

信用等级公告

联合〔2020〕579 号

联合资信评估有限公司通过对酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2020 年度第一期中期票据（扶贫）进行综合分析和评估，确定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，酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司 2020 年度第一期中期票据（扶贫）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年三月十七日



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

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<http://www.lhratings.com>

酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司

2020 年度第一期中期票据（扶贫）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

担保方级别：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：不超过 10 亿元

本期中期票据期限：3+2 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2020 年 3 月 17 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	aa	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	B	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	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		1
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

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，对区域内旅游资源享有优先经营权，在资产注入、财政补贴和土地出让金返还等方面得到了地方政府的有力支持。近年来，公司逐步推进对全县旅游资源的整合运营，先后无偿划入龚滩古镇、阿蓬江国家湿地公园等景区股权，收入规模保持增长，盈利能力较稳定。同时，联合资信也关注到，公司主要旅游资源配套设施开发程度不高，景区配套项目投资规模大，将进一步推升资金需求，营销渠道及客户资源对旅行社依赖程度高，债务负担重，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。

本期中期票据由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“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。兴农担保代偿能力极强，主体长期信用等级为 AAA，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，公司旅游板块收入有望得以提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险低，本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司为酉阳县唯一旅游资源开发经营主体，在资产注入、财政补贴和土地出让金返还等方面得到地方政府的有力支持。根据国家扶贫及旅游产业政策，酉阳县财政局根据酉阳府发[2013]5 号文，自 2013 年起，每年给公司定向补贴 8000 万元旅游发展专项资金；根据酉阳府[2017]73 号，县财政每年给公司筹集安排补贴资金 30000 万元，对公司利润形成有力补充。

分析师：刘嘉敏 闫旭

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

2. 酉阳县地处武陵山区腹地，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。
3. 酉阳桃花源旅游度假区被列为重庆市级旅游度假区之一，将全面进行开发，有望促进公司旅游资源的提升与完善；公司对区域内旅游资源享有垄断经营权，拥有5A级桃花源景区，2015年先后划入龚滩古镇景区、阿蓬江国家湿地公园等景区，旅游资源更加丰富。
4. 本期中期票据由兴农担保提供无条件不可撤销连带责任保证担保，兴农担保担保实力极强，有效提升了本期中期票据本息偿还的安全性。

关注

1. 公司主要旅游资源开发程度不高，部分旅游资源尚未形成收益，目前公司整体收入规模较小。
2. 公司景区门票收入以团队游客为主，对旅行社营销及推介依赖程度高。
3. 公司资产以景区内固定资产、政府划拨土地和林权为主，资产流动性及变现能力弱。
4. 公司景区配套项目的开发不断推升资金需求，债务规模增长较快，债务负担重，在建及拟建项目投资规模大，未使用授信额度小，对外融资压力大。
5. 受新冠肺炎疫情影响，公司各大景区于2020年1月下旬暂停营业，旅行团客户订单集中取消。公司已于2020年3月12日恢复经营，并开始接待周边游客，但一季度旅游板块相关收入预计明显下降，可能对2020年经营及财务造成较大影响，联合资信将持续关注疫情发展和公司应对情况，持续关注该事项对公司信用水平可能造成的影响。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	8.30	10.61	10.29	7.90
资产总额(亿元)	105.96	117.21	138.75	149.87
所有者权益(亿元)	66.25	67.13	71.49	73.32
短期债务(亿元)	0.61	5.95	11.98	2.60
长期债务(亿元)	33.42	38.77	48.78	69.65
全部债务(亿元)	34.03	44.72	60.76	72.25
营业收入(亿元)	6.75	7.24	7.71	5.06
利润总额(亿元)	3.02	3.03	2.92	2.16
EBITDA(亿元)	5.69	5.48	5.52	--
经营性净现金流(亿元)	3.10	3.22	2.36	1.92
营业利润率(%)	68.09	69.88	67.02	86.56
净资产收益率(%)	3.65	3.78	3.48	--
资产负债率(%)	37.47	42.73	48.47	51.08
全部债务资本化比率(%)	33.94	39.98	45.94	49.63
流动比率(%)	389.56	279.55	214.11	609.61
经营现金流流动负债比(%)	51.23	29.45	13.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.85	1.98	1.68	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.98	8.15	11.01	--

公司本部（母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	82.23	87.03	86.38	91.91
所有者权益(亿元)	55.57	56.40	56.48	56.95
全部债务(亿元)	25.60	33.56	37.29	38.44
营业收入(亿元)	2.67	2.49	2.79	1.71
利润总额(亿元)	0.92	1.06	1.56	0.55
资产负债率(%)	32.42	35.20	34.61	38.03
全部债务资本化比率(%)	31.54	37.31	39.76	40.29
流动比率(%)	1499.23	209.04	128.97	373.39
经营现金流流动负债比(%)	97.93	46.86	35.48	--

注：1. 2019 年 1-9 月财务数据未经审计；2. 合并口径长期应付款中的有息部分已计入长期债务；3. 合并口径 2016 年财务数据为 2017 年年初数

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2019/06/24	刘嘉敏 闫旭	旅游行业企业信用评级方法（2017 年） 旅游行业企业信用评级模型（2016 年）	--

注：公司未将上述报告用于发债，未进行公开披露；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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。

三、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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司

2020 年度第一期中期票据（扶贫）信用评级报告

一、主体概况

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，初始注册资本为20000万元，其中600万元为货币形式出资，19400万元为土地资产出资。根据《酉阳土家族苗族自治县人民政府关于调整部分景区建设和经营管理单位的通知》（酉阳府发[2011]52号），公司不再参与政府基础设施建设，作为酉阳县唯一国有旅游资源开发管理主体，对酉阳县内旅游资源进行开发经营。2012年7月19日，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，公司更为现名。

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投集团注册资本金的批复》（酉阳府[2013]151号），酉阳县财政局将对公司10080.00万元的债权转为对公司的新增注册资本，并以货币形式增加注册资本15000.00万元。公司注册资本增加至45080万元。截至2019年9月底，公司注册资本为45080万元，酉阳县财政局持有公司100%股权，为公司实际控制人。

公司负责酉阳县内核心旅游资源的投资、开发、建设、经营和管理；旅游基础设施建设；自有房屋租赁；以及对县内城市规划范围和旅游景区规划范围内的土地进行整治和开发，是酉阳县旅游产业经营主体。

截至2019年9月底，公司在董事会领导下设行政企划部、财务审计部、资产经营部、证

券投资部、规划建设部、人力资源部、党务群团部七个职能部门。

截至2018年底，公司（合并）资产总额138.75亿元，所有者权益合计71.49亿元（无少数股东权益）；2018年，公司实现营业收入7.71亿元，利润总额2.92亿元。

截至2019年9月底，公司（合并）资产总额149.87亿元，所有者权益合计73.32亿元（无少数股东权益）；2019年1—9月，公司实现营业收入5.06亿元，利润总额2.16亿元。

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。

二、本期中期票据概况

公司拟于2020年注册中期票据额度10亿元，本次拟发行2020年度第一期中期票据（扶贫）（以下简称“本期中期票据”），发行额度不超过10亿元，期限3+2年（第三年底附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权），偿还方式为按年付息，到期一次还本，募集资金将用于偿还有息债务。

本期中期票据存续期内前3年的票面利率根据簿记建档程序确定。本期中期票据存续期前3年的票面利率固定不变。在本期中期票据存续期内第3年底，公司可选择调整票面利率，第4年及第5年票面利率为本期中期票据存续期前3年票面利率加或减公司提升或降低的基点，在中期票据存续期后2年固定不变。本期中期票据采用单利按年付息，不计复利。

利率选择权方面，公司有权决定是否在本期中期票据存续的第3年底调整本期中期票据后2年的利率，调整后的票面利率为本期中期票据存续期前3年票面利率加或减公司提升或降低的基点。公司将于本期中期票据第3个计息年度付息日前的第10个交易日，通过中国银

行间市场交易商协会指定的信息披露媒体发布关于是否调整本期中期票据票面利率以及调整幅度的公告。

回售选择权方面，公司作出是否调整本期中期票据票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权在投资者回售期内进行登记，将持有的本期中期票据按面值部分或全部回售给公司，或选择继续持有本期中期票据。投资者选择将持有的本期中期票据全部或部分回售给公司的，须于公司调整票面利率公告日起5个工作日内进行登记；若投资者未做登记，则视为继续持有本期中期票据并接受上述调整。

本期中期票据由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“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。

三、宏观经济和政策环境

（1）宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

表 1 2016—2019 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1

注：1.增速及增幅均为同比增长情况；2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

数据来源：国家统计局，wind，联合资信整理

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 1），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度 GDP 同比增长 6.5%，第二季度同比增长 6.3%，第三季度和第四季度同比增长均为 6.0%，逐季下滑态势明显。**消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易**

总额同比减少。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点，其中 12 月有所回升；基础设施投资增速为 3.8%，

增速与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年回落 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口相抵，顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 38.8%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0% 和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.6 个百分点；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.4%，其中，战略性新兴服务业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0% 和 12.0%；规模以上服务业企业营业利润同比增长 3.5%。2019 年 12 月份，服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨 42.5%。食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，

收支缺口扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万元。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。

（2）宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中 1 月和 9 月全面下调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点，释放长期流动性约 2.3 万亿元，为市场注入了适度充裕的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微企业的信贷支持，“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下调 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面，主要是继续优化营商环境，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

（3）宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群居家隔离无法外出消费，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据大幅回落。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了中国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通货膨胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面，由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务行业盈利预期，延缓企业复工复产，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债券限额 8480 亿元（其中一般债券限额 5580 亿元、专项债券限额 2900 亿元），合计提前下达 2020 年新增地方债券限额 18480 亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按央行再贷款利率

的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。央行于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约 8000 多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2 月以来，央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 操作利率，2 月 20 日 LPR 报价下调，其中 1 年期报价 4.05%，下调 10bp，5 年期报价 4.75%，下调 5bp，信贷市场利率全面下行。同时，2 月开市的前两天内（2 月 3—4 日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金 1.7 万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

四、行业及区域经济分析

1. 行业概况

改革开放以来，中国实现了从旅游短缺型国家到旅游大国的历史性跨越。根据《“十三五”旅游业发展规划》，“十二五”期间，旅游业全面融入国家战略体系，成为国民经济战略性支柱产业，2015 年旅游业对国民经济的综合贡献度达到 10.8%；国内旅游、入境旅游、出境旅游全面繁荣发展，中国成为世界上最大的国内旅游市场、世界第一大国际旅游消费国，

世界第四大旅游目的地国家。中国是世界上旅游资源最丰富的国家之一，资源种类繁多，类型多样。

在中国各类旅游景区中，截至2018年底共有5A级旅游景区339处。从旅游收入和游客接待量来看，2018年国内旅游市场持续平稳增长，入境旅游市场稳步进入缓慢回升通道，出境旅游市场快速发展。全年国内旅游人数总计达到55.39亿人次，比上年同期增长10.76%；入境旅游人数14120万人次，同比增长1.2%，出境旅游人数14972万人次，同比增长14.7%。

近年来，随着国民经济健康快速的增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场呈逐步放大趋势，旅游收入保持两位数增速。2016年，旅游经济继续领先宏观经济增速，成为稳增长、调结构、惠民生的重要力量，国内旅游总收入3.9万亿元，同比增长14%。2017年，实现旅游总收入5.4万亿元，同比增长15.1%。其中，国内旅游收入4.57万亿元，同比增长15.9%；国际旅游收入1234亿美元，同比增长2.9%。2018年，实现旅游总收入5.97万亿元，同比增长10.5%。国内旅游收入5.13万亿元，同比增长12.3%，国际旅游收入1271亿美元，同比增长3.0%。

总体看，在经济发展新常态下，中国旅游行业呈现平稳较快发展态势，预计未来旅游市场散客化自由行趋势会越来越明显，以抓点为特征的景点旅游发展模式向区域资源整合、产业融合、共建共享的全域旅游发展模式加速转变，可带动相关产业的协同发展。

2. 政策环境

旅游业作为第三产业的主要支柱行业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域及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和积极的政策导向。

2017年2月5日，中央一号文件《中共中央、国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革

加快培育农业农村发展新动能的若干意见》指出，要大力发展乡村休闲旅游业，充分发挥乡村各类物质与非物质资源富集的独特优势，利用“旅游+”“生态+”等模式，推进农业、林业与旅游、教育、文化、康养等产业深度融合，丰富乡村旅游业态和产品。

2017年9月6日，国家旅游局印发了《关于规范旅行社经营行为维护游客合法权益的通知》，对各地旅游主管部门履职、旅行社规范经营提出了要求，倡导游客理性消费，共同抵制不法经营行为、防范市场风险。

2017年11月19日，国家旅游局发布《全国旅游厕所建设管理新三年行动计划(2018-2020)》，明确提出2018年至2020年再建旅游厕所6.4万座，实现厕所革命“数量充足、分布合理，管理有效、服务到位，环保卫生、如厕文明”的新三年目标。

2018年，国家领导人多次对旅游发展作出指示，多项旅游政策规范密集出台。其中，乡村振兴成为2018年旅游业政策的基调。中国大约70%的旅游资源分布在乡村，市场开发潜力巨大。2018年9月26日，中共中央、国务院印发了《乡村振兴战略规划(2018—2022年)》并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。其中，在第七篇“繁荣发展乡村文化”中，首次提出“发展乡村特色文化产业”，推动文化、旅游与其他产业深度融合、创新发展。2018年11月，文化和旅游部、国家发展改革委等17部门印发《关于促进乡村旅游可持续发展的指导意见》，明确提出要推动乡村旅游提质增效，农业农村发展新动能。2018年底，住建部先后发布《关于对拟公布为第七批中国历史文化名镇名村名单的公示》（共有271个村镇入选）、《关于第五批拟列入中国传统村落名录的村落基本情况公示》（2646个村落列入名单）。

此外，2018年3月，国务院机构改革方案出台，根据该方案，国家旅游局与文化部合并，组建文化和旅游部，作为国务院组成部门。不

再保留原文化部、国家旅游局。新诞生的文化和旅游部的主要职责是，贯彻落实党的宣传文化工作方针政策，研究拟订文化和旅游工作政策措施，统筹规划文化事业、文化产业、旅游业发展，深入实施文化惠民工程，组织实施文化资源普查、挖掘和保护工作，维护各类文化市场包括旅游市场秩序，加强对外文化交流，推动中华文化走出去等。

2018年，是中国落实金融体制改革十分关键的一年，同样也是规范引导文化金融良性发展关键的一年，中央部委政策围绕文化体制改革、小微企业金融服务、金融支持旅游扶贫、文旅PPP、新业态投融资、专项债券等分步推进文化金融工作在各领域深化实施。文化产业内部的变革升级也为文化金融的发展提供了新的机遇与挑战，文化金融模式和相关政策创新步伐正逐步紧跟产业发展需求。

总体看，近年来国家政策对旅游行业的支持力度很大，旅游业外部政策环境良好，监管力度及规范性不断提升；乡村振兴上升为国家战略；实现文旅融合，提升大产业发展力度；文化金融融合门槛不断打通。未来，随着旅游建设的大力推进，旅游资源的整合提升，行业制度规范的不断完善，以及中国中高收入人群的扩大，旅游市场仍存在较大发展空间。

3. 行业竞争

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，都存在相当巨大的差距。仅从上市旅游公司的数量来看，截至2016年底中国共有约3000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。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得以淘汰，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。

4. 行业发展

旅游行业属敏感型行业，旅游产品作为弹性消费品，易受外部经济环境的影响，突发公共事件的发生对行业内企业经营会造成较大冲击。从长期看，中国旅游业面临的基本环境没有改变，中国经济有望继续保持良好、快速的发展态势，人均收入的增长和消费结构的升级将根本性的推动中国旅游行业的发展。综合来看，中国旅游业仍具备十分广阔的发展空间。

