游览胜地，全国文明风景旅游示范区，中国首批国家重点风景名胜区分区。武汉东湖与杭州西湖并列中国最主要的观赏性淡水湖泊之一，在中国的历史文化和风景名胜中具有重要地位，每年接待游客达数百万人次，是武汉市最大的风景游览地，是中国最大的城中湖，水域面积是杭州西湖的6倍之多。

东湖风景区位于武汉市之东，整个风景区面积88平方公里，由听涛、磨山、落雁、吹笛

和湖北省博物馆五个片区组成，素有“楚韵山水、大美东湖”的美称。建有国家湿地公园。拥有梅园、荷园、樱花园等13个植物专类园。东湖凭借着深厚的文化底蕴，丰富的旅游资源成为最大的楚文化游览中心。东湖是中国最大的赏花胜地，四季皆可游览，素有“春兰、秋桂、夏荷、冬梅”之美誉。

（3）东湖风景区财政实力

2013年，东湖风景区地方可控财力10.72亿元，三年年均复合增长70.24%，主要由一般预算收入和上级补助收入构成。2013年，东湖风景区实现地方一般预算收入3.66亿元，占地方可控财力的34.15%，年均复合增长130.31%，其中税收收入2.37亿元，年均复合增长97.84%；上级补助收入6.91亿元，三年波动较大，年均复合增长52.23%。

总体看，武汉市财政实力较强，且保持稳定增长。东湖风景区财政实力整体较弱，但近三年增长迅速；上级补助收入对地方可控财力影响较大。

表1 东湖风景区 2011~2013 年地方财政收支表（单位：万元、%）

科目	2011 年	2012 年	2013 年	增长率（%）
财政总收入	16079	52833	57472	89.06
一般预算收入	6900	34086	36600	130.31
税收收入	6058	19427	23711	97.84
非税收入	842	14659	12889	291.25
基金收入	265	582	1488	136.96
土地出让金	0	2	3	-
其他	265	580	1485	136.72
上级补助收入	29815	10308	69092	52.23
预算外财政专户资金	0	0	0	-
地方可控财力	36980	44976	107180	70.24

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2014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，公司下设11家全资子公司、10家控股公司、

4家参控股子公司和1家分公司，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。

3. 人员素质

截至2014年9月底，公司高级管理人员有总经理1人、副总经理2人，共3人。

公司董事长董志向，男，1962年生，硕士学位，经济师职称，历任武汉市委政策研究室社会发展处调研员；武汉市委政策研究室社会发展处处长；武汉市江夏区政府副区长；武汉市江夏区委常委、区纪委书记、市纪委委员等职；自2010年7月任公司董事长、党委书记。

公司总经理王斌，女，1962年生，本科学历，经济师、高级职业经理人职称，历任中国联通湖北分公司市场部部长；中国联通武汉分公司党委书记、总经理；武汉旅游国有控股集团有限公司党委副书记、副总经理等职；自2010年1月任公司总经理、党委副书记，自2011年8月同时兼任公司副董事长。

截至2014年9月底，公司共有职工373人，从年龄结构上看，50岁以上的占19.30%，30至50岁的占62.47%，30岁以下的占18.23%；从学历情况看，本科及以上学历占25.47%，大专学历占17.96%，中专及以下学历占56.57%；从岗位构成看，管理人员占14.75%，专业人员占17.16%，基层员工占68.09%。

总体看，公司高级管理人员均有政府/国企工作经历，具有丰富的管理经验；员工以中青年为主，能满足公司日常经营需要。

4. 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) 资本及资产注入

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，武汉市国资委[2001]1号文件决定，以武汉市旅游局所属17户企业国有资产出资组建公司，出资者为武汉市国资委，注册资本16087万元。根据武汉市委办公厅武办文[2008]77号文件精神，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。

公司自成立以来，获得东湖管委会在资本注入方面的大力支持。2009年7月21日，根据武汉东湖管委会财政局《关于武汉旅游国有控股集团公司将划转资产增资的决定》(武东景财[2009]17号)，东湖管委会对公司新增57658.64万元，全部由东湖管委会出资，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28日，根据公司董事会纪要及公司章程修正案，公司新增注册资本10000.00万元，全部由武汉东湖管委会以货币形式出资；2010年7月14日，根据公司董事会纪要及公司章程修正案，公司新增注册资本28400.00万元，全部由武汉东湖管委会以货币形式出资；2010年10月14日，根据公司董事会决议及公司章程修正案，公司新增注册资本50000.00万元，全部由武汉东湖管委会以货币形式出资。截至2014年9月底，公司注册资本154083.48万元，东湖管委会持有公司100%股权，为公司实际控制人。

(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,武汉东湖管委会已于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武汉旅投的统一整合。

(3) 土地出让收益

为保证华侨城项目的顺利推进,切实降低公司的融资压力和财务风险,武汉市政府决定将专项安排东湖新城、龚家岭村、白马洲村、渔光村等地的未来土地出让收益作为偿还公司相应债务的资金来源,确保公司债务本息的按时、足额偿付。

(4) 其他支持

根据武汉市人民政府《关于支持武汉旅游发展投资集团有限公司注册发行2014年度第一期中期票据的函》(武政函[2014]58号)¹,武汉市人民政府将全力支持公司注册发行本期中期票据,用于调整公司债务结构,确保武汉市重点项目的资金使用。武汉市将进一步加大对公司的支持力度,不断提升其经营实力和可持续发展能力,将在经营管理权划拨、财政贴息、土地出让收益支持、资本增资等方面大力给予政策支持,有效提高偿债能力,进一步增强其资本实力和经营能力。若未来极端情况下本期中期票据出现违约迹象时,武汉市将协调公司及有关部门妥善解决偿付相关问题。

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

1. 法人治理结构

公司不设股东会,东湖管委会作为唯一的出资人,履行出资人职责。公司设董事会、监事会、公司管理层,已形成决策、监督和执行相分离的管理体系。

董事会是公司经营管理的最高决策机构。董事会由3名董事组成,设董事长1人,董事长为公司法定代表人。董事会每届任期为三年,可以连任。董事会对出资人负责,主要行使决定公司的年度经营计划;制订公司的中、长期发展规划和重大项目投资方案;制订公司年度财务预算、决算方案等职权。

监事会由5名监事组成,其中出资人代表3人,职工代表2人,由职工民主选举产生。监事会设主席1人,由全体监事过半数选举产生。公司监事会行使检查公司财务;对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督,对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等职权。

公司实行董事会领导下的总经理负责制。总经理对董事会负责,主要行使组织实施董事会的决议,主持公司的日常经营与管理工作;拟定公司中、长期发展规划、重大投资项目及年度生产经营计划等职权。

