

信用评级公告

联合〔2023〕6996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

二〇二三年七月二十六日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email):lianhe@lhratings.com

酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司

2023 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
担保方：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

评级时间：2023 年 7 月 26 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	V4.0.202208
旅游企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

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	3
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				a
个体调整因素：—				—
个体信用等级				a
外部支持调整因素：公司为酉阳县唯一旅游资源开发经营主体，在财政补贴及税收减免等方面得到地方政府的有力支持				+3
评级结果				AA

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”）作为酉阳县内唯一的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。跟踪期内，公司旅游开发及服务业务收入保持增长，毛利率同比提升，并持续在财政补贴及税收等方面得到地方政府的有力支持。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尚未完工，未产生经济效益，主业盈利能力有待提升；资产流动性弱等因素对其整体经营及信用水平带来的不利影响。

未来，随着经济进一步复苏、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. 公司为酉阳县唯一的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、酉阳神龟峡、叠石花谷和松鼠丛林等的垄断经营权，为酉阳县唯一的旅游资源开发经营主体，区域地位显著。
2. 跟踪期内，公司在财政补贴及税收等方面得到地方政府的有力支持。2022 年，公司收到旅游开发补贴 1.90 亿元，并继续享受西部大开发企业所得税优惠政策。
3. 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”由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“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。

同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2
最新信用等级	AA	AA	AA ⁺
数据时间	2022	2022	2022
核心旅游收入（亿元）	6.03	2.76	3.53
资产总额（亿元）	150.30	540.77	208.05
所有者权益（亿元）	70.59	207.67	123.17
营业总收入（亿元）	6.03	19.32	8.04
营业利润率（%）	53.04	11.06	25.51
利润总额（亿元）	1.08	1.17	-12.69
资产负债率（%）	53.03	61.60	40.80
全部债务资本比率（%）	49.38	55.53	26.68
全部债务/EBITDA(倍)	12.03	29.27	-5.76
EBITDA 利息倍数(倍)	1.25	1.02	-5.17

注：公司 1 为张家界市经济发展投资集团有限公司，公司 2 为云南世博旅游控股集团有限公司
 资料来源：Wind 及公司提供

分析师： 闫 力 谭心远

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

关注

1. 公司存在较大规模的对外担保。截至 2023 年 3 月底，公司对外担保规模 29.64 亿元，主要担保对象亏损，存在一定或有负债风险。
2. 公司主业盈利能力弱。2022 年，公司其他收益占营业利润比重为 174.14%，非经常损益对公司利润总额贡献很大，主业盈利能力弱。
3. 公司资产流动性弱，在建项目投资规模大，对外融资压力大。公司资产中以在建工程、固定资产和无形资产为主的非流动资产占比高，资产流动性弱。截至 2022 年底，公司在建项目预计总投资 36.06 亿元，累计投资 24.36 亿元，未来仍面临一定投资压力。
4. 公司本部债务负担较重，直接融资占比高。截至 2023 年 3 月底，公司本部全部债务为 39.97 亿元（全部债务资本化比率 39.61%），其中存续债券余额为 32.20 亿元，直接融资占比高（占本部全部债务的 80.56%）。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	7.62	1.87	1.14	5.12
资产总额(亿元)	182.21	145.16	150.30	154.97
所有者权益(亿元)	76.54	70.01	70.59	70.66
短期债务(亿元)	12.78	6.88	9.40	6.38
长期债务(亿元)	78.44	51.93	59.47	65.76
全部债务(亿元)	91.22	58.80	68.86	72.14
营业总收入(亿元)	4.44	5.96	6.03	1.18
利润总额(亿元)	0.88	1.30	1.08	0.13
EBITDA(亿元)	4.27	5.71	5.72	--
经营性净现金流(亿元)	4.93	5.62	2.77	2.79
营业利润率(%)	23.74	45.87	53.04	64.35
净资产收益率(%)	1.00	1.73	1.35	--
资产负债率(%)	57.99	51.78	53.03	54.40
全部债务资本化比率(%)	54.38	45.65	49.38	50.52
流动比率(%)	279.36	155.82	191.09	236.39
经营现金流动负债比(%)	28.51	26.73	15.37	--
现金短期债务比(倍)	0.60	0.27	0.12	0.80
EBITDA 利息倍数(倍)	0.76	1.07	1.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	21.34	10.30	12.03	--
公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	112.57	113.66	117.31	116.59
所有者权益(亿元)	60.55	59.92	59.88	59.94
全部债务(亿元)	37.04	36.56	39.97	39.31
营业总收入(亿元)	2.18	3.00	1.99	0.51
利润总额(亿元)	1.38	1.45	0.32	0.12
资产负债率(%)	46.22	47.28	48.96	48.59
全部债务资本化比率(%)	37.96	37.89	40.03	39.61
流动比率(%)	201.78	134.45	146.22	157.58
经营现金流动负债比(%)	29.77	-19.62	4.24	--

注：1.公司 2023 年一季度财务数据未经审计；2. 公司其他应付款已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	2022/7/27	闫力 张梦苏	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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、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

2023 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

公司前身为酉阳县翔宇国有资产经营有限责任公司，系酉阳土家族苗族自治县人民政府（以下简称“酉阳县人民政府”）根据酉阳府[2005]130号，授权酉阳土家族苗族自治县财政局（以下简称“酉阳县财政局”）出资设立的国有独资公司。跟踪期内，公司股权结构未发生变化。截至2023年3月底，公司注册资本及实收资本均为15.00亿元，酉阳县财政局持有公司100%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2022年底，公司合并资产总额150.30亿元，所有者权益70.59亿元（无少数股东权益）；2022年，公司实现营业总收入6.03亿元，利润总额1.08亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额154.97亿元，所有者权益70.66亿元（无少数股东权益）；2023年1—3月，公司实现营业总收入1.18亿元，利润总额0.13亿元。

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，债券募集资金已使用完毕，

并在跟踪期内按时付息。

“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”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