5. 疫情对旅游行业的影响

回顾SARS对旅游行业的影响，2003年SARS从爆发初期到疫情结束，历时约9个月（2002.11-2003.7）。根据国家旅游局数据统计，受疫情影响，2003年旅游业出现十多年以来首次下降，全年旅游行业总收入增速为-12.3%，同比减少23.73个百分点；国内旅游人次同比下降0.9%，增速同比减少12.91个百分点。2003年7月，疫情进入衰退期，但其对消费者出行意愿的影响仍未解除，旅游业虽有反弹但未出现大幅增长。2004年，得益于疫情影响消散及居民旅游需求的释放，旅游业收入及旅游人次均呈现大幅反弹，根据国家旅游局数据统计，旅游业总收入同比增长40.1%，国内旅游人次同比增长26.6%，均高于2003年以前行业增速。因此，疫情作为突发事件，对旅游业短期影响很大，

但该类危机事件属于一次性影响，疫情及需求复苏滞后期过后，旅游业将恢复增长。

疫情防控期内，居民出行意愿大幅降低，旅游行业需求端已受到明显冲击，考虑到本次疫情的预计持续时间及需求复苏存在滞后，景区类、酒店类、餐饮类企业全年经营业绩下滑的可能性很大。中长期看，旅游行业仍将在疫情结束后迎来需求的反弹。

6. 区域环境分析

公司地处酉阳县，位于重庆市东南方向。根据《重庆市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，重庆市全年实现地区生产总值 20363.19 亿元，比上年增长 6.0%。按产业分，第一产业增加值 1378.27 亿元，同比增长 4.4%；第二产业增加值 8328.79 亿元，同比增长 3.0%；第三产业增加值 10656.13 亿元，同比增长 9.1%。三次产业结构比为 6.8:40.9:52.3。按常住人口计算，重庆市人均地区生产总值达到 65933 元，比上年增长 5.1%。

根据《2018 年重庆市旅游业统计公报》，2018 年全市接待境内外游客达到 5.97 亿人次，实现旅游总收入 4344.15 亿元，同比分别增长 10.13% 和 31.32%。其中，接待入境游客 388.02 万人次，旅游外汇收入 218989 万美元，同比分别增长 8.28% 和 12.44%。截至 2018 年底，全市拥有国家 A 级旅游景区 239 个，全年新评定 27 个，撤销 A 级景区资格 9 个，1 个景区升级，实际增加 17 个；其中，5A 级景区 8 个；4A 级景区 92 个，净增加 9 个；3A 级景区 81 个，净增加 4 个；2A 级景区 57 个，净增加 5 个；1A 级景区 1 个，减少 1 个。

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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 9 月底，公司注册资本 45080 万元，酉阳县财政局持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

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，同时负责开发经营旅游景区规划范围内的土地整治业务，在旅游资源注入、财政补贴、税收减免等方面具备一定优势。

（1）旅游资源

2011 年 12 月 20 日，酉阳县政府与公司签订了《酉阳县旅游景区委托开发经营管理协议书》，将桃花源景区、龙潭古镇、阿蓬江国家湿地公园、酉水河国家湿地公园委托公司进行经营管理，经营期限为 2012 年 1 月 1 日至 2062 年 12 月 31 日，期满双方无异议自动延长或续期 50 年。2012 年，根据《酉阳土家族苗族自治县财政局关于划转桃花源实业公司股权的通知》（酉阳国资函[2012]9 号）文件，酉阳县人民政府将酉阳桃花源实业开发有限公司（桃花源景区经营主体，以下简称“桃花源实业公司”）100% 股权无偿划转给公司。

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、酉水河国家湿地公园、阿蓬江国家湿地公园等旅游景区经营权移交给公司，同步将相关经营主体控股权全部划转给公司。

2015 年，根据《酉阳县国有资产监督管理局关于划转山水画廊和大河口旅游开发公司国有股权的函》（酉阳国资函[2015]2 号）文件，酉阳县人民政府将重庆市山水画廊旅游开发有限公司（龚滩古镇经营主体）与重庆市大河口旅游开发有限责任公司（阿蓬江国家湿地公园经营主体）100% 股权无偿划入公司。

2016 年 9 月，根据《重庆市人民政府办公厅关

于命名第二批重庆市级旅游度假区的通知》，为进一步加强市旅游业提档升级和转型发展，市政府同意命名涪陵武陵山等5个旅游度假区为市级旅游度假区，其中包括重庆酉阳桃花源民俗生态旅游度假区。

目前，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、大板营原始森林和南腰界革命传统教育基地的景区经营权。

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，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（2017年，公司将其调整至无形资产核算）。

（2）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，2016—2018年，公司收到旅游发展专项补贴金额分别为8454.95万元、8644.10万元和9180.20万元，均足额收到，计入“收到其他与经营活动有关的现金”科目中。

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。

表2 公司主要获得财政补贴情况（单位：万元）

年度	补贴名称	金额	政策文件名称
2012年	旅游开发综合补贴	5931.54	酉阳土家族苗族自治县财政局关于下达2012年度财政补贴资金的通知（酉阳国资函[2012]8号）

2013年	旅游开发综合补贴	8000.00	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）
2014年	旅游开发综合补贴	8392.08	
2015年	旅游开发综合补贴	8000.00	
2016年	旅游开发综合补贴	8454.95	
2017年	旅游开发综合补贴	8644.10	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）
2018年	旅游开发综合补贴	9180.20	
2019年	旅游开发综合补贴	10072.83	

资料来源：公司提供

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。2015-2018年，公司获得税费减免额分别为2591.15万元、2103.54万元、2641.76万元和3089.76万元。

3. 人员素质

截至2019年9月底，公司董事会由7名董事组成，公司高级管理人员由5人组成，其中，总经理1人，副总经理3人，财务总监1人；监事会包括监事长1人，监事4人。

公司董事长杨洪勇，1967年出生，研究生学历，现任酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司董事长，曾任酉阳县监察局股长、酉阳县人事局股长、共青团酉阳县委书记、酉阳县政府办公室主任、酉阳县县委常委、酉阳县政协副主席等职。

公司总经理唐万刚，1964年出生，本科学历。曾任酉阳县扶贫开发办综合科长、酉阳县发展计划委员会副主任、酉阳县政府办公室副主任、酉阳桃花源国际休闲旅游度假区管理委员会主任等职。

截至 2019 年 3 月底，公司职工总数 486 人。从学历构成来看，大专以下占 5.76%，大专占 31.28%，本科及以上学历占 62.96%；从岗位构成来看，公司管理人员占 17.49%，一般人员 82.51%；从年龄结构来看，30 岁以下占 58.02%，30 至 50 岁占 30.66%，50 岁以上占 11.32%。

整体看，公司高管团队结构稳定且具有丰富的从业及管理经验；员工文化素质较高，主要集中在本科；岗位分配合理。

4. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告》，截至 2020 年 2 月 17 日，公司本部无未结清不良贷款记录，有 5 笔已结清关注类贷款，系酉阳县级企业在国开行的贷款均为关注类贷款。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司严格按照《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）及其他有关政策规定制定《酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司章程》（以下简称《公司章程》）。公司由酉阳县财政局（以下简称“出资人”）投资设立，为永久存续的国有独资公司。

公司不设股东会，由出资人单独行使以下职权：（1）制定和修改公司章程；（2）提名、任命、委派或更换代表出任公司董事和监事（应由职工大会民主选举的除外），并在董事会成员中指定董事长，决定董事的报酬事项，批准董事会的报告；（3）决定公司的经营方针和投资计划，查阅董事会会议记录和公司财务报告；

（4）依照法律、法规及本章程的规定获得经营收益；（5）审议批准公司年度财务预决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案；（6）对公司合并、分立、解散和清算或者变更公司形式作出决议；（7）对公司增减注册资本作出决议；（8）公司终止后，依法取得公司的剩余财产；（9）

法律、法规及本章程规定的其他职权。

公司设董事会，对出资人负责。董事会成员由出资人委派（应由公司职工大会民主选举的董事除外；民主选举的董事必须经过公司到岗职工的 70%同意通过）。董事会设董事长一人，可以设副董事长，副董事长由出资人从董事会成员中指定。董事每届任期不得超过三年，任期届满可以连选连任。公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理 1 名，由董事会决定聘任或解聘，对董事会负责；总经理由董事兼任的，须经出资人同意。

总体看，公司治理结构较为完善。

2. 管理水平

公司先后制定了财务会计管理、关联交易、募集资金管理、融资及担保等方面的相关规章制度，并在实际工作中进行补充、修改和完善，使公司的规章制度更具针对性和时效性，形成了规范的管理体系。

财务会计管理方面，公司制定了《酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司财务会计管理制度》（以下简称“《财务会计管理制度》”）。《财务会计管理制度》规定：（1）公司财务管理体制规定公司实行集中统一的内部财务管理体制，财务管理体系中各层级、各岗位按照相应的职责和权限履行财务管理职责，承担相应的责任，并明确了法定代表人、董事会在公司财务管理中的职责。（2）财务预算管理规定公司建立财务预算管理制度及细则，经正式下达执行的财务预算一般不予调整，由于重大因素导致财务预算执行结果产生显著偏差的可进行财务预算调整。（3）对外投资管理包括对其他单位的股权投资、债权投资，明确限定对外投资总额不得超过公司净资产的 50%，要求金额重大的投资需聘请专业中介机构。此外，对若干资产类科目均编制了详细的管理办法和规定。

资金管理方面，公司制定了《酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司筹集资金管理制度》（以下简称“《募集资金管理制度》”）。

《募集资金管理制度》规定：（1）总经理是募集资金使用和管理的第一责任人，负责募集资金使用和管理实施细则的拟定、确保募集资金用途及使用的真实性和公允性，防止募集资金被占用或挪用，避免管理人员利用募集资金投资项目获取不正当利益。（2）在银行设立募集资金专项账户，募集资金只能存放于该专项账户进行集中管理，公司财务管理部门详细记录募集资金的收支划转情况。（3）公司必须严格按照募集说明书等发行申请文件中所承诺的用途使用募集资金，实行专款专用。（4）募集资金变更项目应符合公司发展战略和国家产业政策，符合国家支持发展的产业和投资方向，并规定申请变更时的必要程序。（5）对募集资金使用情况进行监督。

投融资及担保方面，公司制定了《酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司投融资及担保管理制度》（以下简称“《投融资及担保管理制度》”）。《投融资及担保管理制度》规定：（1）公司投融资及担保决策事项范围包括对外投资、公司所进行的项目（实业）投资行为、购买或出售资产、提供担保、融资及其他。

（2）直接或间接控股50%以上的及其他纳入合并会计报表的企业发生的相关投融资及担保决策事项视同公司发生的事项；参股公司发生相关事项产生较大影响，应当参照《投融资及担保管理制度》规定履行相应的审批程序。（3）公司投融资及担保行为需符合各项法律法规、产业政策与《公司章程》有关规定，有利于公司发展并有预期回报等。《投融资及担保管理制度》对公司投资决策、对外投资和购买、出售资产、投资项目决策、融资、对外担保、风险管理等方面的权限、程序和审批均制定了详细的管理办法。

关联交易方面，公司制定了《酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司关联交易管理制度》。该制度规定了公司关联交易事项范围；阐释关联法人与关联自然人的含义；并对关联交易遵循的基本原则、价格的确定和管理、审

议程序、决策程序、董事会表决程序、合同的执行、信息披露等方面均制定了详尽细则。

整体看，公司内部管理制度较为健全，能够基本满足公司日常经营需求。

七、重大事项

2017年7月24日，公司与重庆西证渝富股权投资基金管理有限公司（以下简称“渝富基金”）、西南证券股份有限公司（以下简称“西南证券”）共同签订《重庆酉阳双创股权投资基金合伙企业（有限合伙）之合伙协议》（以下简称“《合伙协议》”），由渝富基金作为普通合伙人，西南证券作为优先级合伙人，公司作为劣后级合伙人共同设立重庆酉阳双创股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“双创基金”或“合伙企业”）。

根据《合伙协议》，双创基金期限10年（2+2+3+3年），首次认缴规模10亿元，其中，西南证券认缴出资8.99亿元（占89.9%），公司认缴出资1亿元（占10%），渝富基金认缴出资100万元（占0.1%）。西南证券作为优先级合伙人享有获得优先收益、利润与财产分配的权益，在第一个运营周期第一个自然年内，优先收益率不低于6.60%，第一个运营周期第二个自然年起至余下运营周期每一自然年，每年按照优先级合伙人优先受益率调整权行使后所确定的优先收益率执行（原则上不低于6.60%）。优先级合伙人在每一运营周期届满时，均有权行使出资份额出售权，无论何种原因导致优先级合伙人退出，均有权要求劣后级合伙人收购其全部出资份额，但向其他第三方转让其出资份额的除外。合伙人大会为合伙企业最高权力机构，合伙人表决权根据各合伙人出资比例确定，不因西南证券部分转让其出资份额而变化；合伙人大会作出决议必须经代表实缴出资额一半以上的合伙人一致同意方可通过，各方同意西南证券对合伙企业事务享有一票否决权。

双创基金首次募集 10 亿元资金，已全部投入子公司重庆市酉阳县山水画廊旅游开发有限责任公司（以下简称“山水画廊公司”，龚滩古镇经营开发主体），其中 2500 万元计入山水画廊公司实收资本，97500 万元计入山水画廊公司资本公积，山水画廊公司已于 2017 年 8 月 15 日完成工商变更（公司和双创基金持股比例分别为 81.48% 和 18.52%），不导致合并范围变化。公司作为劣后级投入双创基金 1.00 亿元，计入公司“长期股权投资”科目，西南证券及渝富基金认缴双创基金合计 9.00 亿元，计入公司“长期应付款”（已纳入有息债务计算）。

总体看，山水画廊公司资本实力进一步增强，但公司在双创基金每个运营周期届满时均存在对优先级合伙人退出的或有回购义务，可能一定程度加重公司流动性压力。

八、经营分析

1. 经营现状

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。2016—2018 年，公司营业收入逐年增长，其中 2018 年公司实现营业收入 7.71 亿元，同比增长 6.47%。

从收入构成来看，旅游开发及服务为公司收入的主要来源，2016—2018 年，对营业收入贡献率保持在 85% 以上，且逐年增长，年均复合增长率 12.79%，其中 2017 年同比增长 20.23%，主要是由于当期景区客流量增加同时龚滩景区船票价格调整影响；2018 年同比增长 6.47%，主要来自客流量增长带动。公司土地开发整理及政府回购业务收入规模近三年有所波动，分别为 0.89 亿元、0.16 亿元和 0.42 亿元，2018 年增长明显，主要系小坝棚户区改造项目回购。

从毛利率来看，公司旅游开发及服务近三年毛利率水平有所波动，分别为 68.17%、72.62% 和 68.33%，2018 年下滑主要系桃源大舞台因加蓬改造，演出收入下降所致；土地开发整理及政府回购业务毛利率水平很高。总体看，受旅游开发及服务板块的影响，公司综合毛利率水平近三年有所波动，2018 年为 69.83%。

表 3 近年来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

产品	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	58541.23	86.68	68.17	70385.60	97.20	72.62	72547.84	94.10	68.33	12674.44	99.19	73.06
土地开发整理及政府回购	8895.13	13.19	99.76	1568.67	2.17	87.44	4245.28	5.51	100.00	--	--	--
其他	14.44	0.20	100.00	457.31	0.63	93.18	304.51	0.39	7.07	103.23	0.81	100.00
合计	67450.81	100.00	72.35	72411.58	100.00	73.07	77097.63	100.00	69.83	12777.66	1.00	73.27

注：该板块收入主要为小坝片区棚改项目的政府回购收入，根据该项目回购协议金额每年确认回购收入，而 2018 年棚改项目投资发生额较小，先归集到存货里，还未转入成本

资料来源：公司提供

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.28 亿元，同比增长 46.28%，变动较大原因系 2018 年公司按照收付实现制确认各景区的收入，故 2018 年 1—3 月的收入实际为 2018 年 1-2 月的