2. 管理水平

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、企划部共8个职能部门。

根据公司经营管理的特點,按照东湖管委会及有关部门的相关规定,公司在财务和资金管理、投融资管理、项目管理、人力资源管理、市场营销管理等方面建立了一整套较详细的管理制度体系。

¹ 该武汉市人民政府函件中所指公司2014年度第一期中期票据即为本评级报告中所指公司2015年度第一期中期票据,由于注册及发行时间由2014年变更为2015年,故产生上述差异。截至本评级报告出具日,公司未收到武汉市人民政府对该函件收回的要求。

资金管理方面，公司旨在进一步完善公司财务制度，规范对集团本部及全资、控股子公司的资金管理，降低资金性财务风险。根据《资金管理办法》，公司资金统一由集团财务管理部管理，子公司的投资、融资及经营预算须经财务管理部审核备案，并报集团领导同意。同时，《资金管理办法》还明确了公司资金管理权限等方面的规定。

预算管理方面，公司制定了《关于预算管理的有关规定》，旨在加强内部财务管理，规范企业核算，防范经营风险，合理安排年度经营计划，主要从经营类预算、投资类预算和融资类预算三大方面对企业的预算管理进行了制度性说明。

项目投资管理方面，公司制定了《项目投资管理办法》，旨在规范公司项目投资运作和管理，实现投资决策的科学化、规范化、制度化，确保国有资产保值增值，通过投资可行性评估，建立风险约束机制，加强流程监管，最大限度降低投资风险，实现投资结构最优化、效益最大化。

合同管理方面，公司指定的《经济类合同管理办法》是公司经济类合同管理的指导性文件，旨在对公司经济类合同的订立、评审、签署、履行、变更、转让、解除及相关文档的管理进行规范。所有经济类合同实行归口管理、各部门分工负责和法律顾问及审计部门监督管理的原则。

总体看，公司管理比较规范，已建立起法人治理结构和系统的经营管理制度，符合武汉国资委及相关文件的要求。

七、经营分析

1. 经营概况

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，形成了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。

近年公司主营业务收入规模波动增长，2011~2013 年，分别为 1.91 亿元、2.35 亿元和 2.28 亿元，其中旅游开发与服务收入为公司主要收入来源，分别为 1.65 亿元、1.93 亿元和 1.80 亿元，在公司主营业务收入中占比分别为 86.55%、82.09%和 79.03%；公司酒店住宿与餐饮收入保持基本稳定，三年分别为 0.11 亿元、0.13 亿元和 0.12 亿元；伴随公司整治土地规模的扩大，公司项目管理费（土地开发项目）增长迅速，三年分别为 0.03 亿元、0.10 亿元和 0.12 亿元；公司其他板块业务收入均有不同程度的增长，但在主营业务收入中占比小。2014 年 1~9 月，公司主营业务收入 2.19 亿元，主要来自旅游开发与服务收入 1.85 亿元，该板块收入已超出 2013 年全年规模。

毛利率方面，近三年，公司主营业务毛利率稳中有增，分别为 62.68%、63.95%和 64.59%。其中旅游开发与服务板块毛利率分别为 60.72%、61.37%和 60.45%；公司其他业务板块毛利率均保持较高水平，但由于其收入占比小，对公司主营业务毛利率影响小。2014 年 1~9 月，公司主营业务毛利率较 2013 年小幅增长，为 67.23%，其中旅游业务毛利率保持基本平稳；鲜鱼销售业务毛利率增长幅度较大，主要由于渔业养殖主要成本为购买鱼苗，该部分支出一般在年底，平时销售支出成本主要是销售打捞等成本，成本支出占比较小；其余板块毛利率均处于较高水平。

表 2 2011~2013 年及 2014 年 1~9 月公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2011 年			2012 年			2013 年			2014 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	16530.35	86.55	60.72	19270.80	82.09	61.37	17980.49	79.03	60.45	18483.92	84.22	61.29

酒店住宿与餐饮	1145.98	6.00	70.12	1296.07	5.52	70.94	1224.58	5.38	76.20	479.37	2.18	66.60
项目管理费	306.88	1.61	100.00	975.72	4.16	100.00	1215.88	5.34	100.00	413.30	1.88	100.00
鲜鱼销售	934.22	4.89	69.16	1085.75	4.62	69.36	1041.22	4.58	69.47	1150.70	5.24	96.06
物业管理	178.65	0.94	99.60	608.20	2.59	66.07	698.11	3.07	97.90	838.17	3.82	98.81
文化产品销售与推广	3.52	0.02	31.43	239.81	1.02	57.27	590.71	2.60	45.70	582.45	2.66	49.64
合计	19099.59	100.00	62.68	23476.37	100.00	63.95	22750.99	100.00	64.59	21947.91	100.00	67.23

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营

(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门票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，其中，东湖灯会自 2012 年起举办第一届，2013 年因东湖创建 5A 景区而延期至 2014 年春节后举办。

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。

表 3 公司景区经营收入构成情况（单位：万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年
一、游船艇收入	325.85	726.40	509.49
1、游船包船收入	121.80	363.82	248.85
2、游船门票收入	204.05	362.58	260.64
二、听涛灯会门票		352.15	
三、景区经营管理收入	16205	18192	17471
1、景区大门票	6206	8192	7471
2、景区物业租赁	1830	1930	1630
3、景区活动策划	2840	2540	2517
4、景区内商业零售收入	2444	2524	2787
5、景区苗木花卉盆景收入	2885	3006	3066
合计	16530	19271	17980

资料来源：公司提供

东湖风景区门票收入

东湖风景区是国家级 5A 级风景名胜，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 2011~2013 年公司对东湖风景区财政局应收账款余额分别为 1.65 亿元、2.84 亿元和 4.01 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。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 2011~2013 年公司景点经营情况(单位:元)

景点名称	2011 年		2012 年		2013 年	
	门票	万人次	门票	万人次	门票	万人次
磨山风景区	60.00	69	60.00	71.8	60.00	78.4
马鞍山森林公园	10	67	20	69	20	71.7
落雁景区	10	5.8	10	9.6	13	16.7
东湖植物园(牡丹园)	40	38.6	40	40.5	40	43.7

资料来源:公司提供

景点方面,磨山风景区位于东湖中心,属东湖风景区内主要景区之一,目前该景区门票价格为 60 元/人,每年可接待游客量 100 多万人次,近年来,在公司负责经营景区中该景区为收入的主要来源;马鞍山森林公园成立于 1993 年,1995 年正式对外开放,总面积 7.13 平方公里,园内有山峰大小 17 座,森林覆盖率达 80%,主峰马鞍山海拔为 136.02 米,公园由此得名,2006 年 8 月,马鞍山森林公园整体作为“吹笛景区”从武汉市园林局划归至武汉市东湖风景区,该景区门票价格 2011 年为 10 元,2012~2013 年为 20 元,每年游客量 50 万人次;落雁景区规划用地总面积为 10.24 平方公里,其中雁洲索桥陆地 6.17 平方公里,水域 4.07 平方公里,景区内水陆相连,生物资源丰富,素有“九十九湾咀”之说,该景区门票价格由 2011 年和 2012 年的 10 元增长至目前 13 元;牡丹园位于梨园广场南侧,是武汉市最大的牡丹种植园,目前共有牡丹 200 余种、3 万余株牡丹,即将打造成为国内“江南牡丹第一园”,该景区目前门票 40 元。