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分析

2023年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全REITs市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值28.50万亿元，按不变价格计算，同比增长4.5%，增速较上年四季度回升1.6个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放

缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

五、行业分析

旅游业作为第三产业的主要支柱行业，对经济发展贡献较大，同时作为典型的敏感性行业，易受突发事件的影响。2022 年外部环境对旅游业需求冲击很大，国内旅游人次和收入分别为 25.30 亿人次和 2.04 万亿元，同比分别下降 22.1% 和 30.0%，达到近十年最低点；出入境游基本处于停滞状态。

从旅游行业主要业态情况看，2022 年多数景区客流量同比下滑，经营活动现金流表现为净流出，亏损面进一步扩大；居民出行意愿下降，商务及私人旅行方面的酒店住宿需求明显削弱，星级酒店营业收入及平均房价均同比下滑；以远程游客为主要客户群体的主题公园客流量同比下滑明显，对周边区域客流依赖度高的主题公园经营业绩受影响幅度相对较小；免税购物行业为 2022 年唯一逆势增长的旅游子行业，随着海南离岛免税政策的进一步放宽，海南离岛免税市场呈现出快速增长态势，离岛免税店成为国内免税行业新蓝海；线下旅行社及 OTA 主要依赖国内短途游和本地游，受需求下降明显影响，行业企业经营压力很大。

政策层面，2022 年，国务院、发改委、文化和旅游部等部门出台多项支持政策，从降税减费、稳岗就业、金融支持、刺激消费等方面来缓解旅游企业资金压力；12 月以来出行政策的持续优化调整，对旅游行业恢复发展意义重大。

短期看，商旅、家庭休闲度假需求将逐步恢复，今年春节期间，国内旅游人次和收入分

别为 3.08 亿人次和 3758 亿元，同比分别增长 23.1% 和 30%，这两个数字分别恢复到 2019 年同期的 89% 和 73%。展望全年，消费能够成为经济增长的主拉动力，更好发挥对经济增长的基础性作用。中长期看，旅游业作为国民经济战略性支柱产业的地位不会动摇。随着人均可支配收入的持续增长、假期及政策红利继续释放，居民旅游意愿保持高位以及交通等配套基建持续完善，旅游行业长期发展前景较好。详见《[2022 年旅游行业信用风险总结与展望](#)》。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 年 3 月底，公司注册资本 15.00 元，酉阳县财政局持有公司 100.00% 的股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司是酉阳县国有旅游资源综合开发的经营主体，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，管理权限为 2021 年 8 月至 2062 年 12 月。

截至 2023 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、酉阳神龟峡（阿蓬江大峡谷）景区、龙潭古镇、松鼠丛林景区，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

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 2023 年 6 月 7 日，

公司本部已结清的中长期借款中有 5 笔关注类贷款。根据贷款行提供的说明文件，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；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。

截至 2023 年 6 月 28 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、经营分析

1. 经营现状

2022 年及 2023 年一季度，公司旅游开发及服务业务收入规模保持增长，综合毛利率水平有所增强。

公司业务主要为对酉阳县内旅游资源进行开发经营及管理。2022 年，公司实现营业收入 6.03 亿元，同比增长 1.11%。其中，旅游开发及服务收入同比增长 4.69%至 6.03 亿元，占营业收入的比重提升至 99.95%；2022 年，公司未确认土地开发整理及政府回购业务收入。

从毛利率来看，2022 年，公司综合毛利率为 56.11%，同比提升 7.78 个百分点，主要系公司旅游开发及服务板块盈利能力提升所致。

2023 年 1—3 月，受益于旅游行业回暖，当期公司实现营业收入 1.18 亿元，同比增长 35.95%；综合毛利率为 64.76%，同比提升 1.67 个百分点。

表 2 近年来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品	2020 年			2021 年			2022 年			2023 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	39225.39	88.34	30.80	57622.55	96.62	48.89	60271.95	99.95	56.17	11750.51	99.75	66.82
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	126.54	0.28	0.28	128.35	0.22	100.00	27.32	0.05	-75.07	29.60	0.25	-7.49
合计	44402.51	100.00	35.61	59637.69	100.00	48.33	60299.27	100.00	56.11	11780.11	100.00	64.76

资料来源：公司提供

表 3 2020—2022 年及 2023 年 1—3 月公司旅游开发及服务业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年			2021 年			2022 年			2023 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	25383.66	64.71	11.75	40810.93	70.82	38.96	47581.27	78.91	48.66	6,902.50	58.74	48.56
租赁收入	11022.95	28.10	89.53	15163.28	26.31	96.63	11950.02	19.82	94.27	4,281.90	36.44	94.51
运输收入	703.67	1.79	-29.32	425.61	0.74	-135.93	595.92	0.99	-107.69	194.18	1.65	0.00
演出收入	176.47	0.45	-362.43	559.90	0.97	-316.58	115.40	0.19	67.64	25.65	0.22	100.00
旅游地产销售收入	1728.29	4.41	14.60	128.21	0.22	0.15	--	--	--	--	--	--
旅游服务及货物销售收入	200.83	0.51	-91.57	534.62	0.93	-0.09	29.34	0.05	3.47	246.28	2.95	0.00

产权竞卖服务收入	9.52	0.02	100.00	--	--	--	--	--	--	--	--	--
合计	39225.39	100.00	30.80	57622.55	100.00	48.89	60271.95	100.00	56.17	11750.51	100.00	66.82

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

公司主要对酉阳县内旅游资源进行开发、运营及管理，拥有的景区资源较丰富，现阶段受制于景区交通配套环境，游客来源以本地及周边团队游客为主。2022年，重庆本地及周边区域受公共卫生安全事件影响较小，公司主要景区接待游客数量同比增长，旅游开发及服务业务板块收入规模及毛利率有所提升。

（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2023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、叠石花谷4A级景区及2022年新增的松鼠丛林4A级景区，其余景区处于保护期或建设期，尚未实现收入。