收入，2019 年公司按照权责发生制确认各景区的收入，故 2019 年 1—3 月的收入实际为 1—3 月的收入，而 3 月是公司各景区旺季，收入较大；其中旅游开发收入同比增长 73.38%；当期

无土地开发整理及政府回购收入；公司当期综合毛利率为 73.27%。

2. 旅游开发及服务

目前，公司已形成旅游观光、旅游地产、旅游运输、旅游演艺和旅游服务等多业务板块的产业链布局。公司旅游开发及服务板块收入主要以旅游产业相关收入为主，近三年占旅游开发及服务板块收入的 68.19%、68.46% 和 71.13%。

2016—2018 年，公司旅游产业相关收入逐年增长，2018 年实现收入 51600.16 万元，同比增长 7.09%，主要是由于公司景点知名度提升，游客数量增加所致；当期毛利率水平 65.43%，同比小幅下降，2019 年 1—3 月，旅游产业实现收入 8036.62 万元，毛利率水平 66.17%。

近三年随着商铺租金收入的稳步提升，公司租赁收入逐年增长，2018 年实现租赁收入 15274.25 万元，同比增长 19.48%，主要系 2018

年租赁收入新增了地块租赁，公司将暂未开发利用的渤海农场土地及酉师校地块租赁予其他单位使用，金额为 2154.23 万元。由于商铺租赁运营趋于成熟且部分折旧未纳入成本核算，毛利率水平很高。

公司于 2014 年 8 月在桃源大舞台推出的大型山水实景舞台剧《梦幻桃源》，近三年演出收入分别为 3229.34 万元、3512.78 万元和 124.03 万元，2018 年同比大幅下降，同时毛利率水平出现亏损，主要是由于桃源大舞台的加蓬改造尚未完工，暂无景区内演出收入，期间取得的收入为演艺公司接受其他单位邀请所得。

受前期房地产项目陆续交房结转影响，公司旅游地产收入近三年有所波动，三年收入分别为 1355.14 万元、176.44 万元和 1233.12 万元，2018 年结转项目主要为瑞康嘉苑；公司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。近三年收入较为稳定，毛利率逐年下降。

表 4 2016-2019 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	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	39916.65	68.19	63.57	48184.30	68.46	68.02	51600.16	71.13	65.43	8036.62	63.41	66.17
租赁收入	9089.39	15.53	99.59	12784.30	18.16	89.69	15274.25	21.05	89.59	4106.26	32.40	92.30
运输收入	2725.28	4.66	88.45	2642.91	3.75	76.69	2777.03	3.83	72.88	415.96	3.28	50.79
演出收入	3229.34	5.52	77.52	3512.78	4.99	88.79	124.03	0.17	-273.90	6.80	0.05	-1554.59
旅游地产销售收入	1355.14	2.31	14.81	176.44	0.25	15.00	1233.12	1.70	15.00	25.19	0.20	100.00
旅游服务及货物销售收入	2225.43	3.80	16.59	1696.33	2.41	18.24	1539.25	2.12	16.37	83.61	0.66	25.35
产权竞卖服务收入	--	--	--	1388.55	1.97	100.00	--	--	--	--	--	--
合计	58541.23	100.00	68.17	70385.60	100.00	72.62	72547.84	100.00	68.33	12674.44	100.00	73.06

注：1. 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；2. 2017 年、2018 年及 2019 年 1—3 月旅游产业相关收入与表 4 加总不一致主要是由于包含了一些零星收入，如食堂收入
资料来源：公司提供

（1）旅游产业

截至 2019 年 3 月底，公司全部景区包括：酉阳桃花源 5A 级景区（含古桃源、伏羲洞、桃花源国家森林公园、酉州古城、二酉山片区）、龚滩古镇 4A 级景区、龙潭古镇 4A 级景区、酉阳神龟峡（阿蓬江大峡谷）4A 级景区、酉水河国

家湿地公园等旅游景点。目前公司旅游产业相关业务收入主要是国家 5A 级景区桃花源景区门票收入、国家 4A 级景区龚滩景区门票收入、龚滩乌江画廊船票收入和酉阳神龟峡（阿蓬江大峡谷）4A 级景区船票收入。其他景区尚未开发完毕，目前未产生效益。

表 5 2016-2019 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		2016 年度		2017 年度		2018 年度		2019 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	18557.14	268.00	22071.03	240.00	23907.81	270.22	3472.44	42.04
龚滩古镇景区	龚滩门票收入	10052.27	168.00	10662.7	205.00	11222.57	204.97	1376.31	30.78
	龚滩乌江画廊船票收入 (未统计散客人数)	6643.8	39.00	9005.8	90.00	9307.37	91.25	369.86	3.23
酉阳神龟峡 (阿蓬江大 峡谷) 景区	酉阳神龟峡(阿蓬江大 峡谷) 景区船票收入(未统 计散客人数)	4663.44	30.00	5955.56	42.00	4411.29	38.63	1610.19	13.85
合计	--	39916.65	505.00	47695.09	577.00	48849.04	604.32	6829.10	89.90

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. 2017 年龚滩景区门票收入增长幅度小于船票收入增长幅度, 主要是由于景区游船业务口碑较好, 游客乘坐意愿增强同时 2017 年调整船票价格所致

资料来源: 公司提供

桃花源景区

桃花源实业公司(注册资本2.50亿元, 公司持股比例88.00%, 国开发展基金有限公司持股12.00%¹)。截至2018年底, 桃花源实业公司资产总额为43.13亿元, 所有者权益18.21亿元; 2018年桃花源实业公司实现营业收入2.48亿元, 利润总额0.51亿元。截至2019年3月底, 桃花源实业公司资产总额为47.58亿元, 所有者权益为18.26亿元, 2019年1-3月, 桃花源实业公司实现营业收入0.41亿元, 利润总额429.56万元。

桃花源景区位于重庆市酉阳县县城中心, 地处武陵山腹地, 于1997年开始开发, 最初由桃花源景区管理委员会开发经营; 根据《酉阳土家族苗族自治县人民政府文件》(酉阳府[2012]78号), 桃花源景区规划范围内的土地、房产、林权资产由公司进行储备、整治和开发, 公司对景区内溶洞、酉州古城及相关配套设施进行大规模开发, 于2012年1月20日经全国旅游

景区质量等级评定委员会正式公告为国家5A级旅游景区。

桃花源景区规划总面积50平方公里, 其中核心区34.6平方公里, 另有15.4平方公里主要作为景区接待区域。景区目前主要由世外桃源景区、伏羲洞岩溶地质奇观、桃花源国家森林公园、酉州古城、二酉山片区构成, 是一个集秦晋历史文化、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。桃花源景区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, 预计2020年底, 渝湘高铁酉阳站将开通。

桃花源景区门票由桃花源实业公司收取, 包含世外桃源景区及伏羲洞岩溶地质奇观, 2016-2018年9月底, 桃花源景区门票价格根据《酉阳土家族苗族自治县发展和改革委员会关于规范桃花源景区门票价格的通知》(酉阳发改委发[2015]16号)文件规定, 按照散客128元/人, 团体票102元/人执行; 2018年9月25日, 重庆市物价局根据国家发改委印发的《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》(发改价格[2018]951号)要求, 制定下发《重庆市物价局关于降低我市5A级景区及市管4A级景区门票价格的通知》

¹ 2015 年国开发展基金有限公司(以下简称“国开基金”)、公司、桃花源实业公司及酉阳县财政局共同签订了国开发展基金投资合同, 合同约定由国开基金向桃花源实业公司投资 3000 万元, 用于桃花源景区配套基础设施建设, 桃花源实业公司于 2015 年 12 月 31 日前完成工商变更登记。合同约定投资期限自 2015 年 12 月至 2033 年 12 月, 投资期间国开基金所获得的平均年化收益率不高于 1.2%。合同规定 2023 年 12 月 4 日、2028 年 12 月 4 日和 2033 年 12 月 4 日为转让交割日, 国开基金可通过向酉阳县财政局每次转让 0.1 亿元的标的股份对价实现投资回收后退出; 同时酉阳县财政局也可选择不低于前述对价提前受让股份。

（渝价[2018]159号），对桃花源景区门票价格进行了下调，调整后门票价格为散客100元/人，团体票团队90元/人，自2018年10月1日起执行。

世外桃源景区被广泛认为是陶渊明笔下《桃花源记》原型地，景区主要展现秦晋人远离喧嚣、回归自然的生活面貌；伏羲洞位于桃花源风景区内，为南方喀斯特溶洞，其体量在重庆西南地区排名第一；酉州古城全长1.3公里，连接世外桃源景区出口，是集土家族苗族建筑、民俗风情于一体的民族风情街。桃花源国家森林公园及二酉山片区目前为开放式，游客可以自由游览景观，但目前尚未产生收入。

受桃花花季及节假日影响，桃花源景区游客数量呈现出较为明显的季节性特征，其中3月至10月为旺季，11月至次年2月为淡季，存在淡季中小旺季的现象，如寒假、小长假。在旺季期间，桃花源景区游客接待量平均12000人次/天，其中在4-5月游客接待量平均13000人次/天。在淡季期间，桃花源景区游客接待量平均2000人次/天。近三年，桃花源景区分别接待游客268.00万人次、240.00万人次、270.22万人次，分别实现门票收入18557.14万元、22071.03万元和23907.81万元。门票均价低于指导价，主要系公司为吸引游客不定期举行力度不同的营销活动。2017年接待游客数量有所下降，一方面系2017年1—3月闭园改造无游客进园所致。2018年收入增幅低于客流量增幅系门票价格下调所致。2019年1—3月较2018年同期收入增加1157.40万元。

龚滩古镇

山水画廊公司（注册资本1.35亿元，公司和双创基金持股比例分别为81.48%和18.52%）负责龚滩景区的开发工作，山水画廊公司于2015年7月无偿划转到公司。截至2018年底，山水画廊公司资产总额为15.52亿元，所有者权益为12.84亿元；2018年山水画廊公司实现营业收入²9904.44万元，利润总额6111.26万元。截至

2019年3月底，山水画廊公司资产总额为16.69亿元，所有者权益为12.98亿元；2019年1—3月，山水画廊公司实现营业收入1776.60万元，利润总额1364.61万元。

龚滩古镇地处重庆市酉阳县、彭水县和贵州省沿河县的结合部，位于乌江与阿蓬江交汇处北侧，距今1700余年历史，古镇于2008年4月根据重庆市政府的安排于距现址两公里处的老龚滩古镇迁建而来并完成复建。目前，龚滩古镇景区风貌由长约三公里的石板街、150余堵封火墙、200多个四合院、50多座吊脚楼构成，是国内保存完好且颇具规模的明清建筑群，也是全国第二批历史文化名镇、重庆市第一历史文化名镇。

桃花源景区到龚滩景区经省道乘坐汽车约70分钟，龚滩景区到重庆290公里，乘车经省道至彭水上渝湘高速，用时约3小时。游览桃花源景区55%的游客会前往龚滩景区，因此淡旺季与桃花源景区保持一致，旺季期间游客接待量7000人次/天，淡季期间游客接待量平均1300人次/天。

2016—2018年9月底，根据《酉阳土家族苗族自治县发展和改革委员会关于进一步理顺龚滩古镇游览参观点门票》（酉阳发改委发[2015]12号）文件规定，龚滩古镇门票价格为100元/人（其中龚滩古镇门票20元/人，西秦会馆门票50元/人，冉家大院门票10元/人，三抚庙门票10元/人，川祖庙门票10元/人）；2018年9月27日，酉阳县国资委根据重庆市物价局转发的《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》（渝价[2018]131号）文件要求，制定下发《酉阳土家族苗族自治县发展和改革委员会关于降低龚滩古镇游览参观点门票价格的通知》（酉阳发改价[2018]15号）文件，规定龚滩古镇门票价格为86元/人（其中龚滩古镇门票16元/人，西秦会馆门票40元/人（民俗风情演出），冉家大院门票10元/人，三抚庙门票10元/人，川祖庙门

²根据《酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司关于划转山水画廊门票款的通知》（桃花源旅投发[2016]3号），山水画廊公司门票收入上缴至公司本部，仅船票收入在山水画廊公司确认。

票10元/人），该价格自2018年10月1日起执行。门票由公司本部直接收取。

2015以来，公司重点开发龚滩古镇游船项目（体现为船票收入），为公司景区业务收入提供有力补充，2016年，乌江画廊游船项目船票价格为80元-160元/人，龚滩乌江画廊游船分别接待游客39万人次，实现营业收入6643.80万元。2017年，乌江画廊游船项目船票价格调整为120元-190元/人，同时受游船服务口碑较好，游客乘船意愿增强影响，当期接待游客大幅增长至90万人次，实现营业收入9005.8万元。2018年，乌江画廊游船项目船票价格调整158元/人，共接待游客91.25万人次，实现营业收入9307.37万元。截至2019年3月底，公司共投入15艘游览船运营，其中包括2艘40座、6艘35座和7艘29座游览船，年接待能力约150万人。游览景区的游客主要以旅行社团体游客为主。公司拟进一步增加游船采购数量，未来三年分别计划采购2艘、2艘、2艘，年均投资规模为100万元。

酉阳神龟峡（阿蓬江大峡谷）景区

酉阳神龟峡（阿蓬江大峡谷）景区由重庆大河口公司（注册资本3.14亿元，公司持股比例63.72%，中国农发重点建设基金有限公司³持股36.28%）开发经营，于2015年9月完成工商变更，无偿划转到公司。截至2018年底，重庆大河口公司资产总额为11.94亿元，所有者权益为4.13亿元；2018年重庆大河口公司实现营业收入4411.29万元，利润总额993.80万元。截至2019年3月底，重庆大河口公司资产总额为12.28亿元，所有者权益为4.07亿元；2019年1—3月，重庆大河口公司实现营业收入369.86万元，利润总额-529.24万元，主要是由于大河口公司财务费用支出较大。

酉阳阿蓬江大峡谷景区位于乌江第一大支

流阿蓬江上，阿蓬江在酉阳县境内流经苍岭、两罾、龚滩三乡（镇），流长75公里。公司打造的旅游路线为“大河口—大石”水上观光产品。神龟峡是阿蓬江峡谷景观中最为优越的河段，从黔江两河镇至酉阳大河口，全长38.9公里，酉阳神龟峡为神龟峡在酉阳境内的一段。神龟峡水深数十米，两岸山高50多米，沿途悬崖峭壁，突兀奇峰，两岸风光原始古朴，优于大宁河，胜于小三峡。2017年12月21日黔江及酉阳境内的神龟峡景区被评为国家4A级旅游景区。

酉阳神龟峡（阿蓬江大峡谷）景区目前收入主要来源于其游船项目，2015年4月开始投入试运营，截至2019年3月底共投入运营13艘游船，其中包括2艘40座游览船、6艘25-38座和5艘小船，船票价格为120元/人。2016年度景区接待游客30万人次，实现船票收入4663.44万元；2017年度景区接待游客42万人次，实现船票收入5955.56万元；2018年，酉阳神龟峡（阿蓬江大峡谷）景区接待游客38.63万人次，实现船票收入4411.29万元，均同比出现下滑，主要是由于船舶停业检修所致。公司拟进一步增加游船采购数量，未来三年分别采购2艘、2艘、2艘，提高旅客运输效率并增加景区船票收入。

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、大板营原始森林和南腰界革命传统教育基地。目前均尚未产生收益。

龙潭古镇景区是全国第二批历史文化名镇，古有“小南京”和“货龙潭”之美誉，2012年被评为国家4A级旅游景区。龙潭古镇为“县丞”、“巡检”、“州同”、“县佐”所在地，1735年因毁于火灾而由梅树迁建于现址，面积1.5平方公里，规模庞大，保存完好。

