



信用等级通知书

信评委函字[2017]1314D号

湖北省鄂西生态文化旅游圈投资有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“湖北省鄂西生态文化旅游圈投资有限公司2018年度第一期绿色中期票据”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，本期绿色中期票据的信用等级为AA⁺。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司
信用评级委员会
二零一七年九月二十七日



湖北省鄂西生态文化旅游圈投资有限公司 2018 年度第一期绿色中期票据信用评级报告

发行主体	湖北省鄂西生态文化旅游圈投资有限公司
主体信用等级	AA ⁺
评级展望	稳定
债项信用等级	AA ⁺
注册规模	8亿元
发行规模	8亿元
债券期限	3+2年(附加第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权)
偿还方式	到期一次性支付本金及利息
发行目的	全部用于项目的工程建设,包括爱飞客湿地保护项目、黄梅县禅文化旅游区五祖寺景区综合开发一期项目、隆中风景名胜区核心景区升级改造项目、仙桃市沔阳特色产业配套设施建设项目、松滋市洈水镇风景区旅游综合设施建设项目和大洪山风景名胜区改扩建项目共6个项目建设运营

概况数据

鄂西圈投(合并)	2014	2015	2016	2017.3
总资产(亿元)	162.25	235.69	336.22	349.06
所有者权益合计(亿元)	74.70	81.24	139.30	138.95
总负债(亿元)	87.55	154.45	196.93	210.11
总债务(亿元)	64.56	123.56	158.81	165.28
营业总收入(亿元)	15.77	27.30	38.65	10.04
净利润(亿元)	0.05	0.32	0.99	0.08
EBIT(亿元)	3.98	5.06	4.64	0.85
EBITDA(亿元)	5.58	7.15	7.50	-
经营活动净现金流(亿元)	0.21	-4.61	-1.94	1.48
营业毛利率(%)	14.31	15.59	13.23	11.27
总资产收益率(%)	2.82	2.54	1.62	-
资产负债率(%)	53.96	65.53	58.57	60.19
总资本化比率(%)	46.36	60.33	53.27	54.33
总债务/EBITDA(X)	11.58	17.29	21.19	-
EBITDA利息倍数(X)	1.87	0.97	1.07	-
鄂西圈投(母公司)	2014	2015	2016	2017.3
总资产(亿元)	97.53	128.89	175.47	187.49
所有者权益合计(亿元)	40.66	41.93	59.37	59.38
总负债(亿元)	56.87	86.96	116.10	128.11
总债务(亿元)	40.01	57.77	78.55	86.54
营业总收入(亿元)	1.71	1.41	0.78	0.20
净利润(亿元)	0.20	0.03	0.04	0.01
EBIT(亿元)	1.30	0.99	0.29	-
EBITDA(亿元)	-	-	-	-
经营活动净现金流(亿元)	0.33	14.77	14.06	4.26
营业毛利率(%)	-	-	-	-
总资产收益率(%)	1.33	0.77	0.17	-
资产负债率(%)	58.31	67.47	66.17	68.33
总资本化比率(%)	49.60	57.95	56.95	59.31
总债务/EBITDA(X)	-	-	-	-
EBITDA利息倍数(X)	-	-	-	-

注：1、各期财务报表执行新会计准则；2、2017年一季度财务报表未经审计，且未提供现金流量表补充说明，故相关指标失效；3、将其他流动负债的短期应付债券调入交易性金融负债；4、将长期应付款中的带息债务调整至长期借款。

分析师

项目负责人：骆传伟 chwluo@ccxi.com.cn

项目组成员：鄢红 hyan@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2017年9月27日

基本观点

中诚信国际评定湖北省鄂西生态文化旅游圈投资有限公司(以下简称“鄂西圈投”或“公司”或“发行人”)的主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；评定“湖北省鄂西生态文化旅游圈投资有限公司2018年度第一期绿色中期票据”信用等级为AA⁺。

中诚信国际肯定了湖北省经济实力和财政实力不断增强、公司拥有突出的市场地位和获得强有力的政府支持、较为丰富的旅游资源和完善的旅游产业链、旅游业务和农产品贸易业务发展向好、新型城镇化建设项目建设推进较快等因素对公司信用实力的支撑。同时，中诚信国际关注到公司下辖景区改造项目处于建设阶段、面临较大资本支出压力、债务规模上升迅速，主营业务盈利能力较弱同时期间费用增长导致盈利能力较弱及经营活动净现金流较弱、偿债指标有所弱化等因素对公司整体信用状况的影响。

优势

- **湖北省经济和财政实力不断增强。**2016年，湖北省完成地区生产总值32,297.91亿元，同比增长8.1%，经济规模稳居全国第一方阵；当年实现公共财政预算收入3,102.02亿元，同比增长7.3%，经济和财政实力不断增强。
- **突出的地位和强有力的政治支持。**公司作为湖北省属大型国有控股旅游企业集团，主要对鄂西生态文化旅游圈内基础设施建设、景区景点和酒店运营等相关产业进行投资，得到湖北省政府在项目投资及资产注入等方面的支持。
- **旅游资源丰富，旅游产业链完善。**公司拥有三个国家5A级景区、八个国家4A级风景区和五个国家3A级风景区，旅游资源较为丰富。围绕景区资源，公司已经发展成为涉足旅游景区、酒店、旅行社等板块的综合性旅游类投资企业，产业链完善，竞争优势明显，抗风险能力很强。
- **旅游业务和农产品贸易业务发展向好。**随着旅游景区基础设施的逐步完善以及景区品质的逐步提升，公司景区收入规模不断增长；同时农产品贸易业务也获得快速发展，收入来源更为丰富，收入规模大幅提升。
- **新型城镇化建设项目建设推进较快。**公司在开展旅游项目建设过程中得到项目所在地政府给予土地补偿和支持。为充分开发利用公司拥有的土地资源，公司近年来开展了多个新型城镇化建设项目建设，已取得较稳定的收入。

关注

- **公司下辖大部分景区改造项目处于建设阶段、资本支出压力较大，债务规模上升迅速。**公司下辖景区大部分尚处于发展和培育阶段，未来投资规模较大，面临一定资金压力，近年来公司债务规模迅速上升，面临一定偿债压力。**主营业务盈利能力较弱。**近年来，随着农产品贸易业务的增长，公司营业毛利率有所下降，同时期间费用增长较快，导致公司经营性业务呈现亏损，利润总额对政府补贴依赖较大。
- **经营活动净现金流较弱，偿债指标有所弱化。**公司经营活动净现金流近三年都处于较低水平，债务增长较快，各项偿债指标有所弱化。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本期债务融资工具发行之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

发行主体概况

鄂西圈投是湖北省委、省政府为实施“两圈一带”战略，推进鄂西生态文化旅游圈（以下简称“鄂西圈”）发展成立的大型国有控股企业。公司于2009年4月成立，由湖北省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“湖北省国资委”）、中国长江三峡集团公司、中国建筑第三工程局有限公司等单位共同出资组建。经过一系列股权转让与增资，截至2017年3月末，公司注册资本及实收资本均为19.50亿元，股东分别为湖北省国资委（持股63.08%）、湖北清能投资发展集团有限公司（持股10.26%）、三峡资本控股有限责任公司（持股5.13%）、中国建筑第三工程局有限公司（持股5.13%）、宜昌市城市建设投资开发有限公司（持股2.56%）、襄阳国益国有资产经营有限责任公司（持股2.56%）、荆州市文化旅游投资有限公司（持股2.05%）、十堰市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“十堰市国资委”）（持股2.05%）、荆门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“荆门市国资委”）（持股2.05%）、随州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“随州市国资委”）（持股2.05%）、恩施州人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“恩施州国资委”）（持股2.05%）和神农架林区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“神农架林区国资委”）（持股1.03%）。

公司定位为服务鄂西生态文化旅游圈建设、助推鄂西生态文化旅游圈跨越发展的专业性旅游投资集团，重点对鄂西圈基础设施、景区景点、酒店等相关产业进行投资。截至2017年3月末，公司纳入合并报表的二级公司共36家。

截至2016年末，公司总资产为336.22亿元，负债总额为196.93亿元，资产负债率58.57%；2016年，公司实现营业总收入38.65亿元，净利润0.99亿元，经营活动净现金流-1.94亿元。

截至2017年3月末，公司总资产为349.06亿元，负债总额为210.11亿元，资产负债率60.19%；2017年1~3月，公司实现营业总收入10.04亿元，

净利润0.08亿元，经营活动净现金流1.48亿元。

本期绿色中期票据概况

本期绿色中期票据发行金额8亿元，期限为3+2年（附加第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权），到期一次性支付本金及利息。

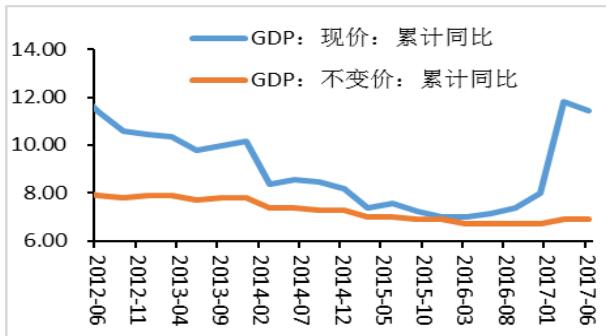
募集资金用途

募集资金将全部用于项目的工程建设，包括爱飞客湿地保护项目、黄梅县禅文化旅游区五祖寺景区综合开发一期项目、隆中风景名胜区核心景区升级改造项目、仙桃市沔阳特色产业配套设施建设项目、松滋市洈水镇风景区旅游综合设施建设项目和大洪山风景名胜区改扩建项目共6个项目工程的建设运营。

宏观经济和政策环境

随着全球经济继续温和复苏、国内供给侧改革效果持续显现，在货币政策稳健中性边际趋紧，财政政策积极有效的背景下，上半年经济缓中趋稳态势明显，GDP同比增长6.9%，超出预期。一季度名义GDP增速连续5个季度回升，达到11.83%，为2012年以来高点；二季度名义GDP增速虽然小幅回落0.73个百分点至11.10%，但仍是2012年以来次高点。未来，虽然深层次和结构性问题依然存在，但供给侧改革继续有实质性推动，国企改革和结构性减税等继续推进，一系列促改革、防风险措施持续发力，将在一定程度增强经济发展活力。随着外需回暖外贸向好，消费持续稳健，下半年中国经济企稳仍有一定支撑，预期全年经济走势前高后稳。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局

从产业发展来看，与去年同期相比，三次产业增速均有所加快，第三产业增速持续高于第二产业，规模以上工业增加值增速回升，制造业增长加快。经济结构持续优化，第三产业占比高于第二产业占比的趋势未变，一季度第三产业对经济增长的贡献率首次突破 60% 达到 60.2%，二季度继续攀升至 61.7%；从工业内部结构看，六大高耗能行业增长放缓，高技术制造业和装备制造业保持较好增长势头，持续快于规模以上工业增长；此外，受今年以来货币政策边际趋紧、金融去杠杆影响，金融业占 GDP 比重较上年同期小幅回落，近十年来金融业占比持续攀升态势略有转变。从三大需求来看，外需贡献率虽然较一季度有小幅回落，但依旧维持在正数区间，资本形成总额对经济增长贡献率较去年同期有所下滑，消费对经济增长贡献率持续高于投资。基建投资和房地产投资下行带动投资总体有所回落，但民间投资出现回升；居民收入增长加快支撑消费持续稳健；外需回暖带动对外贸易持续快速增长。从价格水平看，CPI、PPI 分别于 2 月、3 月份见顶后回落，通胀预期降温。货币稳健中性边际趋紧、金融监管趋严背景下，资金“脱实向虚”有所改善，3 月以来 M2 增速持续下滑，连续两月跌入个位数，社融总量同比增长 14.5%，超出全年 12% 的预期目标，依旧保持了较快增长。此外，在国内经济基本面企稳，美元走势低于预期等多方面因素的影响下，人民币汇率保持基本稳定。

虽然经济走势趋稳，但仍需高度关注经济运行中面临的风险。一方面，金融“防风险”、“去杠杆”背景下，融资难和债务压力依然困扰实体经济，融

资成本抬升导致企业财务费用和利息支出持续攀升，企业运行困难加剧。另一方面，虽然金融监管趋严有利于减少系统性风险的发生，但依然需要注意金融监管强化与金融风险释放的“刀尖平衡”问题。同时，目前债券市场已经进入持续还本的高峰期，再融资压力倒逼债务水平自动攀升，债务规模的刚性压力还会加大，尤需警惕区域性债务风险爆发引发系统性风险，导致“明斯基时刻”。此外，前两年房地产价格暴涨导致居民房贷压力增大，对消费的挤出效应依然存在。