从公司各景区收入构成来看，公司景区门票收入主要来自团队游客，2022年，公司桃花源景区团队游客占92.59%，同比提升6.16个百分点，龚滩景区团队游客占比为98.17%，同比变化不大；受益于重庆本地及周边区域受公共卫生安全事件影响较小，各景区接待游客人数合计572.94万人次，同比增长12.97%。

表4 2020-2022年及2023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		2020年		2021年		2022年		2023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	8877.33	128.80	14157.13	174.05	16347.15	200.87	2484.27	40.56
龚滩古镇景区	龚滩门票收入	6225.63	105.45	7522.33	141.28	8115.55	146.95	943.93	18.47
	龚滩乌江画廊船票收入（未统计散客人数）	4860.83	42.34	8470.36	76.30	9240.63	84.27	1391.22	9.34
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）	2114.23	21.01	1832.43	19.37	2865.13	33.11	391.52	4.14
叠石花谷景区	门票收入	2929.56	58.73	7675.91	96.18	8579.39	107.74	1246.00	17.55
合计	--	25007.58	356.33	39658.16	507.18	45147.85	572.94	6456.94	90.06

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，收入与表2统计口径存在差异

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”）经营，2021年10月，公司将其51.00%股权转让给酉阳县酉州实业集团有限公司（以下简称“酉州实业”），桃花源实业不再纳入公司合并范围。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，由公司子公司重庆酉州风情文艺演出有限责任公司承接，管理权限为2021年8月至2062年12月。桃花源景区主要由世外桃源、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。

截至2023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，建成后游客往来便利性有望提升。桃花源景区门票价格为散客100元/人，团体票团队90元/人。2022年，桃花源景区接待游客同比增长15.41%，收入同比增长14.79%。

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，龚滩古镇门票价格86元/人，由公司本部直接收取。2022年，龚滩古镇门票收入同比增长4.01%；游客数量同比增长8.00%。同期，船票收入同比增长8.24%，游客人数同比增长10.45%。

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。2022年，实现船票收入0.29亿元，游客共计33.11万人次，同比分别增长61.11%和70.93%。

叠石花谷景区

2019年10月，公司新开发叠石花谷景区，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。2022年，叠石花谷景区门票收入和游客数量同比分别增长11.69%和12.02%。

其他景区

2022年10月，公司新开发的松鼠丛林景区被批准为国家4A级旅游景区。松鼠丛林景区主要规划建设有飞上云端、独行天下、风驰丛林、极速林梢、松鼠互动区、萌宠乐园、丛林飞越等7种游乐项目。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，均未产生收益。

（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，上述物业由公司本部及子公司持有，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。2022年第四季度，公司依据酉阳县相应租金减免政策对个体工商户共减免租金0.39亿元，受此影响，2022年，公司租赁收入同比下降21.19%至1.20亿元。2023年一季度，公司租赁收入0.43亿元，同比增长14.69%。

表5 公司主要物业出租情况（单位：万元、平方米）

名称	租赁主体	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
酉州古城风情街	公司本部	租赁收入	2998.67	3650.79	2764.14	921.39
		总面积	47928.75	47928.75	47928.75	47928.75
		出租面积	43031.75	41398.78	41398.78	41398.78
		单位面积租金	10-104 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	89.00%	86.38%	86.38%	86.38%
会议中心	公司本部	租赁收入	1695.66	2418.71	1977.82	712.01
		总面积	50372.63	50372.63	50372.63	50372.63
		出租面积	34108.07	34108.07	34108.07	34108.07

		单位面积租金	56 元/平方米/月	63 元/平方米/月	67 元/平方米/月	73 元/平方米/月
		出租率	68.00%	68.00%	68.00%	68.00%
综合写字楼	公司本部	租赁收入	2586.02	3688.73	3016.33	1005.44
		总面积	54056.00	54056.00	54,056.00	54,056.00
		出租面积	51353.20	51353.20	51,353.20	51,353.20
		单位面积租金	56 元/平方米/月	63 元/平方米/月	68 元/平方米/月	68 元/平方米/月
		出租率	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%
县城内门面	公司本部及重庆酉州风情文艺演出有限责任公司	租赁收入	3742.60	5405.05	4191.73	1643.06
		总面积	30423.69	30423.69	30423.69	30423.69
		出租面积	28902.51	28902.51	28902.51	28902.51
		单位面积租金	138 元/平方米/月	146 元/平方米/月	158 元/平方米/月	170 元/平方米/月
		出租率	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%
租赁收入合计	--	--	11022.95	15163.28	11950.02	4281.90

注：2022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）其他板块

公司其他板块包括旅游运输、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。

3. 经营效率

公司整体经营效率偏低。

2022年，公司销售债权周转次数为1.95次，总资产周转次数为0.04次，存货周转次数为

1.19次。

4. 未来规划

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

截至2023年3月底，公司投资项目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36.06亿元，截至2023年3月底累计投资24.36亿元，未来仍面临一定投资压力。

表6 截至2023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2023年3月底累计投资金额
			自筹	融资	
酉阳桃花源旅游景区升级改造项目	2011-2020 年	183000.00	36600.00	146400.00	134680.12
龚滩古镇（含游客接待中心/码头建设）	2016-2019 年	50000.00	10000.00	40000.00	20164.69
阿蓬江大峡谷景区配套基础设施建设项目	2015-2019 年	40000.00	8000.00	32000.00	42120.55
农旅融合示范项目	2020-2023 年	87562.28	27562.28	60000.00	46623.24
合计	--	360562.28	82162.28	278400.00	243588.60

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

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2022 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 2023 年 1-3 月财务报表未经审计。

合并范围方面, 2022 年底, 公司合并范围共 8 家子公司, 较上年底无变化。2023 年一季度, 公司合并范围较 2022 年底增加 1 家, 为重庆市酉阳县酉水河湾旅游管理有限责任公司¹。

