

跟踪评级公告

联合[2015] 510 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，维持“14桃花源CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年四月二十七日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁻ 评级展望：稳定
上次评级结果：AA⁻ 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 桃花源 CP001	2 亿元	2014/10/27-2015/10/27	A-1	A-1

跟踪评级时间：2015 年 4 月 27 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	2.16	2.64	8.14
资产总额(亿元)	52.80	57.89	82.03
所有者权益合计(亿元)	40.44	44.47	57.45
长期债务(亿元)	8.49	8.99	15.87
全部债务(亿元)	8.58	9.31	21.62
营业收入(亿元)	2.48	2.87	5.40
利润总额(亿元)	1.73	1.87	2.41
EBITDA(亿元)	2.36	2.99	3.97
经营性净现金流(亿元)	2.52	1.50	5.57
营业利润率(%)	60.54	59.55	51.09
净资产收益率(%)	3.54	3.41	3.53
资产负债率(%)	23.41	23.19	29.96
全部债务资本化比率(%)	17.51	17.31	27.34
流动比率(%)	185.00	214.35	178.56
全部债务/EBITDA(倍)	3.63	3.12	5.45
经营现金流/流动负债(%)	65.10	34.10	65.42

注：计算全部债务以及相关指标过程中，已将有息其他流动负债、长期应付款纳入相关债务核算。

分析师

张露雪 闫 蓉
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”）对酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为酉阳县旅游资源开发经营主体，跟踪期内，公司在资产注入、财政补贴等方面得到了地方政府的大力支持。跟踪期内，公司总资产和收入规模均快速增长。同时，联合资信也关注到，目前公司资产流动性较弱，未来融资压力较大等因素对其整体经营及信用水平带来的不利影响。

未来随着景区的逐渐成熟，景区开发投资逐步减少，旅游收入将会逐步提升。随着公司对桃花源景区内的土地整理逐步开展，公司未来获取的土地出让金返还将有力地增强公司的盈利规模。公司经营活动现金流及现金类资产对“14 桃花源”CP001 本金的保障能力较好。

综合考虑，联合资信维持酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司AA⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 桃花源 CP001”A-1 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，酉阳县经济保持稳定增长，地方财政实力继续增强为公司营造了良好的外部发展环境。
2. 公司作为酉阳县旅游资源开发经营主体，具有一定的区域垄断地位，跟踪期内，公司在资产注入、财政补贴等方面得到了地方政府的大力支持。
3. 跟踪期内，公司资产及收入规模快速增长，债务负担仍维持在较低水平。

关注

1. 跟踪期内，酉阳县地方可控财力对上级补助收入依赖性大。
2. 公司在建及拟建项目未来投资规模大，对

- 外融资压力大。
3. 公司土地整理收入受宏观政策及房地产行业波动影响大，未来收入实现存在一定的不确定性。
 4. 跟踪期内，公司收入实现质量有所弱化，经营活动净现金流受关联方往来款影响大。

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）与酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与酉阳县桃花源旅游投资（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，未因酉阳县桃花源旅游投资（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酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“14 桃花源 CP001”到期兑付日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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”）关于酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）前身为酉阳县翔宇国有资产经营有限责任公司，系根据酉阳土家族苗族自治县人民政府于2005年12月30日下发的《关于成立县翔宇国有资产经营有限责任公司的通知》（酉阳府[2005]130号）由重庆市酉阳县人民政府授权酉阳县财政局出资设立的国有独资公司。公司初始注册资本为20000万元，酉阳土家族苗族自治县财政局（以下简称“酉阳财政局”）以货币方式出资600万元；以土地资产出资19400万元。

2012年7月19日，根据《酉阳土家族苗族自治县人民政府关于变更翔宇国资公司有关事项的批复》（酉阳府函[2012]145号），公司名称变更为酉阳桃花源旅游投资有限责任公司。2012年8月29日，根据《酉阳土家族苗族自治县人民政府关于变更桃花源旅游投资公司名称的批复》（酉阳府函[2012]194号），公司名称变更为酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司。

2013年10月24日，根据《酉阳土家族苗族自治县人民政府关于将桃花源旅游投资集团公司借款转为注册资本的批复》（酉阳府【2013】21号）、《酉阳土家族苗族自治县人民政府关于增加酉阳县桃花源旅游投资集团注册资本金的批复》（酉阳国资发【2013】47号），公司注册资本增加为45080万元，酉阳财政局持有公司100%股权，为公司实际控制人。