下半年宏观调控重心仍将以“防风险”为主，金融监管短期不会放松，但随着金融稳定委员会的成立，监管机构之间的协调有望加强，温和去杠杆基调将延续。“十九大”即将于今年下半年召开，或将继续释放改革信号，加强改革顶层设计，对新时期改革继续走向深入意义重大，制度红利的释放或将增强经济增长的内生动力。供给侧改革将持续推进，“三去一降一补”将在上半年超额完成的基础上更进一步，国企改革有望迈出新步伐。与此同时，财政政策仍将延续上半年的“积极有效”基调，有望在减税降费降低企业负担，补足民生、环保等领域短板，推动 PPP 项目落地等方面继续发力。此外，国内经济基本面趋稳，美元走弱，人民币贬值压力和资本流出压力减轻，货币政策短期内仍将维持稳健中性，后续随着经济下行压力加大，存在边际转向可能。此外，“雄安新区”、“粤港澳大湾区”建设在进行创新探索同时，或将对现阶段经济增长产生一定积极作用。

行业及区域经济环境

湖北省经济财政概况

湖北省位于我国中部地区，总面积 18.59 万平方公里，与安徽、江西、湖南、重庆、陕西以及河南毗邻，是国家提高中部区域经济增长战略规划的重要组成部分，也是国家推行资源节约型和环境友好型社会的试点省份，在全国经济建设中占有重要地位。截至 2016 年末，湖北省常住人口 5,885 万人，其中城镇 3,419.19 万人，乡村 2,465.81 万人。城镇

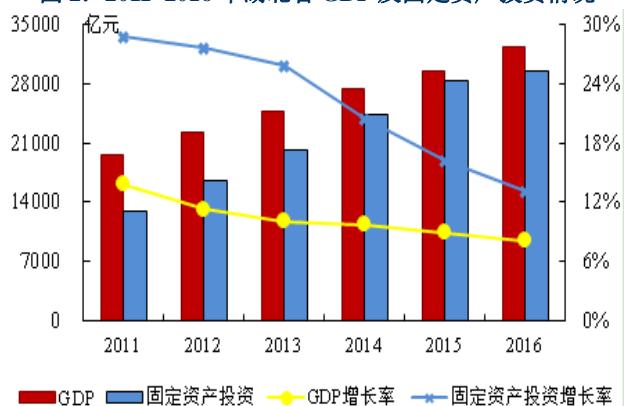
化率达到 58.1%。

2014~2016 年, 湖北省完成地区生产总值分别为 27,379.22 亿元、29,550.19 亿元和 32,297.91 亿元, 2016 年同比增长 8.1%。从产业结构来看, 近年来湖北省重点培育发展汽车、食品、石化、钢铁、电力、建材、纺织、通用设备制造、电子信息、医药等产业。2016 年, 湖北省第一产业完成增加值 3,499.30 亿元, 同比增长 3.9%; 第二产业完成增加值 14,375.13 亿元, 同比增长 7.8%; 第三产业完成增加值 14,423.48 亿元, 同比增长 9.5%, 三次产业结构由 2015 年的 11.2:45.7:43.1 调整为 2016 年的 10.8:44.5:44.7, 近年来第三产业比重持续提高。

2016 年, 全省全部工业增加值 12,255.46 亿元, 增长 7.8%; 年末全省规模以上工业企业达到 16,464 家, 比上年净增 539 家, 增长 3.4%, 规模以上工业增加值增长 8.0%。其中: 国有及国有控股企业增长 2.6%; 集体企业下降 1.5%; 股份合作企业下降 3.6%; 外商及港澳台投资企业增长 8.3%; 其他经济类型企业增长 7.7%。轻工业增长 6.0%; 重工业增长 9.2%。

2014~2016 年, 湖北省分别完成固定资产投资(不含农户) 24,303.05 亿元、28,250.48 亿元和 29,503.88 亿元, 2016 年同比增长 13.1%; 其中房地产开发投资完成 4,296.38 亿元, 增长 1.1%; 商品房销售面积 7,427.16 万平方米, 增长 18.9%; 实现商品房销售额 4,994.05 亿元, 增长 36.4%。按产业划分, 全省一、二、三次产业投资分别为 889.94 亿元、12,224.54 亿元和 16,389.40 亿元, 分别增长 41.8%、10.1%、14.2%。

图 2: 2011~2016 年湖北省 GDP 及固定资产投资情况



资料来源: 湖北省各年度国民经济和社会发展统计公报

近年来, 随着地区经济的快速发展, 湖北省财政收入也稳步增加。2014~2016 年, 湖北省地方一般公共预算收入分别为 2,566.90 亿元、3,005.39 亿元和 3,102.02 亿元, 三年增长率分别为 17.14%、17.09% 和 7.3%, 2016 年增速有所放缓。从财政收入贡献看, 税收收入是一般公共预算收入的主要构成部分, 2014~2016 年, 税收收入占一般公共预算收入的比重分别为 72.97%、69.42% 和 68.44%。一般公共预算支出方面, 近年来湖北省财政支出增速波动幅度较大。2014~2016 年湖北省地方一般公共预算支出分别为 4,934.15 亿元、6,132.84 亿元和 6,453.07 亿元, 三年增长率分别为 12.87%、24.29% 和 5.22%, 一般公共预算支出主要用于一般公共服务、教育、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育、城乡社区、农林水和交通运输等领域。

政府性基金预算收支方面, 2014~2016 年, 湖北省政府性基金预算收入分别为 1,824.49 亿元、1,654.95 亿元和 1,906.54 亿元, 受房地产景气度下降和部分政府性基金预算收入转列一般公共预算收入的影响, 湖北省 2015 年政府性基金预算收入有所下滑, 2016 年明显增长, 主要系房地产持续升温, 全省土地出让面积和价格均提升, 使得国有土地使用权出让收入增长较快所致。同期, 湖北省政府性基金预算支出分别为 1,885.46 亿元、1,777.35 亿元和 2,004.24 亿元, 支出主要用于城乡社区, 其中土地使用权出让安排支出为最主要支出项目。

湖北省一般公共预算收支缺口主要依靠转移性收入来弥补, 2014~2016 年, 湖北省转移性收入分别为 2,286.80 亿元、2,671.10 亿元和 2,840.60 亿元, 对地方综合财力形成了有效的补充。

财政平衡率方面, 2014~2016 年, 湖北省财政平衡率(一般公共预算收入/一般公共预算支出 *100%) 分别为 52.02%、49.01% 和 48.07%, 逐年有所下降。

表 1: 2014~2016 年湖北省财政收支情况 (亿元)

项目	2014	2015	2016
一般公共预算收入(1)	2,566.90	3,005.39	3,102.02
其中: 税收收入	1,873.11	2,086.36	2,122.89

非税收入	693.79	919.03	979.13
政府性基金预算收入(2)	1,824.49	1,654.95	1,906.54
转移性收入(3)	2,286.80	2,671.10	2,840.60
地方综合财力(4)	9,245.09	10,336.83	10,951.18
一般公共预算支出(5)	4,934.15	6,132.84	6,453.07
政府性基金预算支出(6)	1,885.46	1,777.35	2,004.24
财政总支出(7)	6,819.61	7,910.19	8,457.31
财政平衡率(%) (8)	52.02	49.01	48.07

注: (4)=(1)+(2)+(3), (7)=(5)+(6), (8)=(1)/(5)。

资料来源: 湖北省财政厅

债务方面, 截至 2016 年末, 湖北省地方政府性债务总额 7,949.72 亿元, 其中政府负有偿还责任的债务总额为 5,103.67 亿元, 负有担保责任的债务为 734.70 亿元, 可能承担一定救助责任的债务为 2,111.35 亿元。

总体来看, 湖北省经济实力很强, 近年来区域经济保持增长, 经济结构逐年优化, 财政实力也持续增强。

旅游行业概况

湖北省旅游资源极其丰富, 既有山水名胜等自然旅游资源, 也有文物古迹等文化旅游资源。省内拥有驰名世界的长江三峡、道教第一名山—武当山以及号称“华中屋脊”和“绿色宝库”的神农架自然保护区等众多品质较高的自然旅游资源; 同时拥有具备时代跨度大、历史价值高的人文旅游景观: 例如古人类—长阳人遗址、屈家岭文化遗址、古三国胜迹和楚都遗址“纪南城”; 辛亥革命遗址起义门、阅马场; 中央农民运动讲习所及“八七会议”会址等。

近年来, 湖北省旅游业呈现跨越发展的良好态势, 旅游业在国民经济中的促进和带动作用日益突出。2016 年, 湖北全省累计接待游客 5.73 亿人次, 同比增长 12.34%; 实现旅游总收入 4879.24 亿元, 同比增长 13.24%。全省旅游综合实力升至全国第八, 实现了历史性突破。

与此同时, 全省旅游开发建设进度加快推进, 以武汉、“一江两山”¹ 为依托, 东西两大旅游圈协作互动, 形成了几大特色鲜明的旅游板块和一批吸

引力强的旅游核心品牌。“十二五”期间, 全省竣工旅游项目 500 多个, 完成旅游投资 3,200 多亿元。2015 年底, 全省在建旅游项目 391 个, 其中亿元以上项目 288 个, 总投资 4,377 亿元, 全年完成各类旅游投资 856 亿元。2016 年, 全省完成旅游投资 890.87 亿元, 同比增长 25.06%。

鄂西圈作为湖北省旅游板块的重要组成部分, 包括位于湖北西部的襄阳、荆州、宜昌、十堰、荆门、随州、恩施、神农架等 8 个市州(林区), 其人口总量、版图面积分别约占全省的 50% 和 70%, 是全国重要的生态功能区、最大的水电基地, 也是湖北省重要的农产品基地和制造业基地。鄂西圈旅游资源丰富, 生态环境优良, 自然风光优美, 民族风情浓郁。鄂西圈山岳、林地景观资源有神农架、武当山、大洪山、坪坝营等; 水域风光资源有长江三峡、汉江、清江、西水等; 文化景观资源涵盖三国文化、炎帝神农文化、武当文化、巴土文化、三峡峡江文化等。鄂西圈旅游资源不仅数量多、类型全、特色明显, 而且品位高、影响大、分布集中。总体来看, 鄂西圈旅游业发展具有得天独厚的条件和优势。

为贯彻落实《国务院关于加快发展旅游业的意见》, 湖南省委、省政府于 2010 年 6 月 17 日出台了《关于加快培育旅游支柱产业推进旅游经济强省建设的决定》, 明确提出要把旅游业作为全省的支柱产业来发展, 推进旅游经济强省建设, 更好地发挥旅游业在促进武汉城市圈“两型”社会建设中的抓手作用、在构建鄂西生态文化旅游圈中的引擎作用。

《湖北省旅游业发展“十三五”规划纲要》(以下简称“纲要”)指出, “十三五”期间, 湖北旅游的总体布局将以城市为依托, 以交通为支撑, 努力构建以“金带总揽、两极发力、廊道贯通、板块崛起”为空间发展策略的“一带两极四廊道”² 开放式旅游战略布局。以四条旅游廊道为战略发展轴, 以省内旅游资源整合和全域旅游联动为基础, 大力带动廊道沿线旅游区域的联动发展。

¹ “一江”指长江; “两山”指神农架和武当山。

² 一带指湖北长江旅游带; 两极, 指武汉、宜昌两大旅游发展极; 四廊道指长江国际黄金旅游廊道、鄂西山水民俗旅游廊道、汉江国脉探秘旅游廊道、鄂东红绿经典旅游廊道。

“纲要”明确，“十三五”期间，湖北将充分发挥武汉和宜昌作为旅游产业动力极、旅游活力迸发极、旅游线路放射极的极化作用，重点打造“一江两山”生态旅游风景道、环大别山红色旅游风景道、清江民俗旅游风景道、鄂西乡村旅游风景道。

