信用等级公告

联合〔2020〕3600 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”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

二〇二〇年九月十一日

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 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	本次展望	上次级别	上次评级展望
酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司	AA	稳定	AA	稳定
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	2023-03-30

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，到期兑付日为首次行权日

评级时间：2020 年 9 月 11 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	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	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
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。				+1

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

评级观点

酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为酉阳县内唯一旅游资源开发经营主体，对区域内旅游资源享有优先经营权，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。跟踪期内，公司景区旅游人次及门票价格均有不同程度的下降，旅游产业相关收入同比出现下滑。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司主要旅游资源配套设施开发程度不高，景区升级改造及配套建设仍未完工，尚未带来经济效益，客户资源对旅行社依赖程度高，债务负担持续加重以及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。

“20桃花源MTN001”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。

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

优势

1. **公司为酉阳县唯一旅游资源开发经营主体，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，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。2019 年，公司收到旅游开发补贴 10156.32 万元；2020 年 1—6 月，公司收到旅游开发补贴 9018.88 万元，对公司利润形成有力补充；同期，公司获得税费减免 2570.73 万元。

2. **公司对区域内旅游资源享有垄断经营权。**目前，公司控股 5A 级景区桃花源景区、4A 级景区龚滩古镇、

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

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。

3. 公司存续中期票据“20 桃花源 MTN001”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. **公司旅游资源开发程度不高，客流量受交通制约，门票收入依赖团队游客。**跟踪期内，公司部分旅游景区仍于改造升级建设中，部分旅游资源尚未形成收益，旅游相关收入整体规模较小。酉阳县交通格局尚未完善，景区客流量难以突破。从景区门票收入构成看，主要收费景区对团队游客依赖程度高，2019 年桃花源景区和龚滩景区团队游客占比分别为 79.26%和 93.10%

2. **公司债务负担持续加重。**公司景区配套项目的开发不断推升资金需求，跟踪期内，公司整体债务规模持续增长，债务负担进一步加重，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。

3. **公司资产流动性及变现能力偏弱，其他应收款对资金形成占用。**跟踪期内，公司存货、在建工程和固定资产随旅游地产和景区升级改造等投入不断增加，其他应收款账龄偏长，对资金形成占用。

4. **2020 年上半年新冠肺炎疫情对公司旅游业务影响大。**受疫情影响，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，景区配套建设停工。公司景区已于 2020 年 3 月 12 日恢复营业，但疫情造成上半年旅游开发及服务收入同比减少 1.77 亿元至 1.31 亿元，营业利润亏损-1.24 亿元，联合资信将持续关注公司旅游业务恢复情况以及景区建设进度。

5. **公司本部债务负担较重，直融占比较高。**截至 2019 年底，母公司全部债务为 27.44 亿元，其中应负债券 16.90 亿元。公司景区经营和升级改造主体主要为下属子公司，本部收入规模较小，利润主要来自政府补助，偿债来源依赖再融资。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产(亿元)	10.61	10.29	5.46	11.96
资产总额(亿元)	117.21	138.75	156.28	174.86
所有者权益(亿元)	67.13	71.49	73.78	80.43
短期债务(亿元)	5.95	11.98	10.56	7.43
长期债务(亿元)	38.77	48.78	65.90	81.25
全部债务(亿元)	44.73	60.76	76.46	88.69
营业收入(亿元)	7.24	7.71	7.68	1.31
利润总额(亿元)	3.03	2.92	2.57	-1.24
EBITDA(亿元)	5.48	5.52	6.32	--
经营性净现金流(亿元)	3.22	2.36	0.17	0.68
营业利润率(%)	69.88	67.02	56.97	9.37
净资产收益率(%)	3.78	3.48	3.09	--
资产负债率(%)	42.73	48.47	52.79	54.01
全部债务资本化比率(%)	39.98	45.94	50.89	52.44
流动比率(%)	279.55	214.11	280.39	430.62
经营现金流动负债比(%)	29.45	13.92	1.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.98	1.68	1.92	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.15	11.01	12.09	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额(亿元)	87.03	86.38	94.81	105.25
所有者权益(亿元)	56.40	56.48	57.50	57.74
全部债务(亿元)	23.11	22.82	27.45	37.38
营业收入(亿元)	2.49	2.79	2.73	0.26
利润总额(亿元)	1.06	1.56	1.07	0.23
资产负债率(%)	35.20	34.61	39.35	45.14
全部债务资本化比率(%)	29.07	28.78	32.31	39.30
流动比率(%)	209.04	128.97	247.81	325.98
经营现金流动负债比(%)	46.86	35.48	-8.65	--