公司经营范围：一般经营项目：负责酉阳县内重要旅游资源的投资、开发、建设、经营和管理；旅游基础设施建设；土地整治和开发。

截至2014年底，公司合并资产总额为82.03亿元，所有者权益合计为57.45亿元。2014年，公司实现营业收入5.40亿元，利润总额2.41亿元。

公司注册地址：酉阳县钟多镇桃花源大道桃源金水岸。法定代表人：唐万刚。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共财政收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般

公共财政收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。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. 城市基础设施建设行业概况

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维持在较高水平，但固定资产投资增速放缓。2014年全年全社会固定资产投资512761亿元，比上年增长15.3%，扣除价格因素，实际增长14.7%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资2.29万亿元，全年其他基础设施（包括建筑业、交通运输、仓储邮政、水利、环境及公共设施管理业）投资9.37万亿元。

截至2014年底，中国城镇化率为54.77%，较上年提高1.03个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

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

中国旅游业自1978年作为一个经济产业起步以来，经过30多年的发展，产业形象日益鲜明，规模不断壮大，已成为国民经济中发展速度最快、最具国际竞争优势的产业之一。

“十一五”期间，中国旅游业保持了平稳较快发展的良好势头，国内旅游人数平均增长12%，入境过夜旅游人数年均增长3.5%，出境旅游人数年均增长19%，全国旅游业总收入年均增长15%。中国跃居全球第四大入境旅游接待国和亚洲第一大出境旅游客源国，居民人均出游率达1.5次，旅游直接就业达1350万人，旅游消费对社会消费的贡献超过10%，旅游业对中国经济发展的积极作用更加明显。2011年，中国旅游经济总体保持较快发展，国内旅游及出境旅游增长均高于预期；2012年国内旅游收入2.27万亿元，同比增长17.6%；2013年，受政府抑制“三公消费”等政策影响，国内旅游收入增速较2012年有所放缓，为2.63万亿元，同比增长15.7%；2014年前三季度，预计国内旅游收入2.20万亿元，同比增长14.6%。

近十年，随着国民经济健康快速的成长、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。2011~2012年，国际环境严峻，全球经济复苏受阻，但中国国内经济企稳回升，旅游经济继续保持平稳较快增长；2013年，受政府抑制“三公消费”政策影响，公务旅游消费急剧下降，商务旅游消费明显放缓，而国民休闲旅游消费则表现出强劲的增长势头。2011~2013年，中国国内游客分别为26.4亿人次、29.57亿人次、32.6亿人次，同比分别增长13.2%、12.1%、10.3%，预计2014年前三季度国内旅游市场为27.1亿人次，同比增长10.1%，中国国内旅游业增速持续放缓，但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。

从国内旅游市场的竞争格局看，虽然中国旅游业的总体规模已经位居世界前列，但发展模式单一，产业形态落后，产业集中度低，行业秩序混乱，产品质量不高等深层结构问题依然存在，中国旅游企业的实力和规模也相对弱小。与国外有竞争力的旅游企业相比，中国旅游企业无论从资产规模、营业收入规模、盈利能力角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，都还存在相当巨大的差距。仅从上市旅游公司的数量来看，截至2014年9月底中国共有约2500家A股上市公司，其中旅游类上市公司占比不足2%。旅游类上市公司比重较低的现象与旅游业在国民经济中的重要地位不太相称，在一定程度上也说明目前旅游类公司的整体实力偏弱。

整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间即是相互依存的合作伙伴，又为相互排斥的竞争对手，旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。宏观经济的不确定性短期内对国内旅游市场产生了一定冲击，但从长远看，近期政策的出台有利于产业整合和市场规范，行业内劣势企业将在竞争中得以加快淘汰，从而为优势企业进一步控制市

场资源、提高市场占有率提供了机遇，行业长期竞争格局有望得到改善。

3. 区域经济

公司作为酉阳县国有旅游资源的开发经营及土地一级开发整理的主体，业务范围涉及旅游区土地一级开发和旅游资源经营。公司的经营发展取决于酉阳县经济水平及未来发展规划。

2014年，酉阳县地区生产总值达到110.4亿元，增长7.5%。完成全社会固定资产投资131.7亿元，增长14.6%。实现工业总产值113.4亿元，增长31.1%。旅游购票人次和门票收入分别增长35.2%、46.7%。

根据《酉阳土家族苗族自治县2014年财政预算执行情况和2015年财政预算草案报告》，2014年酉阳县地方一般公共预算总收入为42.14亿元，其中，县级收入10.47亿元，上级补助收入30.37亿元，地方政府债券转贷收入4700万元，上年结转结余8279万元；政府性基金4.77亿元，其中县级收入2.62亿元，上级补助收入2.12亿元，上年结余336万元。