酉水河国家湿地公园是国家3A级旅游景区，涵括酉水河两岸湿地景区的国家湿地公园，酉水河发源于湖北省宣恩县，流经酉阳大溪、酉酬、后溪三镇，于秀山县境内注入沅江，素有“渝东南小桂林”之美誉。河流两岸植被茂

³根据重庆大河口公司与中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）签订的农发基金投资合同约定，农发基金投资大河口旅游公司11400万元，持股比例为36.28%，投资合同期限自2016年2月至2034年2月，投资合同期间重庆大河口公司按季度向农发基金支付年投资收益率1.2%，农发基金不享有大河口旅游公司其他收益分配权，投资合同期满后，农发基金通过回售股权、转让等方式实现投资回收后退出。

盛，野生动植物资源丰富，山水结构独特，景观优美，是土家文化的发祥地。

南腰界革命根据地位于酉阳西南部，距县城80公里，是贺龙、任弼时、关向应、萧克等老一辈无产阶级革命家领导创建的川黔湘鄂革命根据地，也是重庆市唯一的省级苏维埃政权。景区完好地保存着中国工农红军第三军司令部旧址、红军会师纪念亭、红军烈士墓等革命遗址景点共56处。

龙潭古镇、酉水河国家湿地公园、大板营原始森林目前均处于保护阶段，没有开发规划。

营销推广

由于酉阳县位于重庆市东南边缘，临近湖北、湖南两省，与凤凰古城、张家界国家森林公园和恩施大峡谷等著名旅游景区车程均约2-5个小时，能够形成较好的旅游资源集群效应。景区推介方面，公司主要通过“景区+专线商+组团社”的模式来拓展营销渠道，通过与旅行社合作设计“恩施大峡谷+酉阳桃花源”、“张家界+酉阳桃花源+凤凰”等相关线路，鼓励团队游客，公司根据游客数量是否达到预期适当给旅行社一定渠道费用。门票的结算方式根据游客来源不同分为散客模式和旅行社团队结算模式。散客模式即通过网络或现金方式支付票款并直接计入门票收入；旅行社是公司最重要的销售渠道，旅行社团队结算模式采取按月结算模式。具体而言，公司主要与重庆市酉阳县旅行社、重庆市避秦庄旅游开发有限责任公司、重庆市环绕旅行社有限公司3家当地旅行社签署《景区门票批发结算协议书》，按照协议票价按月结算门票收入。

景区营销方面，公司主要从渠道建设、主题活动、形象推广、区域合作、电商销售等五个方面着手，组织旅游营销工作。①公司先后

设立了重庆、长沙、武汉、西安、北京、广州、上海等驻外办事处，以重庆、湖南、湖北、河南等四大市场为核心，辐射全国区域市场；按照“景区+专线商+组团社”的模式，在每个重点目标市场与1-3家专线进行重点合作，培育发展酉阳旅游专线商；②加强与自驾俱乐部、电视台、电台、主流网络媒体以及同程、携程、去哪儿等电商机构进行合作，及时顺应旅游业发展形势，加快拓展自由行市场；③积极与各大媒体联合举办主题活动，先后与腾讯·大渝网（重庆）、新浪重庆、湖南自驾俱乐部等联合组织实施了一系列桃花源主题营销活动，提升酉阳旅游在全国或区域市场的知名度和影响力；④突出重点市场形象广告投放，在重庆、长沙、武汉、成都等省会城市及重庆、湖南、湖北、四川、贵州的地级市，投放高速公路、公交车身、轻轨站厅、商圈LED、轿厢画框、主流报纸、主流网站、电视台特色栏目、重点电台黄金时段等广告，进行品牌推广和形象宣传；⑤加强与周边景区交流与沟通，定期或不定期进行相互走访，联合开展市场营销，共同策划和组织营销活动，共同出资进行线路产品宣传推广。

从门票收入构成来看，公司门票收入以团队为主，2017年桃花源景区团队门票收入占比下滑至74.28%，主要是由于公司营销宣传取得一定效果，采用自驾或乘坐其他交通工具前往的游客在2017年重新开园期间迅速增长，散客人数大量增加；2018年，团队游客占门票收入的比例为75.33%，同比变动不大。2016-2018年，龚滩景区团队游客占门票收入的96.71%、95.70%和94.68%。公司景区对旅行社营销及推介依赖程度高，对景区发展有一定制约。

表 6 公司旅游景区门票收入构成情况（单位：万元、%）

景区	游客类型	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-3 月	
		门票收入	占比	门票收入	占比	门票收入	占比	门票收入	占比
桃花源景区	团队	15386.74	82.92	16395.01	74.28	18009.41	75.33	2325.61	66.97
	散客	3170.40	17.08	5676.02	25.72	5898.4	24.67	1146.83	33.03

龚滩景区	团队	9722.00	96.71	10203.88	95.70	10625.51	94.68	1210.2	87.91
	散客	330.27	3.29	458.82	4.30	597.06	5.32	166.41	12.09
合计	--	28609.41	--	32733.73	--	35130.38	--	4849.05	--

资料来源：公司提供

注：阿蓬江景区不产生门票收入，仅有船票收入

（2）租赁业务

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，物业由集团本部、子公司、桃花源实业公司、酉阳县桃花源旅游产业服务有限责任公司和酉阳桃花源旅游地产开发有限公司持有，主要分布在酉州古城风情街及县城内等地。2016—2018，公司商铺租赁收入分别为9089.39万元、12784.30万元和15274.25万元，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，近三年，公司酉州古城风情街、会议中心和综合写字楼均保持较高的物业出租率。此外，公司商铺租赁板块还包括县城内门面收入，其中2017年租赁收入大幅提升，主要是由于新增桃花源广场租赁收入所致；2018年同比大幅增长主要系酉师校地块及渤海农场地块暂未开发，租赁给其他机构使用，增加地块租赁收入2154.23万元。

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	2016年	2017年	2018年	2019年1—3月
酉州古城风情街	集团本部、	租赁收入	3506.50	3552.60	3143.35	832.99
		总面积	47928.75	47928.75	47928.75	47928.75
		出租面积	45532.31	45532.31	37963.16	37963.16
		单位面积租金	64.20 元/平方米/月	65.02 元/平方米/月	69.00 元/平方米/月	73.00 元/平方米/月
		出租率	95%	95%	80%	80%
会议中心	集团本部	租赁收入	2366.12	2551.64	2755.77	744.06
		总面积	50372.63	50372.63	50372.63	50372.63
		出租面积	47854.00	47854.00	47854.00	47854.00
		单位面积租金	41.1 元/平方米/月	44.4 元/平方米/月	47.99 元/平方米/月	50.87 元/平方米/月
		出租率	95%	95%	95%	95%
综合写字楼	集团本部	租赁收入	2797.62	2737.15	2956.12	798.15
		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	41.1 元/平方米/月	44.4 元/平方米/月	47.97 元/平方米/月	50.05 元/平方米/月
		出租率	95%	95%	95%	95%
县城内门面	集团本部、 实业公司、 地产公司、	租赁收入	419.15	3942.91	4264.78	1731.06
		总面积	30423.69	30423.69	30423.69	43384.96
		出租面积	6326.57	27381.32	27381.32	41215.71

	桃花源产业服务公司	单位面积租金	90 元/平方米/月	120 元/平方米/月	130 元/平方米/月	140 元/平方米/月
		出租率	21%	90%	90%	95%
地块租赁	地产公司、集团本部	--	--	--	2154.23	--
租赁收入合计	--	--	9089.39	12784.30	15274.25	4106.26

资料来源：公司提供

（3）旅游运输

旅游运输业务主要由子公司酉阳县桃花源旅游运输有限公司负责运营，经营内容主要包括酉阳县内景区内部或景点间的转运和酉阳县内包车客运等业务，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。酉阳县桃花源旅游运输有限公司持有酉阳县道路运输管理所颁发的道路运输经营许可证（编号：渝交运管许可字500242012369号），可从事酉阳县内包车客运，许可证有效期至2020年4月19日。

目前景区内中转业务为10元/人；县内包车业务22座中巴车800-1200元/辆/天，39座大巴车1000-1500元/辆/天，县内包车业务主要为旅行团等团体包车，价格在一定区间内浮动。2016—2018年，分别实现收入2725.28万元、2642.91万元和2777.03万元。由于景区旅游交通运输具备区域垄断性，因此公司旅游运输业务收入近年来较为稳定。

（4）旅游演艺

目前旅游演艺板块主要由子公司重庆酉州风情文艺演出有限责任公司（以下简称“酉州风情演出公司”）经营，收入主要来源于桃花源景区的桃源大舞台之《梦幻桃源》。2018年酉州风情演出公司营业收入144.99万元，利润总额-812.18万元。截至2019年3月底，酉州风情文艺演出公司资产总额25131.59万元，权益总额5348.17万元，2019年1—3月营业收入10.64万元，利润总额-289.04万元。桃源大舞台是桃花源景区综合服务配套设施的项目之一，总投资1.80亿元，项目总占地面积为36510平方米，总建筑面积18186.53平方米。桃源大舞台内有

演出舞台、攀岩场地两个活动中心，舞台正中央建设1200平方米的表演广场和300平方米的梦幻大舞台，总共可容纳3000余名观众同时观看演出。舞台于2013年建成，于2014年8月推出的大型实景舞台剧《梦幻桃源》，该剧主要以艺术的形式，再现魏晋时期大文学家陶渊明名篇《桃花源记》中的意境与生活，梦幻桃源淡季不演出，5~10月旺季每周5场以上，上座率90%左右，门票价格为90~180元/人，公司会根据景区举行的不同活动提供演出门票折扣。2016—2018年，公司分别实现旅游演出收入为3229.34万元、3512.78万元和124.03万元。2018年旅游演艺收入很低系由于公司自2018年初开始对桃源大舞台进行加蓬改造，期间内无景区内演出收入，取得的收入为演艺公司接受其他单位邀请所得。加蓬改造于2019年4月完成，预计2019年二季度演出收入逐步恢复。

（5）旅游地产

公司旅游地产开发规模较小，由酉阳桃花源旅游地产开发有限责任公司（以下简称“旅游地产公司”）经营，截至2018年底，旅游地产公司资产总额为12.44亿元，所有者权益为3.47亿元；2018年，旅游地产公司实现营业收入2570.29万元，净利润866.68万元。截至2019年3月底，旅游地产公司资产总额为12.62亿元，所有者权益为3.40亿元，2019年1—3月，桃花源地产公司实现营业收入28.54万元，净利润-660.75万元。

公司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。公司存量地产项目多于2012年之前开发，先后在2013—2016年期间销售，以住宅地

产为主，同时部分项目配套少量安置房，公司多数项目商业地产配套比例为20%左右。近年来，公司开发项目主要有阳光佳苑、馨园小区、城南农贸市场楼盘及瑞康嘉苑等。2016—2018年，公司旅游地产开发收入分别为1355.14万元、176.44万元和1233.12万元，主要是以前年度项目尾盘结转。截至2019年3月底，阳光佳苑、馨园小区、城南农贸市场楼盘项目均已售罄。瑞康嘉苑位于酉阳县桃花源城北新区，项目定位商住一体，于2016年8月开始预售，截至2019年3月底，项目已全部投资完毕，销售比例76.17%。

公司主要在建项目为桃源世家，系公司于2015年拍得地块，位于酉阳县酉州古城东侧，占地面积6.55万平方米，土地成本1.03亿元。桃源世家项目投资4.50亿元，主要包含、住宅及商业用房、车库、桃源大舞台基础设施配套工程，桃源世家一期已于2016年5月26日开工建设，截至2019年3月底，已完成投资50.38%

除桃源世家外，公司未来拟用于房地产开发的土地储备还包括酉阳县酉师校地块，地址位于酉阳县钟多街道桃花源大道中路124号，产权证号分别为渝(2017)酉阳县不动产权第000711191号、000711417号、000711388号，占地面积49.10亩，楼面价265万元/亩，目前尚无开发计划。

表8 截至2019年3月底公司已完工旅游地产项目情况

项目名称	项目主体	平均售价 (万元/平方米)	类型	总投资额 (万元)	总建筑面积 (平方米)	已销售面积 (平方米)	截至2019年 3月底合计实 现销售总额 (万元)	最近三年及一期已确认收入(万元)			
								2016年	2017年	2018年	2019年 1—3月
馨园小区	桃花源旅游地产公司	0.25	住宅、商铺	4600.00	29630.14	29630.14	7274.92	--	--	-	-
城南农贸市场综合楼	桃花源旅游地产公司	0.27	住宅、商铺	2300.00	14399.00	14399.00	3859.51	--	--	-	-
阳光佳苑	桃花源旅游地产公司	0.23	住宅、商铺	6700.00	53628.00	53628.00	12071.43	27.68	--	-	-
瑞康嘉苑	桃花源旅游地产公司	0.38	住宅、商铺	1612.97	9738.74	7418.20	2660.00	1327.46	176.44	1233.12	25.19
合计	--	--	--	15212.97	107395.88	105075.34	25865.86	1355.14	176.44	1233.12	25.19

资料来源：公司提供

表9 截至2019年3月底公司在建及拟建房地产项目情况

项目名称	项目主体	类型	总投资额 (万元)	总建筑面积 (平方米)	资金来源	建设期间	已完成投资 (万元)	未来三年投资计划(万元)			
								2019年 4-12月	2020年	2021年	2022年
桃源世家	地产公司	住宅	49000.00	99800.00	银行贷款 70%、自筹 30%	2016-2019	24686.28	24313.72	--	--	

资料来源：公司提供

(6) 其他板块
公司的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，主要由子公司酉阳县桃花源旅游产业服

务有限责任公司（以下简称“产业公司”）运营。公司已建成武陵山农特产品大卖场，为游客提供当地土特产购物场所；建立“渝农鲜”电商平台，与专业合作社合作，对外销售鲜活农产品等。2016—2018年，公司分别实现旅游服务及货物销售收入2225.43万元、1696.33万元和1539.25万元。旅游商品销售收入主要来自批发订单，而批发订单收入基本都在下半年实现，上半年的收入主要来自于景区内的零售，收入金额较小。产权经贸主要由公司资产经营部负责，主要通过拍卖的形式将自有商铺出售，获得相关出售款。

3. 土地开发整理及政府回购

公司土地开发整理及政府回购业务主要由公司本部承担。其中土地整理业务主要系公司成立初期，经酉阳县政府《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）授权，由公司负责酉阳县城规划范围内（老县城）土地的统一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，整治土地达到出让条件后，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进行挂牌出让，剔除应计提的各项基金费用后的60%返还给公司。2012年和2013年，经公司整治后交酉阳县国土局挂牌出让县城规划区范围内的土地的面积分别为86.77亩和74.12亩，分别确认土地出让收入0.98亿元和0.75亿元。截至2013年底，老县城土地整治已基本完成，2014年以来，公司未新增土地整治及开发任务，2016-2017年，公司所确认的土地开发整理收入均系老县城土地开发整理收入及尾款，分别为316.64万元和1568.67万元。截至目前，已全部确认完毕，2018年无土地开发整理收入。

表 10 2016-2019 年 1-3 月公司土地开发整理及政府回购业务收入及毛利率构成情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	收入	毛利润	毛利率	收入	毛利润	毛利率	收入	毛利润	毛利率	收入	毛利润	毛利率
土地开发整理	316.64	296.06	93.50	1568.67	1371.67	100.00	--	--	--	--	--	--
政府回购	8578.49	8578.49	100.00	--	--	--	4245.28	4245.28	100.00	--	--	--
合计	8895.13	8874.55	99.77	1568.67	1371.67	100.00	4245.28	4245.28	100.00	--	--	--

资料来源：公司提供

根据酉阳县政府《关于加快推进桃花源旅游投资（集团）有限公司发展的意见》（酉阳府发[2012]78号）文件授权，公司未来土地整治业务主要将集中在景区范围内开展，由公司负责对桃花源景区规划范围内50平方公里土地中作为景区接待区域的15.4平方公里土地统一实施征地拆迁和土地整治工作，其土地整治成本在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，公司将按照政府计划陆续开展桃花源景区范围内土地整治业务，并根据政府土地挂牌出让计划确认收入。截至2019年3月底，公司无已整理完毕尚未完成出让的土地。