注：1. 2020 年半年报财务数据未经审计；2. 合并口径和母公司长期应付款中的有息部分已计入长期债务

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	2020/3/17	刘嘉敏 闫旭	旅游企业信用评级方法（V3.0.201907） 旅游企业信用评级模型（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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“酉阳桃花源”或“公司”）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，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45080.00万元。截至2020年6月底，公司注册资本为45080.00万元，酉阳县财政局持有公司100.00%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 2020 年 3 月底，公司在董事会领导下设纪委办公室、办公室、党群人事部、规划建设部、财务管理部、证券投资部和资产经营部七个职能部门。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 156.28 亿元，所有者权益合计 73.78 亿元（无少数股东权益）；2019 年，公司实现营业收入 7.68 亿元，利润总额 2.57 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司（合并）资产总额 174.86 亿元，所有者权益合计 80.43 亿元（无少数股东权益）；2020 年 1－6 月，公司实现营业收入 1.31 亿元，利润总额-1.24 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

公司由联合资信评级的存续债券为“20 桃花源 MTN001”，募集资金 10.00 亿元，用于偿还有息债务；截至本报告出具日，募集资金尚未使用完毕，存续债券未到付息日。

表 1　截至 2020 年 6 月底公司存续债券情况

（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
20桃花源MTN001	10.00	10.00	2020-03-30	2023-03-30

注：到期兑付日为首次行权日

资料来源：中国货币网，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5－6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP（万亿元）	78.7	84.0	89.2	20.7	40.9
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.7	-3.3
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	0.5	-2.0
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

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；4. 城镇失业率统计中，2016－2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1－6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。

2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1－5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1－3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下

降 7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60%以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以

投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控和保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

五、行业及区域经济环境

1. 旅游行业

（1）行业概况

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。

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。“十三五”期间，旅游业的发展首次被纳入国家重点专项规划，走向国民经济建设的前沿，成为国民经济战略性支柱产业。

经文化和旅游部批准，中国旅游研究院（文化和旅游部数据中心）受权发布《2019年旅游市场基本情况》。2019年，旅游经济继续保持高于GDP增速的较快增长态势。国内旅游市场和出境旅游市场稳步增长，入境旅游市场基础更加稳固。全年，国内旅游人数60.06亿人次，比上年同期增长8.4%；入出境旅游总人数3.0亿人次，同比增长3.1%；全年实现旅游总收入6.63万亿元，同比增长11%。旅游业对GDP的综合贡献为10.94万亿元，占GDP总量的11.05%。旅游直接就业2825万人，旅游直接和间接就业7987万人，占全国就业总人口的10.31%。

（2）政策环境

跟踪期内，国家政策对旅游行业的支持力度很大，各项引导政策可平抑因外部经济等环境波动而带来的不利影响，保障旅游产业平稳发展。同时，为提高行业整体服务质量，主管部门实施了一系列监管措施，规范各业态发展。

中国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、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。