2014年，酉阳县一般公共预算收入完成10.55亿元，其中税收收入74501万元，占一般公共预算收入的比重达70.6%。一般公共预算收入加上上级补助、上年结转等35.22亿元，减上解上级支出等后，财力为45.38亿元；政府性基金收入完成2.64亿元，政府性基金预算收入加上上级补助、上年结转等3.43亿元，减上解上级支出833万元，财力为5.98亿元。

整体看，酉阳县地方综合财力中上级补助收入整体占比很大，财力对上级补助收入的依赖性较大，对其增长的稳定性造成一定影响。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年底，公司注册资本为45080万元，酉阳土家族苗族自治县财政局持有公司100%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是酉阳县国有旅游资源综合开发的经营主体，主要从事酉阳县国有旅游资源的投资建设和经营管理、酉阳县城城区及其所负责开发经营旅游景区规划范围内的土地整治等业务。目前，公司拥有5A级景区酉阳桃花源、4A级景区龙潭古镇、阿蓬江国家湿地公园、酉水河国家湿地公园四个景区的经营管理权。

3. 政府支持

跟踪期内，公司作为酉阳县旅游资源开发经营主体，在资产注入、财政补贴等方面得到了地方政府的大力支持。

资产注入

2014年1月，根据酉阳县十三届县委第52次（2014年第3次）常委会议纪要及《2014年旅游工作意见》，酉阳县政府将以公司作为全县旅游景区开发、经营、建设和管理的经济主体，稳步推进对全县旅游资源的整合运营；分期分批将龚滩古镇、龙潭古镇、酉水河湿地公园、阿蓬江（酉阳）湿地公园等旅游景区经营权移交给公司，同步将重庆市山水画廊旅游开发公司、酉水河旅游发展公司、重庆大河口旅游开发公司控股权全部划转给公司。截至目前所有景区均已交由公司经营（龚滩古镇保护费暂由龚滩景区管委会收取），预计上述公司工商变更将于年底完成。

2014年11月，根据《酉阳土家族苗族自治县财政局关于县旅投（集团）公司国有林场产权入账的批复》（酉阳国资函【2014】60号）文件，酉阳县政府按照国有管理有关规定，同意公司将青华林场129528.5亩林权证资产（该部分林权位于桃花源景区内），按10000元/亩计价，入账金额12.95亿元，相应增加公司“资本公积”和“生产性生物资产”科目。

财政补贴

根据《酉阳土家族苗族自治县人民政府关于对桃花源旅投集团进行专项补贴的通知》（酉阳府发【2013】5号文），酉阳县财政自

2013年起，每年给公司定向补贴8000万元的旅游发展专项资金。跟踪期内，2014年酉阳县财政局向公司补贴旅游发展专项资金8272.08万元，在“营业外收入”科目中反映。此外，公司2014年获得政府部门拨付的举办节日活动经费等费用179.40万元，在“营业外收入”科目中反映。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司是酉阳县国有旅游资源开发经营及土地一级开发整理的主体。跟踪期内，公司各板块业务收入均有所增长使得营业收入大幅增

长，2014年公司实现收入5.40亿元，较上年增长88.29%。从构成来看，公司收入由旅游业务收入、土地整治与政府回购收入两部分组成，其中2014年受旅游地产项目确认收入影响，公司旅游业务收入占比小幅增长，由2013年的73.79%上升至2014年的75.57%。2014年，公司旅游业务实现收入4.08亿元，土地整治与政府回购实现收入1.32亿元（其中当年确认的回购收入为0.81亿元）。

从毛利率看，跟踪期内，公司毛利率小幅下降，但仍维持在较高水平。2014年，公司土地整治与政府回购收入毛利率较高，主要由于回购收入为以前公司修建的公益基础设施项目，相关成本在以前年度已经全部确认所致。2014年，公司旅游业务板块毛利率为42.62%，较2013年有所下降，主要由于公司加大营销力度，营销费用、劳务费等成本增加所致。2014年，公司综合毛利率为56.31%。

表1 公司营业收入、营业成本和毛利率情况（单位：万元、%）

	2013年			2014年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
旅游业务收入	21173.52	8207.52	61.24	40828.44	23428.44	42.62
土地整治与政府回购收入	7521.54	1848.43	75.42	13200.86	178.75	98.65
合计	28695.06	10055.95	64.96	54029.30	23607.18	56.31