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,近年来,旅游人次持续增长,2013 年,分别为 78.4 万人次、71.7 万人次、16.7 万人次和 43.7 万人次。2011~2013 年,上述风景区确认门票收入分别为 0.62 亿元、0.82 亿元和 0.75 亿元,由于 2013 年起武汉旅游年票开始推行,凭此年票可不限次数进入景区,因此 2013 年虽旅游人次较上年有所增长,但门票收入略有下降。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 14 艘(其中豪华游艇 2 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 50000 人左右。

2011~2013 年,公司游艇运营(包船业务)分别实现收入 121.80 万元、363.82 万元和 248.85 万元,游船门票收入分别实现 204.05 万元、362.58 万元和 260.64 万元。该业务收入在旅游板块收入中占比较小,但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。

(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。

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。近年来,宾馆充分利用资源优势,积极开展业务,创新经营管理模式和产品体系,着力开发会议、团年宴、草

坪婚礼等非传统性盈利点。2013 年，碧波宾馆实现主营业务收入 1224.58 万元，利润总额 40.55 万元。

此外，公司参股的武汉香格里拉大饭店（持股比例 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。目前饭店拥有 442 间客房，其中高级房每晚 475 元起、豪华房每晚 496 元起、高级大床房每晚 497 元起、豪华阁客房房每晚 1230 元起、行政套房每晚 2200 元起。除了传统的餐饮、住宿服务外，武汉香格里拉大饭店还可提供商务中心、租车、票务代理、会议室、停车场、按摩室、美容美发、机场接机等多种服务或设施。2013 年度，武汉香格里拉大饭店共实现营业收入 16693.12 万元，2011~2013 年，公司共获得股利分红 128.41 万元。

（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，公司作为风景区城建基础设施建设工程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 2013 年底，公司已支付资金 50.02 亿元，其中拆迁还建费用 26.09 亿元，征地款 13.35 亿元，缴纳各类规费 2.68 亿元，超期过渡费 1.49 亿元，银行贷款利息 6.30 亿元（该项目投入计入在建工程）。该项目资金平衡方式主要为项目土地出让收入返还，武汉市土储中心东湖新城土地增值收益中解决 10 亿元，武汉市城投集团返还二环线拆迁费用 4.87 亿元，白马洲村及渔光村部分土地出让收入。

2011~2013 年及 2014 年 1~9 月，根据东湖管委会出具的《关于明确代建工程性质的批复》，代建项目管理费按代建项目金额的 1.8% 计算。2011~2013 年及 2014 年 1~9 月，公司土地整理（华侨城项目）项目管理费收入 306.88 万元、975.72 万元、1215.88 万元和 413.30 万元（2011 年以前年度的项目管理费收入在公司期初未分配利润中反映），占主营业务收入的比重分别为 1.61%、4.16%、5.34%和 1.88%。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 3800.00 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。

截至 2014 年 9 月底，华侨城项目土地出让收入已累计实现 23 亿元，市财政计提专项资金 1.24 亿元，东湖风景区管委会实得土地收入 21.76 亿元。风景区于建设期内由东湖管委会陆续以工程项目款等形式陆续拨入公司资金 21.57 亿元（不包括资本金注入及计入营业外收入的补贴）。目前计入其他应付款（由于华侨城项目尚未完成竣工决算，故工程补偿款计入其他应付款，并在收到其他与经营活动有关的现金中反映）。

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，依据《武汉市城中村综合改造挂牌出让土地成本测算操作规范（行）》（武城改办[2012]2 号）标准以及公司初步测算，预计土地出让总收入 12.04 亿元，扣除相关成本后预计可实现土地出让总收益 6.34 亿元；白马洲村位于东湖风景区内的土地面积为 560 亩，根据武城改办[2012]2 号文件标准测算，预计土地出让总收入 18.71 亿元，扣除相关成本后预计可实现土地出让总收益 8.58 亿元；渔光村已完成土地平整，预计出让收益为 6.00 亿元。上述土地目前正处于开发整理或待出让阶段，尚未形成出让返还收入。联合资信同时关注到，公司未来土地整理投资规模较大，将面临一定筹资压力，此外，土地出让受宏观调控影响较大，未来公司该类业务现金回流的实现具有一定不确定性。

表 5 公司土地整理情况（单位：亩、万元）

项目	土地总面积	规划可建设用地	预计总投资	截至 2014 年 9 月底已完成投资
龚家岭村	2004.04	1107.90	57000	5987.75
白马洲村	560.00	560.00	101300	0
合计	2564.04	1667.90	158300	5987.75

资料来源：公司提供

（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。

2011 年至 2013 年及 2014 年 1~9 月公司分别实现渔业收入 934.22 万元、1085.75 万元、1041.22 万元和 1150.70 万元，收入保持稳定增长态势。2014 年 1~9 月，该板块毛利率较 2013 年增长幅度较大，主要由于渔业养殖主要成本为购买鱼苗，该部分支出一般在年底，平时销

售支出成本主要是销售打捞等成本，成本支出占比较小。

（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。2011~2013年及2014年1~9月，旅联物业公司分别实现了178.65万元、608.20万元、698.11万元和838.17万元的营业收入。

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、鸣啾、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，2011年至2013年及2014年1至9月文化产品销售与推广收入分别达到了3.52万元、239.81万元、590.71万元和582.45万元。

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，截至2014年9月底主要从事“东方雨林”房地产开发项目（以下简称“东方雨林”）的前期准备工作，故尚未产生收入。“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2014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。2015年至2017年拟建设面积分别为10万平方米、10万平方米和2万平方米。同时，公司拟定于2016年开始启动项目预售，预计2016年至2018年可实现销售面积合计22万平方米，按照项目所在地武汉东湖高新技术开发区2014年1~9月份的平均房价6000.00元/平方米计算，“东方雨林”项目可实现销售收入约13.20亿元。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。

3. 在建及拟建工程

截至 2014 年 9 月底，公司在建项目包括长山及鼓架山山体修复及渔业公司基地项目，合计总投资 5694.00 万元，已完成投资 2016.79 万元。公司拟建项目为武汉市沙湖码头候船厅（游客集散中心），该项目预计总投资合计 1.21 亿元，公司计划于 2015 年完成投资 0.80 亿元，2016 年完成投资 0.41 亿元。此外，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》，华侨城项目及周边环境整