截至 2022 年底, 公司合并资产总额 150.30 亿元, 所有者权益 70.59 亿元(无少数股东权益); 2022 年, 公司实现营业总收入

6.03 亿元, 利润总额 1.08 亿元。

截至 2023 年 3 月底, 公司合并资产总额 154.97 亿元, 所有者权益 70.66 亿元(含少数股东权益 0.00 亿元); 2023 年 1-3 月, 公司实现营业总收入 1.18 亿元, 利润总额 0.13 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内, 公司资产规模保持增长, 在建工程和固定资产占比高; 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 2022 年底, 公司合并资产总额 150.30 亿元, 较上年底增长 3.54%。其中, 流动资产占 22.91%, 非流动资产占 77.09%。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 7 2021 - 2022 年末及 2023 年 3 月底公司资产主要构成

科目	2021 年底		2022 年底		2023 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	32.74	22.56	34.43	22.91	38.55	24.87
货币资金	1.87	1.29	1.14	0.76	5.12	3.30
应收账款	1.75	1.20	4.45	2.96	2.94	1.90
其他应收款	25.05	17.26	24.43	16.25	24.61	15.88
存货	2.22	1.53	2.22	1.48	2.27	1.46
其他流动资产	1.68	1.15	2.06	1.37	2.16	1.39
非流动资产	112.42	77.44	115.87	77.09	116.42	75.13
投资性房地产	17.43	12.01	17.45	11.61	17.45	11.26
固定资产	33.29	22.93	32.56	21.66	32.37	20.89
在建工程	20.67	14.24	24.47	16.28	25.07	16.18
无形资产	34.98	24.10	35.78	23.81	35.78	23.09
资产总额	145.16	100.00	150.30	100.00	154.97	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 2022 年底, 公司流动资产 34.43 亿元, 较上年底增长 5.16%, 主要系应收账款增加所致。公司流动资产主要由应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成。

截至 2022 年底, 公司货币资金 1.14 亿元, 较上年底下降 39.04%。货币资金中有 0.37 亿元受限资金。

截至 2022 年底, 公司应收账款账面价值 4.45 亿元, 较上年底增长 154.82%, 主要系公司对租赁商户以及旅行社放宽了回款时间所致。应收账款账龄以一年内为主, 累计计提坏账准备 0.03 亿元; 应收账款前五大欠款方合计金额为 4.03 亿元, 占比为 90.11%, 集中度很高。

截至 2022 年底, 公司其他应收款 24.43 亿

¹ 该公司于 2022 年末成立, 目前无实质性业务, 未

纳入公司 2022 年审计报告合并范围。

元，较上年底减少2.50%，主要为对当地财政局及国有企业的往来款。其他应收款金额前五名余额合计20.22亿元，占2022年底余额的82.39%，集中度很高；从账龄来看，1年以内的占比44.99%，1至2年的占比23.19%。2年以上的占比68.18%，期限较长。

表 8 2022 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	5.06	20.63	1 年以内 &1~2 年 &2~3 年 &3~4 年 &4~5 年	往来款
酉阳县兴旅营销策划有限公司	8.71	35.47	1 年以内 &1~2 年	往来款
酉阳土家族苗族自治县国库支付中心	3.03	12.35	1 年以内 &2~3 年	往来款
酉阳县西州实业集团有限公司	2.01	8.17	1 年以内 &1~2 年	往来款
酉阳桃花源实业开发投资有限责任公司	1.42	5.77	1 年以内	往来款
合计	20.22	82.39	--	--

资料来源：公司财务报告

截至 2022 年底，公司存货 2.22 亿元，较上年底变化不大。存货主要由生产成本 2.17 亿元构成，未计提跌价准备。

截至 2022 年底，公司其他流动资产 2.06 亿元，较上年底增长 23.16%，主要系预缴税款增加所致。

(2) 非流动资产

截至 2022 年底，公司非流动资产 115.87 亿元，较上年底增长 3.07%，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 2022 年底，公司投资性房地产 17.45 亿元，全部采用公允价值计量，较上年底变化不大。

截至 2022 年底，公司固定资产 32.56 亿元，较上年底下降 2.19%。固定资产主要由房

屋建筑物构成，累计计提折旧 2.87 亿元。

截至 2022 年底，公司在建工程 24.47 亿元，较上年底增长 18.37%。公司在建工程构成主要包括桃花源度假区建设项目 13.35 亿元、菖蒲-花田景区建设项目 4.54 亿元和阿蓬江景区 4.21 亿元

截至 2022 年底，公司无形资产 35.78 亿元，较上年底增长 2.29%，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。

截至 2023 年 3 月底，公司受限资产规模 18.48 亿元，主要为无形资产及投资性房地产的受限，占资产的比例为 12.30%。

表 9 截至 2023 年 3 月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	0.37	借款保证金
固定资产	0.44	抵押借款
无形资产	8.66	抵押借款
投资性房地产	8.89	抵押借款
在建工程	0.13	抵押借款
合计	18.48	--

资料来源：公司提供

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 154.97 亿元，较 2022 年底增长 3.10%。其中，流动资产占 24.87%，非流动资产占 75.13%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较 2022 年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司权益规模略增长，所有者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 2022 年底，公司所有者权益 70.59 亿元，较上年底增长 0.84%。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 21.25%、

47.53%、7.19%和 20.48%。所有者权益结构稳定性较好。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益 70.66 亿元，较 2022 年底变化不大。

(2) 负债

跟踪期内，公司负债规模有所增长，负债结构变化不大，债务负担有所增加。

截至 2022 年底，公司负债总额 79.71 亿元，较上年底增长 6.06%，主要系长、短期借款及应付债券等增加所致。其中，流动负债占 22.60%，非流动负债占 77.40%。公司负债以非流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

截至 2022 年底，公司流动负债 18.02 亿元，较上年底下降 14.25%，主要系其他应付款大幅下降所致。公司流动负债主要由短期借款（占 25.25%）、其他应付款（占 35.15%）和一年内到期的非流动负债（占 25.23%）构成。