资料来源：公司提供

旅游业务

公司是酉阳县主要国有旅游资源的投资建设及经营管理主体，负责酉阳县主要旅游景区的投资建设及部分景区的经营管理。

公司的旅游收入主要包含门票收入、景区配套商铺及房屋的出租收入、旅游地产销售收入、旅游运输及演出收入等旅游服务收入。2014年，公司旅游门票收入持续增长，为1.84亿元，桃花源景区共接待旅客280万人次。同时，随着桃花源景区部分在建工程完工结转并开始计提折旧，公司门票收入毛利率有所下降。2014年，公司梦幻桃源大舞台正式投入运营，公司新增演出收入1871.04万元。公司旅游运输收

入主要为景区内旅游大巴、环保观光车以及新增阿蓬江乌江船运收入，2014年为0.21亿元。

公司除负责上述具有经营权的四大景区投资建设外，还负责赵世炎故居的投资建设。公司旅游业务在建项目的资金主要来自外部融资，后期通过旅游产业收入及旅游景区内土地整理出让及旅游地产项目等实现收益平衡。截至2014年底，公司旅游业务在建项目（除旅游地产项目）计划投资额总计29.63亿元，已完成投资15.89亿元，未来需投资14.66亿元（部分项目总投资超概算），公司面临较大的资金压力。

目前，公司部分景区仍处于建设期或属于

开放性景区，暂未产生相关收入。同时，公司为提高桃花源景区的人气及知名度，对门票给予旅行社较大幅度折扣，由于未来投资额较大，公司对外融资压力大。未来随着各景区逐步建成并收取门票，桃花源景区知名度上升，公司门票收入及配套服务收入有望继续提升。

旅游地产方面，公司目前旅游地产项目主要有嘉苑楼盘、石柱溪楼盘和城南农贸市场楼盘等。嘉苑楼盘项目总投资 0.92 亿元，楼盘总占地面积 15956.00 平米，总建筑面积 56668.37（含停车场）平米，其中可售住宅建筑面积 38622.06 平米，共 332 套；配套不可售廉租房 3113.00 平方米，共计 56 套；商业用房建筑

面积 10657.85 平米。石柱溪楼盘项目总投资 4600.00 万元，楼盘占地面积 15787.00 平米，建筑面积 27202.00 平米，其中住宅可售建筑面积 24613.00 平米，共 252 套、商业用房可售建筑面积 2589.00 平米。城南农贸市场楼盘项目总投资 2600.00 万元，该楼盘占地面积 1975.00 平米，建筑面积 13650.00 平米，其中住宅可售建筑面积 9665.00 平米，共 90 套、商业用房可售建筑面积 3072.00 平米。截至 2014 年底，以上项目销售比率分别为 95%、96%和 95%。目前，公司其余旅游地产项目均处于前期准备阶段。2014 年，公司确认房屋销售收入 1.46 亿元。

表 2 截至 2014 年底公司主要在建旅游景区项目情况（单位：万元）

项目	总投资	截至 2014 年底已完成投资	投资计划		
			2015 年	2016 年	2017 年
桃花源旅游景区升级改造	203000.00	68945.10	47398.17	70587.28	16069.45
景区配套道路项目	31000.00	32821.88	0.00	0.00	0.00
景区牌坊景点	150.00	112.83	37.17	0.00	0.00
景区配套宾馆建设项目	6600.00	1041.57	2000.00	1678.59	1879.84
景区配套设施建设项目	2800.00	873.36	493.26	493.26	940.12
景区配套停车场	1475.00	178.89	400.00	408.33	487.78
桃花源综合写字楼	12000.00	15750.05	0.00	0.00	0.00
景区古城楼景点	399.63	298.68	57.39	57.39	0.00
十二生肖园景点	5500.00	5631.93	0.00	0.00	0.00
景区九重塔	280.00	60.03	0.00	0.00	219.97
桃花源广场扩建	8000.00	8663.31	0.00	0.00	0.00
赵世炎故居	8000.00	8029.39	0.00	0.00	0.00
游客集散中心	6000.00	8680.34	0.00	0.00	0.00
度假区电线路改造	120.00	107.36	12.64	0.00	0.00
龙潭古镇景区项目	2000.00	1444.55	0.00	0.00	555.45
写字楼二次装修	9000.00	6222.64	2776.40	0.00	0.00
合计	296324.63	158861.91	53175.03	73224.85	20152.61