公司政府回购业务分为两部分，一部分为

公司转型前承担的城市基础设施建设业务，由政府与公司签订回购协议，按进度进行回购；另一部分为公司转型后承担的景区内棚户区改造的政府购买服务项目。公司成立后至2011年间在授权范围内进行了一系列酉阳县城内的基础设施建设。根据酉阳府发[2011]52号文件，公司2011年以后不再参与政府基础设施建设，政府对以前年度的公益性项目进行梳理和回购。2014—2016年公司确认的政府回购收入来源于酉阳县财政局根据《酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司公益性项目分年回购计划表》（简称“回购计划表”）的约定支付给公司的前期基础设施建设项目回购款项，共计2.49亿元。2014—2016年公司分别收到并确认政府回购收

入8170.70万元、8240.41万元、8578.49万元，至此回购计划表项下约定的回购已经完成，每年确认收入与回购计划表基本一致。

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乡建设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旅游地产公司作为服务承接主体，双方签订了《酉阳县小坝片区棚户区改造项目（一期）的政府购买服务协议》（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。

小坝片区棚户区改造（一期）项目总投资为80353.62万元，其中自筹部分为17353.62万元，占比21.60%，其余部分申请银行借款。项目建设期为3年；截至2019年底累计已投资18998.91万元。项目中购买服务总价款为123953.62万元，资金来源为酉阳县政府财政性资金，已在财政预算中统筹安排，初步支付计划安排如下表。

表 11 购买服务费用年度支付计划

年度		购买服务费用金额（万元）
第 1 年	2018	6000.00
第 2 年	2019	6000.00
第 3 年	2020	5353.62
第 4 年	2021	4000.00
第 5 年	2022	4000.00
第 6 年	2023	4200.00
第 7 年	2024	4300.00
第 8 年	2025	4600.00
第 9 年	2026	4600.00
第 10 年	2027	4600.00
第 11 年	2028	4600.00
第 12 年	2029	4700.00

第 13 年	2030	4700.00
第 14 年	2031	4600.00
第 15 年	2032	4700.00
第 16 年	2033	4800.00
第 17 年	2034	5200.00
第 18 年	2035	5100.00
第 19 年	2036	5300.00
第 20 年	2037	5500.00
第 21 年	2038	5300.00
第 22 年	2039	5500.00
第 23 年	2040	5300.00
第 24 年	2041	5600.00
第 25 年	2042	5400.00
合计	--	123953.62

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2016—2018年，公司存货周转次数和总资产周转次数较稳定，近三年平均值为0.21次和0.06次，2018年分别为0.19次和0.06次。销售债权周转次数大幅上升，近三年均值为11.43次，2018年为17.55次，总体看，公司整体经营效率偏低。

5. 未来规划

公司在建项目预计总投资合计53.41亿元，截至2019年3月底已累计投资33.15亿元，其中主要投资项目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、阿蓬江沿线农村人居环境建设项目及小坝片区棚户区改造项目等。

酉阳桃花源旅游景区升级改造项目包括伏羲洞升级改造及维护、桃花源景区配套基础设施建设项目等，总投资20.30亿元，截至2019年3月底累计投资19.09亿元。其中，桃花源景区配套基础设施建设升级改造项目总投资8.20亿元，其中自筹资金2.46亿元，其余为贷款，建设主体为桃花源实业公司，建设内容主要包括桃花源国际自驾车及房车营地及配套用房，占地20000平方米；登山步道20000米；20处仿古风格观景亭；儿童游乐园及配套用房，占地面

积7亩；户外体验区总占地面积70亩；新建滑道40000米；新建伏羲洞出口790米；完善相关配套设施建设等。项目已于2016年7月开工建设。根据桃花源景区配套基础设置建设项目可行性研究报告，项目建设周期为3年，建设完成后三年即第4年～第6年将新增景区门票收入分别4800万元、6240万元和7894万元，新增餐饮收入6000万元、7800万元和9867万元，实现息税前利润分别为5186.4万元、7408.6万元和10020.0万元，净现金流量分别为-5987.7万元、-12355.4万元和-8795.3万元，项目税后投资回收期9.6年。

龚滩古镇（含游客接待中心/码头建设）项目建设主体为山水画廊公司，建设内容主要包括：①龚滩码头建设，设置浮台，长度约1.4公里，总面积约为1.69万平方米；码头、停车场共占地40000平方米；②沿江步道1.2公里；③文化长廊1.2公里；④游客服务中心A区建设，建筑面积332.66平方米，仿古建筑21000平方米；⑤新建5000平米的游客服务中心B区，10000平方米停车场；⑥龚滩景区路灯，全长9.15公里；⑦环线旅游道路长11.2公里；⑧水上乐园建设等。项目总投资8亿元，其中自筹资金2.40亿元，其余为贷款，项目已于2015年12月开工建设，截至2019年3月底，已投资6.78亿元。根据项目可行性研究报告，项目建设周期为3年，建设完成后三年即第4年～第6年将新增景区门票收入分别2400.0万元、3120.0万元和3946.8万元，新增餐饮收入4500.0万元、5850.0万元和7400.3万元，实现息税前利润分别为3847.9万元、5400.5万元和7211.8万元，净现金流量分别为-3983.2万元、-7057.0万元和-11099.8万元，项目税后投资回收期9.71年。

阿蓬江大峡谷景区配套基础设施建设项目建设主体为重庆大河口公司，项目建设地址为酉阳县苍岭镇、双泉乡。建设内容为：①新建大石游客接待中心2500平方米；②新建大石旅游码头3个；③新建神女峡游客接待中心2500平方米；④改建大河口游客服务中心2000平方

米；⑤白水泉景观休闲体验区，建筑面积500平方米；⑥石泉苗寨游客服务中心项目；⑦阿蓬江中段峡谷旅游步道1公里；⑧峡谷中段道路1078米；⑨新建水上浮台3000平方米；⑩完善相关配套设施建设。项目总投资5.47亿元，自筹资金1.64亿元，其余为贷款，项目已于2015年8月开工建设，截至2019年3月底，已投资4.52亿元。根据项目可行性研究报告，项目建设周期为3年，建设完成后三年即第4年～第6年将新增景区门票收入分别2400.0万元、3120.0万元和3946.8万元，新增餐饮收入3000.0万元、3900.0万元和4933.5万元，实现息税前利润分别为3069.3万元、4355.0万元和5844.5万元，净现金流量分别为-3790.4万元、-7657.6万元和-6208.0万元，项目税后投资回收期10.3年。

龚滩片区及阿蓬江沿线农村人居环境建设项目建设主体为重庆大河口公司，项目建设地点位于酉阳县龚滩片区及阿蓬江沿线，主要涉及龚滩镇、苍岭镇、双泉乡、浪坪乡、后坪乡、清泉乡和两罾乡等乡镇。建设内容以改善酉阳县农村人居环境为重点，推进当地农村基础设施建设和城乡基本公共服务均等化。项目建设内容包括基础设施建设、环境设施建设、农村危旧房改造、便民商业设施建设、文化设施建设、乡村旅游开发和传统村落保护。项目总投资114269.00万元，其中资本金36269.00万元由酉阳县财政出资，剩余78000.00万元由项目公司申请贷款，项目建设期为36个月。截至2019年3月底，资本金到位3.63亿元，银行贷款到位7.80亿元，项目已投资2.46亿元，暂计入公司存货开发成本中。

小坝片区棚户区改造项目主要由桃花源旅游地产公司负责，项目占地面积为89.33万平方米，主要建设内容为：①集体土地征收；②房屋拆迁补偿及房屋改造；③市政工程建设，主要为区域内道路建设并完善管网等相关配套设施，二、三、四片区市政工程建设，并完善管网等相关配套设施。项目总投资为8.04亿元，其中自筹部分为1.74亿元，其余部分申请银行

借款。项目建设期为3年。项目中购买服务总价款为12.40亿元，资金来源为酉阳县政府财政性资金。会计处理方面，公司将支付的拆迁款、工程款等相关成本记入开发成本，公司按照支付计划确认收入，借记“应收账款”，贷记“主营业务收入-政府回购”，并根据审核后成本借记“主营业务成本”贷记“存货—开发成本”。公司收到款项，冲抵应收账款。该项目已于2018年一季度启动，截至2019年3月底，已投资1147.16万元，计入存货—开发成本。

截至2019年3月底，公司拟建项目合计13.40亿元。总体看，公司未来景区配套基础设施项目投资规模大，公司对外融资需求大。

受2020年初爆发的新冠肺炎疫情影响，公司各大景区分别于2020年1月下旬暂停营业，旅行团客户订单集中取消。公司已于2020年3月12日开业，并开始接待周边游客，但疫情对公司一季度的门票、船票、酒店业务等均产生较大影响，收入将明显下降。疫情结束后，公司迎来旅游旺季，将制定实施一系列的营销宣传活动，以提振旅游业务收入。同时，公司积极向政府有关部门汇报疫情影响情况，争取税收营销等相关方面的优惠减免及其他政策资金支持。除景区关闭外，公司在建工程自2020年1月下旬停工，但未产生其他重大的不利影响。联合资信将持续关注疫情发展和公司应对情况，持续关注该事项对公司信用水平可能造成的影响

表 12 截至 2019 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 2019 年 3 月底累计 投资金额	未来投资计划		
			自筹	融资		2019 年 4-12 月	2020 年	2021 年
酉阳桃花源旅游景区升级改造项目	2011-2020	203000.00	45600.00	157400.00	190923.04	10000.00	2076.96	--
龙潭古镇景区项目	2015-2016	1508.61	1508.61	--	1508.61	--	--	--
龚滩古镇（含游客接待中心/码头建设）	2016-2019	80000.00	24000.00	56000.00	67819.82	11470.79	--	--
阿蓬江大峡谷景区配套基础设施建设项目	2015-2019	54700.00	16410.00	38290.00	45236.18	9463.82	--	--
桃源小镇	2017-2019	235.62	235.62	0.00	235.62	--	--	--
阿蓬江人居环境建设项目	2016-2019	114269	36269.00	78000.00	24596.53	20000.00	39672.47	30000.00
酉阳县小坝片区棚户区改造项目	2018-2020	80353.62	17353.62	63000.00	1147.16	36000.00	43206.46	--
合计	--	534066.85	--	--	331466.96	86934.61	84955.89	30000.00

资料来源：公司提供。

表 13 截至 2019 年 3 月底，公司未来三年拟建项目投资计划（单位：万元）

项目名称	总投资金额	未来三年投资计划		
		2019 年	2020 年	2021 年
酉阳自治县板溪叠石花谷乡村旅游扶贫项目	14500.00	6000.00	5500.00	3000.00
酉阳县菖蒲花田农旅融合示范项目	84269.58	30000.00	30000.00	24269.58
酉阳县红花村乡村振兴建设项目	35183.57	14000.00	14000.00	7183.57
合计	133953.15	50000.00	49500.00	34453.15

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2014—2016 年三年连审财务报告⁴已经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，公司提供的 2017—2018 年审计报告已经中审华会计师事务所审计，均出具了标准无保留的审计意见。公司提供的 2019 年三季度财务数据未经审计。

2016 年及 2017 年，公司合并财务报表范围无变化；2018 年公司合并范围新增 2 家子公司，系出资设立的全资子公司酉阳县菖蒲旅游开发有限责任公司和酉阳县桃花源健康养老产业有限公司；2019 年 1—9 月，公司合并范围未发生变化。合并范围变动对财务数据可比性影响不大。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 138.75 亿元，所有者权益合计 71.49 亿元（无少数股东权益）；2018 年，公司实现营业收入 7.71 亿元，利润总额 2.92 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司（合并）资产总额 149.87 亿元，所有者权益合计 73.32 亿元（无少数股东权益）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 5.06 亿元，利润总额 2.16 亿元。

2. 资产质量

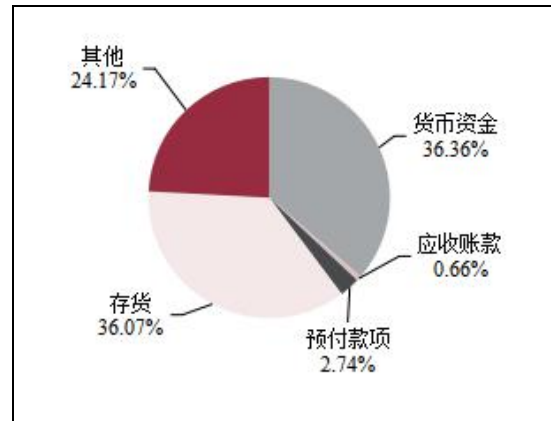
2016—2018 年，公司总资产不断增长。截至 2018 年底，公司资产总额为 138.75 亿元，同比增长 18.38%。其中，流动资产占 26.15%，非流动资产占 73.85%，公司以非流动资产为主。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产持续增长，分别为 23.55 亿元、30.56 亿元和 36.28 亿元；截至 2018 年底，公司流动资产以货币资金、存货和其他应收款为主。

⁴ 2017 年公司更换会计师事务所，对 2016 年期末数进行前期差错更正，将林权由生产性生物资产调整至无形资产核算，累积影响数 12.77 亿元；将部分非流动负债重分类至一年内到期的非流动负债核算，累积影响数 5.75 亿元；将农发基金和国开基金对公司的增资（明股实债）由权益科目调整至长期应付款核算，累积影响数 1.44 亿元；其他科目变动影响较小。考虑到上述差错更正对公司财务报表产生一定影响，故采用 2017 年年初数进行分析。

图 1 截至 2018 年底公司流动资产结构（单位：%）



资料来源：根据公司审计报告整理

2016—2018 年，公司货币资金快速增长，近三年分别为 8.30 亿元、10.61 亿元和 13.19 亿元，以银行存款为主。截至 2017 年底，货币资金同比增长 27.90%，主要系新增银行借款及 2017 年收入增加且回款情况良好所致；截至 2018 年底同比增长 24.31%，系新增长期借款所致。

2016—2018 年，公司应收账款由 1.70 亿元降至 0.24 亿元。截至 2017 年底，公司应收账款同比下降 62.69%至 0.64 亿元，主要系公司与下辖重庆市酉阳县桃花源旅游开发有限公司的相关应收账款放入其他应收款中与酉阳县财政局往来款核算；截至 2018 年底，公司应收账款同比下降 62.93%，系收回前期承接工程的应收账款所致。

表 14 截至 2018 年底公司应收账款余额前五名情况
(单位：万元、%)

单位名称	金额	占比	与公司关系	账龄
重庆市酉阳县旅行社	437.98	15.73	非关联方	1 年以内、1-2 年
桃花源旅游开发公司	400.00	14.36	非关联方	5 年以上
财政局	339.32	12.18	出资人	1 年以内
北京和平天下国际旅行社(友帮分社)	282.06	10.13	非关联方	1-2 年
酉阳土家族苗族自治县	263.37	9.46	非关联方	1-2 年

治县钟多街道玉柱社区居民委员会				
合计	1722.73	61.86	--	--

资料来源：根据公司提供审计报告整理

公司预付款项主要为预付的景区建设工程款，2016—2018 年，公司预付款项波动下降。截至 2018 年底，公司预付款项同比下降 39.54% 至 1.00 亿元，主要系部分预付工程款项完工结算所致。账龄方面，1 年以内预付款项占 8.28%，1-2 年占 58.51%，账龄偏长，主要系桃花源升级改造项目中如桃源大舞台、桃花源广场改扩建等子项目已支付的工程进度款未收到发票，不能从预付账款转入在建工程。目前桃花源升级改造项目尚未全部完工，竣工审计尚未进行，施工方未就全部款项开具发票。