2019年，在旅游行业蓬勃发展的同时，为了提升各业态服务品质，国家和地方均出台了新政并实施了强监管。对于酒店行业，自高星级酒店发生“抹布擦杯子”等一系列卫生事件之后，行业也陷入了卫生信任危机。在此情况下，文旅部多次暗访调查，2019年2月、4月、8月，文旅部公布了针对高星级酒店的暗访调查结果，全国20家五星级饭店被摘星，其中包括北京长安大饭店、重庆希尔顿等知名酒店，此外26家饭店或被责令要求整改。从文化和旅游部到行业协会，都在加强酒店卫生、服务质量方面的建设。2019年7月19日，文化和旅游部官网发布公告，宣布新版《旅游民宿基本要求与评价》已经通过批准，其中新版民宿标准中，还首次对民宿建立了评星机制，同时加强了对民宿行业卫生、安全、消防等方面的要求，对于有私设摄像头侵犯游客隐私等行为的，还将取消该旅游民宿的评定星级。2019年10月8日，文旅部就《在线旅游经营服务管理暂行规定（征

求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）面向社会公开征求意见。根据《征求意见稿》，中国拟禁止在线旅游经营者（OTA）利用大数据进行“价格歧视”、进行虚假预订，或者替代、强制旅游者对平台上的产品服务做出评价等行为。

（3）疫情对旅游行业的影响

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。

2020年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，旅游业中多种业态进入“停摆”状态。旅游平台经历了前所未见的千万级的“退单潮”，酒店业不仅面临现金流的收缩，还承受着巨大的资金压力，包括房租成本、企业间的应收账款风险以及人力成本。在境外疫情持续蔓延影响下，许多国家采取限制入境、减少人员流动等非常措施，对国内旅游市场冲击持续加剧。

疫情在全球范围内的流行和控制，运力的减少或暂停，不只是切断了人们出游的可能性。叠加人们对未来旅行安全的疑惑和担忧，以及经济波动对收入的影响，都会对年内的旅游消费产生抑制。中国旅游研究院测算，受疫情影响，2020年一季度及全年，国内旅游人次将分别下降56%和15.5%，国内旅游收入分别下降69%和20.6%；预计全年同比减少旅游人次9.32亿，减收达1.18万亿元。

针对文旅行业面临的实际困难，从国家到地方政府都陆续推出了相关补贴和扶持政策。国家层面发布了《关于积极应对疫情影响保持导游队伍稳定相关工作事项的通知》《关于暂退部分旅游服务质量保证金支持旅行社应对经营困难的通知》《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南》等政策，各地也分别围绕资金支持、金融扶持、税费优惠、社会保障、物业租金等多个方面对涉旅企业给予帮助。平台方之间、品牌方与加盟商、行业之间的互助增加。飞猪、去哪儿、同程艺龙、马蜂窝等平台企业均采取不同措施扶持上游供应商。首旅如家、锦江、华住、开元、亚朵等在内的多家连锁酒店集团也推出并实施了针对加盟商、合作伙伴的加盟管理费减免政策；锦江国际筹措35亿资金，支持旗下存在流动性困难的酒店渡过难关。

根据国家文旅部发布的数据，2020 年 5 月 1 日－5 日，全国共计接待国内游客 1.15 亿人次，实现国内旅游收入 475.6 亿元。2019 年“五一”假期的数据则是 1.95 亿人次和 1176.7 亿元。与去年相比，今年“五一”假期出游人次近六成，旅游收入约四成，虽然还有差距，但可以看出明显的复苏迹象。出于安全和舒适的考虑，游客们对高端星级酒店的选择意向更加明显。携程发布的《“五一”旅游市场复苏大数据报告》显示，在携程的酒店预售中，5 星级酒店的间夜占比达到了 50%，选择 1000 元以上酒店产品的订单比例也在全部订单中占比最高。

2. 区域经济概况

2019 年，重庆市经济发展情况稳中有进，为公司发展提供良好的外部环境。

根据《重庆市 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，经初步核算，2019 年全年地区生产总值 23605.77 亿元，同比增长 6.3%；按产业分，第一产业增加值 1551.42 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 9496.84 亿元，增长 6.4%；第三产业增加值 12557.51 亿元，增长 6.4%，三次产业结构比为 6.6:40.2:53.2。按常住人口计算，全市人均地区生产总值 75828 元，同比增长 5.4%。