然而，湖北省旅游业同时也面临着几大问题：一是各种不确定因素为旅游业发展增加了较大风险，意想不到的自然灾害和突然事件将给旅游业带来冲击；二是各省竞相大力发展旅游业对湖北省构成一定压力，长三角、珠三角以及环渤海均为旅游发达地区；西部地区以西部大开发为契机、凭借自然文化资源优势加快崛起；中部的河南、湖南、安徽等省亦全力推进旅游业发展，对湖北省旅游业造成一定竞争压力。

总体上，依托省内丰富的旅游资源，湖北省旅游业保持快速发展，旅游业对国民经济的推动作用进一步突出。但同时中诚信国际也关注到旅游行业易受外部经济环境以及各种突发事件的影响，抗经济周期能力较差。

竞争及抗风险能力

2012 年，湖北省委省政府为加快推进“两圈一带”发展战略，根据省政府《关于进一步推进省出资企业改革发展的意见》(鄂政发[2012]84 号)精神，对湖北省五大平台公司资产进行了一系列优化调整。公司作为湖北省级五大平台公司之一，定位为服务鄂西生态文化旅游圈建设的专业投融资平台。为支持公司持续健康发展，湖北省政府及相关职能部门在资金注入、资产划拨及亏损弥补等方面给予公司大力支持。

2012 年，根据《省财政厅关于将地方政府债券资金转作国家资本金的通知》(鄂财企发[2012]123 号)、《关于将地方债券转为省政府对鄂旅投公司资本金的通知》(鄂国资财监[2012]359 号)，湖北省政府批准将省财政通过省国资委转贷给公司使用的 2009 年地方政府资金 9 亿元转作省级国家资本金，由湖北省国资委一并履行出资人职责。同年，根据《省国资委关于将九峰国家森林公园资产整体划

转给省联合发展投资集团有限公司的批复》(鄂国资产权[2012]111 号)，湖北省国资委同意将公司九峰国家森林公园资产整体划转给湖北省联合发展投资集团有限公司经营管理。资产置换后，公司净资产流动性大幅增加，资本结构得到优化。

2013 年，根据《省国资委关于同意湖北省鄂西生态文化旅游圈投资有限公司重组湖北省粮油进出口(集团)公司的批复》(鄂国资改革[2013]104 号)，湖北省国资委同意将湖北省粮油进出口(集团)公司整体划入公司，作为省国资委对公司的出资。根据“主业相同、产业相近、行业相关、优势互补”的原则，湖北省政府后续还将有部分国有资产陆续划入公司。

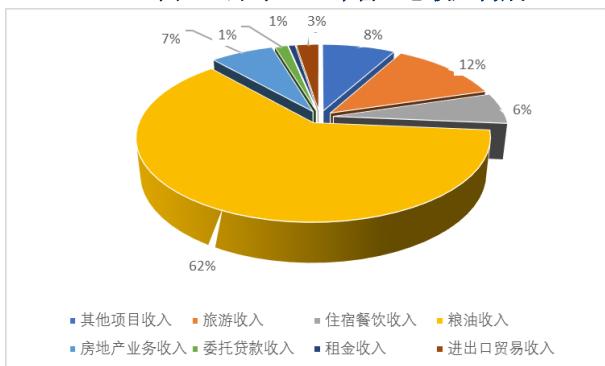
此外，湖北省国资委建立亏损弥补机制，对于公司因承担公益性建设项目融资任务而发生的亏损，先由公司经营性收益进行弥补，缺口部分由公司提出弥补方案，经省国资委和省财政厅审核，报省政府审定后列入财政预算进行弥补。

总体来看，鄂西圈投作为湖北省属国有大型专业投资公司，在资产划拨、日常经营以及项目投资等方面得到了政府的大力支持，公司具有一定抗风险能力。鉴于公司重要的投资开发及项目经营主体地位，预计未来公司还将继续得到湖北省政府以及各地政府的支持。

业务运营

目前公司已初步形成以景区、旅行社和住宿餐饮为主的经营模式，综合竞争优势已初步体现。2016 年公司实现营业总收入 38.29 亿元，其中农产品贸易收入(粮油收入) 23.75 亿元，旅游收入(包括景区、旅行社收入) 4.70 亿元，房地产收入 2.66 亿元，住宿餐饮收入 2.32 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业总收入 10.04 亿元，其中农产品贸易收入(粮油收入) 5.91 亿元，旅游收入(包括景区、旅行社收入) 1.27 亿元，房地产收入 0.46 亿元，住宿餐饮收入 0.35 亿元。

图 3: 公司 2016 年营业总收入构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

景区业务

表 2: 2014 年~2017 年 3 月公司景区业务概览 (万元)

景区名称	持股比例 (%)	2014		2015		2016		2017.1~3	
		营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
恩施大峡谷	70.00	9,140.00	2,257.00	12,468.62	2,617.22	9,686.59	2,752.90	483.52	69.11
长阳清江画廊	56.00	3,871.00	406.00	4,710.78	539.80	4,775.00	407.00	373.00	-870.00
神农架滑雪场	100.00	718.79	-631.44	1,702.92	1.76	2,123.22	361.57	2,234.70	631.63
古隆中	93.75	3,015.00	13.00	3,654.19	13,752.40	3,441.47	-840.53	562.65	-215.68
九宫山	71.69	1,296.00	-770.00	1,594.41	-678.46	1,093.61	836.39	331.53	-44.99
柴埠溪	49.59	899.00	-904.00	895.13	-644.15	806.25	-691.48	62.82	-361.04
恩施清江	70.00	91.00	-379.00	493.82	-200.77	726.04	-253.59	68.39	-204.58

资料来源：公司提供

恩施大峡谷景区

恩施大峡谷景区（以下简称“大峡谷”）属清江民俗生态旅游板块³的重点与核心，位于恩施州屯堡乡和板桥境内，总面积 300 余平方公里，大小峡谷沿线总长 108 公里，景区规划面积 23.90 平方公里，是国家 5A 级旅游景区。大峡谷包括两个重点区块，即七星寨景区和朝东岩景区。鄂西圈于 2010 年 6 月与恩施州政府签署《战略合作框架协议》，并开始大规模的展开投资。2011 年 1 月 27 日，公司与大峡谷其他股东签署了《股权转让意向协议》，正式接管恩施大峡谷风景区。目前，大峡谷由全资子公司恩施旅游集团有限公司下辖的湖北省鄂旅投旅游发展股份有限公司（以下简称“鄂旅股份”）负责运营。

从接待人数上来看，2014~2016 年，恩施大峡谷景区接待游客人次分别为 40.32 万人次、52.56 万

景区业务是公司的核心业务之一，公司目前拥有三个 5A 级景区，八个国家 4A 级景区、五个国家 3A 级景区，主要包括：恩施大峡谷、长阳清江画廊、屈原故里、神农架滑雪场、古隆中、九宫山、柴埠溪、恩施清江画廊等，对公司景区业务收入贡献较大的主要是恩施大峡谷景区、长阳清江画廊景区和古隆中景区。其中，古隆中景区和九宫山景区是由鄂西圈与当地政府合作开发，景区门票收入需向政府分成，除此之外，公司景区由公司独立自主经营开发，景区运营权和收费权属于公司所有。

人次和 176.53 万人次，年复合增长率为 109.24%，游客量快速提升。根据《省物价局关于印发〈湖北省定价目录〉的通知》（鄂价办〔2015〕99 号）、《省物价局关于明确 5A 景区门票价格管理权限有关事项的通知》（鄂价工服〔2015〕76 号）的规定，大峡谷“七星寨”门票价格为旺季 120 元/人，淡季 80 元/人；大峡谷“云龙地缝”门票价格为 50 元/人；索道上行价格为 105 元/人；转乘车票价为 30 元/人；综合门票价格约为 231 元/人。2014~2016 年大峡谷分别实现营业收入 9,140 万元、12,468.62 万元和 9,686.59 万元；2016 年营业收入有所下降主要是由于大峡谷于 2016 年 9 月进行资产剥离，将大峡谷七星寨、地缝、扶梯业务板块均划拨到恩施生态文化旅游发展有限公司，而大峡谷营业收入的统计口径仍是以鄂旅股份的收入为主所致。2017 年 1~3 月，大峡谷实现营业收入 483.52 万元，净利润 69.11 万元。

³ 鄂西生态文化旅游圈旅游板块分为三个板块：“一江两山”板块、清江民俗生态旅游板块、荆襄文化旅游板块。

公司正在进行大峡谷二期项目建设，项目总投资 14.70 亿元，建设期 5 年，截至 2017 年 3 月末，该项目已累计投资 8.51 亿元，旅游客运索道已建成投运。此外，为进一步推进恩施大峡谷旅游事业的发展，公司计划将恩施大峡谷旅游开发有限公司建设成为旅游上市公司。

恩施大峡谷是公司重点培育和打造的景区之一，预计未来随着景区设施的逐步完善，景区品质的提升，恩施大峡谷景区收入规模有望随之上涨。

长阳清江画廊

长阳清江画廊景区（以下简称“清江景区”）是三峡地区面积最大的一个国家级景区，位于宜昌市长阳土家族自治县境内，公司持股 56%。清江景区由控股子公司湖北清江画廊旅游开发有限公司负责运营，目前已开放的景点有倒影峡、仙人寨、武落钟离山等。2013 年 1 月，清江画廊景区被评为国家 5A 级景区。

清江景区年接待能力达 100 多万人次，景区门票为 158 元/人，2014~2016 年分别实现营业收入 3,871 万元、4,711 万元和 4,775.00 万元，收入规模逐步趋稳，2016 年清江景区接待游客 42.67 万人次，与上年基本持平。2016 年，清江景区实现净利润 407.00 万元。2017 年 1~3 月，长阳清江画廊实现营业收入 373.00 万元，净利润-870.00 万元。

古隆中景区

隆中风景名胜区位于古城襄阳西城，规划面积 209 平方公里，包括古隆中、鹤子川、承恩市、七里山、水镜庄五大景区，其中主景区——古隆中景区位于襄阳城西 13 公里处，是一个以诸葛亮故居为主体的近郊文物风景区，总面积 12 平方公里。古隆中景区是国家级重点风景名胜区、国家 4A 级旅游景区和湖北省重点文物保护单位。

古隆中项目（即隆中文化园一期项目）建设期为 5~8 年，计划总投资 22.52 亿元。项目设计游客年接待量 150~200 万人次，年旅游综合收入可达 12~16 亿元，旅游地产收入可达 8 亿元。项目的主要建设内容包括景区基础设施及配套设施建设、广德寺、卧龙古镇、隆中古村、孔明九坊、隆中论坛、

卧龙棋院、躬耕田园、隆中国际度假村、三国 4D 影院、三国文化创意园等。目前景区一期规划中的基础设施已基本建成，并于 2010 年对游客开放。

2014~2016 年，古隆中景区分别接待游客 66 万人次、74.69 万人次和 80.10 万人次，呈逐年上升趋势；分别实现营业收入 3,015 万元、3,654.19 万元和 3,441.47 万元，分别实现净利润 13.00 万元、13,752.40 万元和-840.53 万元。2015 年净利润大幅增加，主要系营业收入之外收到的政府返还土地出让金 1.69 亿元；2016 年亏损的主要原因是由于景区升级改造的部分在建工程转为固定资产折旧所致。2017 年 1~3 月，古隆中景区实现营业收入 562.65 万元，净利润-215.68 万元。

总体来看，公司拥有湖北省内较为优质的旅游资源。随着旅游资源开发建设的推进，公司旅游设施逐渐完善，景区品质逐步提升，景区接待游客人数量呈上升趋势，经济效益开始体现，未来发展前景向好。但同时也关注到公司下辖景区多个改造项目仍处于建设阶段、面临较大资本支出压力。

旅行社业务

旅行社是公司旅游产业链中最具功能性的一个板块。旅行社对拉动景区内的人流量、扩大景区内的消费以及提升景区酒店、旅游交通以及旅游地产等其它业务起到较大推动作用。目前鄂西圈投下属的旅行社主要是湖北中旅（集团）有限公司（以下简称“湖北中旅”）和湖北省海外旅游（集团）有限公司（以下简称“湖北海外”）负责运营。

公司旅行社业务的主要经营模式为传统旅行社组团和接待为主的经营模式；盈利模式为收取客人团费和代客人支付房、餐、车费等赚取差价为主的盈利模式。

湖北中旅成立于 1997 年，是湖北省旅行社协会副会长单位，在 2010 年全国百强旅行社排名中位列 15，2011 年被评为“5A 级旅行社”。2014~2016 年湖北中旅接待入境游、出境游及国内游旅客人次合计分别为 186,143 人次、142,953 人次和 71,706 人次，受公司产品策划工作滞后及同行竞争加剧影响，湖北中旅入境游、出境游及国内游人数逐年下