2016—2018 年，公司其他应收款快速增长，分别为 2.88 亿元、5.98 亿元和 8.31 亿元。截至 2017 年底，公司其他应收款同比大幅增长，主要系公司阿蓬江大峡谷景区配套基础设施建设接受中国农发重点基金有限公司的投资，以及与酉阳县财政局往来款项增加；截至 2018 年底，其他应收款进一步增长，主要系新增对重庆市华茂投资有限责任公司的其他应收款 2.00 亿元。截至 2018 年底，公司按账龄组合计提坏账准备的其他应收款 3.79 亿元，1 年以内（含 1 年）占 79.52%。集中度方面，公司其他应收款中欠款金额前五名合计 6.47 亿元，占 77.53%，集中度高。

表 15 截至 2018 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	与公司关系	账龄
酉阳县财政局	2.99	35.86	出资人	1 年以内、3-4 年、4-5 年
重庆市华茂投资有限责任公司	2.00	23.96	非关联方	1 年以内
中国农业发展银行酉阳土家族苗族自治县支行专	0.70	8.42	非关联方	1-2 年

项建设基金				
桃花源街道办事处	0.53	6.30	非关联方	1 年以内、1-2 年、2-3 年
徽银金融租赁股份有限公司	0.25	2.99	非关联方	1 年以内
合计	6.47	77.53	--	--

资料来源：根据公司提供审计报告整理

2016—2018 年，公司存货年均复合增长 21.60%，主要系规划中的拟建项目支付土地出让金计入存货所致。截至 2018 年底，公司存货账面价值 13.09 亿元，同比增长 16.81%；构成主要为开发成本 13.02 亿元，包括前期城市基础建设项目政府尚未回购的部分以及旅游地产项目开发形成的项目支出，其中，龚滩片区及阿蓬江沿线农村人居环境建设项目投入 2.46 亿元。公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产不断增长，年均复合增长 11.51%。截至 2018 年底，公司非流动资产 102.47 亿元，同比增长 18.25%，主要包括投资性房地产（占 14.73%）、固定资产（占 13.86%）、在建工程（占 29.48%）和无形资产（占 40.04%）。

截至 2018 年底，公司新增投资性房地产 15.09 亿元，由前期固定资产、存货等转入，采用公允价值进行后续计量，经中瑞世联资产评估（北京）有限公司评估并出具编号为：中瑞评报字[2019]第 000085 号估价报告。

2016—2018 年，公司固定资产分别为 22.04 亿元、22.45 亿元和 14.21 亿元，2018 年底大幅下降主要系部分固定资产转入投资性房地产核算所致。截至 2018 年底，公司固定资产主要为房屋及建筑物（占 98.43%）；累计折旧 1.28 亿元。

2016—2018 年，公司在建工程快速增长，分别为 17.12 亿元、22.08 亿元和 30.21 亿元。截至 2018 年底，公司在建工程主要为酉阳桃花源旅游景区升级改造项目 17.54 亿元、龚滩古镇（含游客接待中心/码头建设）6.48 亿元和阿

蓬江景区 4.35 亿元，其他在建项目规模不大。

2016—2018 年，公司无形资产因增加青华林场林权而呈波动增长态势。截至 2018 年底，公司无形资产账面价值为 41.03 亿元，同比变化不大，以土地使用权和 2017 年底调整至本科目核算的林权为主；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，其中 141 宗土地上已有房产，用于景区周边物业租赁，该部分土地房产主要在县城城区内；公司拥有的上述土地主要用于地产项目开发及景区配套设施建设等，具有较高的升值空间。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额为 149.87 亿元，其中，流动资产与非流动资产较上年底分别下降 2.95% 和增长 11.89%。公司流动资产中，货币资金较上年底下降 40.08% 至 7.90 亿元，主要系在建工程等项目投入增加；存货较上年底增长 25.06% 至 16.37 亿元。公司非流动资产中，在建工程较上年底增长 19.90% 至 36.23 亿元；无形资产较上年底增长 13.10% 至 46.41 亿元，系新增划拨土地和停车位经营权的入账所致；其余科目较上年底变化不大。截至 2019 年 9 月底，公司资产受限规模为 21.94 亿元，系 37 项土地、4 项房产和 1 项林权作为抵押物或反担保物。

表 16 截至 2019 年 9 月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	与公司关系	账龄
财政局	2.96	38.16	关联方	1 年以内、2-3 年、4-5 年
重庆市华茂投资有限责任公司	1.31	16.94	非关联方	1 年以内
中国农业发展银行酉阳土家族苗族自治县支行专项建设基金	0.45	5.78	非关联方	1-2 年
桃花源街道办事处	0.53	6.78	非关联方	1-2 年、2-3 年

徽银金融租赁股份有限公司	0.25	3.22	非关联方	1-2 年
合计	5.50	70.88	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司资产以景区内固定资产及政府划拨土地及林权为主，资产流动性弱，近年来随着景区配套建设的逐步投入，资产规模不断增长。整体看，公司资产流动性及变现能力弱，资产质量一般。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益有所增长。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 71.49 亿元（无少数股东权益），同比略增 6.50%，主要来自新增其他综合收益 4.40 亿元。截至 2018 年底，实收资本占 6.31%、资本公积占 69.88%、未分配利润占 14.16%。公司资本公积占所有者权益比例高，主要包括土地资产注入 27.23 亿元、固定资产注入 6.83 亿元和 2014 年政府无偿划入林地权属增加资本公积 12.95 亿元；2018 年底新增其他综合收益 4.40 亿元，系投资性房地产评估增值部分。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益 73.32 亿元，规模及结构较 2018 年底保持稳定。总体看，公司资本公积占所有者权益比例高；所有者权益稳定性较强。

负债

2016—2018 年，公司的负债规模快速增长，年均复合增长 30.16%。截至 2018 年底，公司负债合计 67.26 亿元，同比增长 11.18%。其中，流动负债占 25.19%，非流动负债占 74.81%；公司负债以非流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债快速增长，近三年分别为 6.05 亿元、10.93 亿元和 16.94 亿元。截至 2018 年底，公司流动负债主要由其他应付款（占 7.92%）、应交税费（占 7.92%）和一年内到期的非流动负债（占 63.03%）构成。

2016—2018 年，公司短期借款波动增长，

分别为 0.49 亿元、1.14 亿元和 1.10 亿元。截至 2018 年底，公司短期借款由 0.66 亿元保证借款、0.29 亿元抵押借款和 0.15 亿元质押借款构成。

2016—2018 年，公司应付账款快速下降，分别为 2.95 亿元、2.06 亿元和 0.83 亿元，主要为应付工程款。截至 2018 年底同比下降 59.60%，主要系公司支付了对重庆博野建筑工程有限公司和福建宏禹市政园林有限公司的工程款所致。账龄方面，1 年以内占 75.62%，账龄较短；从集中度来看，公司应付账款前五名合计 0.66 亿元，占 79.68%，集中度高。

表 17 截至 2018 年底公司应付账款余额前五名情况
(单位: 万元、%)

单位名称	金额	占比	款项性质
重庆实力公路开发有限公司	4500.00	54.18	工程款
宏盛建业投资集团有限公司	616.58	7.42	工程款
四川盛凌建筑有限公司	672.33	8.09	工程款
重庆润广建筑工程有限公司	429.55	5.17	工程款
重庆博野建筑工程有限公司	400.00	4.82	工程款
合计	6618.46	79.68	--

资料来源：公司提供

2017—2018 年，公司新增一年内到期的非流动负债，分别为 4.54 亿元和 10.68 亿元，系对部分非流动负债进行重分类，将一年内到期的非流动负债计入本科目核算，截至 2018 年底，

公司一年内到期的应付债券为 9.79 亿元。

2016—2018 年，公司非流动负债快速增长，分别为 33.66 亿元、39.15 亿元和 50.31 亿元，截至 2019 年底，公司非流动负债以长期借款（占 42.41%）、应付债券（占 25.65%）和长期应付款（占 28.89%）为主。

2016—2018 年，公司长期借款快速增长，分别为 6.40 亿元、8.89 亿元和 21.34 亿元。截至 2018 年底，公司长期借款大幅增加，系新增农行、农发行、国开行贷款所致。

2016—2018 年，公司应付债券不断下降，分别为 26.08 亿元、19.30 亿元和 12.91 亿元。其中，2017 年底同比减少 6.78 亿元，主要系公司兑付 2.00 亿元私募债及 3.39 亿元应付债券计入一年内到期的非流动负债科目核算所致；2018 年底同比下降系一年以内到期的债券重分类至流动负债中核算。

2016—2018 年，公司长期应付款快速增长，分别为 0.94 亿元、10.58 亿元和 14.53 亿元。截至 2017 年底，公司长期应付款大幅增长，主要系公司将原计入少数股东权益的明股实债基金调整至长期应付款中核算所致，包括 9.00 亿元双创基金、1.14 亿元农发基金和 0.30 亿元国开基金，同期，部分长期应付款调整至一年内到期的非流动负债中核算；截至 2018 年底公司长期应付款中增加两笔融资租赁款。

表 18 截至本报告出具日公司存续债券情况（单位：亿元）

债券名称	额度	余额	期限	期限	行权日
S18 酉阳	6.00	6.00	2018.06.28-2023.06.28	3+2	2021.6.28
18 酉桃花源债	7.00	7.00	2018.09.28-2025.09.28	7	2021.9.28-2025.9.28
S18 酉 02	4.00	4.00	2018.12.28-2023.12.28	3+2	2021.12.28
合计	17.00	17.00	--	--	--

注：18 酉桃花源债设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3-7 年末每年按照债券发行总额的 20%的比例等额偿还债券本金，该债券的兑付日为 2021 年至 2025 年每年的 9 月 28 日(如遇法定节假日或休息日,则顺延至其后的第 1 个工作日)。

资料来源：公司提供

近年来，随着旅游景区等相关建设项目的投入，公司资金需求快速提升，全部债务快速增长，2016—2018 年，分别为 34.03 亿元、44.72 亿元和 60.76 亿元；短期债务分别为 0.61 亿元、

5.95 亿元和 11.98 亿元；长期债务分别为 33.42 亿元、38.77 亿元和 48.78 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司负债为 76.55 亿元，较上年底增长 13.81%；公司流动负债 5.78

亿元，较上年底减少 11.17 亿元，主要系一年内到期的非流动负债到期偿还；非流动负债较上年底增加 20.46 亿元至 70.77 亿元，其中，长期借款进一步增加 8.44 亿元；应付债券较上年底增加 4.00 亿元，系公司于 2018 年 12 月 28 日新发行了 4.00 亿元私募债 S18 酉 02；长期应付款较上年底增长 37.36% 主要系新增棚改政府专项债和融资租赁。截至 2019 年 9 月底，公司短期债务与长期债务分别为 2.60 亿元和 69.65 亿元，债务期限结构有所改善。

债务指标方面，2016—2018 年，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均有所增长，近三年均值分别为 44.55%、41.75% 和 37.97%。截至 2018 年底，上述指标分别为 48.47%、45.94% 和 40.56%，同比分别增加 5.75 个百分点、5.96 个百分点和 3.95 个百分点；截至 2019 年 9 月底，三项指标分别为 51.08%、49.63% 和 48.72%。

总体看，公司负债以非流动负债为主，债务结构合理，但近年随着资本支出的增加，公司债务规模快速上升，债务负担不断加重。考虑到公司发行的“S18 酉阳”和“S18 酉 02”或将在 2021 年行权，公司面临回售压力。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入稳中有增。2018 年，公司实现营业收入 7.71 亿元，同比增长 6.57%；同期，公司营业成本年均复合增长 11.68%，以旅游产业相关成本为主，2018 年为 2.33 亿元，同比增长 19.28%。

从期间费用来看，2016—2018 年，公司的期间费用不断增长，分别为 2.53 亿元、2.75 亿元和 3.26 亿元，2018 年占营业收入比重 42.25%，期间费用水平高，其中，财务费用 1.67 亿元，同比增长 29.60%，系有息债务增加使得相关利息支出增加所致。公司期间费用对利润造成侵蚀。

2016 年公司营业外收入为 0.99 亿元，主要为政府补贴，2017 年及 2018 年相关收入计入

其他收益，分别为 0.86 亿元和 0.93 亿元。公司盈利能力对政府补贴依赖较大。

2016—2018 年，公司利润总额保持稳定，2018 年考虑到政府补助稳定性较强，对利润形成较好补充。

盈利指标方面，2016—2018 年，公司营业利润率分别为 68.09%、69.88% 和 67.02%，整体保持在高水平；总资本收益率分别为 5.48%、4.75% 和 4.36%；净资产收益率分别为 3.65%、3.78% 和 3.48%；公司整体盈利能力偏弱。

2019 年 1—9 月，公司营业收入为 5.06 亿元，较上年同期下降 5.65%；营业成本为 0.54 亿元；期间费用 3.12 亿元，占营业收入比重的 61.60%；利润总额为 2.16 亿元，同比下降 10.97%；营业利润率 86.56%；其他收益为 0.94 亿元，主要为酉阳县财政局提供的旅游开发综合补贴。

近年来，随着旅游资源的无偿划拨，以及景区相关配套提升后，公司主营业务收入有所增长，期间费用水平较高，对利润形成侵蚀；政府补助稳定性较好，对公司利润形成良好补充。

5. 现金流及保障

2016—2018 年，公司经营活动现金流入快速增长，2018 年同比增长 47.85% 至 26.79 亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金不断增加，2018 年为 9.23 亿元，同比增长 12.56%；公司收到其他与经营活动有关的现金主要为工程项目保证金、旅行社的定金、因营销活动与广告商的费用往来、收到财政补贴等，2018 年增至 17.56 亿元。公司经营活动产生的现金流出快速增长，2018 年同比增长 63.96% 至 24.43 亿元。其中购买商品、接受劳务支付的现金为 3.53 亿元；支付其他与经营活动有关的现金同比大幅增加 8.93 亿元至 20.00 亿元，系审计根据公式法编制现金流量表，部分往来科目的调整会产生重复的现金流。公司近三年经营活动产生的现金流量净额波动下降，分别为 3.10 亿

元、3.22 亿元和 2.36 亿元。从收入实现质量看，2016—2018 年，公司现金收入比分别为 105.34%、113.26%和 119.73%，呈持续上升态势。

投资活动方面，公司 2016 年收回投资收到的现金为 19.87 亿元，系 2015 年购买的理财产品 2016 年到期收回及 2016 年当年购买、当年收回的理财产品增多所致；2017 年投资活动现金流入为 0.66 亿元，2018 年无。近三年投资活动现金流出波动大，分别为 27.10 亿元、7.85 亿元和 12.32 亿元，主要是公司景区建设和闲置资金购买理财产品的资金流出；其中，2016 年公司桃花源旅游景区升级改造项目、龙潭古镇景区项目、龚滩古镇、阿蓬江大峡谷景区配套基础设施建设项目投入大幅增加；2018 年公司继续对桃花源、龚滩古镇及阿蓬江景区的配套基础设施建设项目进行投入带动，增至 10.64 亿元。2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -7.04 亿元、-7.19 亿元和 -12.32 亿元。总体看，公司经营性活动产生的现金流量净额不能满足公司投资需求，公司对外融资需求大。

筹资活动方面，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 9.06 亿元、15.14 亿元和 32.38 亿元。其中，2017 年增至 15.14 亿元，主要系公司下辖山水画廊公司收到重庆酉阳双创股权投资基金投资 9.00 亿元；2018 年主要来自发行债券和取得借款收到的现金。近三年，公司筹资活动现金流出分别为 9.88 亿元、8.86 亿元和 22.75 亿元，主要为偿还债务支付的现金；筹资活动现金净流量分别为 -0.83 亿元、6.28 亿元和 9.63 亿元。

2019 年 1—9 月，公司经营活动现金流量净额为 1.92 亿元；投资活动现金流量净额为 -8.95 亿元，主要为构建固定资产、无形资产等支付的现金；筹资活动现金流入为 20.78 亿元，系取得借款收到的现金和发行债券收到的现金，筹资活动产生的现金流量净额为 1.75 亿元。