根据《2019 年重庆市旅游业统计公报》，2019 年全市接待境内外游客达到 6.57 亿人次，同比增长 10.0%；实现旅游总收入 5739.07 亿元，同比增长 32.1%。其中，接待入境游客 411.34 万人次，旅游外汇收入 25.25 亿美元，同比分别增长 6.0%和 15.3%。截至 2019 年底，全市拥有国家 A 级旅游景区 242 个，新评定 17 个(其

中:4A 级 14 个、3A 级 3 个)。其中：5A 级景区 8 个，4A 级景区 106 个，3A 级景区 76 个，2A 级景区 51 个，1A 级景区 1 个。5A 级景区创建工作进展顺利，彭水阿依河景区通过国家 5A 级景区评定已完成评定公示，涪陵武陵山大裂谷、黔江濯水景区完成 5A 创建任务，奉节白帝城-瞿塘峡景区通过国家 5A 级旅游景区景观质量评审列入预备名录。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 6 月底，公司注册资本 4.51 亿元，实际控制人为酉阳县财政局，持股比例 100.00%。

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，酉阳县政府将桃花源景区、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，酉阳县人民政府将酉阳桃花源实业开发投资有限公司（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，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，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，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。

（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。2019年，公司收到旅游开发补贴10156.32万元；2020年1—6月，公司收到旅游开发补贴9018.88万元。

根据《减、免税通知书》（酉国税减[2012]75号），公司所处地区享受西部大开发企业所得税优惠政策，西部大开发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。2019年，公司获得税费减免 2570.73 万元。

3. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（授信机构自查版），截至 2020 年 9 月 7 日，公司本部未结清贷款信息中不存在关注类和不良类信息；已结清贷款中有 5 笔关注类贷款，系酉阳县及企业在国开行的贷款均为关注类贷款。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度、高级管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司业务收入及利润的主要来源仍为旅游开发及服务板块，受演出收入和产权竞卖服务收入增加影响，公司旅游开发及服务收入同比有所上升，但因门票价格和旅游人次下降影响，综合毛利率有所下降。2020 年以来公司旅游业务受疫情影响大，收入规模同比大幅下降。

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。2019 年，公司营业收入为 7.68 亿元，同比略有下降，其中旅游开发及服务收入为 7.65 亿元，占营业收入比重为 99.62%；同比增长 5.44%，主要系演出收入和产权竞卖服务收入增加所致。跟踪期内，公司无土地开发整理及政府回购业务收入。

从毛利率来看，2019 年，公司综合毛利率为 61.31%，同比减少 8.52 个百分点，主要系 2019 年期间未发生毛利率较高的土地开发整理及政府回购业务，以及受门票价格下降使得旅游开发及服务毛利率同比减少 4.29 个百分点所致。

2020 年 1－3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司旅游开发及服务业务收入同比大幅下降，营业收入实现 0.39 亿元，同比下降 68.75%，毛利率为 0.15%，同比减少 72.91 个百分点。

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	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	70385.60	97.20	72.62	72547.84	94.10	68.33	76496.05	99.62	61.79	3941.69	99.15	0.15
土地开发整理及政府回购	1568.67	2.17	87.44	4245.28	5.51	100.00	--	--	--	--	--	--
其他	457.31	0.63	93.18	304.51	0.39	7.07	289.28	0.38	-67.52	33.94	0.85	100.00
合计	**72411.58**	**100.00**	**73.07**	**77097.63**	**100.00**	**69.83**	**76785.33**	**100.00**	**61.31**	**3975.63**	**100.00**	**1.01**

资料来源：公司提供

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。跟踪期内，公司旅游开发及服务板块收入主要来自旅游产业相关收入和租赁收入，其中，旅游产业相关收入及毛利率受旅游人次减少和门票下调影响同比均有所下降。2020 年一季度，公司旅游业务及租赁业务收入受疫情影响大幅下降，发生业绩亏损。

公司旅游产业相关收入主要来自景区门票和船票收入，2019年为4.99亿元，同比下降3.37%，毛利率为60.27%，同比减少5.16个百分点，主要系公司游览人次减少及景区门票下调使得相关收入及毛利率均有所下降。

