

信用评级公告

联合〔2022〕6882号

联合资信评估股份有限公司通过对酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“20 桃花源 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月二十七日

酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司	AA	稳定	AA	稳定
重庆兴农融资担保集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 桃花源 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 桃花源 MTN001	10 亿元	10 亿元	2025-03-30

注：上述债券仅包括由联合资信评级，且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2022 年 7 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
旅游企业信用评级方法	V3.0.201907
旅游企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	4
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持：公司为酉阳县唯一旅游资源开发经营主体，在财政补贴、税收减免、债务置换和专项债资金支持等方面得到地方政府的有力支持				+3

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

评级观点

酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为酉阳县内唯一旅游资源开发经营主体，对区域内旅游资源享有优先经营权。跟踪期内，公司持续在财政补贴、税收减免、债务置换和资金支持等方面得到了地方政府的有力支持。2021 年，公司通过无偿划转或转让方式出让酉阳桃花源实业开发投资有限责任公司等公司股权，合并范围资产规模有所下降，同时债务规模明显收缩。受益于疫情缓解，2021 年，公司旅游产业有所恢复，收入规模及毛利率均同比提升明显，主业经营有所改善。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司主要旅游资源配套设施升级改造及配套建设仍未完工，尚未带来经济效益、资产流动性弱及本部债务负担较重等因素对其整体经营及信用水平带来的不利影响。

“20桃花源MTN001”由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“重庆兴农担保”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。重庆兴农担保的担保实力极强，其担保有效提高了本期债券偿付的安全性。

未来，随着景区内盈利项目的进一步开发及配套项目的逐步成熟，公司旅游板块收入及盈利能力有望得以提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“20桃花源MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司为酉阳县唯一旅游资源开发经营主体，对区域内旅游资源享有垄断经营权。公司拥有 5A 级景区桃花源景区、4A 级景区龚滩古镇、4A 级景区酉阳神龟峡等景区的垄断经营权，为酉阳县唯一旅游资源开发经营主体，区域地位重要。
2. 跟踪期内，公司在财政补贴、税收减免、债务置换和资金支持等方面得到地方政府的有力支持。2021 年，公司收到旅游开发补贴 1.55 亿元。根据《酉阳土家族苗族自治县财政局关于下达 2021 年再融资债券

分析师： 闫 力 张梦苏
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)
网址：www.lhratings.com

资金计划的通知》等文件，2021 年，公司及子公司累计获得政府专项债券资金 14.05 亿元，截至本报告出具日，上述资金均已到位。

3. 2021 年，随着疫情缓解，旅游产业有所恢复，收入规模及毛利率均同比提升明显；随着子公司出表，公司有息债务规模明显回落。2021 年，公司实现营业收入为 5.96 亿元，同比增长 34.23%；综合毛利率为 48.33%，同比提升 12.72 个百分点。截至 2022 年 3 月底，受子公司出表影响，合并范围内有息债务规模 61.64 亿元，较 2020 年底下降 29.58 亿元，债务负担有所减轻。

4. 存续中期票据拥有担保增信措施，大幅提升了其本息偿付的安全性。公司存续中期票据“20 桃花源 MTN001”由重庆兴农担保提供无条件不可撤销连带责任保证担保，重庆兴农担保的担保实力极强，其担保有效提升了本期中期票据本息偿还的安全性。

关注

1. 跟踪期内，随着子公司出表，公司资产及权益规模有所下降；公司仍对出表子公司提供较大规模的对外担保。公司通过无偿划转或转让方式出让酉阳桃花源实业开发投资有限责任公司等公司股权，资产及权益规模有所下降。截至 2022 年 3 月底，公司资产及权益规模分别为 144.70 亿元和 70.04 亿元，较 2020 年底分别下降 20.33%和 8.49%。截至 2022 年 3 月底，公司对外担保规模 28.78 亿元，主要担保对象亏损，存在一定或有负债风险。

2. 公司盈利能力弱；资产流动性及变现能力弱，其他应收款对资金形成占用；在建及拟建项目投资规模大，未使用授信额度较小，对外融资压力大。2021 年，公司其他收益占营业利润比重为 120.69%。非经常损益对公司利润总额贡献很大，盈利能力弱；跟踪期内，公司在建工程和固定资产保持较大规模，其他应收款快速增长，对资金形成占用。截至 2022 年 3 月底，公司获得的银行授信额度为 31.86 亿元，其中未使用额度 6.84 亿元。同期，公司在建项目预计总投资合计 36.06 亿元，已累计投资 21.24 亿元，未来仍面临一定投资压力。

3. 公司本部债务负担较重，直接融资占比高。截至 2022 年 3 月底，公司本部全部债务为 36.19 亿元，存续债券余额为 25.49 亿元，直接融资占比高。公司景区经营和升级改造主体主要为下属子公司，本部收入规模较小，利润主要来自政府补助，偿债来源依赖再融资。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	7.43	7.62	1.87	2.04
资产总额(亿元)	156.28	182.21	145.16	144.70
所有者权益(亿元)	73.78	76.54	70.01	70.04
短期债务(亿元)	10.56	12.78	6.88	6.51
长期债务(亿元)	65.90	78.44	51.93	55.13
全部债务(亿元)	76.46	91.22	58.80	61.64
营业总收入(亿元)	7.68	4.44	5.96	0.87
利润总额(亿元)	2.57	0.88	1.30	0.03
EBITDA(亿元)	5.14	4.27	5.71	--
经营性净现金流(亿元)	0.17	4.93	5.62	0.66
营业利润率(%)	56.97	23.74	45.87	65.98
净资产收益率(%)	3.09	1.00	1.73	--
资产负债率(%)	52.79	57.99	51.78	51.60
全部债务资本化比率(%)	50.89	54.38	45.65	46.81
流动比率(%)	280.39	279.36	155.82	182.10
经营现金流动负债比(%)	1.25	28.51	26.73	--
现金短期债务比(倍)	0.70	0.60	0.27	0.31
EBITDA 利息倍数(倍)	1.56	0.76	1.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.88	21.34	10.30	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	94.81	112.57	113.66	113.44
所有者权益(亿元)	57.50	60.55	59.92	59.94
全部债务(亿元)	27.38	37.04	36.56	36.19
营业总收入(亿元)	2.73	2.18	3.00	0.45
利润总额(亿元)	1.07	1.38	1.45	0.02
资产负债率(%)	39.35	46.22	47.28	47.16
全部债务资本化比率(%)	32.25	37.96	37.89	37.65
流动比率(%)	247.81	201.78	134.45	134.65
经营现金流动负债比(%)	-8.65	29.77	-19.62	--

注：1.公司 2022 年一季度财务数据未经审计；2. 公司其他应付款已经调整至短期债务及其相关指标中核算、长期应付款中的有息部分已经调整至长期债务及其相关指标中核算
资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 桃花源 MTN001	AAA	AA	稳定	2021/7/27	刘嘉敏 闫旭	旅游企业信用评级方法 V3.0.201907 旅游企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
20 桃花源 MTN001	AAA	AA	稳定	2020/3/17	刘嘉敏 闫旭	旅游企业信用评级方法 V3.0.201907 旅游企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

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

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（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（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化。2021 年，公司将资本公积 10.49 亿元转增实收资本。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本为 15.00 亿元，酉阳土家族苗族自治县财政局（以下简称“酉阳县财政局”）持有公司 100.00% 股权，为公司实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围及组织结构未发生重大变化。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 145.16 亿元，所有者权益 70.01 亿元（无少数股东权益）；2021 年，公司实现营业总收入 5.96 亿元，利润总额 1.30 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 144.70 亿元，所有者权益 70.04 亿元（无少数股东权益）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 0.87 亿元，利润总额 0.03 亿元。

公司注册地址：重庆市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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券如下表，跟踪期内上述债券募集资金已使用完毕，均按时付息。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20桃花源MTN001	10.00	10.00	2020-03-30	5年 (3+2)

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额(万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速(%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速(%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速(%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资(%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资(%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资(%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售(%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速(%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速(%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅(%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅(%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速(%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速(%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速(%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率(%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速(%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治

等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上

年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。

2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计

未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析及区域环境

1. 旅游行业

(1) 行业概况

旅游业是第三产业中的支柱产业之一，属于敏感性行业，需求弹性较大，易受外部经济环境和突发公共事件影响。2020 年，新冠肺炎疫情对旅游行业产生较大冲击，旅游行业多种业态“停摆”。2021 年以来，新冠肺炎影响持续，国内疫情局地多发，疫情防控进入常态化，对国内游旺季影响较大，但复苏情况好于 2020 年。

2020 年，新冠肺炎疫情对旅游业产生了前所未有的影响。根据文化和旅游部公布的数据，2020 年入出境旅游市场几乎全面停滞，国内旅游人数 28.79 亿人次，较上年同期减少 30.22 亿人次，同比下降 52.1%；分季度看，国内旅游呈现降幅收窄趋势，其中一季度国内旅游人数 2.95 亿人次，同比下降 83.4%；二季度国内旅游人数 6.37 亿人次，同比下降 51.0%；三季度国内旅游人数 10.01 亿人次，同比下降 34.3%；四季度国内旅游人数 9.46 亿人次，同比下降 32.9%。