截至 2022 年底，公司短期借款 4.55 亿元，较上年底增长 62.21%，主要系短期银行贷款增加所致。

截至 2022 年底，公司其他应付款 6.33 亿元，较上年底下降 49.11%，主要系部分往来款完成结算偿还所致。

表 10 截至 2022 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
重庆文化旅游发展集团有限公司	1.40	往来款	1 年以内
重庆发展投资有限公司	1.00	往来款	1 年以内
重庆市江北区国有资本运营管理集团有限公司	0.50	往来款	1 年以内
重庆市华贸投资有限责任公司	0.39	往来款	1~2 年
酉阳县华渝工业投资(集团)有限公司	0.30	往来款	1 年以内 &1~2 年
合计	3.59	--	--

资料来源：公司提供

截至 2022 年底，公司非流动负债 61.69 亿元，较上年底增长 13.94%，主要系长期借款及应付债券增加所致。公司非流动负债主

要由长期借款（占 24.90%）、应付债券（占 49.38%）和长期应付款（占 23.22%）构成。

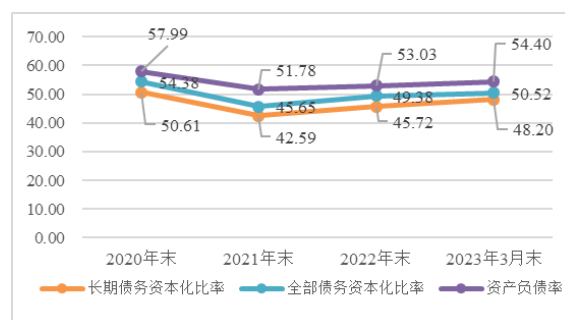
截至 2022 年底，公司长期借款 15.36 亿元，较上年底增长 23.30%，主要系保证借款增加所致。公司长期借款主要由抵押借款和保证借款构成。

截至 2022 年底，公司应付债券 30.46 亿元，较上年底增长 19.56%，主要系新发行 8.00 亿元公司债券“22 酉阳债”所致。

截至 2022 年底，公司长期应付款 14.32 亿元，较上年底下降 2.34%，变化不大。

截至 2023 年 3 月底，公司负债总额 84.31 亿元，较 2022 年底增长 5.76%。其中，流动负债占 19.34%，非流动负债占 80.66%。公司负债结构较 2022 年底变化不大。

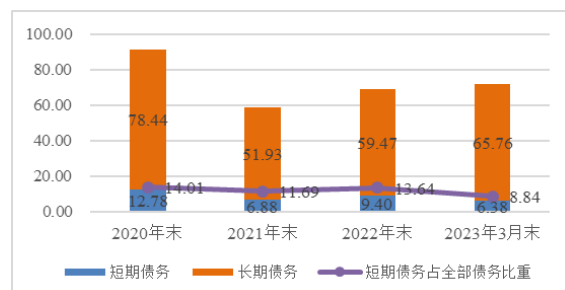
图 1 2020 - 2022 年末及 2023 年 3 月末公司债务杠杆水平



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 2020 - 2022 年末及 2023 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 2022 年底，公司全部债务 68.86 亿元，较上年底增长 17.10%，主要系长、短期

借款及应付债券增加所致。债务结构方面，短期债务占 13.64%，长期债务占 86.36%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2022 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 53.03%、49.38% 和 45.72%，较上年底分别提高 1.26 个百分点、3.73 个百分点和 3.14 个百分点。公司债务负担有所增加。

截至 2023 年 3 月底，公司全部债务 72.14 亿元，较 2022 年底增长 4.76%。债务结构方面，短期债务占 8.84%，长期债务占 91.16%，以长期债务为主。从债务指标来看，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 54.40%、50.52% 和 48.20%，较上年底分别提高 1.37 个百分点、1.14 个百分点和 2.48 个百分点。

4. 盈利能力

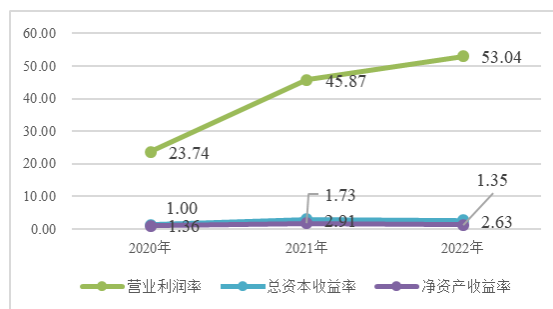
2022 年，公司收入规模变化不大，主业盈利能力仍弱，以经营发展补贴为主的非经营性损益对利润总额贡献很大。

2022 年，公司实现营业总收入 6.03 亿元，同比增长 1.11%，变化不大；营业成本 2.65 亿元，同比下降 13.94%；营业利润率为 53.04%，同比提高 7.17 个百分点。

2022 年，公司费用总额为 3.71 亿元，同比增长 5.21%。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 1.54%、18.38% 和 80.09%，以财务费用为主。2022 年，公司期间费用率为 61.51%，同比提高 2.40 个百分点。公司期间费用对整体利润侵蚀较为严重。

2022 年，公司实现投资收益 -0.20 亿元，同比下降 137.63%，系权益法核算的长期股权投资收益亏损且上年发生一次性处置收益所致；其他收益 1.93 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 174.14%。非经常损益对公司利润总额贡献很大。

图 3 2020 - 2022 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

2022 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.63% 和 1.35%，同比分别下降 0.27 个百分点和 0.38 个百分点。

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1.18 亿元，同比增长 35.95%；营业利润率为 64.35%，同比下降 1.63 个百分点；利润总额 0.13 亿元，同比下降 16.92%。

5. 现金流

2022 年，公司经营性现金流保持净流入，但规模及收入实现质量均有所下滑；投资活动净支出规模大幅下降，但仍存在一定资金压力；筹资活动由净流入转为净流出。

表 11 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	36.97	37.71	8.60	6.42
经营活动现金流出小计	32.04	32.09	5.83	5.74
经营现金流量净额	4.93	5.62	2.77	0.69
投资活动现金流入小计	0.29	0.00	0.01	0.00
投资活动现金流出小计	13.31	12.36	3.30	1.20
投资活动现金流量净额	-13.02	-12.36	-3.29	-1.20
筹资活动前现金流量净额	-8.09	-6.74	-0.52	-0.52
筹资活动现金流入小计	29.35	31.34	29.46	8.69
筹资活动现金流出小计	20.03	29.77	29.68	6.29
筹资活动现金流量净额	9.32	1.57	-0.22	2.40
现金收入比 (%)	142.05	113.98	61.50	178.25