治总成本合计约为 60.74 亿元，截至 2013 年底，公司已支付资金 50.02 亿元，尚需投资 10.72 亿元。根据武汉市人民政府会议纪要精神，武汉市政府给予华侨城项目的资金平衡支持，将有效保障公司对该项目的顺利实施。联合资信同时关注到，公司承接土地整治项目处于开发初期阶段，尚需投资 15.23 亿元，加之房地产开发板块项目投入，未来公司整体投资规模大，将面临一定的资金压力。

表 6 截至 2014 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 2014 年 9 月底已完成投资
长山及鼓架山山体修复项目	山体削方、山体填方、土地平整、修坡整治及绿化工程	2694.00	756.90
渔业公司基地	土方回填、办公室维修改造、主干道维修、围墙、球场、食堂、值班室、工作房、园林绿化、混凝土码头	3000.00	1259.89
武汉市沙湖码头候船厅（游客集散中心）	候船厅、咨询及展示厅、办公用房，地下两层停车库设备用房以及相应配套设施	12123.50	0.00
合计		17817.50	2016.79

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中国中部知名的多元化支柱型国有旅游投资经营集团公司。坚持现代旅游文化产业营运的主方向，立足东湖，面向全湖北省旅游产业，发挥行业领先优势。大力开发旅游文化新业态，提升资产营运新模式，整合优质资产和资源。

基于上述总体发展目标，公司将顺应国家经济发展形势，在武汉旅游升级计划中寻找面向全湖北省的战略定位。以股权投资形式与高新技术、文化企业开展合作，大力开展武汉市“两江四岸”旅游景观提升工程、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，谋求企业跨越式发展。公司将通过提升旅联游船公司市场竞争水平，强化创意文化与旅游商品开发能力，打造“武汉礼物”城市名片，完善酒店与物业管理体系，积极探索渔业发展转型之路等途径

全面提升主营业务盈利能力；同时，公司还将通过全力推动“两江四岸”项目进程及实施“长江文化”项目开发实现推进重点项目建设，完善集团产业布局的目标；为保证公司战略部署的顺利实施，公司将创新融资渠道，为重大项目启动提供资金保障，并加强企业文化建设，全面提升管理效能。

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、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2013 年连审财务报告经

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 2014 年三季度财务报表未经审计。

2012 年，公司通过新设纳入合并范围的新增公司 3 家，具体为武汉大东湖阳光游艇俱乐部有限公司、武汉大美东湖文化传媒有限公司、武汉东湖雅筑开发投资有限公司；2013 年，公司合并范围较上年无变化。总体看，新纳入合并范围子公司资产规模不大，对财务数据可比性影响较小。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 105.79 亿元，所有者权益 65.06 亿元（其中少数股东权益 1.30 亿元）；2013 年公司（合并）实现营业收入 2.37 亿元，利润总额 1.62 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司（合并）资产总额 107.72 亿元，所有者权益 66.02 亿元（其中少数股东权益 1.29 亿元）；2014 年 1~9 月公司（合并）实现营业收入 2.25 亿元，利润总额 0.96 亿元。

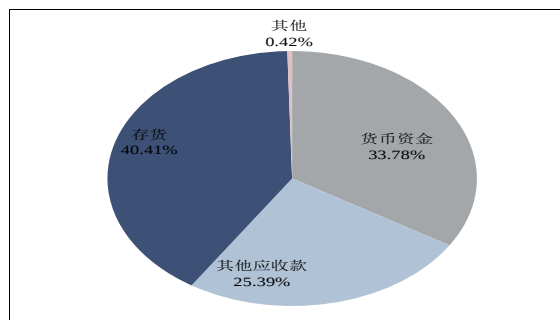
2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产总额年均增长 8.48%，其中流动资产年均增长 39.95%，非流动资产年均增长 6.50%。截至 2013 年底，公司资产总额 105.79 亿元，其中流动资产占 8.62%，非流动资产占 91.38%。

流动资产

截至 2013 年底，公司流动资产 9.11 亿元，同比增长 5.05%，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低。

图 1 公司 2013 年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 15.27%。截至 2013 年底，公司货币资金为 3.08 亿元，其中包括银行存款 3.01 亿元，定期存款 0.06 亿元，不含库存现金。公司现金类资产合计 3.08 亿元，占流动资产比例为 33.78%。

2011~2013 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长率 78.00%。截至 2013 年底，公司应收账款 337.68 万元，同比下降 33.05%。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款的借款、土地出让金返还款等，2011~2013 年，公司应收东湖风景区财政局款项分别为 1.65 亿元、2.84 亿元和 4.01 亿元，其他应付款—东湖风景区财政局分别为 7.20 亿元、13.30 亿元和 14.30 亿元，均为收到的土地出让金返还。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。

2011~2013 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 29.32%，截至 2013 年底为 2.31 亿元，同比增长 61.07%，主要系应收东湖风景区土地储备中心、湖北大都地产集团公司和武汉市发改委等款项。2013 年底，公司其他应收款前 6 名合计 1.88 亿元，占本年其他应收款的 75.56%。公司采用账龄法计提坏账准备，账龄在 1 年以内的占比 83.44%，1~2 年的占 2.16%，2~3 年的占 2.84%，3~4 年的占 11.56%，共计提坏账准备 0.18 亿元，计提比例 7.09%。

2011~2013 年，公司存货年均增长率为 97.96%。截至 2013 年底，公司存货 3.68 亿元，其中开发成本 3.61 亿元，系控股子公司武汉旅华联房地产有限公司支付的土地出让金及前期费用、控股子公司武汉旅联置地股份有限公司项目的前期开发费用。公司未计提存货跌价准备。

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长 6.50%。截至 2013 年底，公司非流动资产 96.68 亿元，同比增长 7.57%。公司非流动资产主要由在建工程（占 51.71%）和无形资产（占 47.05%）构成，其他占比较小。

2011~2013 年，公司持有至到期的投资保持不变，为 0.13 亿元，系 2011 年投资影片《鼠之道》所致。

2011~2013 年，公司在建工程持续增长，年均复合增长 14.85%，截至 2013 年底为 49.99 亿元，同比增长 15.64%，其中东湖华侨城专项工程 49.85 亿元，占公司在建工程的 99.72%。

2011~2013 年，公司无形资产基本保持稳定。截至 2013 年底，公司无形资产 45.49 亿元，其中主要为滩涂使用权 43.10 亿元及土地使用权 2.39 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额合计 107.72 亿元，较 2013 年底增长 1.82%。其中流动资产占 7.85%，非流动资产占 92.15%。公司流动资产 8.46 亿元，较 2013 年底下降 7.17%，主要由于货币资金的减少。公司其他应收款 2.75 亿元，较 2013 年底增长 19.03%，主要为公司子公司武汉金旅投资有限责任公司提供武汉爱帝纺织有限公司委托贷款 0.40 亿元。公司非流动资产 99.26 亿元，较 2013 年底增长 2.67%，主要来自在建工程投入的增加。