2021 年以来，新冠肺炎影响持续，国内疫情呈现零星散发态势，前三季度，国内旅游总人数为 26.89 亿人次，同比增长 39.1%，全国国内旅游收入为 2.37 万亿元，同比增长 63.5%。分季度看，一至三季度国内旅游人数分别为 10.24 亿人次、8.47 亿人次和 8.18 亿人次，同比变动率分别为 247.1%、33.0% 和 -18.3%，国内游业务逐步恢复，但新冠肺炎影响持续，国内疫情局地多发，对国内游旺季影响较大，疫情防控进入常态化，旅游行业复苏情况好于 2020 年，但尚未实现全面复苏。

(2) 行业竞争

中国旅游市场存在产业化层次较低、发展模式单一等问题，行业规范和发展存在挑战。

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，均存在差距。

整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间既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。从长远看，国家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）行业政策

国家相关部委推出各项政策，旨在推动旅游产业整合和市场规范，行业格局有望改善。

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

表3 近年来旅游政策一览

时间	政策	主要内容
2018年6月	《国家发展改革委关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》	文件指出完善国有景区门票价格形成机制、降低重点国有景区门票价格，是加快发展全域旅游，推动景区及旅游业实现持续健康发展的重要举措。
2019年3月	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	文件提出多项激发居民消费、促进旅游市场发展的意见，旨在提升文化和旅游消费质量水平，增强居民消费意愿，以高质量文化和旅游供给增强人民群众的获得感、幸福感。
2019年7月	关于修订印发《文化旅游提升工程实施方案中央预算内投资管理办法》的通知	各地和有关部门要切实承担起文化旅游提升工程的项目实施主体责任，建立工作机制，落实建设方案，统筹资金渠道，组织编制年度投资计划并及时分解转发落实，有序推进工程实施，确保工程建设质量和效益。
2019年8月	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	提出多项激发居民消费、促进旅游市场发展的意见，包括：继续推动国有景区门票降价，各地结合实际情况，制定实施景区门票减免、景区淡季免费开放、演出门票打折等政策；举办文化和旅游消费季、消费月，举办数字文旅消费体验等活动；整合已有资源，提升入境旅游统一宣传平台水平等。
2020年1月	《文化和旅游部办公厅关于全力做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作暂停旅游企业经营活动的紧急通知》	旨在防控新冠肺炎的传播，要求全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品。
2020年4月	《文化和旅游部国家卫生健康委关于做好旅游景区疫情防控和有序开放工作的通知》	旨在规范解禁后旅游景区管理，确保旅游景区安全有序开放。

资料来源：联合资信整理

2 区域环境

跟踪期内，随着疫情防控的有序推进及经营的逐步恢复，酉阳县经济发展实现增长，旅游业恢复明显，公司外部发展环境保持稳定。

公司地处酉阳县，位于重庆市东南方向。酉阳县地处武陵山腹地，与渝、鄂、湘、黔四省（市）接壤，酉阳历史文化悠久，有 2200 多年建县史，曾是 800 年州府所在地。酉阳县附近有张家界、凤凰、恩施大峡谷等著名景区，与酉阳县旅游景区形成较好资源集群效应，对游客具有一定带动作用。

根据《酉阳土家族苗族自治县 2021 年国民经济和社会发展统计公报》，实现地区生产总值 212.47 亿元，比上年增长 6.0%。第一产

业实现增加值 40.28 亿元，增长 4.7%；第二产业实现增加值 33.98 亿元，增长 2.2%，其中工业实现增加值 14.29 亿元，增长 6.4%，建筑业实现增加值 19.69 亿元，比上年下降 0.8%；第三产业实现增加值 138.21 亿元，增长 7.3%。三次产业结构比为 19.0：16.0:65.0。全年人均地区生产总值 34988 元，增长 5.7%。民营经济增加值 121.08 亿元，增长 5.6%，占全县经济总量的 57.0%。全年新增登记市场主体 6879 户，增长 7.7%。

2021 年，酉阳县星级酒店 2 家，星级酒店客房数 188 间；全县接待游客 2006.21 万人次，比上年增长 33.6%，其中：过夜游客 143.19 万人次，增长 9.6%；实现旅游综合收入 85.15 亿

元，增长 39.40%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 3 月底，公司注册资本 15.00 元，实际控制人为酉阳县财政局，持股比例 100.00%。

2. 企业规模与竞争力

公司是酉阳县国有旅游资源综合开发的经营主体，无偿拥有酉阳县旅游景区独家经营权，具有区域垄断经营优势。

2021 年 12 月，根据《酉阳土家族苗族自治县人民政府关于进一步明确旅游景区开发经营权限范围的批复》，酉阳县人民政府同意将酉阳桃花源景区经营权、龚滩古镇（乌江画廊）、酉阳神龟峡（阿蓬江大峡谷）、叠石花谷登景区经营权纳入公司管理范围，管理权限从 2021 年 8 月至 2062 年 12 月。

截至 2022 年 3 月底，公司控股 5A 级景区桃花源景区、4A 级景区龚滩古镇、4A 级景区酉阳神龟峡（阿蓬江大峡谷）景区、4A 级景区龙潭古镇的开发经营主体，并拥有酉水河国家湿地公园、大板营原始森林景区经营权。

3. 企业信用记录

公司本部过往履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（统一社会信用代码：915002427842096374），截至 2022 年 6 月 16 日，公司本部已结清的中长期借款中有 5 笔关注类。根据贷款行提供说明文件，上述关注类贷款主要系根据资产质量分类导致，还本付息均正常，属于优良贷款；存在一笔强制执行记录，原因为重庆市宇帝房地产开发有限公司申请执行公司及下属子公司酉阳桃花源实业开发投资有限责任公司建设合同纠纷一案，目前已执行完毕，涉案金额 1774.62 万元。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 6 月 10 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度及高级管理人员等方面无重大变化。

八、重大事项

无偿划转酉阳县桃花源健康养老产业有限公司 90.00% 股权

公司于 2021 年 9 月 9 日发布公告称，根据酉阳土家族苗族自治县国有资产发展服务中心下发《关于同意桃花源投集团划转子公司股权的批复》（酉阳国资发〔2021〕74 号），同意公司将持有的酉阳县桃花源健康养老产业有限公司（以下简称“酉阳康养公司”）90% 股权无偿划转至酉阳县酉州实业集团有限公司（以下简称“酉州实业”）。截至 2020 年底，酉阳康养公司经审计净资产 4778.46 万元，公司经审计净资产 765407.11 万元，占比为 0.62%。

本次划转按照公司 2021 年 7 月底所持股权账面净值进行划转。截至 2021 年 7 月底，酉阳康养公司经审计的资产总额为 88779.35 万元，负债总额为 84052.98 万元，所有者权益为 4726.37 万元；2021 年 1-7 月，酉阳康养公司未实现营业收入，净利润-52.09 万元。2021 年 8 月 30 日，上述股权划转的工商变更登记及备案手续已办理完结。

截至 2021 年底，公司对酉阳康养公司担保规模 1.50 亿元。

转让重庆桃花源旅游产业发展有限责任公司 100% 股权

公司于 2021 年 9 月 30 日发布公告称：

2021年9月16日，公司与重庆市华茂投资有限责任公司（以下简称“华茂投资”）签署了《重庆桃花源旅游产业发展有限责任公司股权转让协议》（以下简称“股权转让协议”），公司同意将其持有的重庆桃花源旅游产业发展有限责任公司（以下简称“产业发展公司”）100%股权有偿转让给华茂投资。股权转让协议约定：公司以人民币10000万元的交易对价将其持有的产业发展公司100.00%的股权转让给华茂投资；公司保证向华茂投资转让的股权不存在第三人的请求，并没有设置任何质押，未涉及任何争议与诉讼；本次转让完成后，华茂投资即享受相应的股东权利并承担义务，公司不再享受相应的股东权利和承担义务。

截至2020年底，产业发展公司经审计的资产总额为23965.60万元，负债总额为14109.92万元，所有者权益为9855.68万元；2020年度，产业发展公司共实现了营业收入437.53万元，净利润-1413.67万元。截至2021年9月28日，上述股权转让事项已经完成工商变更。

截至2021年底，公司对产业发展公司担保规模1150.00万元。

无偿划转酉阳桃花源旅游地产开发有限责任公司100.00%股权

公司于2021年9月22日公告称：公司将持有的酉阳桃花源旅游地产开发有限责任公司（以下简称“桃花源旅游地产公司”）100%股权无偿划转至酉州实业。

本次划转按照公司2021年7月底所持股权账面净值进行划转。截至2021年7月底，桃花源旅游地产公司经审计的资产总额为327624.26万元，负债总额为257053.36万元，所有者权益为70570.90万元；2021年1-7月，桃花源旅游地产公司实现营业收入134.66万元，净利润-2934.90万元。2021年9月14日，上述股权划转的工商变更登记及备案手续已办理完结。