公司租赁业务收入主要来自于景区及景区周边物业出租产生的收入，2019年实现租赁收入1.47亿元，同比下降3.85%，毛利率为91.15%，同比略有上升。

公司于2018年期间对桃园大舞台进行加蓬改造，施工期间景区内未产生演出收入。2019年4月，桃源大舞台施工完毕，实现演出收入0.22亿元，毛利率73.56%。

受前期房地产项目陆续交房结转影响，2019年，公司旅游地产收入为536.00万元，同

比减少697.12万元，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，2019年实现收入0.24亿元，同比下降14.04%。

表 4　2017－2019 年及 2020 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	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	48184.30	68.46	68.02	51600.16	71.13	65.43	49861.56	65.18	60.27	1337.49	33.93	-110.43
租赁收入	12784.30	18.16	89.69	15274.25	21.05	89.59	14686.27	19.20	91.15	2361.19	59.90	86.51
运输收入	2642.91	3.75	76.69	2777.03	3.83	72.88	2387.73	3.12	60.14	197.27	5.00	16.57
演出收入	3512.78	4.99	88.79	124.03	0.17	-273.90	2246.22	2.94	73.56	-	-	-
旅游地产销售收入	176.44	0.25	15.00	1233.12	1.70	15.00	536.00	0.70	15	-	-	-
旅游服务及货物销售收入	1696.33	2.41	18.24	1539.25	2.12	16.37	2011.45	2.63	24.38	45.74	1.16	-530.46
产权竞卖服务收入	1388.55	1.97	100.00	--	--	--	4766.81	6.23	3.68	-	-	-
合计	**70385.60**	**100.00**	**72.62**	**72547.84**	**100.00**	**68.33**	**76496.05**	**100.00**	**61.79**	**3941.69**	**100.00**	**0.16**

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

2019年，公司主要景区客流量及门票均有不同程度的下降，导致相关收入及毛利率同比出现下滑。跟踪期内，公司旅游人次受交通制约同比小幅下降，门票收入中团体游客占比进一步上升，客户资源对旅行社依赖程度高；部分景区升级改造及配套建设尚在施工，投资规模大，仍未产生效益。2020年新冠疫情对公司旅游业务产生较大影响，旅游人次锐减。

截至2020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、叠石花谷景区、酉水河国家湿地公园等旅游景点；产生收入的主要是桃花源5A级景区门票收入、龚滩4A级景区门票收入、龚滩乌江画廊船票收入、酉阳神龟峡（阿蓬江大峡谷）4A级景区船票收入和叠石花谷景区门票收入。其他景区尚未开发完毕，目前未产生效益。跟踪期内，公司主要景区旅游人次同比有小幅下降，主要系受景区交通制约，客流量增长困难。

表 5　2017-2020 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		2017 年度		2018 年度		2019 年		2020 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	22071.03	240.00	23907.81	270.22	21453.73	263.91	433.51	9.31
龚滩古镇景区	龚滩门票收入	10662.7	205.00	11222.57	204.97	10070.61	197.90	286.42	5.01
	龚滩乌江画廊船票收入（未统计散客人数）	9005.8	90.00	9307.37	91.25	9659.70	81.87	291.74	2.03
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）	5955.56	42.00	4411.29	38.63	4227.51	37.86	92.96	0.82
叠石花谷景	门票收入	--	--	--	--	648.04	15.42	232.85	4.65

区									
合计	--	**47695.09**	**577.00**	**48849.04**	**604.32**	**46059.58**	**596.96**	**1337.49**	**21.82**