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2022 年，公司经营活动现金净流入 2.77 亿元，同比下降 50.69%。同期，公司现金收入比为 61.50%，同比下降 52.48 个百分点，主要系公司对租赁商户以及

旅行社放宽了回款时间，收入实现质量有所下滑。

从投资活动来看，2022 年，公司投资活动现金流入 0.01 亿元，同比变化不大；投资活动现金流出 3.30 亿元，同比下降 73.31%，主要系购建固定资产、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 3.29 亿元，同比下降 73.36%。

2022 年，公司筹资活动前现金流量净额为-0.52 亿元，同比有所改善。

从筹资活动来看，2022 年，公司筹资活动现金流入 29.46 亿元，同比下降 5.98%，主要为取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金；筹资活动现金流出 29.68 亿元，同比下降 0.29%，主要为偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金。2022 年，公司筹资活动现金净流出 0.22 亿元，同比净流入转为净流出。

2023 年 1—3 月，受益于旅游出行环境改善，公司实现经营活动现金净流入 2.79 亿元，同比增长 324.48%，现金收入比为 178.25%，同比提高 178.25 个百分点，收入实现质量大幅改善；投资活动现金净流出 1.20 亿元；筹资活动现金净流入 2.40 亿元。

6. 偿债指标

截至 2022 年底，公司偿债指标表现较弱；偿债来源依赖再融资，融资渠道畅通；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。

表 12 公司偿债指标

项目	项目	2021 年	2022 年
短期偿债指标	流动比率（%）	155.82	191.09
	速动比率（%）	145.24	178.77
	经营现金/流动负债（%）	26.73	15.37
	经营现金/短期债务（倍）	0.82	0.29
	现金类资产/短期债务（倍）	0.27	0.12
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	5.71	5.72
	全部债务/EBITDA（倍）	9.65	12.03
	经营现金/全部债务（倍）	0.10	0.04
	EBITDA/利息支出（倍）	1.07	1.25

经营现金/利息支出（倍）	0.99	0.61
--------------	------	------

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 2022 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 155.82%和 145.24%提高至 191.09%和 178.77%；现金类资产对短期债务的覆盖由 0.27 倍下降至 0.12 倍。

2022 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 指标较上年底有所上升，长期偿债指标表现仍较弱。

截至 2023 年 3 月底，公司对外担保规模 29.64 亿元，均为保证担保，主要是对出表子公司的担保，其中对桃花源实业担保 15.86 亿元。截至 2022 年底，桃花源实业资产总额 41.86 亿元，所有者权益 6.11 亿元，2022 年实现收入 0.28 亿元，净利润-0.40 亿元。公司存在一定或有负债风险。桃花源实业的控股股东为酉州实业，实际控制人为酉阳土家族苗族自治县国有资产发展服务中心。截至 2022 年底，酉州实业资产总额 10.55 亿元，所有者权益 53.74 亿元；2022 年实现收入，10.50 亿元，利润总额 3.59 亿元。

表 13 公司对外担保情况

被担保人	担保金额（万元）	担保期间
酉阳桃花源实业开发投资有限责任公司	4500.00	2021/05/26-2023/12/24
	8259.60	2021/09/27-2026/09/27
	5200.00	2018/06/14-2034/07/21
	12900.00	2018/08/31-2034/07/21
	1750.00	2021/06/11-2023/12/24
	15000.00	2018/01/28-2034/01/26
	6200.00	2018/12/29-2034/07/21
	4126.06	2021/11/05-2026/11/05
	6500.00	2021/06/30-2034/05/28
	20000.00	2020/05/29-2034/05/28
	7400.00	2020/01/10-2034/07/21
	18568.42	2020/12/16-2025/12/16
	2000.00	2020/11/30-2023/11/25

	3700.00	2018/07/31-2034/07/21
	7000.00	2020/06/19-2025/06/19
	2500.00	2021/07/07-2023/12/24
	780.00	2020/08/28-2034/05/28
	4107.03	2021/06/29-2023/12/24
	1500.00	2021/12/02-2026/11/05
	6598.51	2021/02/26-2023/12/24
酉阳桃花源旅游地产开发有限责任公司	9000.00	2020/10/27-2023/08/11
	5000.00	2021/06/29-2023/08/11
	24000.00	2021/06/21-2024/06/21
	3000.00	2021/02/08-2023/08/11
	10000.00	2020/08/11-2023/08/11
	117.00	2021/03/29-2023/08/11
	5000.00	2022/10/26-2024/06/21
	5000.00	2023/01/19-2024/06/21
酉阳县桃花源健康养老产业有限公司	5200.00	2021/03/22-2034/12/25
	4800.00	2021/02/26-2034/12/25
	5000.00	2020/10/21-2034/12/25
酉阳县桃花源新城建设开发有限公司	39500.00	2022/01/04-2037/01/03
重庆酉阳文化旅游发展有限公司	9000.00	2022/08/04-2042/07/31
酉阳县桃花源山落英文化产业发展有限责任公司	700.00	2023/02/15-2026/02/14
重庆市华洋旅游开发有限公司	11500.00	2023/01/19-2032/12/21
合 计	296406.62	

资料来源：公司提供

截至 2023 年 3 月底，公司获得的银行授信额度为 52.58 亿元，其中未使用额度 20.52 亿元。

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 2022 年底，公司本部资产总额 117.31 亿元，较上年底增长 3.21%。其中，流动资产 30.17 亿元(占 25.71%)，非流动资产