整体上看，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。公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益稳中有增，年均复合增长 3.53%。截至 2013 年底，公司所有者权益 65.06 亿元，同比增长 3.07%。其中实收资本占 23.68%、资本公积占 67.42%、盈余公积占 0.66%、未分配利润占 6.25%、少数股东权益占 2.00%。

2011~2013 年，公司资本公积保持稳定，截至 2013 年底为 43.86 亿元。其形成原因主要系根据武东工委[2009]9 号及武东景财[2009]17 号文件，东湖管委会将武汉市东湖渔场整体划转给公司，武汉市东湖渔场所属的滩涂水域[武府（淡）养证[2003]第 S0001 号]经湖南国信资产评估有限公司评估确认价值 43.10 亿元，并计入资本公积。截至 2014 年 9 月底，公司所有者权益 66.02 亿元，与上年底基本持平。

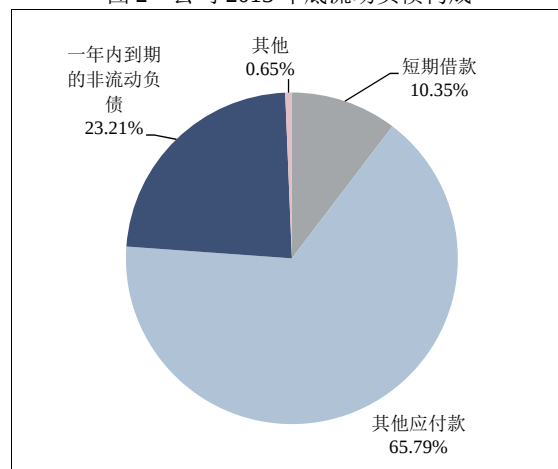
总体来看，所有者权益稳定性较好，但滩涂使用权占比较大，所有者权益质量较弱。

负债

2011~2013 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 18.12%。截至 2013 年，公司负债总额 40.73 亿元，同比增长 14.97%，其中流动负债占比为 69.96%，非流动负债占比 30.04%。

2011~2013 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 18.85%，截至 2013 年底为 28.50 亿元，同比增长 41.99%，增长主要来自其他应付款和一年内到期的非流动负债。公司流动负债主要由短期借款（占 10.35%）、其他应付款（占 65.79%）和一年内到期的非流动负债（占 23.21%）组成。

图 2 公司 2013 年底流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司短期借款有所波动，

年均复合增长 2.64%，截至 2013 年底为 2.95 亿元，其中保证借款 1.40 亿元，以国有土地使用权（夏国用（2013）第 033 号）抵押取得的抵押借款 1.55 亿元。

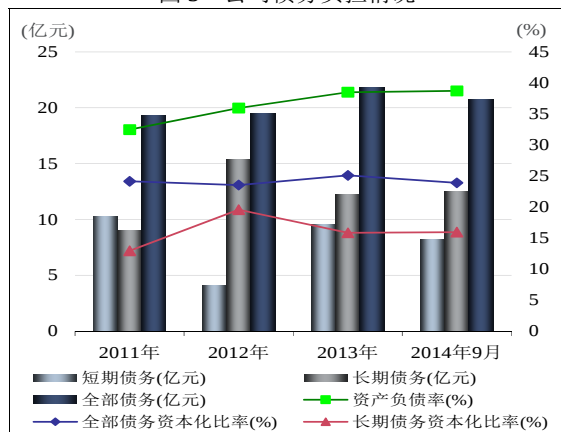
2011~2013 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 38.72%，截至 2013 年底为 18.75 亿元，主要为应付东湖管理委员会财政局工程项目补偿款和保障住房（华侨城项目范围内公司承建的还建房）建设资金 13.09 亿元及与其他机构往来款 0.57 亿元等。

截至 2013 年，公司一年内到期的非流动负债为 6.62 亿元，其中信用借款 5.37 亿元、质押借款 0.80 亿元、保证借款 0.45 亿元。

公司非流动负债均为长期借款。2011~2013 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 16.47%，截至 2013 年底为 12.23 亿元，同比下降 20.35%。其中信用借款 6.95 亿元，保证借款 1.20 亿元，质押借款 4.08 亿元（系公司以公司对东湖磨山风景区收费权作质押为武汉东湖欢乐谷基础设施配套项目建设向中国工商银行水果湖支行取得的借款 4.88 亿元，其中 0.80 亿元计入一年内到期的非流动负债）。

有息债务方面，2011~2013 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 6.24%，截至 2013 年底为 21.80 亿元，其中短期债务 9.57 亿元，长期债务 12.23 亿元，受长期借款波动影响，近三年公司债务结构变化较大。

图 3 公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

债务指标方面，2011~2013 年，公司资产负债率受公司其他应付款快速增长的影响持续增长，分别为 32.48%、35.95%和 38.50%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈波动增长态势，三年平均值分别为 24.44%和 16.37%，2013 年底分别为 25.10%和 15.83%。

截至 2014 年 9 月底，公司负债合计 41.70 亿元，其中流动负债占比 70.00%，非流动负债占比 30.00%。截至 2014 年 9 月底，公司负债合计较 2013 年底增长 2.38%，主要是其他应付款增长所致。公司其他应付款 20.72 亿元，较 2013 年底增长 10.51%，具体为新增华侨城工程项目款 1.50 亿元。截至 2014 年 9 月底，公司有息债务合计 20.73 亿元，其中短期债务 8.22 亿元，长期债务 12.51 亿元。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 38.71%、23.90%和 15.93%。

总体来看，公司总体债务水平可控，有息债务规模较小，债务结构有待改善。

4. 盈利能力

近年公司主营业务收入规模波动增长，2011~2013 年，分别为 1.91 亿元、2.35 亿元和 2.28 亿元，其中旅游开发与服务收入为公司主要收入来源，分别为 1.65 亿元、1.93 亿元和 1.80 亿元，在公司主营业务收入中占比分别为 86.55%、82.09%和 79.03%，公司主业突出；公司酒店住宿与餐饮收入保持基本稳定，三年分别为 0.11 亿元、0.13 亿元和 0.12 亿元；伴随公司整治土地规模的扩大，公司项目管理费（土地开发项目）增长迅速，三年分别为 0.03 亿元、0.10 亿元和 0.12 亿元；公司其他板块业务收入均有不同程度的增长，但在主营业务收入中占比小。2014 年 1~9 月，公司主营业务收入 2.19 亿元，主要来自旅游开发与服务收入 1.85 亿元。