资料来源：公司提供

注：公司部分项目存在超概现象。

表 3 截至 2014 年底公司旅游地产项目开发经营情况（单位：万元、平方米、%）

项目名称	投资金额	建筑面积	已投资额	销售比例
嘉苑楼盘	9200.00	56668.37	9200.00	95
石柱溪楼盘	4600.00	15787.00	4600.00	96
城南农贸市场楼盘	2600.00	13650.00	2600.00	95

资料来源：公司提供

土地整治及基础设施建设

酉阳县政府以桃花源景区为核心设立桃花源生态旅游度假区以促进该县旅游产业发展，公司受酉阳县政府委托逐步由县城基础设施建设的投融资及运营转型到负责桃花源景区区域内的旅游基础设施建设等的投融资及运营，并获得区域内的土地出让收益。截至 2014 年底，公司账面土地合计 5032.24 亩，土地性质主要为出让地，土地用途主要为商业用地，在“无形资产”科目中反映。

基础设施建设方面，公司于以前年度完成酉阳县内部分公益性基础设施建设。根据公司与酉阳县政府签署的相关协议，酉阳县政府将在 2016 年内逐步回购由公司代为筹资建设的基础设施项目，该部分项目利润率 20%左右：包括资金占用费、投资收益等。2014 年，公司确认回购收入 0.81 亿元，全部为以前年度完工的基础设施建设项目。根据政府规划，公司不再承担基建项目建设，存货中留存的基础设施项目开发成本预计政府将在 2016 年底之前完成回购，2015~2016 年回购金额分别为 8240.41 万元和 8522.47 万元。

土地整理方面，根据酉阳县政府《关于翔宇公司土地整治收益分配管理的批复》（酉阳府函【2008】128 号），酉阳县城规划范围内（老县城）的土地由公司统一实施征地拆迁和土地整治工作。酉阳县政府根据城市总体规划，将待整治土地委托公司进行整治，达到出让条件后，根据县政府的供地计划交由酉阳县国土资源和房屋管理局（以下简称“酉阳县国土局”）进行挂牌出让。根据酉阳府函【2008】128 号文，县城规划区范围的土地出让金，剔除应计提的各项基金费用后的 60%返还给公司（反映在“营业收入”科目）。截至 2014 年底，公司土地整理业务均根据该政策实现收益返还。受商住土地市场需求减弱的影响，公司整治的城区土地 2014 年未实现出让，土地整理收入主要为以前年度尾款。

此外，公司还参与了酉阳桃花源景区规划

范围内的土地整治业务。根据酉阳府发【2012】78 号文，该规划范围内的土地，其土地整治成本公司据实核算后由财政全额进行补偿，土地出让金扣除土地整治成本及各项基金费用后 50%返还公司。公司将土地整理成本计入“存货”科目，跟踪期内，公司土地整治业务无新增投入。

总的来看，公司土地储备资源较丰富。由于桃花源景区紧邻酉阳县城核心区，未来土地升值空间较大，公司土地整治业务盈利空间较有保障。考虑到土地市场易受房地产市场需求及宏观政策调控的影响，未来公司土地整理收入存在一定不确定性。

八、募集资金使用情况

公司 2014 年发行的第一期短期融资券“14 桃花源 CP001”用于偿还公司债务和补充公司营运资金。截至目前，上述资金已全部按披露用途使用。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013 年和 2014 年审计报告经中喜会计师事务所有限责任公司审计，并均出具了标准无保留意见。2013 年，公司合并范围新增 1 家全资子公司酉阳县龙潭古镇旅游开发投资有限责任公司；2014 年，公司合并范围新增 1 家全资子公司酉阳桃花源旅游产业服务有限责任公司。整体看，合并范围变化对公司合并报表影响不大。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 82.03 亿元，所有者权益合计为 57.45 亿元。2014 年，公司实现营业收入 5.40 亿元，利润总额 2.41 亿元。

2. 盈利能力

跟踪期内，公司主营业务收入仍以旅游相关业务收入与土地整治及开发业务收入为主。

2014年，公司实现营业收入5.40亿元，同比大增88.29%，主要由旅游相关房屋销售收入及土地整治政府回购收入增幅较大所致。公司营业利润增长44.86%，达1.55亿元。

跟踪期内，公司期间费用同比增加86.98%，主要由于公司旅游业务板块扩张引起的销售成本增加以及部分景区项目转固，原资本化利息费用化导致财务费用大幅上升所致。然而，由于同期营业增收幅度较大，期间费用占营业收入的比重下降0.15%。