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

表 6　截至 2019 年底公司主要景区经营主体及财务状况（单位：%、万元）

公司名称	持股比例	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	主营经营景区/业务
酉阳县桃花源实业开发投资有限公司	100.00	530751.42	185191.74	23626.56	3700.75	桃花源 5A 景区
重庆大河口旅游开发有限责任公司	100.00	134068.97	44764.11	4227.51	3932.52	神龟峡 4A 景区
重庆市山水画廊旅游开发有限公司	100.00	191228.31	134321.92	10348.84	6916.73	龚滩 4A 景区
酉阳桃花源旅游地产开发有限责任公司	100.00	191000.14	33847.66	566.01	-828.15	房地产业务

资料来源：公司提供

桃花源景区

公司桃花源景区由桃花源实业公司（注册资本2.50亿元，公司持股比例100%）经营。截至2019年底，桃花源实业公司资产总额为53.08亿元，所有者权益18.52亿元，2019年实现营业收入2.36亿元，利润总额0.37亿元。截至2020年3月底，桃花源实业公司资产总额为54.48亿元，所有者权益为19.71亿元，2020年1－3月，桃花源实业公司实现营业收入682.96万元，利润总额-2908.59万元。

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，渝湘高铁酉阳站已在建设中，预计2025年开通，建成后将大幅提升游客往来便利性。

桃花源景区门票由桃花源实业公司收取，包含世外桃源景区及伏羲洞岩溶地质奇观。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》（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，（调整期分别为128元/人和102元/人）自2018年10月1日起执行。2019年，公司桃花源景区实现收入2.15亿元，同比下降10.26%。

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。2019年，桃花源景区接待游客263.91万人次，同比减少6.31万人次。2020年初，公司旅游业务受疫情影响较为严重，游客锐减为9.31万人次。

龚滩古镇

龚滩古镇景区经营实体为山水画廊公司（注册资本1.35亿元，公司持股比例100%）负责龚滩景区的开发工作。截至2019年底，山水画廊公司资产总额为19.12亿元，所有者权益为13.43亿元；2019年山水画廊公司实现营业收入[1]10348.84万元，利润总额6916.73万元。截至2020年3月底，山水画廊公司资产总额为18.91亿元，所有者权益为13.32亿元；2020年1－3月，山水画廊公司实现营业收入297.50万元，利润总额-1156.61万元。

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。

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由100元/人降至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。2019年，龚滩古镇实现门票收入1.01亿元，同比下降10.27%；游客共计197.90万人次，同比减少7.07万人次。

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。跟踪期内，公司新增客船1艘300客位的游船，目前共有16艘游船。2019年，船票收入0.97亿元，同比增长3.79%；游客共计81.87万人次，同比减少9.38万人次。

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100%）开发经营。截至2019年底，重庆大河口公司资产总额为13.41亿元，所有者权益为4.48亿元；2019年重庆大河口公司实现营业收入4227.51万元，利润总额3932.52万元。截至2020年3月底，重庆大河口公司资产总额为13.08亿元，所有者权益为4.38亿元；2020年1－3月，重庆大河口公司实现营业收入92.96万元，利润总额-945.09万元。

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2020年3月底共投入运营16艘游船，2019年，神龟峡景区实现船票收入4227.51万元，游共计37.86万人次。公司拟进一步增加游船采购数量，2020－2022年分别采购1艘、2艘、2艘，提高旅客运输效率并增加景区船票收入。

[1]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。

叠石花谷景区

2019年，公司新开发叠石花谷景区，经营主体为桃花源实业公司。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。同时，公司持续进行景区服务能力提升，在桃花源景区周边建设自驾营地、小火车、游乐场、索道、滑道、玻璃栈道、运动基地、木屋酒店等，其中自驾营地、小火车、游乐场、木屋酒店预计在2020年底之前投入运营，其余项目在之后陆续投入运营。