滑, 2017 年 1~3 月, 公司累计接待游客 9,334 人次, 实现营业收入 377.61 万元。

表 3: 2014 年~2017 年 3 月湖北中旅接待人数 (人次)

指标	2014	2015	2016	2017.1~3
入境游	17,002	17,855	6,420	217
出境游	15,853	16,907	5,250	1,401
国内游	153,288	108,191	60,036	7,716
合计	186,143	142,953	71,706	9,334

资料来源: 公司提供

湖北海外成立于 1993 年, 2011 年被评为 4A 级旅行社。2014~2016 年, 湖北海外接待各类旅客人次分别为 232,589 人次、195,362 人次和 224,135 人次。2016 年, 湖北海外入境游和国内游接待人次均有所上升。2016 年, 湖北海外实现营业收入 1.79 亿元, 增加 16.99%。2017 年 1~3 月, 湖北海外共接待游客 53,473 人次, 实现营业收入 0.20 亿元。

表 4: 2014 年~2017 年 3 月湖北海外接待人数 (人次)

指标	2014	2015	2016	2017.1~3
入境游	5,474	4,255	12,094	952
出境游	54,296	67,885	53,847	26,449
国内游	172,819	123,222	158,194	26,072
合计	232,589	195,362	224,135	53,473

资料来源: 公司提供

总体来说, 旅行社业务使公司较为完善的旅游产业链优势得到充分发挥, 赋予公司较强的竞争优势。湖北中旅和湖北海外依托鄂西圈投强大的旅游资源优势, 有良好的业务发展空间, 做大做强公司旅游品牌的同时, 有利于更好地服务于鄂西圈投整个产业链的发展。但 2014 年以来, 湖北中旅接待人数有逐年下降的趋势, 中诚信国际将对该旅行社的经营情况保持持续关注。

住宿餐饮业务

公司住宿餐饮板块主要包括酒店业务。酒店业务也是公司的核心产业之一, 主要由五星级酒店洪山宾馆、悦兮半岛酒店和湖北饭店运营。

洪山宾馆

洪山宾馆由湖北省人民政府投资兴建, 是鄂西圈投下属龙头酒店, 公司持股 100%。洪山宾馆始建于 1957 年, 是中共八届六中全会会址, 曾多次接待党和国家领导人及外国元首。

2009 年末, 洪山宾馆按照白金五星级标准完成了硬件及配套设施的改造, 并引进了业界顶级的国际酒店管理团队。2014~2016 年, 洪山宾馆年平均房价为 495.83 元/晚、466.61 元/晚和 487.93 元/晚; 同期, 客房入住率分别为 57.56%、57.47% 和 64.58%, 2014~2016 年洪山宾馆公司分别实现营业收入 1.13 亿元、1.18 亿元和 1.17 亿元。2017 年 1~3 月, 洪山宾馆实现营业收入 2,424.87 万元, 客房入住率为 54.12%, 年平均房价为 467.25 元/晚。

表 5: 2014 年~2017 年 3 月洪山宾馆经营情况

项目名称	2014	2015	2016	2017.3
营业收入 (万元)	11,304.85	11,822.52	11,693.26	2,424.87
入住率 (%)	57.56	57.47	64.58	54.12
年平均房价 (元/晚)	495.83	466.61	487.93	467.25

资料来源: 公司提供

总体来看, 洪山宾馆能为公司带来持续稳定的现金流, 但同时也面临来自其它连锁酒店以及民营酒店的竞争, 中诚信国际将会继续关注洪山宾馆的盈利情况。

悦兮半岛酒店

悦兮半岛酒店是湖北半岛温泉旅游开发有限公司 (以下简称“半岛旅游公司”) 下属的一家温泉类白金五星级酒店。半岛旅游公司成立于 2007 年, 注册资本为 5,000 万元。2011 年 12 月, 公司增资入股半岛旅游公司, 截至 2017 年 3 月末, 半岛旅游公司注册资本 12,500 万元, 其中公司持股比例为 60%。悦兮半岛酒店位于洪湖市乌林镇, 靠汉洪高速, 距武汉中心城区 85 公里, 距岳阳古城 56 公里。北靠荆州古城, 拥有水温高达 76 度的偏硅酸天然医疗保健温泉。

表 6: 2014 年~2017 年 3 月悦兮半岛酒店经营情况

项目名称	2014	2015	2016	2017.1~3
营业收入 (万元)	5,033.97	5,255.67	4,838.42	1,771.25
入住率 (%)	34.72	34.93	31.64	36.74
年平均房价 (元/晚)	518.58	557.76	530.86	628.46

资料来源: 公司提供

悦兮半岛酒店主要业务分为客房、餐饮和温泉

三个板块。2014~2016 年, 悅兮半岛酒店分别实现营业收入 5,033.97 万元、5,255.67 万元和 4,838.42 万元, 其中 2016 年有所下滑主要系竞争加剧所致。2017 年 1~3 月, 悅兮半岛酒店实现营业收入 1,771.25 万元。

总体来看, 悅兮半岛酒店经营较为稳定, 但受地域及酒店餐饮市场整体环境影响, 入住率偏低, 中诚信将会持续关注悦兮半岛酒店的经营情况。

湖北饭店

湖北饭店位于武汉市武昌区水果湖, 占地 1.9 公顷, 与东湖风景区、洪山宝塔、洪山体育馆等旅游、文化胜地相邻。湖北饭店始建于 1955 年, 毗邻省委、省政府, 前身是湖北省人民政府第一招待所, 历史上曾承担来鄂中外贵宾的接待工作, 是鄂西圈投的全资子公司。随着湖北省旅游资源开发步伐的加快, 湖北饭店的服务设施落后, 经营管理弱化, 主体建筑和硬件设施相对陈旧, 在武汉高档次酒店中已不突出。为提高湖北饭店的经济效益, 增加竞争优势, 公司成立了湖北饭店新建项目工作专班, 于 2013 年 2 月 1 日开始歇业实施改造, 同时引进洲际酒店集团负责酒店管理, 并改名为湖北饭店暨武汉华邑酒店, 力求改造成为高档次的五星级酒店。

湖北饭店改造项目总用地面积 2.13 万平方米, 总建筑面积约 13.4 万平方米, 计划总投资 13.55 亿元, 预计 2018 年 11 月完工。项目建成后将拥有各类商务客房 350 间, 年可接待旅客量达 20 万人次, 拥有高档写字楼 5.44 万平方米, 地下停车位 1,060 个。截至 2017 年 3 月末, 公司已投资 3.05 亿元。受地铁规划和施工影响, 项目进展较慢, 近年湖北饭店未产生住宿收入, 仅产生少量餐饮和利息收入, 2014~2017 年 3 月收入分别为 455.90 万元、296.00 万元、533.27 万元和 94.61 万元。

预计随着湖北饭店暨武汉华邑酒店建成营业, 公司酒店收入将会有所增长, 但是随着一些高档酒店在武汉陆续新建和开业, 以及政府限制公务性消费影响, 公司竞争压力将会增大, 中诚信国际将会继续关注湖北饭店改造项目的实施进展以及改造

项目完工后, 湖北酒店的经营状况和区域内的竞争情况。

农产品贸易业务

2013 年 5 月 29 日, 湖北省国资委发文“省国资关于同意湖北省鄂西生态文化旅游圈投资有限公司重组湖北省粮油食品进出口(集团)公司的批复”(鄂国资改革[2013]104 号), 同意将湖北省粮油食品进出口(集团)公司(以下简称“粮油公司”)整体划入公司, 作为湖北省国资委对公司的出资。粮油公司资产评估增值增加公司资本公积 4.07 亿元, 粮油公司合并子公司净资产评估增值后增加合并其他综合收益 1.29 亿元, 计入公司资本公积。

粮油公司是湖北省农业重点龙头企业, 华中地区大型国有外向型进出口公司, 成立于 1950 年, 总部位于武汉市。粮油公司以生产经营农、畜产品及食品业务为主, 经营范围涉及畜禽养殖、种畜及饲料生产、进出口贸易、仓储物流、国际货运等。目前粮油公司主要经营猪牛羊养殖与销售和一般商品进出口业务。2016 年和 2017 年 1~3 月, 粮油公司分别实现营业收入 20.71 亿元和 5.91 亿元。

农业养殖与销售业务方面, 公司在湖北省鄂州市等地的多个养殖基地开展猪、牛、鸡等农产品养殖, 通过广南行有限公司、五丰行有限公司等专业代理商向香港供应农产品, 少量农产品内销。我国对香港、澳门出口的鲜活冷冻商品历来实行配额管理, 均衡出运。根据商务部网站公布的 2016 年农产品出口配额, 其中活鸡 640 万只、活大猪 180 万头、活中猪 8.24 万头、活牛 5.72 万头, 主要供给香港和澳门, 湖北省共分得活大猪 122,000 头、活牛 2,800 头、活鸡 23,000 只; 其中粮油公司下属湖北金旭农业发展股份有限公司分得活大猪 73,400 头、活鸡 22,000 只, 湖北金楚牧业有限公司分得活大猪 5,800 头。2014 年以来, 粮油公司下达的贸易指标较高, 收入有明显增长。此外, 2014 年 7 月以来, 粮油公司开展了油脂类贸易业务, 该业务的快速增长使得粮油公司的营业收入也随之大幅增长, 2014~2017 年 3 月, 粮油公司分别实现粮油业务收入 3.17 亿元、13.82 亿元、23.75 亿元和 5.91 亿元。

受制于出口需求的持续低迷，粮油公司正逐步调整业务结构，拟从过去的出口为主转变为进口为主。为此，粮油公司根据多年来积累的专业的进出口贸易经验，开展了无纺布、化工产品、地毯、香菇等产品的出口业务和牛奶、矿泉水等产品的进口业务，2016年实现进出口贸易收入9,466.20万元。

金宇公司目前正在投资建设武汉东湖综合保税区食品保税物流项目一期工程。该项目总投资额为11.98亿元，截至2017年3月末已投资7.43亿元。该项目拟在东湖高新综合保税区建设“湖北综保区科技农业保税平台”，为湖北省提供先进、安全、快捷、健康的食品外贸保税流通平台。该平台主要开展农产品进口申报、进出口贸易、进出口食品精加工等业务。此外，公司还将新建和改扩建一批养殖基地，投资屠宰及深加工等产业链相关项目。

总体来看，受益于多元化业务的开展，粮油公司资产和收入规模逐年扩大。随着养殖基地的扩建，生产规模增加及屠宰及深加工等相关产业拓展，粮油集团的竞争力将持续增强。

新型城镇化建设及棚户区改造业务

公司在开展旅游项目的过程中，得到项目所在地政府给予的土地补偿和支持。为充分开发利用公司拥有的土地资源，公司近年来开展了圆梦城项目、龙凤生态城项目、江南生态新城项目、红莲湖新区项目等新型城镇化建设项目。

圆梦城项目位于洪湖市茅江大道洪林路，地处洪湖市政中心，项目总占地约100亩，总建筑面积达16万平方米，住宅小区容积率2.4，绿化率30%，可容纳1,366户约4,781人入住。项目配套有建筑面积约1.8万平方米的沿河特色商业步行街、综合服务中心等。圆梦城项目共分三期进行开发，其中，一期工程已基本完成，规划总投资约1.50亿元，总建筑面积约5.20万平方米，可容纳476户约1,666人入住。截至2017年3月末，一期工程累计投资17,141万元，项目已全部完工，住宅部分已完成4.69万平方米销售，住宅销售均价3,203.52元/平方米，商业部分暂未对外销售。目前，该项目已实现销售

收入15,016万元，实际收到现金回款14,767万元。圆梦城项目二期工程累计投资25,334万元，已完工7.65万平方米（均为住宅），已完成4.61万平方米可供销售，住宅销售均价3,337.26元/平方米。目前，该项目已实现销售收入15,385万元，实际收到现金回款13,329万元。圆梦城项目三期工程累计投资6,490万元，预计2019年完工交房。