总体看，公司经营活动产生的现金流入规

模稳步上升，收入实现质量不断提高。近年来，公司对主要景区配套基础设施建设项目投入规模较大，资金需求大，带动筹资规模上升。未来，随公司投资需求的不断增加，公司外部融资压力持续存在。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率和速动比平均值分别为 268.83% 和 170.18%，截至 2018 年底两项指标分别为 214.11%和 136.87%；截至 2019 年 9 月底分别增长至 609.61%和 326.24%。近三年，经营现金流流动负债比持续下降，分别为 51.23%、29.45% 和 13.92%。整体看，随着债务结构的改善，公司现金类资产对短期债务保障能力强，经营性现金流情况较好，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 5.69 亿元、5.48 亿元和 5.52 亿元；同期，公司长期债务规模较大，财务费用有所上升，EBITDA 利息倍数分别为 1.85 倍、1.98 倍和 1.68 倍；全部债务/EBITDA 分别为 5.98 倍、8.15 倍和 11.01 倍。综合看，公司长期偿债能力偏弱。

截至目前，公司获得银行授信总额为 46.93 亿元，已使用额度 39.27 亿元，未使用的额度为 7.66 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年 9 月底，公司无对外担保。

7. 母公司财务情况分析

截至 2018 年底，母公司资产总计 86.38 亿元，同比变化不大。其中，流动资产与非流动资产占比分别为 24.93%和 75.07%。截至 2018 年底，母公司流动资产同比下降 8.18%至 21.54 亿元，主要包括货币资金 4.49 亿元（2017 年为 2.28 亿元）和其他应收款 14.95 亿元（2017 年为 18.03 亿元）；母公司非流动资产同比增长 1.99%至 64.84 亿元，其中，长期股权投资同比增长 3.63%至 14.27 亿元；部分固定资产转入投资性房地产导致新增投资性房地产 7.26 亿元，

固定资产同比减少 6.58 亿元至 5.10 亿元；在建工程同比增长 26.65%至 4.55 亿元；无形资产 33.65 亿元，同比略有下降。

截至 2018 年底，母公司负债合计 29.90 亿元，同比略有下降；流动负债与非流动负债分别为 16.70 亿元和 13.20 亿元。其中，母公司流动负债以其他应付款（5.56 亿元）和一年内到期的非流动负债（9.85 亿元）为主；非流动负债主要为应付债券（12.91 亿元）。同期，母公司所有者权益为 56.48 亿元，同比变动不大，主要为资本公积（45.44 亿元）和实收资本（4.51 亿元）。

从盈利能力来看，2018 年，母公司营业收入同比增长 12.11%至 2.79 亿元，主要系政府回购收入 0.42 亿元、租金收入 1.30 亿元和龚滩门票收入 1.06 亿元；期间费用合计 1.15 亿元，同比略有下降，以财务费用为主（0.92 亿元）；其他收益 0.86 亿元，主要为政府补助；利润总额为 1.56 亿元，同比增长 47.65%。2019 年 1—3 月，母公司营业收入 0.46 亿元，同比变动不大；期间费用 0.72 亿元，主要为财务费用（0.60 亿元）；其他收益 0.25 亿元；利润总额 369.38 万元。整体看，母公司财务费用对利润形成侵蚀，盈利能力依赖政府补助。

现金流方面，2018 年，母公司经营活动现金流入同比增加 27.90 亿元至 43.21 亿元，主要为收到其他与经营活动有关的现金 39.37 亿元；经营活动现金流出同比增加 27.23 亿元至 37.29 亿元，主要是为支付其他与经营活动有关的现金 36.63 亿元；母公司经营活动产生的现金流量净额为 5.93 亿元，同比增长 12.69%。2018 年，母公司投资活动现金净流出 2.04 亿元，为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 1.54 亿元和投资支付的现金 0.50 亿元。同期，母公司筹资活动现金流入为 13.00 亿元（2017 年为 0），均系发行债券收到的现金；筹资活动现金流出 17.04 亿元，以偿还债务支付的现金 13.40 亿元为主；筹资活动产生的现金流量净额为-4.04 亿元。

整体看，母公司资产构成中非流动资产占比高，以长期股权投资和无形资产为主，资产变现能力弱；负债以流动负债为主，其中一年内到期的非流动负债占比较高，面临一定短期偿债压力；所有者权益稳定性较好；财务费用水平高，盈利能力依赖政府补助。

8. 抗风险能力

公司为酉阳县旅游资源开发经营主体，在景区范围内具有垄断经营权，并获得当地政府的有力支持。公司景区门票及船票毛利率水平高，整体盈利能力较强。公司整体抗风险能力较强。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行额度不超过 10.00 亿元，按发行额度上限计算，占公司 2019 年 9 月底长期债务和全部债务的比例分别为 14.36%和 13.84%，本期中期票据的发行对公司有息债务规模影响较大。

截至 2019 年 9 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 51.08%、49.63%和 48.72%。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还有息债务，本期中期票据发行后对上述指标影响不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 5.69 亿元、5.48 亿元和 5.52 亿元，是本期中期票据发行额度上限的 0.57 倍、0.55 倍和 0.55 倍。EBITDA 对本期中期票据偿还保障能力一般。

2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 10.29 亿元、18.12 亿元和 26.79 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 1.03 倍、1.81 倍和 2.68 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较强。考虑到公司债务负担不断加重，若本期中期票据按 10 亿元发行，将面临一定兑付压力。

十一、担保方担保能力分析

1. 担保条款

本期中期票据由兴农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) 主体概况

兴农担保成立于 2011 年，是由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“重庆渝富”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“重庆城建”）及重庆市水务资产经营有限公司（以下简称“重庆水务”）共同发起设立，是第一家专司农村“三权”抵押融资的重庆市国有重点企业。截至 2019 年底，兴农担保实收资本 52.20 亿元；其中，重庆渝富持股比例 60.00%，重庆城建持股比例 28.51%，重庆水务持股比例 11.49%，三家股东均为重庆市国资委旗下全资子公司，兴农担保实际控制人为重庆市国资委。

2017 年，兴农担保已与中国农业发展银行重庆市分行（以下简称“农发行”）和重庆渝富签订投资意向书，农发行将通过农发基金的名义向兴农担保注资 25 亿元。该资金将优先用于为发改委批复重点建设基金投资的民营企业项目和政策性金融扶贫实验示范区内的扶贫贷款项目提供担保等。目前资金已全部到位。

兴农担保经营范围：贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保等融资性担保业务，以及与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务。提供的劳务主要包括：融资性担保业以及与其有关的融资咨询、财务顾问等服务。

截至 2018 年底，兴农担保资产总额 229.63 亿元，所有者权益合计 98.42 亿元，其中归属母公司所有者权益为 56.26 亿元；2018 年，兴农担保实现营业总收入 7.43 亿元，实现净利润

2.16 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.52 亿元；经营活动现金流量净额-8.41 亿元，现金及现金等价物净增加额-11.51 亿元，期末现金及现金等价物余额 38.62 亿元。

(2) 业务发展与风险控制

兴农担保是经重庆市政府批准同意，由重庆市国资委牵头组建的全国第一家专司农村“三权”抵押融资的市属国有重点企业。兴农担保为重庆市属国有重点企业，一方面已构建了由兴农担保统筹协调各区县政府分别组建一家子担保公司的“伞形”融资担保体系，从而可以更好地发挥母公司与区县子公司协同作用。另一方面，截至 2018 年底，兴农担保本部已与 17 家银行签订了业务合作协议，担保授信额度为 167.80 亿元。贷款担保业务的风险共担机制建设方面，兴农担保与部分银行（重庆农商行、重庆银行等）存在风险共担机制，其中区县担保公司上报兴农担保本部审批的担保项目，区县政府、兴农担保和银行分别承担代偿损失的 50%、40%和 10%，兴农担保本部担保项目，兴农担保本部和银行分别承担代偿损失的 90%和 10%。

兴农担保营业总收入主要来源于担保业务保费收入和资金业务实现的利息收入，2016—2018 年呈波动增长趋势，2017 年营业总收入同比减少 3.85%，主要是由于存出保证金规模的下降、委托贷款累计投放期限的缩短和委托贷款利率下降，导致利息收入有所下降；2018 年营业总收入 7.43 亿元，同比增长 21.44%，一方面随着债券担保业务规模增长带动担保业务收入增长，另一方面，由于兴农担保收到股东实缴资金，购买债券，使得利息收入规模增长。收入构成方面，担保业务收入是兴农担保第一大收入来源，2016—2018 年兴农担保分别实现担保业务收入 4.89 亿元、4.99 亿元和 5.84 亿元，占营业总收入比重分别为 76.89%、81.62%和 78.59%；利息收入主要来自委托贷款、存款和保证金利息，2016—2018 年分别实现利息收入 1.47 亿元、1.12 亿元和 1.59 亿元。

担保业务方面，兴农担保担保业务以融资性担保为主，包括间接融资担保和直接融资担保，非融资性担保业务规模较小。2016—2018 年，兴农担保担保业务当年发生额分别为 201.14 亿元、289.72 亿元和 306.15 亿元，主要为融资性担保；同期，直接融资担保占比不断提高，截至 2018 年底，兴农担保的在保余额为 555.80 亿元，其中，直接融资担保期末责任余额占比为 68.53%。

资金业务方面，兴农担保通过资金财务部开展资金业务，投资对象主要是理财产品、权益工具、结构性存款、长期股权投资和基金等，同时还以自有资金委托金融机构向第三方发放贷款。2016—2018 年，兴农担保投资资产余额分别为 3.87 亿元、16.68 亿元和 19.61 亿元，其中，委托贷款投资规模不断压缩，权益工具投资规模增加。未来，兴农担保资金运用标的将进一步导向货币市场基金、国债等低风险资产，委托贷款、信托产品和资产管理计划产品投资空间较为有限。

兴农担保针对不同业务类型分别制定管理办法和 workflows，并根据实际情况不定期更新相应风险管理办法，以提高风险管理有效性。对于涉农和中小企业担保业务，兴农担保试行“授信总额控制，单笔单户额度控制”的产品评审模式，有效提升评审效率，分散业务风险；对于债券担保业务，兴农担保试行“风险前移”的审批机制，通过安排评审人员随项目经理一同介入项目的前期调查，适时进行内部风险的预测、预警，把风险防范的关口向前移置，从源头上防范和降低风险。此外，兴农担保制定《区县公司项目代偿追偿管理办法》《区县公司业务评级管理办法》等规章制度对区县公司业务开展、风险管理、内部控制等方面进行指导。兴农担保定期对区县担保公司业务开展、保后管理等情况进行检查，并组织相关培训，以提高区县公司风险管理水平。此外，兴农担保根据客户性质不同，要求客户提供相应的反担保措施。兴农担保综合运用抵押、质押、保

证、保证金等反担保措施，以提高客户违约成本和增强对信用风险损失的覆盖。

近年来，为应对代偿风险加大的不利局面，兴农担保逐步调整贷款担保行业结构，退出潜在风险较大的建筑、房地产和采矿等行业项目，压缩贷款担保规模，并通过介入债券担保业务以及开展诉讼保全担保等非融资性担保业务，以优化担保业务结构，提升业务质量。2016—2018 年，兴农担保当期发生代偿金额分别为 4.83 亿元、2.95 亿元和 10.47 亿元，2018 年，当期代偿率分别为 3.18%、1.83% 和 7.77%，2018 年代偿金额和代偿率均大幅上升，一方面，由于 2016—2017 年兴农担保为充分发挥传统银行贷款担保业务对“三农”客户的支持作用，通过与银行协调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。2018 年以来，受不良贷款考核压力加大影响，商业银行明显加大对担保公司贷款追偿力度。同时，随着担保公司资产分类监管政策的逐步实施，兴农担保对在保客户发放委托贷款的规模明显收缩，受以上因素综合影响，兴农担保代偿风险暴露，当期代偿金额和代偿率大幅上升，其中尤以担保客户实力较弱的区县担保公司为主，区县子公司代偿规模约为 8 亿元，反担保措施多为土地、商品房等。总体看，近年来，兴农担保代偿金额呈扩大趋势，且多为区县子公司代偿，代偿率水平大幅上升，且存在委托贷款客户与担保客户叠加信用风险，风控能力仍需进一步提升。

（3）资本结构及资产质量

资本结构方面，目前兴农担保的担保资金来源以股东投入的资本金为主。

截至 2018 年底，兴农担保所有者权益合计 98.42 亿元，较上年底增长 3.54%，其中少数股东权益为 42.15 亿元，占 42.83%，主要系兴农担保与重庆各区县政府合资成立的子公司，针对部分区县子公司虽持股比例不足半数，但已形成了实际控制并表所致，归属于母公司所有者权益为 56.26 亿元，较上年底增长 2.74%，其

中实收资本占 52.43%，资本公积占 43.37%，未分配利润占比为 2.50%，公司实收资本和资本公积占较高，所有者权益稳定性较好，兴农担保少数股东权益在同类企业中属偏高，考虑到股东会、董事会对子公司进行全面管理，兴农担保对下属企业控制能力较强。

截至 2019 年 9 月底，兴农担保完成增资扩股，其中股东重庆渝富和重庆城建分别向兴农担保以货币资金增资 13.80 亿元和 9.20 亿元，合计货币出资 23.00 亿元，其中 22.20 亿元计入实收资本，另外通过未分配利润转增股本的方式增资 0.50 亿元，实收资本由 29.50 亿元增至 52.20 亿元，资本实力得到大幅提升，担保代偿能力得以增强。

负债方面，2016—2018 年，兴农担保负债规模快速增加，截至 2018 年底，兴农担保负债合计 131.22 亿元，较上年底增长 4.11%，以其他应付款（占 8.29%）、保险合同准备金（占 13.24%）、其他流动负债（占 5.46%）和其他非流动负债（占 68.22%）为主。2016—2018 年，兴农担保实际资产负债率分别为 35.51%、49.95% 和 49.57%，整体呈上升趋势，考虑到其他非流动负债全部为政府拨入 20 年期扶贫贷款资金，兴农担保及其子公司对政策下贷款均不承担还款义务，兴农担保整体偿债压力较小。

近年来，兴农担保资产规模呈快速增长态势，主要是国开行及农发行发放的政策性贷款拨入的政策性贷款资金增加所致。截至 2018 年底，兴农担保总资产为 229.63 亿元，较上年底增加 3.86%，主要由货币资金（占 17.25%）、应收票据及应收账款（占 8.92%）其他流动资产（占 8.80%）和其他非流动资产（占 55.41%）组成。兴农担保其他流动资产中委托贷款规模较大，主要由各区县公司发放，客户主要为各区县涉农中小企业，单笔业务规模较小。截至 2018 年底，兴农担保委托贷款未出现逾期情况，资产质量较好。

（4）盈利能力分析

兴农担保营业总收入主要由担保业务收入和利息净收入构成；其中，担保业务收入包括担保费、价格评估收入、咨询顾问费以及薄厚监管费等，以担保费收入为主；利息净收入主要产生于发放委托贷款等业务。2016—2017 年，市场担保费率下降以及自身业务结构调整对兴农担保营业总收入产生一定负面影响，但 2018 年以来随着直接融资担保业务快速发展，兴农担保费收入明显上升，推动营业总收入快速增长。2018 年，兴农担保实现营业总收入 7.43 亿元，其中担保费收入 5.20 亿元，占营业总收入 70.01%；咨询顾问费和利息净收入分别为 0.11 亿元和 1.58 亿元。兴农担保投资收益主要来自于理财产品等投资资产，近年来投资收益有所上升但整体规模不大，2018 年为 0.32 亿元。