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。

从公司各景区收入构成来看，景区门票收入主要来自团队游客，2019年，公司桃花源景区团队游客占比79.26%，龚滩景区团队游客占比为93.10%。

表 7　公司旅游景区门票收入构成情况（单位：万元、%）

景区	游客类型	2017 年		2018 年		2019 年		2020 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	16395.01	74.28	18009.41	75.33	17005.23	79.26	367.15	84.69
	散客	5676.02	25.72	5898.4	24.67	4448.50	20.74	66.36	15.31
龚滩景区	团队	10203.88	95.70	10625.51	94.68	9376.21	93.10	280.67	97.99
	散客	458.82	4.30	597.06	5.32	694.39	6.90	5.75	2.01
叠石花谷景区	团队	--	--	--	--	220.81	34.88	166.56	71.53
	散客	--	--	--	--	412.19	65.12	66.29	28.47
合计	--	**32733.73**	--	**35130.38**	--	**31524.33**	-	**719.93**	-

资料来源：公司提供

（2）租赁业务

跟踪期内，公物业保持较高的出租率，租赁收入有所上升，但疫情期间公司对租户免征2~3月租金，相关收入下降。

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责任公司持有，主要分布在酉州古城风情街及县城内等地。2019年，公司实现租赁收入为14686.27万元，同比下降3.85%，主要系2019年未发生地块租赁收入。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，2019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，租金收入同比均有小幅上升。

2020年，受疫情影响，公司对租户免征2~3个月租金，租赁收入同比大幅下降。

表 8　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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
酉州古城风情街	集团本部	租赁收入	3552.60	3143.35	3747.63	666.37
		总面积	47928.75	47928.75	47928.75	47928.75
		出租面积	45532.31	37963.16	37963.16	43031.75
		单位面积租金	65.02 元/平方米/月	69.00 元/平方米/月	75.00 元/平方米/月	104 元/平方米/月
		出租率	95.00%	80.00%	80.00%	89.00%
会议中心	集团本部	租赁收入	2551.64	2755.77	2976.23	376.81
		总面积	50372.63	50372.63	50372.63	50372.63
		出租面积	47854.00	47854.00	47854.00	34108.07
		单位面积租金	44.40 元/平方米/月	47.99 元/平方米/月	52 元/平方米/月	56 元/平方米/月
		出租率	95.00%	95.00%	95.00%	68.00%
综合写字楼	集团本部	租赁收入	2737.15	2956.12	3192.61	496.77
		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	44.4 元/平方米/月	47.97 元/平方米/月	52 元/平方米/月	56 元/平方米/月
		出租率	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%
县城内门面	集团本部、实业公司、地产公司、桃花源产业服务公司	租赁收入	3942.91	4264.78	4769.80	821.24
		总面积	30423.69	30423.69	30423.69	30423.69
		出租面积	27381.32	27381.32	28902.51	28902.51
		单位面积租金	120 元/平方米/月	130 元/平方米/月	138 元/平方米/月	138 元/平方米/月
		出租率	90.00%	90.00%	95.00%	95.00%
地块租赁	地产公司、集团本部	--	--	2154.23	--	-
租赁收入合计	--	--	**12784.30**	**15274.25**	**14686.27**	**1780.52**

资料来源：公司提供

（3）旅游运输

跟踪期内，公司旅游运输业务受景区旅游人次减少影响有所下降。

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（以下简称“运输公司”）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，许可证有效期已续期至2024年3月19日。

目前景区中转业务为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。受游客减少的影响，2019年，公司实现运输收入2387.73万元，同比下降14.02%。

（4）旅游演艺

2019年4月，公司桃源大舞台加蓬改造完成，恢复演出后上座率保持较高水平，对公司旅游板块收入及利润形成补充。

公司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》。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。自2018年初，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，恢复演出后上座率为90%左右，当期实旅游演艺收入2246.22万元，毛利率为73.56%。

（5）旅游地产

跟踪期内，公司已完工地产项目基本实现销售回款，桃源世家项目仍在建设过程中，尚未进行预售。

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2019年底，旅游地产公司资产总额为19.10亿元，所有者权益为3.38亿元；2019年，旅游地产公司实现营业收入566.01万元，利润总额828.15万元。截至2020年3月底，旅游地产公司资产总额为20.80亿元，所有者权益为3.36亿元，2020年1－3月，旅游地产公司实现营业收入1.13万元，净利润-241.53万元。