截至2021年底，公司对桃花源旅游地产公司担保规模5.89亿元。

转让酉阳桃花源实业开发投资有限责任公司51.00%股权

公司于2021年12月3日发布公告称：公司将酉阳桃花源实业开发投资有限责任公司（以下简称“桃花源实业”）51.00%股权转让给酉州实业，交易对价为2.01亿元。公司原持有桃花源实业88.00%的股份，本次转让后公司对桃花源实业的持股比例下降至37.00%，不再纳入公司合并范围。

根据亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《酉阳桃花源实业开发投资有限责任公司截至2021年7月31日止及前一年度资产剥离后的模拟财务报表审核报告》，截至2020年底，桃花源实业经审计的资产总额为368847.72万元，所有者权益为28344.91万元；2020年度，桃花源实业实现了营业收入11428.57万元，净利润-1518.60万元。截至2021年11月1日，上述股权转让事项已经完成工商变更。

截至2021年底，公司对桃花源实业担保规模21.92亿元。

九、经营分析

1. 经营现状

受益于疫情缓解，2021年公司旅游开发及服务业务实现较快增长。2022年一季度，受疫情反复影响，公司收入规模同比下降明显。

公司目前业务主要包括对酉阳县内主要旅游资源进行开发经营及管理，并根据政府授权对县城及景区内土地进行整治开发及政府回购业务。2021年，公司实现营业收入为5.96亿元，同比增长34.23%，主要受益于疫情缓解，旅游开发及服务收入同比增长46.94%至5.76亿元所致，占营业收入比重提升至96.62%；公司土地开发整理及政府回购业务收入0.19亿元，主要来自小坝棚户区改造项目。

从毛利率来看, 2021 年, 公司综合毛利率为 48.33%, 同比提升 12.72 个百分点, 一方面系公司旅游开发及服务板块经营业绩提升明显, 另一方面系部分子公司出表, 部分景区运营成本下降所致。2021 年, 受政府结算进度影响, 公司土地开发整理及政府回购业务毛利率

下滑至 31.63%。

2022 年 1—3 月, 受疫情反复影响, 当期公司实现营业收入 0.87 亿元, 同比下降 33.08%; 综合毛利率为 63.09%, 同比提升 4.38 个百分点。

表 4 近年来公司营业收入构成及毛利率情况 (单位: 万元)

产品	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率 (%)	收入	占比	毛利率 (%)	收入	占比	毛利率 (%)	收入	占比	毛利率 (%)
旅游开发及服务	76496.05	99.62	61.79	39225.39	88.34	30.80	57622.55	96.62	48.89	8635.69	99.66	68.17
土地开发整理及政府回购	--	--	--	5050.58	11.37	35.17	1886.79	3.16	31.63	--	--	--
其他	289.28	0.38	-67.52	126.54	0.28	0.28	128.35	0.22	100.00	29.23	0.34	-5.08
合计	76785.33	100	61.31	44402.51	100.00	35.61	59637.69	100.00	48.33	8664.93	100	63.09

资料来源: 公司提供

表 5 2019—2021 年及 2022 年 1—3 月公司旅游开发及服务业务收入及毛利率构成情况 (单位: 万元)

项目	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率 (%)	收入	占比	毛利率 (%)	收入	占比	毛利率 (%)	收入	占比	毛利率 (%)
旅游产业相关收入	49861.56	65.18	60.27	25383.66	64.71	11.75	40810.93	70.82	38.96	4653.28	53.88	55.92
租赁收入	14686.27	19.2	91.15	11022.95	28.10	89.53	15163.28	26.31	96.63	3733.38	43.23	99.97
运输收入	2387.73	3.12	60.14	703.67	1.79	-29.32	425.61	0.74	-135.93	100.87	1.17	-85.9
演出收入	2246.22	2.94	73.56	176.47	0.45	-362.43	559.90	0.97	-316.58	23.69	0.28	-278.61
旅游地产销售收入	536.00	0.70	15.00	1728.29	4.41	14.60	128.21	0.22	0.15	--	--	--
旅游服务及货物销售收入	2011.45	2.63	24.38	200.83	0.51	-91.57	534.62	0.93	-0.09	124.47	1.44	97.08
产权竞卖服务收入	4766.81	6.23	3.68	9.52	0.02	100.00	--	--	--	--	--	--
合计	76496.05	100.00	61.79	39225.39	100.00	30.80	57622.55	100.00	48.89	8635.69	100.00	68.17

注: 商铺租赁业务中公司主要的成本是资产折旧及房屋日常维护费, 房屋的折旧成本一部分没有进入租赁成本, 而是旅游产业成本
资料来源: 公司提供

2. 旅游开发及服务

2021 年, 受益于疫情缓解, 旅游开发及服务业务板块收入规模及毛利率提升明显。桃花源实业公司虽不再纳入合并范围, 但桃花源景区的经营管理权仍纳入公司, 未对该业务板块造成明显影响。

(1) 旅游产业

公司旅游产业收入主要来自景区门票和

船票收入, 截至 2022 年 3 月底, 公司产生经营效益的景区包括: 酉阳桃花源 5A 级景区、龚滩古镇 4A 级景区、酉阳神龟峡 4A 级景区及叠石花谷景区。

从公司各景区收入构成来看, 跟踪期内, 公司景区门票收入主要来自团队游客, 2021 年, 公司桃花源景区团队游客占比 83.43%, 较上年同比变化不大, 龚滩景区团队游客占比为

95.84%，较上年增加7.79个百分点。

表 6 2019 - 2022 年 1 - 3 月公司主要景区门票/船票情况（单位：万元、万人次）

项目		2019 年度		2020 年度		2021 年		2022 年 1-3 月	
		金额	人数	金额	人数	金额	人数	金额	人数
桃花源景区	桃花源景区门票收入	21453.73	263.91	8877.33	128.80	14157.13	174.05	1449.16	20.57
龚滩古镇景区	龚滩门票收入	10070.61	197.90	6225.63	105.45	7522.33	141.28	760.13	14.74
	龚滩乌江画廊船票收入（未统计散客人数）	9659.70	81.87	4860.83	42.34	8470.36	61.02	1016.84	8.30
酉阳神龟峡景区	酉阳神龟峡景区船票收入（未统计散客人数）	4227.51	37.86	2114.23	21.01	1832.43	19.31	496.21	5.26
叠石花谷景区	门票收入	648.04	15.42	2929.56	58.73	7675.91	96.18	855.48	11.13
合计	--	46059.58	596.96	25007.58	356.33	39658.16	317.79	4577.82	60.00

注：1. 景区人数与景区门票/船票乘积与门票/船票收入差距较大，主要系景区门票/船票价格为标准票价，实际营业中公司会举行不同力度营销活动，相关收入均根据实际收入确认；2. 上表中桃花源景区的门票收入包含了景区内部份商品销售收入。所以收入与表 5 统计口径略微存在差异。

资料来源：公司提供

桃花源景区

公司桃花源景区原由桃花源实业经营，2021年10月，公司将其51.00%股权转让给酉州实业，桃花源实业不再纳入公司合并范围（详见重大事项）。根据《酉阳土家族苗族自治县人民政府关于进一步明确旅游景区开发经营权限范围的批复》，同意公司将酉阳桃花源景区经营权从酉阳桃花源实业收回，管理权限从2021年8月至2062年12月。跟踪期内，桃花源景区仍主要由世外桃源、太古洞、桃花源国家森林公园、酉州古城、二酉山片区构成，集秦晋历史文化、土家民俗文化、自然生态文化、天坑溶洞地质奇观于一体，同时配套森林酒店及游客集散中心的复合型景区。

截至2022年3月底，桃花源景区收益主要来自世外桃源和太古洞门票，周边交通有重庆黔江武陵山机场（1.5小时车程），同时连接包茂高速、渝湘高速，渝湘高铁酉阳站已在建设中，预计2025年开通，建成后将大幅提升游客往来便利性。桃花源景区门票由桃花源实业公司收取，跟踪期内，门票价格未发生变动，仍为散客100元/人，团体票团队90元/人，2021年，随着疫情防控形势好转，桃花源景区接待游客

同比增长35.13%，桃花源景区收入同比增长59.55%。

龚滩古镇景区

龚滩古镇景区经营实体和开发建设主体为重庆市山水画廊旅游开发有限公司（以下简称“山水画廊公司”），龚滩古镇的收益来源主要为景区门票收入和船票收入，跟踪期内景区门票价格未发生变化，龚滩古镇门票价格86元/人，由公司本部直接收取。2021年，龚滩古镇实现门票收入同比增长19.04%；游客数量同比增长34.00%。

游船方面，跟踪期内公司新增客船2艘300客位大邮轮，于2021年10月下河运营。截至2022年3月底，龚滩景区共有18艘游船。2021年，船票收入同比增长73.47%，游客人数同比增长44.12%。