兴农担保营业总成本主要由提取保险合同准备金净额、管理费用和资产减值损失构成，2016—2018 年，营业总成本呈波动增长趋势，年均复合增长 12.46%，其中 2017 年营业总成本大幅增长，主要是随业务规模扩大以及担保代偿压力加大，兴农担保提取的担保准备金有所上升，业务及管理费用逐年上升。兴农担保资产减值损失主要为应收账款坏账损失，系代偿压力的加大导致资产减值损失规模上升，对当期利润总额产生一定负面影响。

从盈利情况来看，2016—2018 年，兴农担保实现营业利润分别为 2.05 亿元、0.41 亿元和 2.23 亿元，2017 年同比大幅减少 1.64 亿元，主要是资产减值损失规模大幅增加所致。同期，兴农担保净资产收益率分别为 2.78%、0.10% 和 2.23%，总资产收益率分别为 1.65%、0.05% 和 0.96%；担保赔付率分别为 98.72%、59.08% 和 179.34%，2018 年受当期代偿大幅上升影响，担保赔付率水平大幅上升。整体看，兴农担保盈利能力一般。

（5）资本充足性与偿债能力分析

兴农担保面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，兴

农担保将以自有资本承担相应的损失。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、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估兴农担保可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了兴农担保的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

从现金流情况来看，近年来，兴农担保经营活动产生的现金流保持净流出状态，且在支付赔偿款项及支付其他与经营活动有关现金规模上升的影响下，净流出规模有所扩大；由于投资力度的加大，投资活动产生的现金流转为净流出；得益于兴农担保及子公司资本金的增加，兴农担保筹资活动产生的现金流保持净流入状态。整体看，兴农担保现金流趋紧。

近年来，在担保业务规模快速上升的影响下，兴农担保净资产担保责任余额倍数与净资产担保责任余额倍数均明显上升，2018年底以上两项倍数分别为5.65倍和9.64倍，融资担保放大倍数为5.51倍。考虑到扶贫专项资金仅可用于高山生态扶贫搬迁工作，兴农担保实际融资担保放大倍数高于账面数值。

2019年以来，出于风险控制和规范化经营的考虑，兴农担保逐步退出下属区县子公司股权。截至2019年9月底，已对涪陵、彭水、奉节、丰都等11家区县担保子公司进行股权退出；累计担保代偿率下降0.44%，累计担保回收率上升至57.23%，预计随着对剩余区县担保子公司的逐步退出，兴农担保代偿水平将持续下降。目前，兴农担保业务行业集中度较高，债券担保区域集中度较高，且于2022-2024年到期的债务规模大，使其面临一定的担保代偿压力。在宏观经济下行以及严控地方政府平台公司举债的背景下，其担保业务信用风险管理压力将有所加大。

（6）综合评价

兴农担保作为重庆市国资委牵头组建的全国第一家专司农村“三权”抵押融资的市属政策性担保企业，受政府支持力度大，自身资本

实力较强。兴农担保业务范围覆盖重庆各个区县，在重庆区域内具备很强实力；目前兴农担保形成了以融资担保为主业，综合价格评估、资产管理与网络金融的多元化金融服务体系。近年来兴农担保不断调整优化担保业务结构，债券担保业务实现快速发展，相关担保费收入大幅增加，推动盈利能力提升。但另一方面，受宏观经济低迷、“三农”及中小企业客户风险暴露以及监管趋严背景下银行业加大担保公司贷款追偿力度的影响，2018年以来兴农担保担保代偿金额和代偿率均明显上升，担保业务信用风险管理压力有所加大。考虑到兴农担保于2019年9月完成增资扩股，资本实力得到大幅提升，担保代偿能力得以增强，联合资信认为兴农担保代偿能力极强，风险极低。

3. 本期中期票据担保能力

本期中期票据发行额度上限占兴农担保2018年底资产总额的4.35%，占担保责任余额的1.80%，所占比例低；占2018年净利润的462.96%，立即偿还此笔担保债务对兴农担保影响较小。

十二、结论

酉阳县地处武陵山区腹地，旅游资源较丰富，公司作为酉阳县旅游资源开发经营主体，拥有区域内旅游资源的垄断经营权，在资产注入、财政补贴和土地出让金返还等方面得到了地方政府的有力支持。近年来，公司稳步推进对全县旅游资源的整合运营，先后无偿划入龚滩古镇、阿蓬江国家湿地公园等景区股权，收入规模保持增长，盈利能力较稳定。同时，联合资信也关注到，公司主要旅游资源配套设施开发程度不高，营销渠道及客户资源对旅行社依赖高，景区配套项目投资规模较大，将进一步推升资金需求，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。

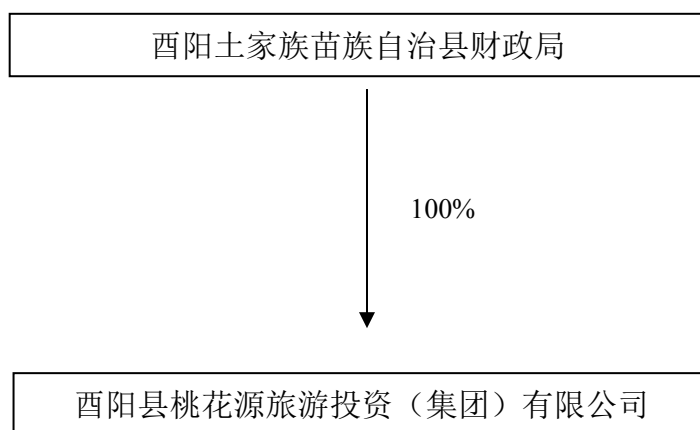
财务方面，公司资产以景区内固定资产及政府划拨土地及林权为主，资产流动性及变现

能力弱；近年来随着景区配套建设的逐步投入，债务规模逐步提升，公司整体收入规模仍处于较低水平，债务负担的快速提升带动财务费用快速增长，对利润形成一定侵蚀；政府补助对公司利润形成良好补充。

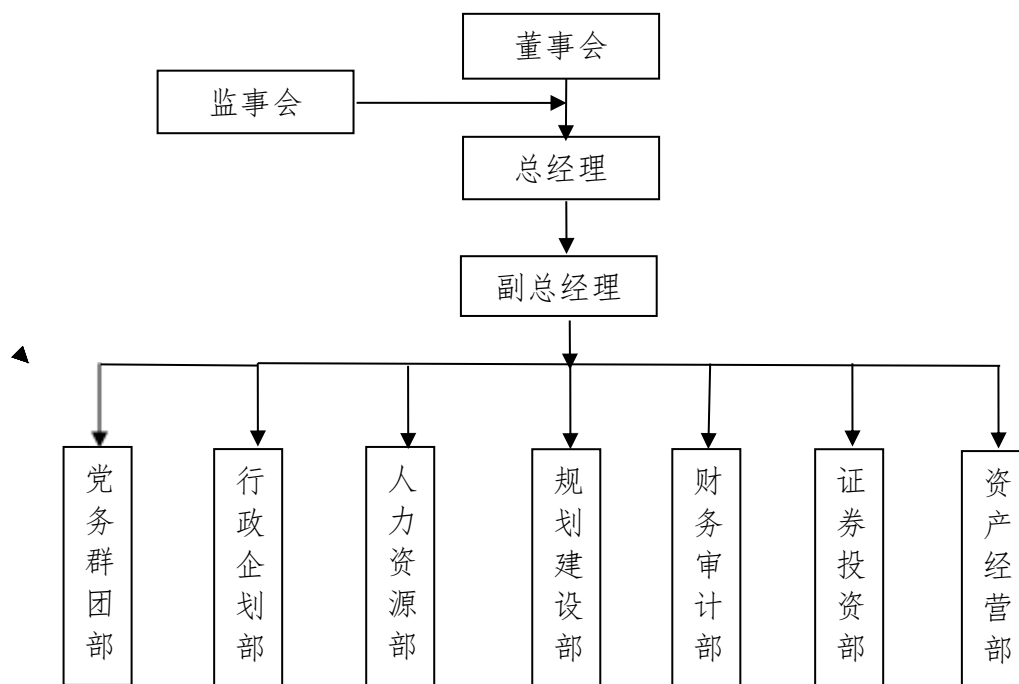
未来随着景区内盈利项目的进一步开发及配套项目的逐步成熟，公司旅游板块收入有望得到提升。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较强。本期中期票据由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，兴农担保担保实力极强。基于对公司主体长期信用状况、担保方主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.30	10.61	10.29	7.90
资产总额(亿元)	105.96	117.21	138.75	149.87
所有者权益(亿元)	66.25	67.13	71.49	73.32
短期债务(亿元)	0.61	5.95	11.98	2.60
长期债务(亿元)	33.42	38.77	48.78	69.65
全部债务(亿元)	34.03	44.72	60.76	72.25
营业收入(亿元)	6.75	7.24	7.71	5.06
利润总额(亿元)	3.02	3.03	2.92	2.16
EBITDA(亿元)	5.69	5.48	5.52	--
经营性净现金流(亿元)	3.10	3.22	2.36	1.92
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.00	6.18	17.55	--
存货周转次数(次)	0.27	0.19	0.19	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.06	--
现金收入比(%)	105.34	113.26	119.73	91.06
营业利润率(%)	68.09	69.88	67.02	86.56
总资本收益率(%)	5.48	4.75	4.36	--
净资产收益率(%)	3.65	3.78	3.48	--
长期债务资本化比率(%)	33.53	36.61	40.56	48.72
全部债务资本化比率(%)	33.94	39.98	45.94	49.63
资产负债率(%)	37.47	42.73	48.47	51.08
流动比率(%)	389.56	279.55	214.11	609.61
速动比率(%)	243.16	177.05	136.87	326.24
经营现金流动负债比(%)	51.23	29.45	13.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.85	1.98	1.68	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.98	8.15	11.01	--

注：1.公司 2019 年前三季度财务数据未经审计；2.长期应付款中的有息部分已计入长期债务；3.2016 年底财务数据为 2017 年年初数

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.65	2.28	1.59	2.89
资产总额(亿元)	82.23	87.03	86.38	91.91
所有者权益(亿元)	55.57	56.40	56.48	56.95
短期债务(亿元)	0.12	3.70	9.85	0.49
长期债务(亿元)	25.48	29.87	27.44	37.94
全部债务(亿元)	25.60	33.56	37.29	38.44
营业收入(亿元)	2.67	2.49	2.79	1.71
利润总额(亿元)	0.92	1.06	1.56	0.55
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	1.22	5.26	5.93	-1.29
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.74	2.77	10.09	--
存货周转次数(次)	0.61	0.66	0.60	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	106.43	98.73	137.68	65.85
营业利润率(%)	63.86	56.17	59.24	87.01
总资本收益率(%)	4.73	4.09	4.96	--
净资产收益率(%)	1.36	1.61	2.43	--
长期债务资本化比率(%)	31.44	34.62	32.70	39.98
全部债务资本化比率(%)	31.54	37.31	39.76	40.29
资产负债率(%)	32.42	35.20	34.61	38.03
流动比率(%)	1499.23	209.04	128.97	373.39
速动比率(%)	1385.65	196.41	118.15	346.34
经营现金流动负债比(%)	97.93	46.86	35.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：1. 2019 年前三季度财务数据未经审计；2. 公司未单独提供母公司折旧、摊销数据，故未计算对母公司 EBITDA 及相关指标。

附件 4 重庆兴农融资担保集团有限公司主要财务数据及指标

表 1 兴农担保担保业务统计数据 (单位: 亿元/户)

项 目	2018 年	2017 年	2016 年
当年担保发生额	306.15	289.72	201.14
其中: 融资担保	305.05	278.14	192.80
--贷款担保	129.25	158.70	52.50
--债券担保	174.70	119.44	140.30
非融资担保	1.10	11.58	8.34
期末担保责任余额	555.80	384.29	251.32
其中: 融资担保	542.41	364.70	236.89
--贷款担保	161.51	158.50	184.48
--债券担保	380.90	206.20	52.50
非融资担保	13.39	19.59	14.34

数据来源: 公司提供, 联合资信整理

表 2 兴农担保前五大行业担保(贷款)责任余额占比 (单位: %)

2018 年底		2017 年底		2016 年底	
行业	占比	行业	占比	行业	占比
农、林、牧、渔业	53.92	农、林、牧、渔业	61.68	农、林、牧、渔业	56.48
公共设施管理	14.52	公共设施管理	11.70	工业	7.76
房地产及建筑	8.49	房地产及建筑	7.04	建筑业	3.63
其他服务业	3.42	其他服务业	6.47	房地产业	0.12
工业及制造业	3.06	工业及制造业	2.82	商贸流通业	6.10
合计	83.41	合计	89.71	合计	74.11

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

注: 2016 年数据为母公司口径

表 3 兴农担保担保业务期限分布 (单位: 亿元/%)

担保期限	2018 年底		2017 年底		2016 年底	
	担保责任余额	占比	担保责任余额	占比	担保责任余额	占比
1 年以内	83.20	14.97	132.79	34.55	2.60	1.70
1-2 年	31.44	5.66	13.17	3.43	69.86	45.70
2 年以上	441.16	79.37	238.33	62.02	80.40	52.60
合计	555.80	100.00	384.29	100.00	152.86	100.00

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

注: 2016 年数据为母公司口径

表 4 兴农担保担保业务代偿率与回收率 (单位: 亿元/%)

项目	2018 年底	2017 年底	2016 年底
当期担保代偿额	10.47	2.95	4.83
当期担保代偿率	7.77	1.83	3.18
年末累计担保代偿率	3.70	2.45	2.71
年末累计代偿回收率	28.75	17.41	-

资料来源: 公司提供资料, 联合资信整理

表 5 兴农担保资产结构 (单位: 亿元/%)

项目	2018 年底		2017 年底		2016 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	39.60	17.25	50.63	22.63	32.18	20.58
投资资产	12.39	5.39	7.60	3.40	5.67	3.63
其他类资产	177.64	77.36	165.50	73.97	118.46	75.79
合计	229.63	100.00	223.73	100.00	156.31	100.00

资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

表 6 兴农担保收益指标 (单位: 亿元/%)

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业总收入	7.43	6.12	6.36
担保费收入	5.20	4.55	4.20
咨询顾问费	0.11	0.15	0.04
利息净收入	1.58	1.12	1.47
营业支出	5.66	4.69	4.48
担保赔偿准备	2.49	2.55	2.75
提取未到期担保责任准备	0.30	-0.33	-0.55
减: 摊回未到期担保责任准备	-	-	-
业务及管理费	1.97	1.85	1.80
资产减值损失	0.63	0.29	0.29
投资收益	0.32	0.17	0.17
营业利润	2.23	1.81	2.05
净利润	2.16	1.48	1.87
费用收入比	26.51	30.17	28.31
平均资产收益率	0.95	0.78	1.65
平均净资产收益率	2.20	1.60	2.78

资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

表 7 兴农担保现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2018 年	2017 年	2016 年
经营活动产生的现金流量净额	-8.41	-4.74	-3.41
投资活动产生的现金流量净额	-4.97	-1.85	0.98
筹资活动产生的现金净流量	1.87	25.09	2.25
现金及现金等价物净增加额	-11.51	18.51	-0.19
期末现金及现金等价物余额	38.62	50.13	31.62

资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

表 8 兴农担保资本充足性指标 (单位: 亿元/倍/%)

项目	2018 年底	2017 年底	2016 年底
担保责任余额	555.80	384.29	251.32
融资担保余额	542.41	364.70	236.98
净资产	98.42	97.69	87.45
净资本	57.64	43.23	43.98

净资产担保责任余额倍数	5.65	3.93	2.87
净资本担保责任余额倍数	9.64	6.07	5.71
融资担保放大倍数	5.51	3.73	2.71
净资本比率	58.57	64.83	50.29
资本覆盖率	105.80	171.99	173.99

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

注：净资本已扣除计入资本的扶贫专项资金

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 - 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 + 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

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 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。详见下表：

信用等级设置	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

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

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司 2020 年度第一期中期票据（扶贫）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。