87.15 亿元(占 74.29%)。从构成看，流动资产主要由应收账款(占 5.15%)、其他应收款(占 78.96%)、存货(占 7.18%)和其他流动资产(占 6.49%)构成；非流动资产主要由长期股权投资(占 14.39%)、投资性房地产(占 20.02%)、固定资产(占 14.20%)、在建工程(占 15.32%)和无形资产(占 34.28%)构成。截至 2022 年底，公司本部货币资金为 0.51 亿元。

表 14 截至 2022 年底公司本部其他应收款明细
(单位：亿元)

公司名称	账面价值	性质
财政局	5.06	往来款
酉阳县兴旅营销策划有限公司	4.37	往来款
酉阳土家族苗族自治县国库支付中心	3.03	往来款
酉阳县大河口旅游开发有限公司	2.60	往来款
酉阳县酉州实业集团有限公司	2.01	往来款
合 计	17.06	--

资料来源：公司审计报告

表 15 截至 2022 年底公司本部主要长期股权投资
(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 2022 年底，公司本部负债总额 57.44 亿元，较上年底增长 6.87%。其中，流动负债 20.63 亿元(占 35.92%)，非流动负债 36.81 亿元(占 64.08%)。从构成看，流动负债主要由其他应付款(占 77.12%)和一年内到期的非流动负债(占 16.08%)构成；非流动负债主要由长期借款(占 10.06%)、应付债券(占 82.13%)和长期应付款(占 5.14%)构成。

截至 2022 年底，公司本部全部债务 39.97 亿元，其中存续债券余额为 32.20 亿元，直接融资占比高(80.56%)。其中，短期债务占 10.55%、长期债务占 89.45%；截至 2022 年底，

公司本部资产负债率为 48.96%，全部债务资本化比率为 40.03%，长期债务资本化比率为 37.39%，均较去年底变化不大。

表 16 截至 2023 年 3 月底公司本部存续债券
(单位: 亿元)

证券名称	余额	到期日(回售日)
20 桃花源 MTN001	10.00	2025-03-30
22 酉阳债	8.00	2027-05-06
S20 酉 01	10.00	2023-12-31
18 酉桃花源债	4.20	2025-09-28

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

截至 2022 年底, 公司本部所有者权益为 59.88 亿元, 较去年底变化不大。在所有者权益中, 实收资本为 15.00 亿元(占 25.05%)、资本公积 30.97 亿元(占 51.73%)、未分配利润 6.33 亿元(占 10.57%)、盈余公积 2.50 亿元(占 4.18%), 所有者权益稳定性较好。

2022 年, 公司本部营业总收入为 1.99 亿元, 利润总额为 0.32 亿元(其中其他收益 1.90 亿元), 利润总额对以政府补助为主的其他收益依赖很大。同期, 公司本部投资收益为-0.20 亿元。

现金流方面, 2022 年, 公司本部经营活动现金流净额为 0.87 亿元, 投资活动现金流净额-0.13 亿元, 筹资活动现金流净额-0.61 亿元。

十、外部支持

1. 支持能力

酉阳县地处武陵山腹地, 与渝、鄂、湘、黔四省(市)接壤, 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。

根据《酉阳土家族苗族自治县 2022 年国民经济和社会发展统计公报》, 2022 年实现地区生产总值 231.66 亿元, 比上年增长 2.3%。其中, 第三产业增加值 154.99 亿元, 增长 1.9%。三次产业结构比为 18.5:14.6:66.9。全年人均地

区生产总值 38168 元, 比上年增长 2.4%。全县文化、旅游及相关产业增加值 14.26 亿元, 占全县地区生产总值比重为 6.2%, 同比增长 0.4 个百分点。经初步核算, 2022 年全县接待游客 2122.72 万人次, 实现旅游综合收入 101.61 亿元, 分别同比增长 4.7%和 17.6%。

2022 年, 酉阳县组织财政收入 26.51 亿元, 比上年下降 2.6%。其中实现本级财政收入 21.70 亿元, 增长 3.1%。一般公共预算收入 15.09 亿元, 增长 4.6%。税收收入实现 7.60 亿元, 增长 9.8%; 全年实现财政支出 98.87 亿元, 比上年增长 44.9%。一般公共预算支出 63.79 亿元, 增长 8.2%

2. 支持可能性

公司作为酉阳县国有旅游资源综合开发的经营主体, 持续在财政补贴及债务置换等方面获得政府有力支持。

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。2022年, 公司收到旅游开发补贴1.90亿元。

公司所处地区享受西部大开发企业所得税优惠政策, 根据《减、免税通知书》(酉国税减〔2012〕75号), 公司仍继续享受税收优惠政策。

十一、债券偿还能力分析

“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“20 桃花源 MTN001”本息偿还的安全性。

截至 2023 年 3 月底, 公司存续期担保债券“20 桃花源 MTN001”, 金额 10.00 亿元。

“20 桃花源 MTN001”由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。

重庆兴农担保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 2022 年 6 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。

2019—2021 年，重庆兴农担保当期担保发生额呈下降趋势，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，但直接融资性担保业务仍为主要业务品种，2021 年重庆兴农担保当期担保发生额同比下降 36.91%，直接融资性担保业务发生额占当年担保业务发生额的比重为 45.06%。

从代偿情况来看，2019—2021 年，在宏观经济下行以及部分行业风险暴露等综合因素的影响下，重庆兴农担保担保业务当期代偿金额有所波动，但整体来看当期代偿金额较大。在此背景下，重庆兴农担保推进业务结构转型，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。2021 年，重庆兴农担保当期担保代偿额为 4.78 亿元，当期担保代偿率为 2.86%，较 2020 年上升 1.76 个百分点。截至 2021 年末，重庆兴农担保累计担保代偿率为 2.59%，较 2020 年末上升 0.10 个百分点，代偿行业主要集中在农业。截至 2021 年末，重庆兴农担保期末应收代偿款规模较大，需对后续回收情况保持关注。