酉阳神龟峡景区

酉阳神龟峡景区由重庆大河口旅游开发有限责任公司（以下简称“重庆大河口公司”）开发经营。酉阳神龟峡（阿蓬江大峡谷）景区收入主要来源于其游船项目，截至2022年3月底共投入运营13艘游船，跟踪期内未新增游船。受景点较远影响，神龟峡景区旅游恢复较慢，

2021年，实现船票收入0.18亿元，游客共计19.31万人次，同比分别下降14.29%和8.09%。

叠石花谷景区

2019年10月，公司新开发叠石花谷景区，2021年底，景区经营权为公司本部。叠石花谷景区位于酉阳县城南郊12公里，有叠石祭坛、二十四戏神、叠石天坑、叠石古遗迹区等15处叠石景点；花谷区总占地面积1100余亩。2021年，叠石花谷景区门票收入和游客数量分别同比增长165.52%和63.77%。

其他景区

除上述景区外，公司还有龙潭古镇、酉水河国家湿地公园、大板营原始森林，均尚未产生收益。

同时，公司持续进行景区服务能力提升，在桃花源景区周边建设自驾营地、小火车、游乐场、索道、滑道、玻璃栈道、运动基地、木屋酒店等配套项目，其中游乐场已于2021年5月1日开业，自驾营地、木屋酒店在2021年11月开业，小火车项目预计2022年7月正式运营。

后续配套项目的运营将为公司经营性收入提供一定补充。

(2) 旅游租赁

公司租赁收入主要来自于景区及景区周边物业出租产生的收入，由集团本部、桃花源实业公司、产业发展公司和桃花源旅游地产公司持有，主要分布在酉州古城风情街及县城内等地。其中，酉州古城全长1.3公里，于2010年动工，2011年建成，面积47928.75平方米，共有商铺127家，公司租赁给当地居民配套景区内酒店及餐饮服务，获取商铺租赁收入。公司与古城商铺租户签订的租赁合同约定的租赁期一般在5~8年，并约定每年租金将在上一年度租金的基础上上浮一定百分比。受益于租金上涨及上年对租户减免部分租金起点较低，2021年，公司租赁收入同比增长38.18%至1.52亿元。2022年一季度，公司租赁收入3734.23万元，同比略有下滑，主要系部分子公司出表，租赁面积有所下滑所致。

表7 公司近三年一期主要物业出租情况（单位：万元、平方米）

名称	租赁主体	项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
酉州古城风情街	集团本部	租赁收入	2483.94	2998.67	3650.79	912.70
		总面积	47928.75	47928.75	47928.75	47928.75
		出租面积	37963.16	43031.75	41398.78	41398.78
		单位面积租金	75 元/平方米/月	10-104 元/平方米/月	10-104 元/平方米/月	10-104 元/平方米/月
		出租率	80.00%	89.00%	86.38%	86.38%
会议中心	集团本部	租赁收入	2976.23	1695.66	2418.71	604.68
		总面积	50372.63	50372.63	50372.63	50372.63
		出租面积	47854.00	34108.07	34108.07	34108.07
		单位面积租金	52 元/平方米/月	56 元/平方米/月	63 元/平方米/月	63 元/平方米/月
		出租率	95.00%	68.00%	68.00%	68.00%
综合写字楼	集团本部	租赁收入	3192.61	2586.02	3688.73	922.18
		总面积	54056.00	54056.00	54056.00	54056.00
		出租面积	51353.20	51353.20	51353.20	51353.20
		单位面积租金	52 元/平方米/月	56 元/平方米/月	63 元/平方米/月	63 元/平方米/月
		出租率	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%
县城内门面	集团本部、桃花源实	租赁收入	4769.80	3742.60	5405.05	1294.67
		总面积	30423.69	30423.69	30423.69	27923.07

	业、产业发展公司和桃花源旅游地产公司	出租面积	28902.51	28902.51	28902.51	27923.07
		单位面积租金	138 元/平方米/月	138 元/平方米/月	146 元/平方米/月	154 元/平方米/月
		出租率	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%
租赁收入合计	--	--	14686.27	11022.95	15163.28	3734.23

注：2021年底，县城内门面总面积、租赁面积仍包含出表子公司数据

资料来源：公司提供

（3）旅游地产

公司旅游地产开发规模较小，由桃花源旅游地产公司经营，主要对酉阳县内景区周边地产、景区配套物业等进行开发，在拿地成本方面具有一定优势。2021年实现收入128.21万元。2021年9月，公司已将桃花源旅游地产公司100%股权无偿划转至酉州实业，上述股权变更已完成工商登记，不再纳入公司合并范围，公司已退出旅游地产业务。

（4）其他板块

公司其他板块还包括旅游运输、旅游演艺、旅游服务及货物销售等景区消费项目，其中旅游运输收入主要为景区内旅游大巴、环保观光车、景区内中转大巴车的运营收入；旅游演艺板块收入主要来源于桃花源景区的桃源大舞台之梦幻桃源；旅游服务及货物销售旅游服务板块主要包括酉阳县内旅游商品和户外游乐项目服务等。2021年，其他业务板块实现收入128.35万元，同比略有增长。

3. 土地开发整理及政府回购

2017年12月22日，根据酉阳府[2017]315号《酉阳土家族苗族自治县人民政府关于确定小坝片区棚户区改造项目（一期）购买主体有关事宜的通知》，由酉阳土家族苗族自治县城建委员会作为小坝片区棚户区改造服务的购买主体，通过单一来源采购方式确定公司子公司桃花源旅游地产公司为服务承接主体，双方签订了《酉阳县小坝片区棚户区改造项目（一期）政府购买服务协议》（以下简称“政

府购买服务协议”）。根据政府购买服务协议，购买服务的资金来源于酉阳县人民政府财政性资金，已在财政预算中统筹安排，并将在协议期内逐年纳入未来年度本级财政预算支出管理。另外，酉阳县财政局出具证明文件，确认“小坝片区棚户区改造项目（一期）”经县政府同意纳入中期财政规划，严格按照政府采购程序实施采购，资金来源为政府购买服务资金。2021年，公司政府回购业务实现收入1886.79万元，全部为小坝片区棚户区改造项目产生。随着桃花源旅游地产公司出表，未来此项业务不再存续。

4. 经营效率

跟踪期内，公司整体经营效率偏低。

2021年，公司销售债权周转次数为5.06次，同比有所下降，总资产周转次数和存货周转次数均有所提升，分别为0.04次和0.25次

4. 未来规划

跟踪期内，公司在建项目仍主要为景区配套基础设施建设与升级改造，未来仍存在一定投资规模及筹资压力。

跟踪期内，公司投资项目仍主要为酉阳桃花源旅游景区升级改造项目、龚滩古镇（含游客接待中心/码头建设）、阿蓬江大峡谷景区配套基础设施建设项目和龚滩片区和农旅融合示范项目等。公司在建项目预计总投资合计36.06亿元，截至2022年3月底已累计投资21.24亿元，未来仍面临一定投资压力。

表 8 截至 2022 年 3 月底公司在建项目投资情况及未来投资计划（单位：万元）

项目名称	建设期间	预计总投资	资金安排		截至 2022 年 3 月底累计投资金额	未来投资计划		
			自筹	融资		2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年
酉阳桃花源旅游景区升级改造项目	2011-2020 年	183000.00	36600.00	146400.00	122553.03	5000	20000	35446.97
龚滩古镇（含游客接待中心/码头建设）	2016-2019 年	50000.00	10000.00	40000.00	17411.03	10000	10000	12588.97
阿蓬江大峡谷景区配套基础设施建设	2015-2019 年	40000.00	8000.00	32000.00	39052.55	947.45	--	--
农旅融合示范项目	2020-2023 年	87562.28	27562.28	60000.00	33406.64	15000	20000	19155.64
合计	--	360562.28	82162.28	278400.00	212423.253	30947.45	50000.00	67191.58

注：1、建设期为大规模投入的期间，部分在建项目虽已超建设期，但大规模投入已经完成，后续投入为景区日常绿化及修复的投入；2、桃花源实业虽已出表，但桃花源部分在建工程（酉阳桃花源旅游景区升级改造项目）转回本部

资料来源：公司提供

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 年度财务报表，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对公司财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2022 年 1—3 月财务报表未经审计。

合并范围方面，2021 年底，公司合并范围共 9 家子公司，较上年底减少 5 子公司，分别是重庆酉州文化旅游发展有限公司、桃花源实业、酉阳康养公司、产业发展公司和桃花源旅游地产公司；2022 年一季度，公司合并范围较 2021 年底未发生变化。跟踪期内，公司合并范围变化较大，对财务数据可比性有一定影响。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 145.16 亿元，所有者权益 70.01 亿元（无少数股东权益）；2021 年，公司实现营业总收入