2014年，公司营业外收入较前一年增加5.75%，主要包括旅游发展专项资金8272.08万元及公司获得政府部门拨付的举办节日活动经费等费用179.40万元等。

盈利指标方面，2014年，公司营业利润率下滑8.46个百分点至51.09%，但仍处于理想水平。公司总资产收益率和净资产收益率分别提高0.20与0.12个百分点，至3.67%及3.53%。

总体来看，跟踪期内，公司旅游产业相关收入与土地整治收入大幅增加，同时由于公司业务具有较强的区域垄断性，毛利率水平基本维持在较高水平。但由于期间费用对公司营业利润侵蚀较大，利润总额对补贴收入依赖较大。同时，公司整治的土地及拥有权证的土地出让易受当地国家宏观调控及土地市场价格波动的影响，公司未来收入规模变化具有一定不确定性。

3. 现金流及保障

跟踪期内，经营活动方面，公司销售商品，提供劳务收到的现金为3.24亿元，同比下降16.92%；公司经营活动现金流入较2013年增加13.40亿元，主要由于公司与关联方往来资金增长所致。2014年，公司经营活动现金流净额为5.57亿元，同比增加271.33%。公司现金收入比下降为60.01%，主要由于公司结转预收账款与应收账款大幅增加所致。2014年公司收入实现质量大幅下降。

投资活动方面，2014年，公司无相关现金

流入，投资活动现金流出5.97亿元，较2013年增加2.67亿元，主要系公司来自构建固定资产，无形资产等支付的现金的增长，为公司景区相关项目投入增长所致。2014年，公司对外投资力度进一步加大。

近两年公司持续扩大的对外投资规模使其筹资需求增加，债务规模加大。2014年，公司筹资活动产生的现金流入量为11.68亿元，较2013年大幅增加7.09亿元。2014年，筹资活动产生的现金流量净额为5.09亿元，整体融资规模呈扩大趋势。

总体看，跟踪期内，公司收入质量有所弱化，往来款规模较大对公司经营活动现金流有较大影响；投资活动面临的较大资金缺口主要依赖外部融资实现资金平衡。公司在建项目较多，未来融资压力较大。

4. 资产及债务结构

资产

跟踪期内，受益于政府资产的注入，公司资产总额的增长迅速，主要来自应收账款，生产性生物资产及货币资金的增加。截至2014年底，公司资产总额82.03亿元，同比增长41.70%。其中，流动资产占比由2013年的16.27%上升为2014年的18.53%，因应收账款及货币资金大幅增加所致；公司非流动资产占比下滑2.26个百分点至81.47%。公司资产仍以非流动资产为主。

截至2014年底，公司流动资产15.20亿元，同比增长61.70%，主要由于货币资金及应收账款增加所致。流动资产主要构成为货币资金（占53.55%），存货（占21.97%），应收账款（占9.54%），预付账款（占8.16%），其他应收款（占6.78%）。

2014年货币资金快速增长，同比增加208.33%，其中银行存款占比99.14%。

跟踪期内，2014年底公司新增应收账款1.45亿元，2013年该数值为零。其中，来自关联方酉阳县财政局应收账款占比56.94%。从账

龄来看, 1年以内的应收账款占比 73.27%, 1-2 年应收账款为 23.81%, 2-3 年为 0.1%, 三年以上占比为 3.82%。公司按照不同比例对应收账款计提坏账准备(一年以内不计提)。公司未计提应收账款跌价准备。

截至 2014 年底, 公司存货 3.34 亿元, 全部为开发成本, 同比减少 7.73%, 主要系政府回购部分公益性基建项目所致所致。从构成来看, 公司存货主要由之前年度承担建设的基础设施项目(0.78 亿元)、保障房安置房项目(1.00 亿元)及部分土地开发成本(1.43 亿元)等构成。

2014 年底, 公司非流动资产为 66.83 亿元, 同比增长 37.88%。主要由于固定资产、在建工程、生产性生物资产增加所致。其中, 占比较大的为在建工程(占 23.77%), 生物性生产资产(即林权, 占 19.38%), 无形资产(主要为土地使用权, 占 46.61%)。

截至 2014 年底, 公司在建工程 15.87 亿元, 同比增长 29.13%, 主要公司旅游景区相关项目投入增长所致。生物性生产资产共计 12.95 亿元, 为根据酉阳国资函【2014】60 号新增林权。