从期间费用看，2011~2013 年，公司期间费用波动增长，分别为 0.46 亿元、0.66 亿元和 0.65 亿元。其中销售费用增长较快，年均复合

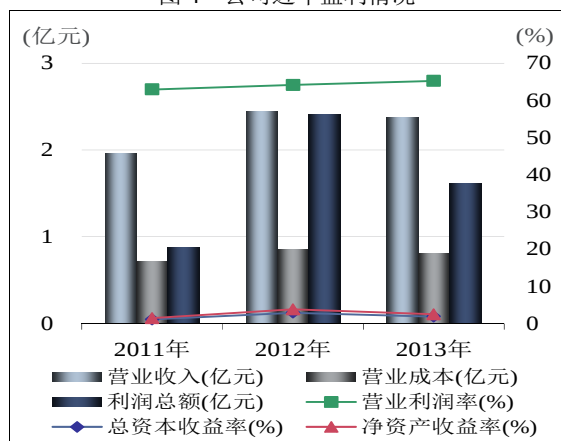
增长 28.91%，2013 年为 0.23 亿元；管理费用年均复合增长 7.23%，2013 年为 0.42 亿元；公司借款利息全部资本化，财务费用表现为利息收入。2013 年，公司期间费用率为 30.12%，较上年下降 2.04 个百分点。总体看，公司费用控制能力有待改善。

2011~2013 年，公司营业外收入分别为 0.02 亿元、1.54 亿元和 0.81 亿元，其中 2012 年主要为土地出让金返还 1.26 亿元（在收到的其他与经营活动有关的现金科目中反映），具体系公司与江夏区政府签订的招商引资财政返还款，2011 年公司子公司在土地交易市场以 3.40 亿元的价格摘得江夏区 127 亩土地，根据招商协议书约定征地价格为 166.67 万/亩，在土地摘牌后按实际摘牌面积和协议约定价格统一核算，多退少补，据此差额为 1.26 亿元由江夏区财政返还。2013 年公司获得东湖管委会财政局补贴 0.80 亿元。

2013 年，公司利润总额为 1.62 亿元，同比下降 31.41%。公司利润受政府补助影响大。2014 年 1~9 月，公司利润总额 0.96 亿元，占 2013 年全年的 59.26%。

从盈利指标看，2011~2013 年，公司营业利润率持续增长，分别为 62.91%、64.13%和 65.20%；2014 年 1~9 月为 67.20%。公司总资产收益率和净资产收益率波动增长，三年平均值分别为 2.03%和 2.68%，2013 年分别为 1.86%和 2.48%。

图 4 公司近年盈利情况



资料来源：公司审计报告

总体来看，公司期间费用控制能力有待改善，整体收入规模较小。

5. 现金流

从经营活动看，2011~2013 年，公司经营活动现金流入分别为 6.65 亿元、9.53 亿元和 4.86 亿元。其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为 1.02 亿元、1.24 亿元和 1.08 亿元，现金收入比相应为 52.26%、50.72%和 45.51%；公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 4.64 亿元、8.29 亿元和 3.78 亿元，其中 2013 年主要为收到的补贴收入 0.81 亿元及华侨城项目工程补偿款 2.90 亿元。公司经营活动现金流出分别为 5.01 亿元、7.04 亿元和 6.17 亿元。其中购买商品、接受劳务支付的现金分别为 1.01 亿元、2.86 亿元和 0.29 亿元；公司支付其他与经营活动有关的现金分别为 3.77 亿元、3.93 亿元和 5.56 亿元，2013 年主要为支付东湖华侨城专项工程款 4.31 亿元。2011~2013 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1.65 亿元、2.49 亿元和 -1.32 亿元。

从投资活动看，2011~2013 年，公司投资活动现金流入分别为 5.20 亿元、0.54 亿元和 0.01 亿元，其中 2011 年收回投资收到的现金 5.02 亿元，主要为卖出理财产品收回的现金。2011~2013 年，公司投资活动现金流出分别为 4.96 亿元、0.62 亿元和 0.33 亿元，其中 2011 年投资支付的现金为 4.58 亿元，主要为购买理财产品支出的现金。2011~2013 年，公司投资活动产生的现金流净额为 0.25 亿元、-0.07 亿元和 -0.32 亿元。

从筹资活动看，公司主要通过银行借款筹集资金，2011~2013 年，公司筹资活动现金流入分别为 3.13 亿元、12.09 亿元和 7.12 亿元，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出方面，2011~2013 年，公司到期债务规模较大，偿还债务支付的现金分别为 6.71 亿元、11.97 亿元和 4.43 亿元。2011~2013 年，公司筹资活动产生的现金流净额分别为 -4.74 亿元、

-1.13 亿元和 1.11 亿元。

2014 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流入量为 4.88 亿元，其中销售商品提供劳务收到的现金 0.67 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 4.21 亿元，主要为东湖风景区财政局支付的华侨城项目工程补偿款 1.50 亿元、获得财政土地出让金返还款 1.90 亿元等；同期，公司经营活动产生的现金流出量为 3.86 亿元，其中购买商品接受劳务支付的现金 0.30 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 3.36 亿元，主要由支付的期间费用和与其他单位往来款所组成。经营活动现金流量净额为 1.02 亿元。公司投资规模较小，投资活动现金流出为 0.09 亿元，主要为投资支付的现金。公司筹资活动现金流入 1.40 亿元，均为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出 3.66 亿元，其中偿还债务支付的现金 2.47 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金 1.19 亿元。

总体看，由于公司支付往来款规模有所减少，经营活动净现金流由负转正；公司投资规模较小，外部融资需求有所降低。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。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013 年，公司流动比率和速动比率有所波动，三年平均值分别为 33.57%和 20.82%，2013 年分别为 31.98%和 19.06%。2011~2013 年，受经营性净现金流波动下降影响，公司经营现金流动负债比分别为 8.17%、12.39%和-4.62%。整体看，公司短期偿债能力较弱，存在短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2011~2013 年，公司 EBITDA 三年分别为 0.91 亿元、2.47 亿元和 1.73 亿元。2011~2013 年全部债务/EBITDA 加权均值为 12.90 倍，2013 年为 12.62 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 2014 年 9 月底，公司为武汉天立华峰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 1.97%，担保期限至 2015 年 12 月 4 日。截至目前，该被担保公司经营正常，公司或有负债风险小。

截至 2014 年 9 月底，公司共获得各家银行授信总额 24.18 亿元，尚未使用额度为 3.48 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 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（2012 银行版）》（编号：B201502020065829729），截至 2015 年 2 月 2 日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

8. 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，并考虑到武汉市及东湖管委会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。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司计划于 2015 年注册并发行总额度为 8 亿元的中期票据，占公司 2014 年 9 月底长期债务的 63.95%，全部债务的 38.59%，考虑到本期中期票据部分募集资金将用于偿还银行贷款，发行后对公司现有债务负担影响较小，对公司债务结构具有一定影响。