鄂旅投·龙凤生态城项目是恩施农产品加工园的配套项目（恩施农产品加工园是湖北省委、省政府确定的首批20个省级农产品加工园之一），启动区占地约180亩，总建筑面积约23.8万平方米，其中住宅18.7万平方米，公共配套1.4万平方米，地下车库3.7万平方米。项目共分三期开发，其中一期总建筑面积约5万平方米，已全部开工，二期和三期的建筑面积待定。该项目总投资7.53亿元，截至到2017年3月底，累计完成投资6.15亿元，投资包括项目全部土地费用3.59亿元及一期工程费用1.07亿元、二期、三期工程费用1.49亿元。截至2017年3月末已销售面积约7.33万平方米。已实现销售收入3.30亿元，实际收到现金回款2.43亿元。此外，鄂旅投·龙凤生态城项目还有部分土地一级开发工程，以土地出让收入平衡前期投入。截至2017年3月末，项目一级土地开发已实现土地出让489.66亩，2016年未实现土地出让收入。

江南生态新城是宜昌新区建设的核心组成部分，由宜昌市与公司就点军卷桥河片区（含孝子岩）涉及总用地范围约5.61平方公里的土地一级开发和后期二级开发进行全面合作，打造宜昌URD（城市生态休闲核心区），塑造以“生态山水为特色、现代服务为支撑、文化旅游为背景”的山、水、城交融的现代都市核心。项目土地一级开发采用“分期开发、逐步实施”的模式进行推进，投资不低于30亿元，一级开发包括征地拆迁、基础设施建设、景观打造、河道整治、土地平整、地上地下管线迁移等内容。其中一期开发面积1.18平方公里，经开发整理后可出让面积1,035亩，2017年土地一级开发计划投资3.51亿元，计划实施征地拆迁200亩、道路建设1.6公里、1000米河道整治及管线迁移等。项目二级开发总投资约100亿元，首先选取朱市街

-巴王店片区（江南大道与将军路交汇处）作为启动区，开发建设面积约 297 亩，建筑面积约 40 万方，2017 年计划投资约 5.41 亿元。

截至 2017 年 3 月末，江南生态新城已投入征拆资金 68,833.15 万元，前期费用 2,397.72 万元，基础设施建设 6,722.39 万元，开发间接费 10,771.78 万元，固定资产 1,707.51 万元，土地购置成本 32,427.20 万元，报批报规费 2,994.08 万元，工程款 13,376.81 万元，合计投资总额 139,230.64 万元。

红莲湖新区项目位于鄂州市华容区庙岭镇境内，以 8 平方公里红莲湖为中心，整体开发规划面积 91 平方公里，是鄂州市重点支持开发的七大沿江滨湖新区之一。该项目将开发红莲湖新区范围内及毗邻的水上训练中心以南、梧桐湖以东原庙岭镇区域部分，项目整体规划不小于 50 平方公里，实际开发面积不小于 30 平方公里。红莲湖新区项目目前已启动了新城大道和大拇指地块建设。其中，新城大道含征地成本在内总投资 3 亿元（征地 1 亿元，建设投入 2 亿元），截至 2017 年 3 月末，实际投资约 2.34 亿元，初步完成了道路基础工程。该项目将采取委托代建方式收回成本并获得代建管理费，代建管理费按工程竣工决算审计额的 3% 计提。此外，公司于 2015 年 3 月摘得红莲湖西岸庙咀大拇指地块土地 268 亩，土地总价 21,547 万元，截至 2017 年 3 月末已支付完毕。该地块仅作为公司的土地储备，目前暂未规划，后期将根据市场情况进行开发。

公司还参与了荆州市荆州区金龙单元和城南中心单元棚户区改造项目，该项目经荆州市人民政府授权，由公司下属控股子公司荆州旅游投资开发集团有限公司（以下简称“荆州旅投”）作为投资主体，负责实施改造项目。建设内容包括城南片区金龙单元和城南中心单元内棚户区房屋拆迁和安置，安置方式为货币补偿。涉及拆迁 3,768 户，拆迁面积 355,607.68 平方米，其中函住宅 301,974.36 平方米，附属房面积 53,633.32 平方米。总建筑面积 271,168.90 平方米，腾退土地面积 1,942.24 亩，可出让土地面积 1,422.77 亩，项目计划总投资为 17.62 亿元。作为项目实施主体，荆州旅投将自筹

项目资本金 3.62 亿元，占总投资的 20.54%；向农发行申请融资 14.00 亿元，占总投资的 79.46%。荆州旅投已经与荆州市房产管理局（以下简称“荆州房管局”）就该棚改项目签订了政府购买服务协议，购买年限为项目竣工验收后的第 1 年至第 20 年，购买服务款总金额为 23.59 亿元。根据政府购买协议，荆州市人民政府财政已出具相关文件将项目购买服务资金纳入未来年度本级财政预算支出管理。截至 2017 年 3 月末，荆州旅投已为棚改项目投入项目资金 12.92 亿元。

总体来看，公司开展的新型城镇化建设项目均是项目所在地政府规划的重要新城建设区块，得到当地政府在土地、资金、政策等多方面支持，将是公司未来业务开展的重点方向之一，但公司的新型城镇化建设项目投资规模较大，且受土地和房地产政策和市场影响，资金回收具有一定不确定性；公司承担的棚户区改造项目政策性较强，未来还款资金有较好的保障，但同样面临一定的支出压力。

金融业务

公司于 2015 年 2 月 13 日发起设立湖北永泰小额贷款股份有限公司（以下简称“永泰小贷”），注册资本 5 亿元。永泰小贷是湖北省注册资本金最大的国有控股小额贷款公司之一，为武汉市广大小微企业、三农、个体工商户及个人提供小额贷款等金融服务。截至 2017 年 3 月末，永泰小贷的贷款余额 76,402 万元。

此外，公司成立了湖北省鄂西圈恒泰投资管理有限公司（以下简称“恒泰投资”）。恒泰投资由公司和深圳市硅谷天堂武科创投资发展合伙企业共同出资设立，注册资本 1 亿元。恒泰投资的主要投资方向是以股权形式参与新型城镇化建设、拟上市公司，包括但不限于新能源、矿产资源、优势制造业、消费品和现代农业等行业；上市公司再融资，证券市场周期性阶段化投资；其他股权投资项目，包括投资符合市场化优质标准的中小企业股权投资并积极培养发展壮大无风险中等固定回报投融资项目等。截至 2016 年 12 月 31 日，恒泰投资的资产总额为 14.32 亿元，负债总额为 2.16 亿元，所

有者权益为 12.16 亿元。2016 年实现主营业务收入 854.53 万元，净利润 1,948.89 万元。截至 2017 年 3 月 31 日，恒泰投资的资产总额为 12.85 亿元，负债总额为 0.73 亿元，所有者权益为 12.12 亿元。2017 年 1-3 月实现主营业务收入 658.17 万元，净利润 291.97 万元。恒泰投资主要通过提供信息咨询服务、对外企业投资等方式取得收入及投资收益，投资收益不定期体现。

公司于 2014 年 1 月参股湖北三峡农村商业银行股份有限公司（以下简称“三峡农商银行”）。三峡农商银行是在原宜昌夷陵农村合作银行和宜昌市城郊农村信用合作联社的基础上，以新设合并方式发起设立的股份制银行，2012 年 9 月 24 日经湖北银监局核准开业，传承农村信用社 60 年的发展历程。受湖北省农村信用社联合社委托，三峡农商银行代理行使辖内秭归、长阳、当阳、枝江、远安等 5 家农村商业银行，宜都、兴山、五峰等 3 家农村合作银行的管理、协调、指导、服务职能。是宜昌辖内机构网点最多、服务范围最广、资金规模雄厚的地方区域性银行。截至 2016 年末，公司持有三峡农商银行 3,200 万股，持股占比为 4.85%，账面价值 9,600 万元。

公司于 2015 年 3 月参股天风证券股份有限公司（以下简称“天风证券”）。天风证券成立于 2000 年 3 月，是一家总部位于武汉的全国性综合型全牌照证券公司，亦是武汉市两家法人级券商之一。截至 2016 年末，天风证券注册资本 46.62 亿元。截至 2016 年末，公司持有天风证券 4500 万股，持股比例为 0.97%，账面价值 9,900 万元。

公司于 2016 年 7 月参股长江证券股份有限公司（以下简称“长江证券”）。长江证券成立于 1991 年，前身为湖北证券公司，是一家全国性的上市证券公司，总部设在武汉，2007 年在深圳证券交易所挂牌上市（股票代码为 000783）。截至 2016 年 7 月末，长江证券注册资本为 55.29 亿元。截至 2016 年末，公司持有长江证券 1.00 亿股，持股比例为 1.81%，账面价值 10.56 亿元。

总体来看，公司的金融板块尚处于发展初期，目前经营规模较小，但金融业务已经成为公司未来

拓展方向之一，未来将获得较快发展。

管理

产权结构

鄂西圈投是依照《公司法》设立的自主经营、自负盈亏、独立核算的有限责任公司。公司由湖北省国资委、湖北清能投资发展集团有限公司、三峡资本控股有限责任公司、中国建筑第三工程局有限公司、宜昌市城市建设投资开发有限公司、襄阳国益国有资产经营有限责任公司、荆州市文化旅游投资有限公司、十堰市国资委、荆门市国资委、随州市国资委、恩施州国资委和神农架林区国资委共同出资组建。截至 2017 年 3 月末，公司注册资本 19.50 亿元，湖北省国资委持股 63.08%，为公司实际控制人。

法人治理结构

公司建立了股东会、董事会、监事会、经营层等完备的法人治理结构。公司股东会由 12 家股东单位组成，股东会是公司的权力机构；公司设董事会，由出资人委派或更换，董事任期三年，任期届满，经出资人同意可连任，董事会设董事长一人，由出资人委派，董事长为公司法定代表人，董事会对股东负责；公司设总经理一名，由董事会聘任，总经理对董事会负责；同时公司设监事会，监事会向股东会负责并汇报工作。公司监事会由 3 名监事组成，任期每届三年，任期届满之后，经出资人同意可连任。

管理水平

管理制度上，公司管理的最高权力和决策机构为董事会，决定公司的经营计划和投资方案，制定公司的年度财务预算方案等。财务管理的监督机构为监事会，负责监督各项财务决策、决定、方案、计划的执行情况。财务管理的执行机构为公司经营班子，公司计划财务部，是财务管理工作的直接执行部门，拟定公司年度财务预算，定期向总会计师、总经理报告财务收支状况。内部会计控制方面，公司建立全面预算管理机制，对公司预算期内的经营活动、投资活动、财务活动进行全面规划、预计、

测算和描述，并对其执行过程与结果进行控制、调整和考评。

总体来看，公司建立了较为规范的法人治理结构，内部管理制度比较健全。然而公司成立时间不长，正处于快速发展阶段，对资源的整合以及人员的管理方面尚需关注。

战略规划

“十三五”期间，公司将坚持以发展旅游产业为核心，延伸和完善旅游产业链，充分发挥旅游产业的资源吸聚和产业衍生功能，通过线上线下结合、产融结合，构建旅游大生态，形成以文化和金融服务为“两核”、以商贸物流和新型城镇建设为“两翼”的业务格局，打造共建、共享、共赢的平台，形成旅游产业与相关产业、国有资本与民间资本融合发展的格局。

总体目标来看，到“十三五”末，全面实现“转型跨越翻两番”的总体目标。即从文化旅游投融资平台向以文化旅游为主业的金融控股集团转型；从四大产业板块支撑向创新“旅游+”发展模式转型；从区域性企业向全国性平台企业转型。发挥后发优势，加快发展步伐，实现跨越发展。到2020年，资产总额达到800亿元、综合收入达到180亿元，实现资产总额、综合收入翻两番的目标。在此基础上，建成产权关系明晰、法人治理结构完善、集团管控模式清晰、组织结构优化、制度流程匹配、人力资源管理完善、品牌文化效应显著的一流国有金融控股集团。

板块发展目标来看，文化旅游板块要紧紧抓住国内消费趋势变化，发掘地域旅游文化资源和区域外合作资源，不断创新服务方式和模式，推动区域旅游经济发展；金融服务板块要发挥国有资本投资公司优势，不断创新盈利模式，做强金融服务，支撑公司“旅游+”战略落地和区域经济发展；商贸物流板块要发挥保税区和粮油进出口优势，整合地域特色资源，推动商贸物流业务板块的快速发展；新型城镇建设板块要把握区域内城镇化进程和规律，通过与文化、金融等多种要素相结合，发展壮大新型城镇建设相关产业。