公司 2014 年底无形资产共计 31.15 亿元, 同比下降 2.11%。系无形资产增加累计摊销 0.67 亿元所致。

总体看, 跟踪期内, 公司资产继续快速增长, 但资产中无形资产、在建工程和固定资产占比较高, 资产流动性较弱。

所有者权益

截至 2014 年底, 公司所有者权益 57.45 亿元, 同比增加 29.19%, 由于资本公积增加所致。公司所有者权益中实收资本占 7.83%、资本公积占 82.58%、盈余公积占 2.56%、未分配利润占 7.03%。

2014 年, 根据酉阳国资函【2014】60 号文件, 酉阳县政府按照国有管理有关规定, 同意公司将青华林场 129528.5 亩林权证资产, 按 10000 元/亩计价, 入账金额 12.95 亿元, 相应增加公司资本公积科目

总体来看, 公司所有者权益结构稳定性较好。

负债

跟踪期内, 公司负债规模增长迅速, 截至 2014 年底, 公司负债总额为 24.58 亿元, 同比增长 83.16%; 其中流动负债占比小幅提升至 34.63%, 非流动负债占比下降至 65.37%。

流动负债方面, 2014 年公司流动负债 8.51 亿元, 同比大幅增加 93.85%, 主要由于应收账款与应收票据上升所致。公司流动负债主要由应付票据(占 35.25%)、其他流动负债(占 23.50%)、应付账款(占 15.75%)、应交税费(占 10.81%)、短期借款(占 8.81%)和预收账款(占 3.17%)构成。

截至 2014 年底, 公司短期借款新增 0.59 亿元, 达 0.75 亿元。公司应付票据新增 2.84 亿元, 共计 3 亿元。跟踪期内, 公司发行“14 桃花源 CP001”(2 亿元), 计入其他流动负债。

截至 2014 年底, 公司新增应付账款为 1.34 亿元, 主要为与重庆富策贸易有限公司, 重庆润泰创业实业有限公司, 重庆煜祺商贸有限公司, 云南景升建筑工程有限公司, 重庆润威大鲵综合开发有限公司往来工程款; 账龄在 1 年以内的占比为 98.51%。

跟踪期内, 公司预收款项大幅下降, 主要由于结转旅游地产项目收入所致。截至 2014 年底, 公司预收款项合计 0.26 亿元, 主要为桃花源旅游地产公司预收待出售的开发产品款项。

非流动负债方面, 2014 年底, 公司非流动负债 16.07 亿元, 同比增长 77.96%, 主要由于长期借款, 应付债券和长期应付款增加所致。

2014 年底, 公司长期借款合计 10.38 亿元, 其中抵押借款占比 99.23%, 信托借款为 2.81 亿元。

跟踪期内, 公司分别于 2014 年 9 月与 10 月发行私募债券共计 4 亿元, 期内利息 0.11 亿元, 在“应付债券”科目中反应。截至 2014 年底, 公司长期应付款 1.39 亿元, 新增来自平安国际融资租赁的融资租赁款 0.82 亿元, 已将有息长

期应付款纳入长期债务及相关指标核算。

跟踪期内，受应付票据，应付账款，长期借款及应付债券等迅速增长影响，公司有息债务规模快速增长，债务结构方面以长期债务为主。截至 2014 年底，公司全部债务为 21.62 亿元（已将有息长期应付款纳入长期债务核算），其中长期债务 15.87 亿元，占比 73.40%。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均呈上升趋势。截至 2014 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 29.96%、21.65%和 27.34%。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益结构变动不大；公司整体债务水平上升幅度较大，有息债务规模迅速增长，在建项目规模相对较大，外部筹资规模将随项目建设的推进快速扩张，债务负担将持续加重。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，受应收账款及货币资金大幅增加影响，公司流动比率有所下降；同时由于存货小幅下降，速动比率小幅上升。截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 178.56%和 139.31%。2013 年与 2014 年，公司经营现金流动负债比分别为 34.10%和 65.42%，公司经营现金流对短期债务保护能力提高。考虑到 2014 年底公司短期债务规模相对较小，其短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2014 年公司 EBITDA 增加 0.99 亿元，达 3.97 亿元；全部债务/EBITDA 倍数由 2013 年 3.12 倍上升至 5.45 倍。受长期借款、应付债券和长期应付款增加影响，公司债务规模上升较快，公司整体偿债指标有所弱化。但考虑到公司在资产注入、财政补贴、所得税优惠等方面得到了地方政府的大力支持，公司整体偿债能力尚可。