截至 2014 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 38.71%和 23.90%，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，上述指标将分别升至 42.95%和 30.32%。考虑到本期中

期票据部分募集资金将用于偿还银行贷款，公司实际债务指标可能低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量加权均值分别为6.62亿元和0.42亿元，对本期中期票据的保障倍数分别为0.83倍和0.05倍，2013年上述指标分别为0.61倍和-0.16倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度弱。

2011~2013年，公司EBITDA加权平均值为1.79亿元，为本期中期票据发行额度的0.22倍，其中2013年公司EBITDA为1.73亿元，为本期中期票据发行额度的0.22倍。公司EBITDA对本期中期票据覆盖能力弱。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、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，未来公司获得土地出让收入返还规模较大，加之房地产业务有望将为公司带来新的收入增长点，上述因素为本期中期票据的偿付提供一定的保障能力。

根据公司提供的2014~2019年经营性现金流预测，公司作为武汉市旅游开发与服务产业的核心主体，伴随东湖风景区旅游开发的进一步推进，公司该业务板块收入及现金流入将保持稳定增长；公司房地产开发业务目前尚处于初期阶段，2014年和2015年仍处于项目建设

期，预计自2016年起开始实现收入，并于2016~2018年间集中现金回流；公司土地整理业务（即上文所述项目管理业务）随着华侨城项目竣工决算及尾款支付的完成，自2016年起将不再实现现金流入，未来用于平衡华侨城项目的土地出让收入返还收入在现金流预测时考虑在与政府的资金往来科目；公司其他板块业务现金回流将保持稳定增长，但规模较小。综上所述，公司2014~2019年将累计实现经营活动现金流量净额28.10亿元。同时，联合资信关注到，公司未来现金流入中房地产销售收入规模较大且预期实现较集中，考虑到房地产行业尚处于调控期，未来该业务预期收入规模及实现时点将具有一定不确定性，此风险的发生将对公司预期现金流入整体规模及本期中期票据的偿付带来不利影响；此外，若本期中期票据于2015年成功发行，其本金将于2020年集中偿付，上述现金流预测期与偿付期具有一定不匹配性。即使公司未来将获得一定规模的土地出让返还，但由于上述不匹配性，公司仍可能面临一定集中偿付压力。根据武汉市人民政府《关于支持武汉旅游发展投资集团有限公司注册发行2014年度第一期中期票据的函》（武政函[2014]58号），武汉市人民政府对公司发行本期中期票据及未来对公司在资金、政策等多方面支持的承诺，在一定程度上提升了本期中期票据偿付的安全性。

表 7 公司 2014~2019 年经营性现金流量预测表（单位：万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动产生的现金流量：						
销售商品收到的现金	12811.49	14850.64	82868.70	93484.07	46600.98	35829.57
其中：旅游开发与服务	6689.71	7358.68	12894.54	23304.00	24194.40	25173.84
酒店餐饮住宿	1220.00	1220.00	4125.00	4125.00	4125.00	4125.00
土地整理	1900.00	1900.00	0.00	0.00	0.00	0.00
渔业	1063.00	1169.30	1286.23	1414.85	1556.34	1711.97
物业管理	1300	2500.00	2500.00	2500.00	2500.00	2500.00
文化产品销售与推广	638.78	702.66	772.93	850.22	935.24	1028.76
物业租赁	0.00	0.00	1290.00	1290.00	1290.00	1290.00
房地产开发	0.00	0.00	60000.00	60000.00	12000.00	0.00
收到的其他与经营活动有关的现金	30000.00	43400.00	40000.00	55800.00	30000.00	20000.00
其中：政府补贴	10000.00	10000.00	10000.00	0.00	0.00	0.00
资金往来款	20000.00	33400.00	30000.00	55800.00	30000.00	20000.00
经营活动现金流入小计	42811.49	58250.64	122868.70	149284.07	76600.98	55829.57
购买商品支付的现金	3310.09	33381.60	39840.51	12096.44	5377.95	5687.62

其中：旅游开发与服务	1444.86	1589.35	2248.28	2423.11	2615.42	2826.96
酒店餐饮住宿	305	305	1031.25	1031.25	1031.25	1031.25
土地整理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
渔业	318.9	350.79	385.87	424.46	466.9	513.59
物业管理	390	750	750	750	750	750
文化产品销售与推广	351.33	386.46	425.11	467.62	514.38	565.82
物业租赁	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
房地产开发	500.00	35000.00	35000.00	7000.00	0.00	0.00
支付的其他与经营活动有关的现金	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00
其中：资金往来款	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00
经营活动现金流出小计	23310.09	58381.60	59840.51	32096.44	25377.95	25687.62
经营活动产生的现金流量净额	19501.39	-130.96	63028.19	117187.63	51223.03	30141.94

资料来源：公司提供

十、结论

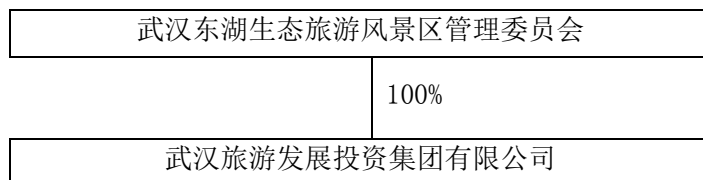
武汉市财政实力较强，且保持稳定增长，东湖风景区财政收入增长迅速，为公司发展提供了良好的外部环境。公司作为武汉市旅游文化产业投资与融资开发的核心主体及东湖风景区土地整理项目的实施主体与融资责任单位，在资本、资产注入、经营权划拨及土地出让收益等方面得到了武汉市政府及东湖管委会的有力支持。

公司主营业务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，整体毛利率较高，且保持稳定增长。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，公司资产质量一般。公司短期偿债压力较大，债务结构有待改善，整体债务负担较轻。公司未来投资规模大，面临一定的资金压力。公司期间费用规模较大，对利润侵蚀明显，政府补贴对公司利润影响大。