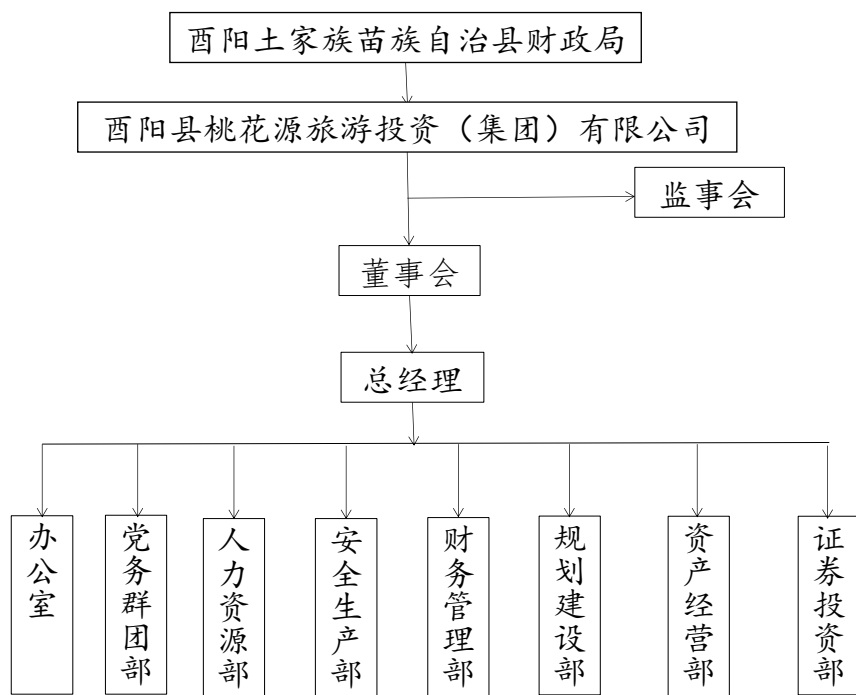
未来随着业务持续发展和政府的持续支持，重庆兴农担保代偿能力和综合竞争力有望进一步增强，联合资信对重庆兴农担保的评级展望为稳定。基于对重庆兴农担保主体长期信用状况的综合评估，联合资信评定重庆兴农担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

“20 桃花源 MTN001”债券余额 10.00 亿元，占重庆兴农担保 2021 年底净资本的 15.82%，占担保责任余额的 1.69%，所占比例低，立即偿还此笔担保债务对重庆兴农担保影响较小。重庆兴农担保的担保实力极强，其担保有效提升了“20 桃花源 MTN001”本息偿还的安全性。

十二、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 2023 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 2022 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	出租汽车经营服务	100
重庆酉州风情文艺演出有限责任公司	演出场所经营、旅游资源开发、经营和管理	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、经营和管理	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、经营和管理	100
酉阳县龚滩旅游开发有限公司	水上运输	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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	7.62	1.87	1.14	5.12
资产总额（亿元）	182.21	145.16	150.30	154.97
所有者权益（亿元）	76.54	70.01	70.59	70.66
短期债务（亿元）	12.78	6.88	9.40	6.38
长期债务（亿元）	78.44	51.93	59.47	65.76
全部债务（亿元）	91.22	58.80	68.86	72.14
营业收入（亿元）	4.44	5.96	6.03	1.18
利润总额（亿元）	0.88	1.30	1.08	0.13
EBITDA（亿元）	4.27	5.71	5.72	--
经营性净现金流（亿元）	4.93	5.62	2.77	2.79
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.16	5.06	1.95	--
存货周转次数（次）	0.15	0.25	1.19	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.04	0.04	--
现金收入比（%）	142.05	113.98	61.50	178.25
营业利润率（%）	23.74	45.87	53.04	64.35
总资本收益率（%）	1.36	2.91	2.63	--
净资产收益率（%）	1.00	1.73	1.35	--
长期债务资本化比率（%）	50.61	42.59	45.72	48.20
全部债务资本化比率（%）	54.38	45.65	49.38	50.52
资产负债率（%）	57.99	51.78	53.03	54.40
流动比率（%）	279.36	155.82	191.09	236.39
速动比率（%）	151.18	145.24	178.77	222.47
经营现金流动负债比（%）	28.51	26.73	15.37	--
现金短期债务比（倍）	0.60	0.27	0.12	0.80
EBITDA 利息倍数（倍）	0.76	1.07	1.25	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.34	10.30	12.03	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务数据未经审计；2. 公司其他应付款已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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2.04	0.37	0.51	1.25
资产总额（亿元）	112.57	113.66	117.31	116.59
所有者权益（亿元）	60.55	59.92	59.88	59.94
短期债务（亿元）	4.14	3.49	4.22	2.15
长期债务（亿元）	32.90	33.07	35.75	37.16
全部债务（亿元）	37.04	36.56	39.97	39.31
营业收入（亿元）	2.18	3.00	1.99	0.51
利润总额（亿元）	1.38	1.45	0.32	0.12
EBITDA（亿元）	2.31	1.45	0.32	--
经营性净现金流（亿元）	5.57	-3.85	0.87	1.96
财务指标				
销售债权周转次数（次）	24.65	4.53	1.40	--
存货周转次数（次）	0.72	0.59	0.43	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.03	0.02	--
现金收入比（%）	114.21	48.49	52.61	175.29
营业利润率（%）	30.79	57.46	45.09	86.09
总资本收益率（%）	1.41	1.50	0.32	--
净资产收益率（%）	2.28	2.42	0.54	--
长期债务资本化比率（%）	35.21	35.56	37.39	38.27
全部债务资本化比率（%）	37.96	37.89	40.03	39.61
资产负债率（%）	46.22	47.28	48.96	48.59
流动比率（%）	201.78	134.45	146.22	157.58
速动比率（%）	192.48	123.41	135.71	145.83
经营现金流动负债比（%）	29.77	-19.62	4.24	--
现金短期债务比（倍）	0.49	0.11	0.12	0.58
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：公司 2023 年一季度财务数据未经审计；长期应付款中的有息部分已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