“十三五”时期，公司将实施“7439”行动计划，实现“十三五”发展宏伟蓝图。“7439”行动计划是“十三五”发展战略思路和战略举措的具体化和项目化，即在五年内项目投资达到700亿，覆盖文化旅游、金融服务、商贸物流、新型城镇建设等四个产业板块，策划实施39个重点项目（具体内容见附件）。其中，文化旅游板块推进24个重点项目，总投资350亿元；金融服务板块通过资源整合，搭建金融控股集团，总投资68亿元；商贸物流板块推进4个重点项目，总投资76亿元；新型城镇建设板块推进6个重点项目，总投资230亿元。

财务分析

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014~2016年度财务报告及公司提供的未经审计的2017年一季度财务报表。公司各期财务报告均按照新会计准则编制。

截至2017年3月末，公司纳入合并范围的二级公司共有36家。

资本结构

随着各项经营性业务的开展以及合并范围的增加，公司资产总额持续上升。2014~2016年末，公司资产总额分别为162.25亿元、235.69亿元和336.22亿元，截至2017年3月末，公司资产总额为349.06亿元。

从资产构成来看，公司资产总额中非流动资产占比相对较大。截至2017年3月末，公司非流动资产为202.63亿元，占资产总额的58.05%，主要由在建工程、无形资产、固定资产、其他非流动资产、投资性房地产及可供出售金融资产构成，分别占非流动资产的比重为21.64%、20.75%、20.37%、16.20%、8.93%和7.60%。

由于近年来公司不断吸收湖北省内多处优质景点，并进行升级改造，在建工程规模持续增加，2014~2017年3月末分别为24.44亿元、33.20亿元、44.87亿元和43.85亿元，主要系近年来在建的恩旅生态女儿寨项目、金字物流项目、隆中文化园项目、关公义园项目以及光谷金融中心项目等进入高速

建设期所致。随着前期景区内相关基础设施建设项目的竣工，公司固定资产总额逐年提高，2014~2017年3月末公司固定资产分别为24.94亿元、32.86亿元、41.00亿元和41.27亿元。2015年和2016年公司固定资产增长较快，主要是恩施大峡谷二期项目的旅游客运索道，隆中文化园一期项目的腾龙阁及周边附属建筑维修工程、6D影院，随州大洪山一期项目的慈恩寺一至三期以及游客接待中心等工程完工转入。公司可供出售金融资产主要是持有的参股公司股权，截至2017年3月末，公司可供出售金融资产为15.39亿元，较2015年末增幅较大，主要是公司于2016年7月认购长江证券发行的股票1.00亿股，对价为10.56亿元，持股比例为1.81%。2014~2017年3月末，公司其他非流动资产分别为19.66亿元、24.65亿元、34.43亿元和32.82亿元。公司其他非流动资产主要由公司接收的三库五场两宾馆⁴及大老岭生物资产构成。2016年，公司将对股权投资基金的投入从可供出售金融资产里转入其他非流动资产使得其他非流动资产有所增加。2014~2017年3月末，公司无形资产分别为17.79亿元、17.37亿元、44.65亿元和42.05亿元，主要是公司拥有的景区开发经营权、林权、土地使用权等，2016年公司无形资产大幅增长是由于荆州市洈水工程管理局所属的人、财、物整体移交至公司所致。公司投资性房地产主要是公司用于经营的房地产和土地使用权，2014~2017年3月末分别为11.22亿元、15.42亿元、18.07亿元和18.07亿元，主要是公司旗下子公司持有的土地使用权和用于租赁的房地产等评估的公允价值。

流动资产方面，截至2017年3月末，公司流动资产为146.43亿元，占资产总额的41.95%，主要由存货、货币资金和其他应收款构成。

公司存货主要是景区类项目土地一级开发阶段的项目开发成本和房地产项目开发成本。2014~2017年3月末分别为17.74亿元、37.57亿元、54.16

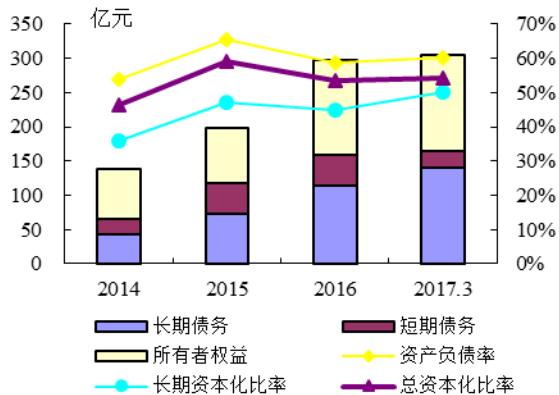
亿元和58.88亿元。根据公司财务政策，公司将景区类项目土地一级开发阶段的项目开发成本计入存货科目，直至项目正式开工建设后由存货科目转入在建工程科目；将房地产项目开发成本计入存货科目核算，直至项目竣工结算。由于公司近年来多个景区和地产项目开工建设，因此使得存货规模增长很快。货币资金方面，2014~2017年3月末公司货币资金分别为14.57亿元、26.68亿元、31.13亿元和37.77亿元，2015年货币资金规模较大的主要原因是公司2014~2015年相继发行了多只债务融资工具，货币资金较充裕。公司其他应收款主要是与景区开发所在地政府及相关子公司的往来款，2014~2017年3月末分别为8.92亿元、13.61亿元、26.72亿元和28.66亿元，2016年公司其他应收款的增加主要来自于和荆州市荆州区棚户区改造项目相关的往来款。公司一般在年末进行集团内关联往来的核销，届时金额会下降。

随着近年来投资的加速，公司负债总额呈快速上升趋势。2014~2017年3月末，公司负债总额分别为87.55亿元、154.45亿元、196.93亿元和210.11亿元，其中流动负债分别为36.30亿元、64.07亿元、65.54亿元和53.09亿元。自2015年开始，公司流动负债快速上升，一是公司发行了多期短期融资券且2015年短期借款大幅上升；二是公司即将到期的长期借款规模上升所致。2014~2017年3月末，公司非流动负债分别为51.25亿元、90.38亿元、131.39亿元和157.02亿元，呈快速增长趋势，主要由长期借款和应付债券构成。随着近年来公司景区和房地产项目的推进，公司通过发行债务融资工具和增加长期借款的方式满足资金需求。为了匹配项目建设进度和降低短期债务压力，公司逐渐将负债结构调整为以长期负债为主。

所有者权益方面，2014~2017年3月末，公司所有者权益分别为74.70亿元、81.24亿元、139.30亿元和138.95亿元。2014~2015年，公司所有者权益的增加主要是实收资本增加、纳入合并范围内子公司资本公积的增加以及少数股东权益的增加。另外，公司2016年发行了15亿元的可续期中期票据，计入了其他权益工具，使得所有者权益继续增加。

⁴ 2009年根据《湖北省政府办公厅关于印发三库五场两宾馆国有资产划转方案的通知》(鄂政办函授[2009]91号)及《湖北省国资委关于省旅游集团划入鄂西圈投资公司方案的批复》(国资产权[2009]327号)规定，将划转给公司的三库五场两宾馆国有资产按划转日账面价值入账26.06亿元。

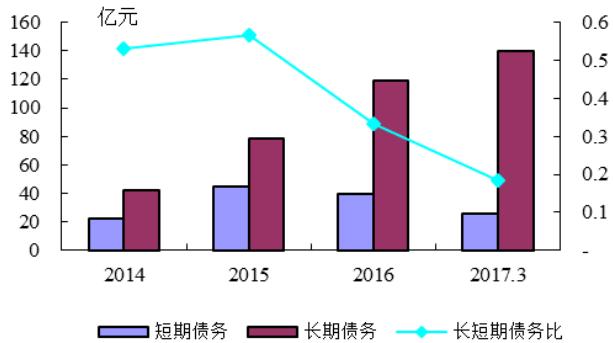
图 4: 2014 年~2017 年 3 月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

债务结构方面，截至 2016 年末，公司总债务为 158.81 亿元，其中短期债务和长期债务分别为 39.61 亿元和 119.20 亿元，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.33。由于 2017 年第一季度偿还了部分一年内到期的非流动负债，使得长短期债务比相比 2016 年末有所下降。

图 5: 2014 年~2017 年 3 月末公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从母公司来看，2014~2017 年 3 月末，母公司总资产分别为 162.25 亿元、235.69 亿元、336.22 亿元和 349.06 亿元。由于母公司主要承担集团管理职能，故其资产主要由货币资金、其他应收款、可供出售金融资产和长期股权投资组成，资产结构比较简单。截至 2017 年 3 月末，分别为 20.84 亿元、86.73 亿元、19.08 亿元和 44.51 亿元。

2014~2017 年 3 月末，母公司总负债分别为 87.55 亿元、154.45 亿元、196.93 亿元和 210.11 亿

元。母公司负债主要由短期借款、其他应付款、长期借款、应付债券构成。截至 2017 年 3 月末，分别为 15.60 亿元、33.43 亿元、33.65 亿元和 23.80 亿元。

总体来看，随着各项经营性业务的开展、景区建设的推进以及合并范围的增加，公司资产和负债总额稳步增长，同时，公司债务规模快速上升，中诚信国际将对公司债务情况保持关注。

盈利能力

随着合并范围的增加以及公司业务的持续良好开展，近年来公司收入规模呈现快速增长态势。2014~2017 年 3 月，公司营业总收入分别为 15.77 亿元、27.30 亿元、38.65 亿元和 10.04 亿元。

分业务板块来看，由于粮油集团逐渐开展多元化业务，近年来粮油业务逐渐取代旅游业务，成为对公司营业总收入贡献最大的板块。2014~2017 年 3 月，公司粮油业务收入分别为 3.17 亿元、13.82 亿元、23.75 亿元和 5.91 亿元，由于新增油脂贸易业务，2015 年开始粮油业务收入呈快速上升趋势。2014~2017 年 3 月，公司旅游业务收入分别为 4.53 亿元、5.78 亿元、4.70 亿元和 1.27 亿元，2016 年，由于旅游行业竞争加剧，公司旅游业务收入有所下降。2014~2017 年 3 月，公司住宿餐饮收入分别为 1.81 亿元、1.56 亿元、2.32 亿元和 0.35 亿元，由于酒店婚宴业务的增长开始弥补政府公务支出的萎缩，2016 年公司的住宿餐饮收入开始回暖。公司房地产业务主要是由子公司湖北省鄂旅投置业有限公司负责，随着鄂旅投·圆梦城一期（洪湖）的完工销售，公司近年来房地产业务收入实现常态化，2014~2017 年 3 月分别为 1.00 亿元、3.94 亿元、2.66 亿元和 0.46 亿元。进出口贸易方面，受出口需求的持续低迷的影响，公司正逐步调整业务结构，从过去的出口为主转变为进口为主，近年来进出口贸易业务收入波动幅度较大，2014~2017 年 3 月分别为 1.90 亿元、0.39 亿元、0.95 亿元和 1.34 亿元。

表 7: 2014 年~2017 年 3 月公司营业总收入构成及毛利率情况

项目名称	2014	2015	2016	2017.1~3
------	------	------	------	----------

	营业收入 (万元)	毛利率 (%)	营业收入 (万元)	毛利率 (%)	营业收入 (万元)	毛利率 (%)	营业收入 (万元)	毛利率 (%)
旅游收入	45,279.83	26.07	57,839.64	14.56	46,993.56	21.34	12,657.49	30.17
住宿餐饮收入	18,083.37	44.27	15,627.46	37.62	23,227.74	40.56	3,479.18	28.35
粮油收入	31,727.86	-7.33	138,186.88	2.65	237,524.13	6.05	59,110.00	2.55
房地产	10,010.19	11.15	39,387.70	9.42	26,572.75	5.35	4,585.98	1.43
委托贷款收入	246.21	100.00	388.89	100.00	5,442.03	96.90	--	--
租金收入	1,495.93	61.50	587.47	66.23	2,872.98	99.54	2,733.64	96.13
进出口贸易收入	19,001.56	1.90	3,885.39	7.64	9,466.20	13.55	13,404.42	6.12
土地平整收入	20,597.77	-0.56	--	--	--	--	--	--
其他项目收入	11,249.80	22.78	17,110.80	62.00	30,788.15	12.90	4,448.47	41.96
合计	157,692.51	14.31	273,014.24	15.59	382,887.54	12.70	100,419.18	11.64