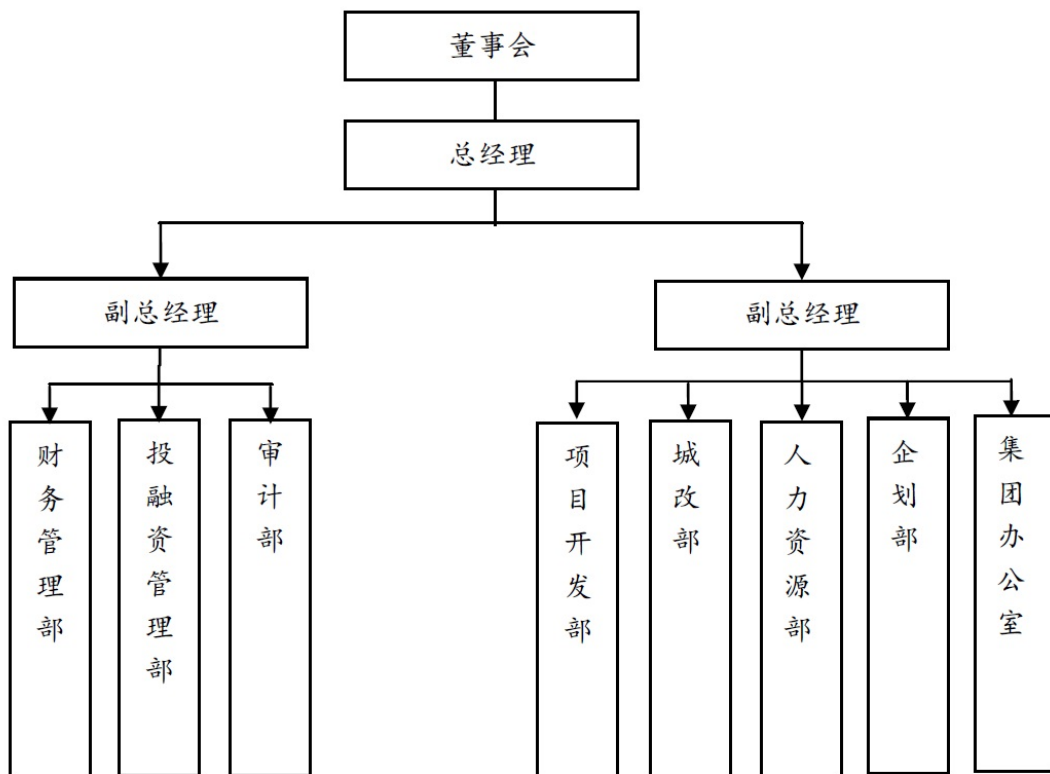
公司经营活动现金流入量及EBITDA对本期中期票据覆盖能力弱，但考虑到武汉市人民政府将东湖风景区附近土地交由公司进行前期整理，未来公司获得土地出让收入返还规模较大，以及公司房地产开发有望为公司带来新的收入增长点，上述因素为本期中期票据的偿付提供一定的保障能力。武汉市政府对公司发行本期中期票据的支持，在一定程度上提升了本期中期票据偿付的安全性。

总体看，本期中期票据到期不能偿付的风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 截至 2014 年 9 月底子公司情况

序号	公司名称	企业性质	注册资本 (万元)	直接持股 比例	表决权比例
1	武汉市旅游开发公司	旅游服务	1050.00	100.00%	100.00%
2	武汉市东湖渔场	水产养殖	595.10	100.00%	100.00%
3	武汉市新华饭店	百货零售	771.60	100.00%	100.00%
4	武汉市东湖碧波宾馆	文化休闲	284.64	100.00%	100.00%
5	武汉市武汉饭店	日用百货	437.70	100.00%	100.00%
6	武汉市人民饭店	百货零售	141.90	100.00%	100.00%
7	武汉市非遗文化传播有限公司	文化产业	1347.00	100.00%	100.00%
8	武汉旅联东湖物业有限公司	物业	300.00	100.00%	100.00%
9	武汉旅联东湖渔业有限公司	水产养殖	300.00	100.00%	100.00%
10	武汉旅联东湖文化传播有限公司	文化艺术	500.00	100.00%	100.00%
11	武汉大东湖阳光游艇俱乐部有限公司	游艇营销	100.00	100.00%	100.00%
12	武汉旅联东湖游船有限公司	水上旅游	2000.00	50.00%	100.00%
13	武汉东湖听涛旅游发展有限公司	旅游服务	5000.00	60.00%	100.00%
14	武汉金旅投资有限责任公司	投资开发	5000.00	64.00%	100.00%
15	武汉东湖秀小游船运营管理有限公司	游船服务	100.00	90.00%	100.00%
16	武汉旅联东湖股份有限公司	资产管理	1000.00	91.00%	100.00%
17	武汉大美东湖文化传媒有限公司	文化策划	100.00	51.00%	51.00%
18	武汉东湖旅游文化发展有限公司	旅游文化	1088.00	51.47%	51.47%
19	武汉旅华联房地产有限公司	房地产投资	5000.00	51.00%	51.00%
20	武汉东湖雅筑开发投资有限公司	房地产投资	1000.00	51.00%	51.00%
21	武汉旅联置地股份有限公司	投资开发	6000.00	60.00%	60.00%
22	武汉农村商业银行股份有限公司	金融	400000.00	0.20%	0.20%
23	武汉香格里拉大饭店有限公司	文化休闲	美元 2666.70	8.00%	8.00%
24	武汉藏联置业有限公司	房地产投资	1000.00	40.00%	40.00%
25	武汉唐古拉汉藏文化交流有限公司	文化产业	150.00	25.00%	25.00%

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.32	3.60	3.08	1.76
资产总额(亿元)	89.90	98.56	105.79	107.72
所有者权益(亿元)	60.70	63.12	65.06	66.02
短期债务(亿元)	10.30	4.07	9.57	8.22
长期债务(亿元)	9.02	15.36	12.23	12.51
全部债务(亿元)	19.31	19.43	21.80	20.73
营业收入(亿元)	1.96	2.44	2.37	2.25
利润总额(亿元)	0.88	2.41	1.62	0.96
EBITDA(亿元)	0.91	2.47	1.73	--
经营性净现金流(亿元)	1.65	2.49	-1.32	1.02
财务指标				
销售债权周转次数(次)	183.75	79.74	56.32	--
存货周转次数(次)	0.76	0.38	0.22	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.03	0.02	--
现金收入比(%)	52.26	50.72	45.51	29.86
营业利润率(%)	62.91	64.13	65.20	67.20
总资本收益率(%)	1.10	2.92	1.86	--
净资产收益率(%)	1.45	3.81	2.48	--
长期债务资本化比率(%)	12.94	19.57	15.83	15.93
全部债务资本化比率(%)	24.14	23.54	25.10	23.90
资产负债率(%)	32.48	35.95	38.50	38.71
流动比率(%)	23.07	43.23	31.98	28.98
速动比率(%)	18.41	25.38	19.06	15.74
经营现金流动负债比(%)	8.17	12.39	-4.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	21.13	7.88	12.62	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.83	1.19	0.61	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.21	0.31	-0.16	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	0.11	0.31	0.22	--

注：2014 年前三季度财务数据未经审计。

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/主营业务收入×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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

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 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

武汉旅游发展投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。武汉旅游发展投资集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，武汉旅游发展投资集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注武汉旅游发展投资集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现武汉旅游发展投资集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如武汉旅游发展投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送武汉旅游发展投资集团有限公司、主管部门、交易机构等。