截至 2014 年底，公司无对外担保。

截至 2014 年底，公司获得授信总额 15.54 亿元，已使用 12.66 亿元，尚未使用余额 2.89

亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

公司于 2014 年 10 月发行了 2 亿元短期融资券“14 桃花源 CP001”。截至 2014 年底，公司现金类资产为 8.14 亿元，为“14 桃花源 CP001”发行额度的 4.07 倍。2013 年和 2014 年公司经营活动产生的现金流入量为“14 桃花源 CP001”的 2.92 倍和 9.62 倍，两年的经营活动现金流量净额分别为“14 桃花源 CP001”的 0.75 倍和 2.78 倍。总体来看，公司经营活动现金流及现金类资产对此期短期融资券本金的保障能力较好。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行出具的企业信用报告（2012 银行版，机构信用代码：G1050024210821781S），截至 2015 年 4 月 17 日，公司无不良信贷信息记录。

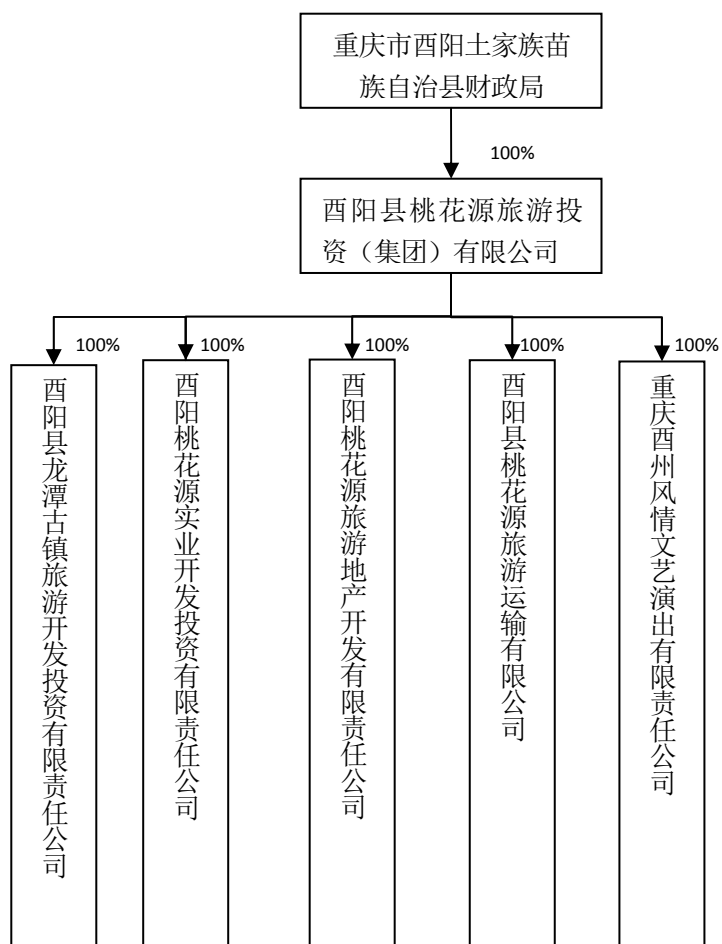
7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及酉阳县区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到酉阳县政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 桃花源 CP001” A-1 的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.16	2.64	8.14
资产总额(亿元)	52.80	57.89	82.03
所有者权益(亿元)	40.44	44.47	57.45
短期债务(亿元)	0.09	0.32	5.75
长期债务(亿元)	8.49	8.99	15.87
全部债务(亿元)	8.58	9.31	21.62
营业收入(亿元)	2.48	2.87	5.40
利润总额(亿元)	1.73	1.87	2.41
EBITDA(亿元)	2.36	2.99	3.97
经营性净现金流(亿元)	2.52	1.50	5.57
财务指标			
销售债权周转次数(次)	262.68	-	7.46
存货周转次数(次)	0.24	0.32	0.68
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.08
现金收入比(%)	102.81	136.00	60.01
营业利润率(%)	60.54	59.55	51.09
总资本收益率(%)	3.30	3.47	3.67
净资产收益率(%)	3.54	3.41	3.53
长期债务资本化比率(%)	17.36	16.82	21.65
全部债务资本化比率(%)	17.51	17.31	27.34
资产负债率(%)	23.41	23.19	29.96
流动比率(%)	185.00	214.35	178.56
速动比率(%)	115.90	132.02	139.31
经营现金流动负债比(%)	65.10	34.10	65.42
全部债务/EBITDA(倍)	3.63	3.12	5.45

注：计算全部债务以及相关指标过程中，已将有息其他流动负债、长期应付款纳入相关债务核算。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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 主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短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。

级别设置	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