注：因龙凤生态城项目自 2015 年并入湖北省鄂旅投置业有限公司后，土地平整收益直接计入房地产板块，不再单独计入土地平整板块；

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

毛利率方面，2014~2017 年 3 月公司营业毛利率分别为 14.31%、15.59%、13.23% 和 11.27%。公司粮油业务毛利率较低，随着粮油业务收入占比的快速上升，公司综合毛利率水平呈下降趋势。

期间费用方面，受合并范围增加和债务上升较快影响，近年来公司各项费用均逐年上升，2014~2017 年 3 月的三费合计分别为 4.81 亿元、6.79 亿元、7.77 亿元和 2.11 亿元，三费收入占比分别为 30.52%、24.89%、20.10% 和 20.97%，三费收入占比虽然逐年有所下降，但仍处于相对较高水平，期间费用控制力有待提高。

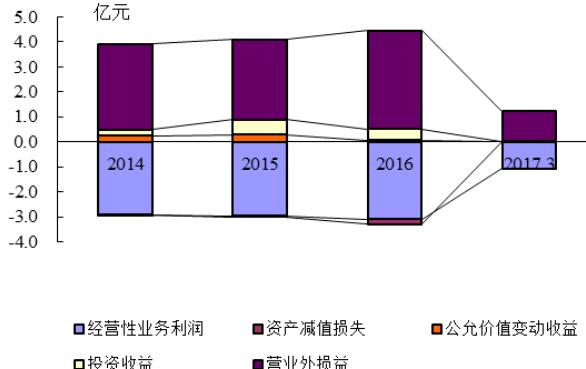
表 8：2014 年~2017 年 3 月公司期间费用分析（亿元）

指标	2014	2015	2016	2017.1~3
销售费用	0.82	1.04	1.24	0.30
管理费用	2.94	2.98	3.83	1.12
财务费用	1.05	2.77	2.69	0.69
三费合计	4.81	6.79	7.77	2.11
营业收入	15.77	27.30	38.65	10.04
三费收入占比(%)	30.52	24.89	20.10	20.97

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2014~2017 年 3 月，公司分别实现利润总额 0.99 亿元、1.08 亿元、1.14 亿元和 0.15 亿元。从利润总额构成来看，近年来公司经营性业务持续亏损，主要依靠投资收益和营业外损益维持盈利。公司投资收益主要是公司持有可供出售金融资产取得的投资收益，2014~2017 年 3 月分别 0.24 亿元、0.60 亿元、0.45 亿元和 87.04 万元；营业外损益主要为政府补贴，2014~2017 年 3 月分别为 3.43 亿元、3.21 亿元、3.95 亿元和 1.22 亿元。

图 6：2014 年~2017 年 3 月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2014~2017 年 3 月，母公司分别实现营业收入 1.71 亿元、1.41 亿元、0.78 亿元和 0.20 亿元，分别实现利润总额 0.28 亿元、0.03 亿元、0.04 亿元和 0.01 亿元。母公司营业收入主要来自于本部委托贷款和管理咨询服务。

总体来看，公司各项收入保持较快增长，但毛利率趋于下降，且期间费用相对较高，经营性业务持续亏损，营业外收入是公司利润的重要支撑。鉴于公司作为湖北省重要的大型旅游投资平台的重要地位，预计在未来一段时间内，公司获得的营业

外收入将继续保持。

现金流

2014~2017年3月,公司经营活动净现金流分别为0.21亿元、-4.61亿元、-1.94亿元和1.48亿元。2014年以来,随着合并范围扩大,公司经营规模也相应扩大,同时与地方财政局和各关联公司往来款也逐年增加,使经营活动产生的现金流入和流出均逐年大幅增长。公司各项目进入建设高峰期,购买商品、接受劳务支付的现金不断增加。另外,随着子公司湖北永泰小额贷款股份有限公司开始营业,2015年以来公司新增大规模客户贷款及垫款净增加额,使得经营活动净现金流近两年为负数。

投资活动方面,2014~2017年3月,公司投资活动净现金流分别为-28.81亿元、-37.44亿元、-43.84亿元和-5.51亿元,净流出规模持续扩大,主要是因为公司近年来旅游板块不断吸收合并子公司、新增小额贷款业务以及加大金融股权投资业务,投资规模不断扩大;另外,2015年后公司实行集团内资金统贷统还,内部资金往来较多,部分往来未予抵消,使得投资活动现金流流入金额和流出金额均较大。

由于经营活动和投资活动现金流缺口持续扩大,公司主要通过筹资活动进行资金平衡。2014~2017年3月,公司筹资活动净现金流分别为33.60亿元、52.88亿元、51.01亿元和10.67亿元,除增加银行借款外,公司还通过发行企业债券、短期融资券和中期票据拓展融资渠道,筹资能力不断提升,为公司投资活动提供了有力的资金保障。

表9: 2014年~2017年3月公司现金流结构(亿元)

项目	2014	2015	2016	2017.1~3
经营活动产生现金流	32.15	68.63	107.85	49.06
经营活动产生现金流出	31.93	73.24	109.79	47.59
经营活动净现金流	0.21	-4.61	-1.94	1.48
投资活动产生现金流	2.31	77.64	25.83	5.41
投资活动产生现金流出	31.12	115.08	69.67	10.92
投资活动净现金流	-28.81	-37.44	-43.84	-5.51
筹资活动产生现金流	67.71	98.77	126.31	34.58
其中:吸收投资收到现金	1.81	5.94	12.51	0.49
借款所收到的现金	59.12	90.52	89.75	33.35
筹资活动产生现金流出	34.11	45.89	75.30	23.91
其中:偿还债务支付现金	27.96	36.58	64.20	22.21
筹资活动净现金流	33.60	52.88	51.01	10.67

现金及现金等价物净增加	5.00	10.83	5.23	6.64
-------------	------	-------	------	------

资料来源:公司财务报告,中诚信国际整理

母公司作为集团整体的管控平台,承担较重的投融资任务。2014~2017年3月,母公司投资净现金流分别为-23.15亿元、-25.93亿元、-35.55亿元和-5.00亿元;筹资活动净现金流分别为27.18亿元、15.42亿元、25.77亿元和7.31亿元。

总体来看,近年来公司经营活动现金流缺口呈扩大趋势,投资活动资金需求仍主要依靠外部融资。公司筹集资金能力较强,各级政府对公司的资金支持力度较大,一定程度上缓解了投资活动的现金流压力。

偿债能力

近年来,公司资产规模不断扩大的同时,债务规模也持续增长。2014年~2017年3月末,公司总债务余额分别为64.56亿元、123.56亿元、158.81亿元和165.28亿元。随着经营和投资活动对筹集资金的消化,净债务规模持续扩大,2014~2017年3月末分别为49.99亿元、96.88亿元、127.68亿元和127.51亿元。

从偿债能力指标来看,由于近年来债务规模扩张较快,使得近年来EBITDA对利息和债务的覆盖能力逐渐下滑。2015~2016年公司经营活动净现金流呈净流出,经营活动净现金流无法对利息和债务形成覆盖。总体来看,近年来公司主要偿债能力指标有所弱化。

表10: 2014年~2017年3月公司偿债能力分析

项目	2014	2015	2016	2017.3
长期债务(亿元)	42.16	78.83	119.20	139.46
总债务(亿元)	64.56	123.56	158.81	165.28
净债务(亿元)	49.99	96.88	127.68	127.51
经营活动净现金流(亿元)	0.21	-4.61	-1.94	1.48
EBITDA(亿元)	5.91	7.15	7.50	-
资产负债率(%)	53.96	65.53	58.57	60.19
总资本化比率(%)	46.36	60.33	53.27	54.33
经营活动净现金流/总债务(X)	0.00	-0.04	-0.01	-
总债务/EBITDA(X)	10.93	17.29	21.19	-
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.07	-0.63	-0.28	-
EBITDA利息保障倍数(X)	1.87	0.97	1.07	-

资料来源:公司财务报告,中诚信国际整理

从债务到期分布来看,2017年和2019年,公司面临一定偿债压力,其中2017年是公司发行的8

亿元“12鄂西圈投债”的回售选择期和12亿元“14鄂西圈PPN001”到期时间，存在一定资金压力。

受限资产方面，截至报告出具日，公司受限资产账面价值总计30.50亿元，占净资产的21.90%，主要为土地使用权、房产和在建工程等。

截至2017年3月末，公司对外担保余额为2479.63万元，系对湖北柴埠溪旅游股份有限公司的担保，担保金额较小，总体风险可控。

表11：截至2017年3月末公司对外担保情况

被担保人	担保金额(万元)	起止时间
湖北柴埠溪旅游股份有限公司	2,479.63	2012~2020

资料来源：公司提供

银行授信方面，公司与各大银企机构保持良好的业务合作关系，截至2017年3月末，公司共获得各银行授信总额为253.65亿元，尚有118.13亿元未使用，为公司提供了较好的备用流动性支持。

过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》，截至2017年5月9日，公司不存在未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息等信贷违约记录，也未出现过已发行债务融资工具到期未支付利息或未偿还本金情形。

评级展望

中诚信国际肯定了湖北省经济实力和财政实力不断增强、公司拥有突出的市场地位和获得强有力的政治支持、较为丰富的旅游资源和完善的旅游产业链、旅游业务和农产品贸易业务发展向好、新型城镇化建设项目推进较快等因素对公司信用实力的支撑。同时，中诚信国际关注到公司下辖景区改造项目处于建设阶段、面临较大资本支出压力、债务规模上升迅速，主营业务盈利能力较弱同时期间费用增长导致盈利能力较弱及经营活动净现金流较弱、偿债指标有所弱化等因素对公司整体信用状况的影响。综上，中诚信国际认为公司在未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

结论

综上，中诚信国际评定湖北省鄂西生态文化旅游圈投资有限公司的主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；评定“湖北省鄂西生态文化旅游圈投资有限公司2018年度第一期绿色中期票据”信用等级为AA⁺。

中诚信国际关于湖北省鄂西生态文化旅游圈投资有限公司 2018 年度第一期绿色中期票据的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期票据的存续期内对本期票据每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

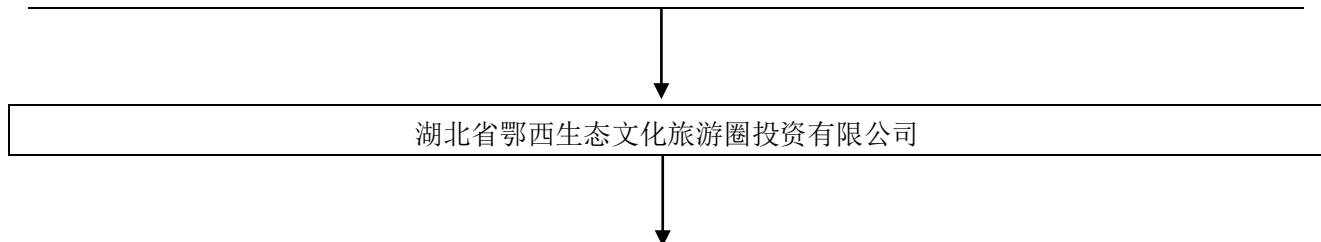
我公司将在发行票据的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2017 年 9 月 27 日

附一：湖北省鄂西生态文化旅游圈投资有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月末）

股东名称	持股比例 (%)
湖北省国资委	63.08
湖北清能投资发展有限公司	10.26
三峡资本控股有限责任公司	5.13
中国建筑第三工程局	5.13
襄阳国益国有资产经营有限责任公司	2.56
宜昌市城市建设投资开发有限公司	2.56
随州市国资委	2.05
恩施州国资委	2.05
十堰市国资委	2.05
荆州市文化旅游投资有限公司	2.05
荆门市国资委	2.05
神龙架林区国资委	1.03
合计	100.00