5.96 亿元，利润总额 1.30 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 144.70 亿元，所有者权益 70.04 亿元（无少数股东权益）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 0.87 亿元，利润总额 0.03 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，受桃花源实业等子公司出表影响，公司资产规模明显收缩，存货规模下降明显；在建工程和固定资产规模有所回落，但仍保持较大规模；以往来款为主的其他应收款规模较大，对资金形成占用。整体看，公司资产流动性及变现能力弱。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 145.16 亿元，较上年底下降 20.33%，主要系桃花源实业等子公司不再纳入合并范围所致。其中，流动资产占 22.56%，非流动资产占 77.44%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 9 2020—2021 年及 2022 年 3 月底公司资产主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	48.33	26.53	32.74	22.56	31.53	21.79
货币资金	7.62	15.76	1.87	5.71	2.04	6.45
应收账款	0.61	1.27	1.75	5.33	2.60	8.25
其他应收款	14.62	30.25	25.05	76.52	22.81	72.32
存货	22.18	45.88	2.22	6.79	2.23	7.08
其他流动资产	2.40	4.96	1.68	5.12	1.66	5.27
非流动资产	133.88	73.47	112.42	77.44	113.17	78.21

投资性房地产	17.43	13.02	17.43	15.51	17.43	15.40
固定资产	39.69	29.65	33.29	29.61	33.12	29.26
在建工程	26.68	19.93	20.67	18.39	21.62	19.10
无形资产	46.99	35.10	34.98	31.12	34.99	30.92
资产总额	182.21	100.00	145.16	100.00	144.70	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至 2021 年底，流动资产 32.74 亿元，较上年底下降 32.26%，主要系存货减少所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成。

截至 2021 年底，公司货币资金 1.87 亿元，较上年底下降 75.45%。货币资金中有 0.35 亿元受限资金。

截至 2021 年底，公司应收账款账面价值 1.75 亿元，较上年底增长 185.32%。应收账款账龄以一年内为主，累计计提坏账 5 万元；应收账款前五大欠款方合计金额为 1.60 亿元，占比为 91.74%，集中度很高。

截至 2021 年底，公司其他应收款 25.05 亿元，较上年底增长 71.38%，主要系往来款及股权转让款增加所致。其他应收款金额前五名余额合计 15.56 亿元，占 2021 年底余额的 65.88%，集中度高。

表 10 2021 年底公司其他应收款余额前五名情况

（单位：亿元）

单位名称	金额	占比 (%)	账龄	款项性质
财政局	4.40	17.50	1 年以内	往来款
酉阳土家族苗族自治县国库支付中心	3.07	12.21	1 年以内	往来款
酉阳桃花源实业开发投资有限责任公司	5.12	20.37	1 年以内&1 至 2 年&2 至 3 年	往来款
酉阳县西州实业集团有限公司	2.01	7.98	1 年以内	股权转让
酉阳县兴旅营销策划有限公司	1.96	7.81	1 年以内	往来款
合计	16.56	65.88		

截至 2021 年底，公司存货 2.22 亿元，较上年底下降 89.97%，主要系桃花源旅游地产公司出表，房地产开发成本下降所致。存货

主要由生产成本 2.17 亿元构成，未计提跌价准备。

截至 2021 年底，公司其他流动资产 1.68 亿元，较上年底下降 30.12%，主要系增值税留抵税额下降所致。

（2）非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 112.42 亿元，较上年底下降 16.02%，公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、在建工程 and 无形资产构成。

截至 2021 年底，公司投资性房地产 17.43 亿元，全部采用公允价值计量，较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司固定资产 33.29 亿元，较上年底下降 16.13%。固定资产主要由房屋建筑物构成，累计计提折旧 2.55 亿元。

截至 2021 年底，公司在建工程 20.67 亿元，较上年底下降 22.52%。公司在建工程构成主要包括酉阳桃花源旅游景区升级改造项目 12.06 亿元、菖蒲-花田景区建设项目 2.83 亿元和阿蓬江景区 3.83 亿元

截至 2021 年底，公司无形资产 34.98 亿元，较上年底下降 25.55%，主要系特许经营权（部分景区的停车场和广告位经营权随桃花源实业转出）减少 7.67 亿元所致。无形资产主要为土地使用权和林权，其中，土地使用权主要分布在酉阳县城区内、小坝农场、渤海农场、龙潭古镇、龚滩古镇等地。

表 11 截至 2021 年底公司受限资产明细

（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	0.35	质押借款
固定资产	0.23	贷款抵押
无形资产	9.10	债券抵押/贷款抵押

投资性房地产	8.52	贷款抵押
合计	18.21	

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 144.70 亿元，较 2021 年底变化不大。其中，流动资产占 21.79%，非流动资产占 78.21%。公司资产结构较 2021 年底变化不大，各资产科目亦变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司权益规模有所下降，权益中实收资本及资本公积合计占比较高，权益稳定性较强。

截至 2021 年底，公司所有者权益 70.01 亿元，较上年底下降 8.54%，主要系无偿划转酉阳康养公司和桃花源旅游地产公司股权减少资本公积 8.20 亿元所致。公司无少数股东权益。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 21.43%、47.88%、7.25%和 19.87%。所有者权益结构稳定性较好。2021 年，公司将资本公积中 10.49 亿元转增股本，实收资本增加至 15.00 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 70.04 亿元，较 2021 年底变化不大。

(2) 负债

跟踪期内，受益于债务负担较重的子公司出表，公司债务规模较快下降，债务负担有所减轻。

截至 2021 年底，公司负债总额 75.16 亿元，较上年底下降 28.87%，主要系非流动负债减少所致。其中，流动负债占 27.96%，非流动负债占 72.04%。公司负债以非流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至 2021 年底，公司流动负债 21.01 亿元，较上年底增长 21.44%，主要系其他应付款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 13.35%）、其他应付款（占 55.79%）和

一年内到期的非流动负债（占 19.29%）构成。

截至 2021 年底，公司短期借款 2.81 亿元，较上年底下降 8.03%，主要构成为保证借款 2.51 亿元。

截至 2021 年底，公司其他应付款 11.72 亿元，较上年底增长 1462.16%，主要系往来款增加所致。

表 12 截至 2021 年底公司主要其他应付款明细

(单位：亿元)

项目	期末余额	款项性质	账龄
酉阳县桃花源健康养老产业有限公司	4.02	往来款	1 年以内
酉阳县桃花源新城建设开发有限责任公司	2.50	往来款	1 年以内
重庆宏融资本运营集团有限公司	0.50	资本金	1 年以内
重庆市华茂投资有限责任公司	0.39	往来款	1 年以内&2-3 年
酉阳县桃花源旅游产业服务有限公司	0.38	往来款	1 年以内
合计	7.78	--	--

资料来源：公司提供

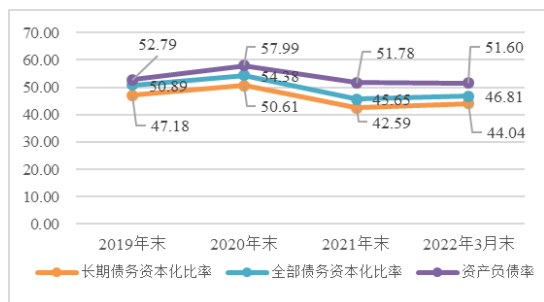
截至 2021 年底，公司非流动负债 54.15 亿元，较上年底下降 38.73%，主要系长期借款和长期应付款下降所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 23.01%）、应付债券（占 47.05%）和长期应付款（占 25.84%）构成。

截至 2021 年底，公司长期借款 12.46 亿元，较上年底下降 63.39%；公司应付债券 25.48 亿元，较上年底增长 11.39%，主要系发行私募债“S20 酉 01”10 亿元所致。

截至 2021 年底，公司长期应付款 13.99 亿元，较上年底下降 15.56 亿元，主要系专项应付款（医院棚改资金减少 5.90 亿元和棚改项目 2.00 亿元）和融资租赁款减少所致。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 74.67 亿元，较 2021 年底变化不大。其中，流动负债占 23.19%，非流动负债占 76.81%。公司以非流动负债为主，负债结构较 2021 年底变化不大。

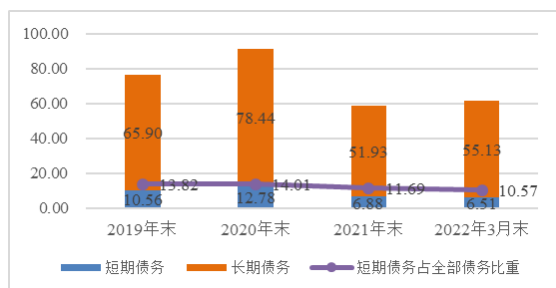
图 1 2019 - 2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务杠杆水平



注：上述比率数值为百分数

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图 2 2019 - 2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务结构 (单位：亿元)



注：上述比重数值为百分数

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2021 年底，公司全部债务 58.80 亿元，较上年底下降 35.54%。债务结构方面，短期债务占 11.69%，长期债务占 88.31%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2021 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 51.78%、45.65%和 42.59%，较上年底分别下降 6.22 个百分点、8.72 个百分点和 8.03 个百分点，债务负担有所减轻。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 61.64 亿元，较 2021 年底增长 4.82%。从债务指标来看，截至 2022 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 51.60%、46.81%和 44.04%，较 2021 年底分别下降 0.18 个百分点、提高 1.16 个百分点和提高 1.46 个百分点。

4. 盈利能力

2021 年，受益于疫情缓解，公司旅游主

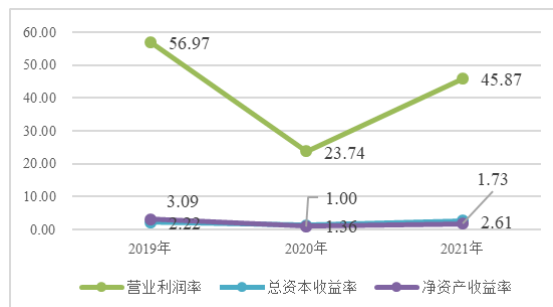
业业绩同比增长明显，但收入规模仍偏小，主业盈利能力仍弱，当期利润主要来自非经常性损益。

2021 年，公司实现营业总收入 5.96 亿元，同比增长 34.31%；营业成本 3.08 亿元，同比增长 1.04%；同期，公司营业利润率为 45.87%，同比提高 22.14 个百分点。

2021 年，公司费用总额为 3.53 亿元，同比增长 40.06%，主要系财务费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 3.42%、18.68%和 77.90%，以财务费用为主。2021 年，公司期间费用率为 59.11%，同比提高 2.42 个百分点。期间费用对整体利润侵蚀较为严重。

2021 年，公司实现投资收益 0.52 亿元，主要系处置长期股权投资产生的投资收益 0.81 亿元（权益法核算的长期股权投资收益 -0.29 亿元），投资收益占营业利润比重为 40.50%；其他收益 1.56 亿元，主要为经营发展补贴资金，其他收益占营业利润比重为 120.69%。非经常损益对公司利润总额贡献很大。

图 3 2019 - 2021 年公司盈利指标



注：上述比率数值为百分数

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 2.61%和 1.73%，同比分别提高 1.24 个百分点和 0.73 个百分点。

2022 年 1-3 月，公司实现营业总收入 0.87 亿元，同比下降 33.19%；营业成本 0.29 亿元，同比下降 45.34%；营业利润率为 65.98%，同比增长 8.80 个百分点。

5. 现金流

2021 年, 公司经营性现金流保持净流入, 但收入实现质量有所下滑; 景区配套建设投入规模虽有所下降, 但投资活动净支出规模仍较大, 存在一定资金压力; 随着偿还有息债务, 筹资活动净流入规模有所收缩。

表 13 公司现金流量情况 (单位: 亿元)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
经营活动现金流入小计	18.22	36.97	37.71	5.17
经营活动现金流出小计	18.05	32.04	32.09	4.51
经营现金流量净额	0.17	4.93	5.62	0.66
投资活动现金流入小计	0.08	0.29	0.00	0.01
投资活动现金流出小计	15.63	13.31	12.36	2.89
投资活动现金流量净额	-15.55	-13.02	-12.36	-2.89
筹资活动前现金流量净额	-15.38	-8.09	-6.74	-2.23
筹资活动现金流入小计	33.72	29.35	31.34	4.09
筹资活动现金流出小计	23.17	20.03	29.77	1.70
筹资活动现金流量净额	10.56	9.32	1.57	2.39
现金收入比 (%)	87.89	142.05	113.98	5.27

资料来源: 公司财务报告

从经营活动来看, 2021 年, 公司经营活动现金流入 37.71 亿元, 同比增长 2.01%; 经营活动现金流出 32.09 亿元, 同比增长 0.18%。2021 年, 公司经营活动现金净流入 5.62 亿元。同期, 公司现金收入比为 113.98%, 同比下降 28.07 个百分点, 收入实现质量有所下滑。公司收到和支付的其他与经营活动有关的现金规模较大, 主要系公司收到专项债资金及补贴计入该科目, 导致流入规模较大; 同时, 审计将公司在财政支付中心账户的资金从银行存款调整至其他应收款, 往来款规模增大, 导致该科目流入和流出规模较大。

从投资活动来看, 2021 年, 公司投资活动现金流入规模很小; 投资活动现金流出 12.36 亿元, 同比下降 7.17%, 主要系构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致。同期, 公司投资活动现金净流出 12.36 亿元 (上年同期为 -13.02 亿元)。

2021 年, 公司筹资活动前现金流量净额为 -6.74 亿元, 同比下降 16.64%。

从筹资活动来看, 2021 年, 公司筹资活动现金流入 31.34 亿元, 同比增长 6.75%, 主要系取得借款收到的现金增加所致; 筹资活动现金流出 29.77 亿元, 同比增长 48.60%, 主要系偿还债务支付的现金增加所致。同期, 公司筹资活动现金净流入 1.57 亿元 (上年同期为 9.32 亿元)。

从经营活动来看, 2022 年 1-3 月, 受疫情影响, 公司实现经营活动现金净流入 0.66 亿元, 现金收入比为 5.27%, 同比下降 89.18 个百分点, 收入实现质量下滑明显; 公司实现投资活动现金净流出 2.89 亿元; 公司实现筹资活动现金净流入 2.39 亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内, 公司短期偿债指标有所弱化, 长期偿债指标仍较弱; 偿债来源依赖对外筹资, 授信余额较小; 对外担保余额较大, 且主要担保对象亏损, 存在一定或有负债风险。考虑到公司为酉阳县唯一旅游资源开发经营主体, 在资产注入、财政补贴、资金支持等方面得到地方政府的有力支持, 公司偿债能力很强。

表 14 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债	流动比率 (%)	279.36	155.82
	速动比率 (%)	151.18	145.24
	经营现金/流动负债 (%)	28.51	26.73
	经营现金/短期债务 (倍)	0.39	0.82
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.60	0.27
长期偿债	EBITDA (亿元)	4.27	5.71
	全部债务/EBITDA (倍)	21.34	10.30
	经营现金/全部债务 (倍)	0.05	0.10
	EBITDA/利息支出 (倍)	0.76	1.07
	经营现金/利息支出 (倍)	0.88	1.06

注: 经营现金指经营活动现金流量净额, 下同

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底, 公司流动比率与速动比率较上年底均有所下滑, 现金类资产对短期债务的保证有所减弱。公司短期偿债指标有所弱化。

2021 年，公司 EBITDA 利息倍数和经营现金/全部债务均较上年底有所提升，全部债务/EBITDA 指标较上年底有所下降，长期偿债能力指标仍较弱。

截至 2022 年 3 月底，公司对外担保规模 28.78 亿元，主要是对出表子公司的担保，其中对桃花源实业担保 21.31 亿元。截至 2021 年底，桃花源实业资产总额 45.79 亿元，所有者权益 6.51 亿元，2021 年实现收入 1.66 亿元，净利润-0.53 亿元。公司存在一定或有负债风险。

表 15 公司现金流量情况

被担保人	担保金额(万元)	担保到期日
西阳桃花源实业开发投资有限责任公司	2500.00	2020/11/25-2022/11/25
	23210.52	2020/12/16-2025/12/16
	68700.00	2018/1/28-2035/1/28
	451.96	2019/5/5-2022/5/5
	29000.00	2020/5/28-2034/5/28
	9400.00	2019/12/26-2024/12/26
	4340.00	2020/6/19-2025/6/19
	10000.00	2021/12/27-2022/12/26
	17030.00	2020/12/25-2023/12/24
	29750.00	2018/12/27-2022/8/12/25
	6886.84	2021/6/17-2022/6/17
	2712.71	2020/9/30-2023/9/30
	9144.13	2021/9/27-2026/9/27
重庆桃花源旅游产业发展有限责任公司	800.00	2020/3/26-2023/3/26
西阳桃花源旅游地产开发有限责任公司	34900.00	2020/7/31-2023/7/31
	24000.00	2021/6/9-2024/6/9
西阳县桃花源健康养老产业有限公司	15000.00	2020/9/24-2034/12/25
合 计	287826.16	

注：截至本报告出具日，部分担保已到期并解除担保责任
资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月底，公司获得的银行授信额度为 31.86 亿元，其中未使用额度 6.84 亿元，公司授信余额较小，间接融资渠道有待拓宽。

7. 母公司/公司本部财务分析

公司本部资产以长期股权投资和无形资产等非流动资产为主，本部有息债务中直融占比较高，偿债来源主要为再融资；公司景区经营和升级改造主体主要为下属子公司，本部收入规模较小，利润主要来自政府补助。

截至 2021 年底，母公司资产总额 113.66 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产 26.40 亿元（占比 23.23%），非流动资产 87.26 亿元（占比 76.77%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款占(9.73%)和存货(占 8.21%)、构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 14.60%）、投资性房地产（占 19.98%）、固定资产（占 14.47%）、在建工程（占 13.82%）和无形资产（占 35.06%）构成。