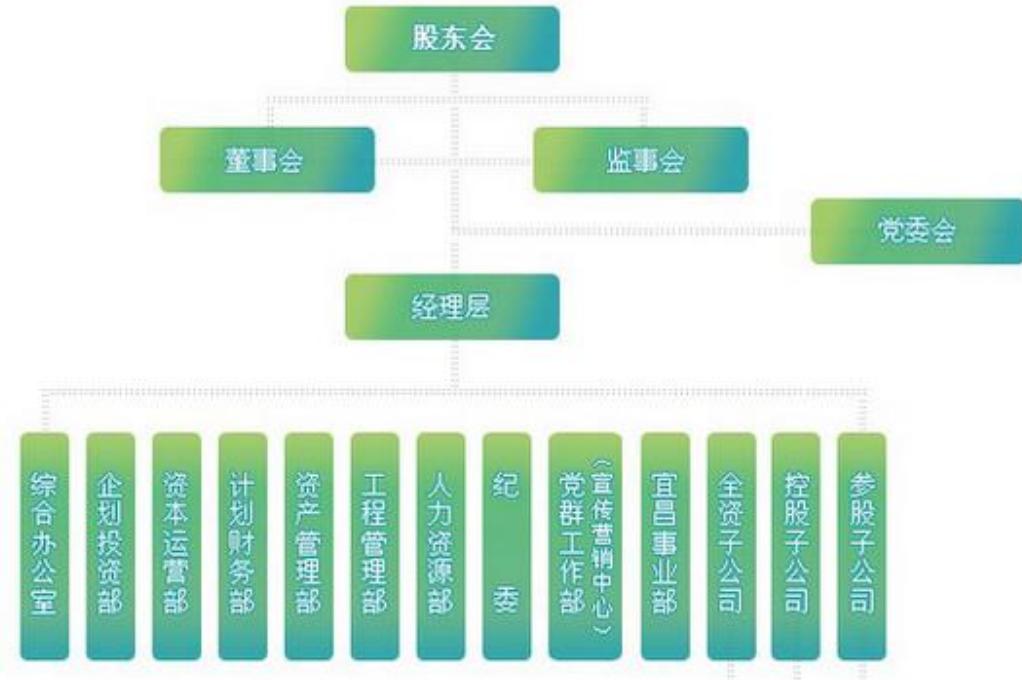


序号	子公司名称	持股比例 (%)	序号	子公司名称	持股比例 (%)
1	湖北省粮油食品进出口（集团）公司	100.00	19	湖北宜昌江南新城投资开发有限公司	95.00
2	湖北大薤山旅游发展有限公司	100.00	20	恩施旅游集团有限公司	100.00
3	湖北九歌山水文化传媒有限公司	51.00	21	荆州旅游投资开发集团有限公司	70.00
4	洪湖湿地生态旅游城投资有限公司	40.00	22	湖北省房县温泉旅游投资有限公司	60.83
5	湖北聚游旅游有限责任公司	25.00	23	湖北襄阳隆中文化园投资有限公司	65.22
6	湖北清江画廊旅游开发有限公司	56.00	24	随州大洪山旅业发展有限公司	100.00
7	武汉金宇综合保税发展有限公司	79.17	25	湖北省鄂西圈恒泰投资管理有限公司	51.00
8	湖北半岛温泉旅游开发有限公司	60.00	26	湖北鄂旅投红莲湖新区投资开发有限公司	60.00
9	荆门市生态文化旅游开发集团有限公司	51.72	27	洪湖旅游投资集团有限公司	70.00
10	湖北神农架天怡旅游发展有限公司	100.00	28	湖北洪山宾馆有限公司	100.00
11	湖北省三峡大老岭旅游发展有限公司	100.00	29	湖北饭店有限公司	100.00
12	湖北省武当山五龙索道有限公司	40.00	30	湖北省海外旅游（集团）有限公司	100.00
13	湖北省旅游集团有限公司	100.00	31	湖北鄂旅投光谷文旅投资开发有限公司	100.00
14	湖北鄂旅投黄梅禅宗文化园投资开发有限公司	70.00	32	湖北永泰小额贷款股份有限公司	45.00
15	黄石东方山文化旅游投资开发有限公司	70.00	33	湖北鄂旅投仙桃旅游投资开发有限公司	80.00
16	湖北省九宫山旅游开发有限公司	71.69	34	鄂旅投荆门爱飞客投资有限公司	41.00
17	湖北洈水投资发展集团有限公司	100.00	35	湖北鄂旅投红安旅游开发有限公司	70.00
18	湖北省鄂旅投置业有限公司	100.00	36	湖北南方集团有限公司	100.00

注：公司对湖北永泰小额贷款股份有限公司持股45%，为其最大股东，同时与关联股东合计持股达到50%，根据公司章程公司对该公司经营管理和财务决策拥有控制权；公司对湖北省文旅众创投资管理有限公司持股40%，但具有实际控制权，故纳入合并范围。

资料来源：公司提供

附二：湖北省鄂西生态文化旅游圈投资有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：湖北省鄂西生态文化旅游圈投资有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2014	2015	2016	2017.3
货币资金	145,697.68	266,815.93	311,305.07	377,694.84
交易性金融资产	0.00	99.25	0.00	0.00
应收账款净额	9,406.00	97,097.82	44,814.91	48,461.95
其他应收款	89,241.41	136,136.62	267,196.70	286,635.35
存货净额	177,371.06	375,742.94	541,606.31	588,804.31
可供出售金融资产	67,112.60	107,891.31	164,248.77	153,872.90
长期股权投资	20,028.93	20,275.22	33,343.92	56,560.33
固定资产	249,379.08	328,594.40	410,037.79	412,748.14
在建工程	244,362.66	331,995.38	448,725.41	438,514.78
无形资产	177,869.82	173,669.96	446,586.16	420,512.77
总资产	1,622,511.07	2,356,888.09	3,362,246.50	3,490,642.55
其他应付款	51,723.51	49,386.06	55,978.91	61,352.57
短期债务	223,991.52	447,321.02	396,093.27	258,241.50
长期债务	421,625.39	788,303.21	1,192,028.02	1,394,569.16
总债务	645,616.92	1,235,624.23	1,588,121.29	1,652,810.66
净债务	499,919.24	968,808.30	1,276,816.22	1,275,115.83
总负债	875,501.72	1,544,465.01	1,969,265.14	2,101,106.07
财务性利息支出	29,820.92	39,727.10	34,978.78	6,973.00
资本化利息支出	0.00	33,947.16	34,898.00	12,409.00
实收资本	192,000.00	194,000.00	195,000.00	195,000.00
少数股东权益	91,844.46	138,483.13	288,835.94	284,746.13
所有者权益合计	747,009.34	812,423.07	1,392,981.36	1,389,536.48
营业总收入	157,692.51	273,014.24	386,455.29	100,419.16
三费前利润	19,018.57	38,281.56	46,606.03	10,314.20
营业利润	-24,349.44	-21,288.94	-28,057.36	-10,655.86
投资收益	2,352.46	6,006.07	4,482.42	87.04
营业外收入	39,672.11	33,206.96	40,350.46	12,350.01
净利润	465.16	3,201.61	9,887.95	813.98
EBIT	39,753.15	50,567.13	46,391.26	8,479.50
EBITDA	55,770.54	71,465.55	74,956.88	-
销售商品、提供劳务收到的现金	151,638.82	594,082.85	492,848.46	269,069.73
收到其他与经营活动有关的现金	168,979.85	88,395.10	583,161.45	220,036.46
购买商品、接受劳务支付的现金	153,253.24	232,560.41	364,360.16	100,795.98
支付其他与经营活动有关的现金	133,012.74	81,976.47	680,853.85	210,010.43
吸收投资收到的现金	18,060.00	59,372.00	125,090.30	4,945.00
资本支出	155,201.00	174,241.28	165,071.45	54,437.53
经营活动产生现金净流量	2,137.78	-46,072.93	-19,381.01	14,755.06
投资活动产生现金净流量	-288,141.62	-374,397.57	-438,384.28	-55,075.43
筹资活动产生现金净流量	336,019.69	528,751.26	510,073.60	106,710.15
财务指标	2014	2015	2016	2017.3
营业毛利率(%)	14.31	15.59	13.23	11.27
三费收入比(%)	30.52	24.89	20.10	20.97
总资产收益率(%)	2.82	2.54	1.62	-
流动比率(X)	1.32	1.50	1.99	2.76
速动比率(X)	0.83	0.92	1.16	1.65
资产负债率(%)	53.96	65.53	58.57	60.19
总资本化比率(%)	46.36	60.33	53.27	54.33
长短期债务比(X)	0.53	0.57	0.33	0.19
经营活动净现金/总债务(X)	0.00	-0.04	-0.01	-
经营活动净现金/短期债务(X)	0.01	-0.10	-0.05	-
经营活动净现金/利息支出(X)	0.07	-0.63	-0.28	-
总债务/EBITDA(X)	11.58	17.29	21.19	-
EBITDA/短期债务(X)	0.25	0.16	0.19	-
货币资金/短期债务(X)	0.65	0.60	0.79	1.46
EBITDA 利息倍数(X)	1.87	0.97	1.07	-

注：1、各期财务报表执行新会计准则；2、2017年一季度财务报表未经审计，且未提供现金流量表补充说明，故相关指标失效；3、将其他流动负债的短期应付债券调入交易性金融负债；4、将长期应付款中的带息债务调整至长期借款。

附四：湖北省鄂西生态文化旅游圈投资有限公司主要财务数据及财务指标（母公司口径）

财务数据(单位: 万元)	2014	2015	2016	2017.3
货币资金	55,319.75	97,922.20	142,743.45	208,405.86
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	229,795.11	615,825.37	813,234.98	867,300.77
存货净额	1.80	5.99	4.97	4.97
可供出售金融资产	41,436.08	72,081.25	190,757.58	190,757.58
长期股权投资	255,297.29	341,259.72	441,889.78	445,070.58
固定资产	764.90	16,359.96	15,804.56	15,679.37
在建工程	15,890.14	0.00	0.00	0.00
无形资产	31.75	28.60	134.93	119.55
总资产	975,283.65	1,288,874.70	1,754,678.39	1,874,873.38
其他应付款	59,255.70	177,191.32	298,976.69	334,234.39
短期债务	88,200.00	271,780.00	216,174.88	290,874.88
长期债务	311,891.13	305,958.89	569,301.89	574,506.40
总债务	400,091.13	577,738.89	785,476.77	865,381.28
净债务	344,771.38	479,816.69	642,733.32	656,975.42
总负债	568,698.36	869,609.67	1,161,001.97	1,281,098.19
财务性利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
实收资本	192,000.00	194,000.00	195,000.00	195,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	406,585.29	419,265.03	593,676.42	593,775.18
营业总收入	17,125.22	14,054.16	7,752.58	1,983.89
三费前利润	16,299.52	13,118.95	7,335.17	1,484.79
营业利润	2,812.38	-211.56	451.48	61.69
投资收益	-187.73	355.57	221.48	0.00
营业外收入	2.52	527.47	12.74	70.00
净利润	2,046.33	288.75	417.80	98.77
EBIT	-	-	-	-
EBITDA	-	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	15,683.17	16,770.21	8,003.59	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	307,336.14	699,701.30	1,440,578.73	274,788.82
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	315,802.64	564,782.01	1,304,636.08	230,463.99
吸收投资收到的现金	2,000.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	23,126.83	1,321.42	279.93	0.00
经营活动产生现金净流量	3,333.47	147,727.12	140,576.89	42,559.63
投资活动产生现金净流量	-231,487.62	-259,316.79	-353,490.49	-50,027.20
筹资活动产生现金净流量	271,791.72	154,192.12	257,734.85	73,129.98
财务指标	2014	2015	2016	2017.3
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
三费收入比(%)	77.54	97.56	91.57	71.73
总资产收益率(%)	-	-	-	-
流动比率(X)	1.18	1.31	1.66	1.56
速动比率(X)	1.18	1.31	1.66	1.56
资产负债率(%)	58.31	67.47	66.17	68.33
总资本化比率(%)	49.60	57.95	56.95	59.31
长短期债务比(X)	0.28	0.89	0.38	0.51
经营活动净现金/总债务(X)	0.01	0.26	0.18	-
经营活动净现金/短期债务(X)	0.04	0.54	0.65	-
经营活动净现金/利息支出(X)	0.33	15.41	56.33	-
总债务/EBITDA(X)	-	-	-	-
EBITDA/短期债务(X)	-	-	-	-
货币资金/短期债务(X)	0.63	0.36	0.66	0.72
EBITDA 利息倍数(X)	-	-	-	-

注：1、各期财务报表执行新会计准则；2、2017年一季度财务报表未经审计，且未提供现金流量表补充说明，故相关指标失效。

附五：基本财务指标的计算公式

短期债务 = 短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润 = 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT (息税前盈余) = 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率 = (营业收入-营业成本)/营业收入

三费收入比 = (财务费用+管理费用+销售费用) /营业收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产-存货) / 流动负债

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务+所有者权益 (含少数股东权益))

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

附六：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

附七：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。