表 16 截至 2021 年底母公司其他应收款明细
(单位：亿元)

公司名称	账面价值	性质
财政局	4.40	往来款
酉阳土家族苗族自治县国库支付中心	3.07	往来款
酉阳县大河口旅游开发有限公司	2.69	往来款
酉阳县酉州实业集团有限公司	2.01	股权转让
酉阳县兴旅营销策划有限公司	1.96	往来款
合 计	14.13	

资料来源：公司审计报告

表 17 截至 2021 年底母公司主要长期股权投资
(单位：亿元)

公司名称	账面价值
重庆酉州风情文艺演出有限责任公司	6.93
重庆市山水画廊旅游开发有限公司	1.10
酉阳县大河口旅游开发有限公司	2.00
酉阳县菖蒲旅游开发有限责任公司	1.58

资料来源：公司审计报告

截至 2021 年底，母公司负债总额 53.74 亿元，较上年底增长 3.30%。其中，流动负债 19.64 亿元（占比 36.54%），非流动负债 34.11 亿元（占比 63.46%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 5.09%）、其他应付款（占 78.44%）和一年内到期的非流动负债（占

12.66%)构成；非流动负债主要由长期借款（占 13.46%）和应付债券（占 74.70%）构成。截至 2021 年底，母公司全部债务 36.56 亿元，较上年底变化不大。其中，短期债务占 9.53%、长期债务占 90.47%；截至 2021 年底，母公司资产负债率为 47.28%，全部债务资本化比率为 37.89%，长期债务资本化比率为 35.56%，均较上年底变化不大。

表 18 截至 2022 年 6 月底母公司存续债券
(单位: 亿元)

证券名称	余额	到期日(回售日)
20 桃花源 MTN001	10.00	2023-03-30
22 酉阳债	8.00	2027-05-06
S20 酉 01	10.00	2023-12-31
18 酉桃花源债	5.60	2025-09-28

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 59.92 亿元，较上年底下降 1.03%，所有者权益稳定性较好。在所有者权益中，实收资本为 15.00 亿元（占 25.03%）、资本公积 30.93 亿元（占 51.62%）、未分配利润合计 6.41 亿元（占 10.70%）和盈余公积合计 2.50 亿元（占 4.17%）。

2021 年，母公司营业总收入为 3.00 亿元，利润总额为 1.45 亿元。同期，母公司投资收益为 0.31 亿元，其他收益 1.55 亿元。

2021 年，母公司经营活动现金流净额为 -3.85 亿元，投资活动现金流净额为 -0.11 亿元，筹资活动现金流净额为 2.30 亿元。

十一、外部支持

跟踪期内，公司作为酉阳县国有旅游资源综合开发的经营主体，持续在财政补贴、税收减免、债务置换和资金支持等方面获得政府有力支持。

（1）财政补贴及税收减免

根据《酉阳土家族苗族自治县人民政府关于对酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限

公司进行补贴的通知》（酉阳府〔2017〕73 号），酉阳县人民政府同意自 2017 年起，县财政每年给公司筹集安排补贴资金 30000 万元，支持公司经营发展。2021 年，公司收到旅游开发补贴 1.55 亿元。

根据《减、免税通知书》（酉国税减〔2012〕75 号），公司所处地区享受西部大开发企业所得税优惠政策，西部大开发企业所得税优惠政策下的税率为 15%，每年获得一定额度税费减免。2021 年，公司获得税费减免 606 万元。

（2）债务置换和政府专项债资金支持

2021 年以来，酉阳县财政局先后下达公司 2021 年再融资债券资金专项用于置换相关存量隐性债务偿还。根据《酉阳土家族苗族自治县财政局关于下达 2021 年再融资债券资金计划的通知》等文件，2021 年，公司及子公司累计获得政府专项债券资金 14.05 亿元，截至本报告出具日，上述资金均已到位。公司项目获得政府专项债资金支持力度大。

十二、担保方担保能力分析

1. 担保条款

“20 桃花源 MTN001”由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“重庆兴农担保”）担保提供无条件不可撤销连带责任保证担保。担保范围包括本期中期票据本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

2. 担保人担保能力分析

（1）担保人概况

重庆兴农担保系是由重庆渝富资本运营集团有限公司（以下简称“渝富资本”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“重庆城建”）及重庆水务环境控股集团有限公司（以下简称“重庆水务”）共同发起设立，是全国第一家专司农村“三权”抵押融资的重庆市属国有重点企业，初始注册资本 30.00 亿元。2018 年 8 月，重庆兴农担保

股东渝富资本将持有的股权上划给其股东重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。经过历次增资及资本公积转注册资本，截至2021年9月末，重庆兴农担保注册资本和实收资本均为58.00亿元，其中渝富控股持股比例为60.00%，重庆城建持股比例为28.51%，重庆水务持股比例为11.49%；以上三家股东均为重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆市国资委”）旗下的全资子公司，因此重庆兴农担保实际控制人为重庆市国资委。

（2）经营分析

重庆兴农担保是全国第一家主司农村产权抵押融资的担保公司，受股东支持力度较大，其所在重庆市经济实力强，区域优势明显，为业务发展提供良好的运营环境。

2018—2020年，重庆兴农担保营业总收入和利润总额三年复合增长分别为25.37%和28.84%，主要系担保业务收入增长所致。从营业总收入结构来看，重庆兴农担保的担保费收入为主要收入来源，占比处于波动上升趋势；利息净收入主要来源于委托贷款和持有债券的利息收入，三年复合增长21.09%，占比处于波动下降趋势；手续费及佣金净收入占比很低。2021年前三季度，重庆兴农担保实现营业总收入9.06亿元，同比增长5.05%，实现利润总额2.73亿元，同比小幅增长，收入仍以保费收入为主。

2020年，重庆兴农担保当年担保业务发生额2020年同比下降38.85%，主要系受监管政策对融资担保杠杆倍数的要求，重庆兴农担保主动压降直接融资担保业务规模且发展非融资性担保业务所致，但直接融资性担保业务仍为公司主要业务品种，2020年直接融资担保业务发生额占当年担保业务发生额的比重为73.67%。2020年非融资性担保业务发生额大幅增长。截至2020年末，重庆兴农担保期末担保责任余额537.37亿元，较上年末下降2.15%；期末在保户数大幅增长，主要系

非融资性担保业务户数增加所致。随着公司逐渐压降规模，截至2020年末，融资担保放大倍数降至8.50倍，仍处于较高水平。

重庆兴农担保直接融资担保业务主要为债券担保，客户以地方城投公司为主，主要分布在湖南、重庆、四川、安徽等中西部地区。重庆兴农担保城投公司客户主要定位于经济发展相对平稳、债务水平较低区域的县域核心平台，并主要优选资产质量较好、负债率低、债务结构合理的AA-级及以上信用评级的城投公司。截至2020年末，单一最大担保客户担保余额为11.20亿元，单一最大客户集中度为7.49%（符合监管要求）；前五大债券担保客户担保余额合计55.20亿元，前五大客户集中度为41.54%，债券担保业务客户集中度较高。截至2021年9月末，单一最大担保客户余额10.48亿元，单一最大客户集中度余额7.49%（符合监管要求）。

从担保项目期限分布情况看，重庆兴农担保的担保项目期限主要集中在3年以上，但随着2020年中长期债券担保业务规模的下降，3年以上担保业务占比小幅下降。截至2020年末，重庆兴农担保的担保期限在3年以上担保项目责任余额占比为82.90%。整体看，重庆兴农担保长期担保项目占比较高，将对风险管理提出更高的要求。

截至2021年9月末，重庆兴农担保的担保期限仍以3年以上为主，占比始终较高。

从代偿情况来看，在宏观经济增速放缓以及部分行业风险暴露等因素的影响下，2018年重庆兴农担保的担保业务当期代偿金额较大。为此，重庆兴农担保进行业务结构转型，对风险相对较大的建筑、房地产和采矿等行业担保业务进行退出。同时对于存在现金流压力的被担保人，重庆兴农担保通过与银行协调通过将被担保贷款展期或借新还旧、向在保客户发放委托贷款等方式延缓代偿风险暴露。2019年，重庆兴农担保大部分区县担保公司划出合并范围，重庆兴农担保

新增代偿 4.44 亿元，2020 年，重庆兴农担保当期担保代偿额为 1.08 亿元，当期担保代偿率为 1.10%，较 2019 年有所下降。截至 2020 年末，重庆兴农担保累计担保代偿率为 2.49%，代偿行业主要集中在农、林、牧、渔业、建筑业及部分个人客户。受合并范围减小影响，2018—2020 年末，期末应收代偿款三年波动下降，母公司期末应收代偿款规模较为稳定，整体重庆兴农担保应收代偿款规模较大，后续回收情况保持关注。

从追偿情况来看，目前重庆兴农担保大多数采用的是非诉讼方式，即把所拥有的债权处置实现解保，采用诉讼方式的代偿项目基本上已有判决；同时，面对代偿规模较快上升，重庆兴农担保通过仲裁等方式积极处置风险项目，缩短代偿项目处置周期。截至 2020 年末，重庆兴农担保累计代偿回收率为 37.04%。

2021 年前三季度，重庆兴农担保当期担保代偿率和累计担保代偿率小幅下降，累计代偿回收上升至 51.13%，2021 年前三季度，代偿压力小幅下降。

（3）财务分析

随着 2019 年—2020 年增资的完成，重庆兴农担保资本实力显著提升，所有者稳定性一般。2021 年前三季度，重庆兴农担保计入资本公积的政府专项资金下降，导致所有者权益下降。

重庆兴农担保资产规模受政府拨付贷款资金减少所致，货币资金、其他应收款、交易性金融资产是重庆兴农担保资产的主要构成部分，资产质量较好。

重庆兴农担保自成立以来，营业总收入和净利润持续增长，营业总收入主要来源于担保业务收入和银行存款、理财产品、结构性存款形成的利息收入，盈利能力一般。

重庆兴农担保面临的偿付压力主要来自于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，重庆兴农担保将以自有资本承

担相应的损失。重庆兴农担保实际代偿能力主要受担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性、现金流等因素的影响。联合资信在评估公司可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

2018 年以来，得益于股东增资，重庆兴农担保资本规模不断提升。2018—2020 年末，净资产和净资本规模均呈上升趋势，因此，净资本/净资产持续上升，截至 2020 年末，净资本/净资产比率为 71.52%。由于重庆兴农担保当期代偿额处于下降趋势，整体代偿准备金率处于下降趋势。

联合资信根据重庆兴农担保的担保业务类别与风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、项目期限分布以及反担保措施等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算重庆兴农担保在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险价值的覆盖程度。经联合资信估算，重庆兴农担保 2018—2020 年末的净资本覆盖率分别处于上升趋势，净资本对担保业务组合风险价值的覆盖程度处于充足水平。

未来随着业务持续发展和政府的持续支持，兴农担保代偿能力和综合竞争力有望进一步增强，联合资信对重庆兴农担保的评级展望为稳定。基于对兴农担保主体长期信用状况的综合评估，联合资信评定重庆兴农担保主体信用等级为 AAA。

3. 本期中期票据担保能力

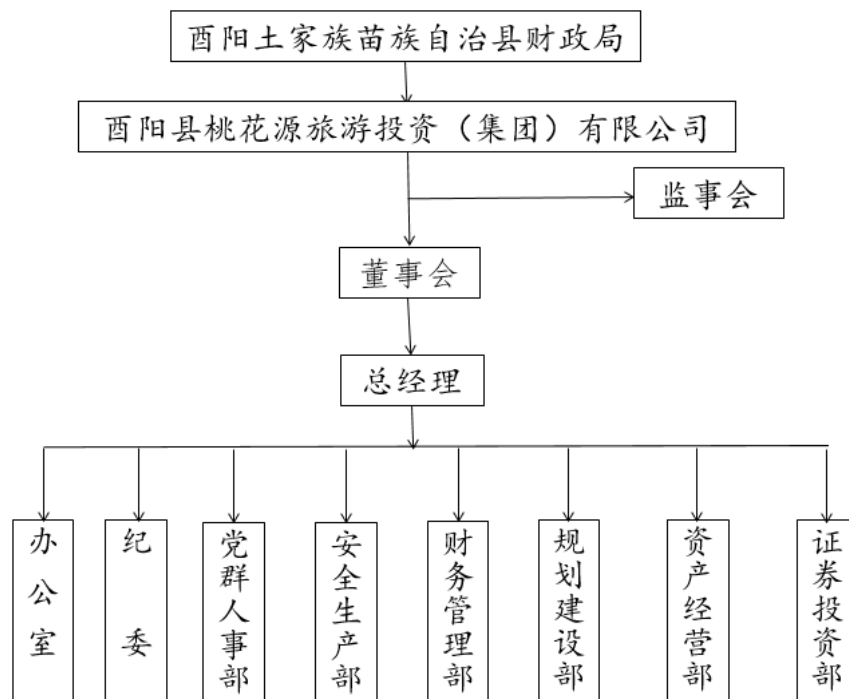
“20 桃花源 MTN001”债券余额 10.00 亿元，占兴农担保 2021 年 9 月底净资产的 10.39%，占担保责任余额的 1.87%，所占比例低；占 2020 年利润总额的 273.22%，立即偿还此笔担保债务对兴农担保影响较小。

十三、结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部

支持及债项保护条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“20 桃花源 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图和组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2021 年底公司合并范围子公司情况

子公司全称	业务性质	持股比例（%）
酉阳县桃花源旅游运输有限公司	汽车经营服务	100
重庆酉州风情文艺演出有限责任公司	演出场所经营	100
酉阳县龙潭古镇旅游开发投资有限责任公司	旅游资源开发、经营和管理	100
重庆大河口旅游开发有限责任公司	旅游资源开发	100
重庆市山水画廊旅游开发有限公司	营业性演出	100
酉阳县菖蒲旅游开发有限责任公司	旅游资源开发	100
酉阳县龚滩旅游开发有限公司	港口经营、水上运输、旅游商品零售； 旅游接待	100
重庆青艾酒店有限责任公司	住宿服务，餐饮服务	100

资料来源：公司审计报告

附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	7.43	7.62	1.87	2.04
资产总额（亿元）	156.28	182.21	145.16	144.70
所有者权益（亿元）	73.78	76.54	70.01	70.04
短期债务（亿元）	10.56	12.78	6.88	6.51
长期债务（亿元）	65.90	78.44	51.93	55.13
全部债务（亿元）	76.46	91.22	58.80	61.64
营业收入（亿元）	7.68	4.44	5.96	0.87
利润总额（亿元）	2.57	0.88	1.30	0.03
EBITDA（亿元）	5.14	4.27	5.71	--
经营性净现金流（亿元）	0.17	4.93	5.62	0.66
财务指标				
销售债权周转次数（次）	21.50	8.16	5.06	--
存货周转次数（次）	0.18	0.15	0.25	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.03	0.04	--
现金收入比（%）	87.89	142.05	113.98	5.27
营业利润率（%）	56.97	23.74	45.87	65.98
总资本收益率（%）	2.22	1.36	2.61	--
净资产收益率（%）	3.09	1.00	1.73	--
长期债务资本化比率（%）	47.18	50.61	42.59	44.04
全部债务资本化比率（%）	50.89	54.38	45.65	46.81
资产负债率（%）	52.79	57.99	51.78	51.60
流动比率（%）	280.39	279.36	155.82	182.10
速动比率（%）	138.89	151.18	145.24	169.21
经营现金流动负债比（%）	1.25	28.51	26.73	--
现金短期债务比（倍）	0.70	0.60	0.27	0.31
EBITDA 利息倍数（倍）	1.56	0.76	1.07	--
全部债务/EBITDA（倍）	14.88	21.34	10.30	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务数据未经审计；2. 公司其他应付款已经调整至短期债务及其相关指标中核算、长期应付款中的有息部分已经调整至长期债务及其相关指标中核算

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 4 主要财务数据及指标（本部/母公司）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2.19	2.04	0.37	0.66
资产总额（亿元）	94.81	112.57	113.66	113.44
所有者权益（亿元）	57.50	60.55	59.92	59.94
短期债务（亿元）	2.11	4.14	3.49	3.11
长期债务（亿元）	25.26	32.90	33.07	33.08
全部债务（亿元）	27.38	37.04	36.56	36.19
营业收入（亿元）	2.73	2.18	3.00	0.45
利润总额（亿元）	1.07	1.38	1.45	0.02
EBITDA（亿元）	1.07	2.31	1.45	--
经营性净现金流（亿元）	-1.01	5.57	-3.85	1.63
财务指标				
销售债权周转次数（次）	27.68	24.65	4.53	--
存货周转次数（次）	0.76	0.72	0.59	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.02	0.03	--
现金收入比（%）	48.80	114.21	48.49	1.85
营业利润率（%）	42.20	30.79	57.46	84.74
总资本收益率（%）	1.20	1.41	1.50	--
净资产收益率（%）	1.78	2.28	2.42	--
长期债务资本化比率（%）	30.52	35.21	35.56	35.56
全部债务资本化比率（%）	32.25	37.96	37.89	37.65
资产负债率（%）	39.35	46.22	47.28	47.16
流动比率（%）	247.81	201.78	134.45	134.65
速动比率（%）	234.08	192.48	123.41	123.44
经营现金流动负债比（%）	-8.65	29.77	-19.62	--
现金短期债务比（倍）	1.04	0.49	0.11	0.21
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：公司 2022 年一季度财务数据未经审计；长期应付款中的有息部分已经调整至长期债务及其相关指标中核算

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 5 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据 + 平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 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	(营业总收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业总收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务

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 + 使用权资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 6-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持