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。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、瑞康嘉苑和桃源世家项目等。其中，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，截至2020年3月底，项目已全部投资完毕，销售比例82.40%，实现销售收入及回款累计3273.02万元。

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2020年3月底，已完成投资59.18%

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 9　截至 2020 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 2020 年 3 月底合计实现销售总额（万元）	尚未销售面积
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	--
瑞康嘉苑	桃花源旅游地产公司	0.38	住宅、商铺	1612.97	9738.74	8182.55	3273.02	1556.19
合计	--	--	--	**15212.97**	**107395.88**	**105839.69**	**26478.88**	**1556.19**

资料来源：公司提供

表10　截至2020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）	投资进度	已售面积	尚未销售面积
桃源世家	地产公司	住宅	49000.00	99800.00	银行贷款70%、自筹30%	2016-2020	29000.00	59.18%	-	99800.00

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。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。2019年，公司实现旅游服务及货物销售收入为2011.45万元。产权竞卖业务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，2019年公司产权竞卖服务收入为4766.81万元，主要是酉州丽都债权处置收入，系子公司旅游地产公司通过债权转让方式出售该笔资产。

3. 经营效率

2019年，公司存货周转次数和总资产周转次数变化不大，分别为0.18次和0.05次；销售债权周转次数有所上升，为21.50次，总体看，公司整体经营效率偏低。

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，投资规模大，建设周期长，不断推升公司债务规模及筹资压力，但部分在建项目完工后不直接产生经济效益。2020年以来疫情造成景区客流量锐减，建设施工进度放缓，联合资信将持续关注公司在建项目进度以及疫情对旅游景区经营情况带来的影响。

公司在建项目预计总投资合计74.32亿元，截至2020年3月底已累计投资38.64亿元，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、小坝片区棚户区改造项目、酉阳新城医院项目和农旅融合示范项目等。

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2020年3月底累计投资21.33亿元，已基本完成投资，升级改造部分预计将于2020年10月对游客开放。其中，桃花源景区配套基础设施建设项目总投资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。该项目涵盖二次消费产品自家营地树屋木屋酒店，松鼠乐园，和观光车等。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8.00亿元，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2020年3月底，已投资7.22亿元。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2020年3月底，已投资5.60亿元。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。

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2020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2020年3月底，已投资9782.91万元，计入存货—开发成本。

酉阳新城医院项目建设地址位于酉阳县小坝片区，建设主体为酉阳县桃花源健康养老产业有限公司（以下简称“康养公司”），是由公司和酉阳县人民医院合资成立，公司持股90%。项目主要建设内容包括三甲综合医院，含医疗综合楼、传染楼、门卫、地下车库及设备用房，设计床位1000张；疗养区，包括颐乐学院、自理型康养中心、护理型康养中心、健康管理中心等，设计床位270张。项目总投资12.33亿元，其中自筹资金2.53亿元，其余政府专项债5.90亿元和银行贷款3.90亿元（资金已全部到位）。酉阳新城医院项目建设周期为30个月，截至2020年3月底已投0.64亿元，该项目由公司承建建筑主体，医院租赁公司资产，非政府购买服务项目。从酉阳县人民医院经营状况来看，每年能够实现保本微利。

农旅融合示范项目主要包含了温泉酒店、运动基地、梯田改造、悬崖酒店等，总投为8.76亿元，其中自筹资金2.76亿元，其余部分申请银行贷款，截至2020年3月底已投0.40亿元，该项目将通过门票及酒店、游乐设备收费等二次消费项目直接产生收入。

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。公司景区已于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 11　截至 2020 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 2020 年 3 月底累计投资金额	未来投资计划		
			自筹	融资		2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年
酉阳桃花源旅游景区升级改造项目	2011-2020	203000.00	35600.00	167400.00	213308.53	3500.00	--	--

龚滩古镇（含游客接待中心/码头建设）	2016-2019	80000.00	24000.00	56000.00	72245.59	1000.00	--	--
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	56035.16	--	--	--
阿蓬江人居环境建设项目	2016-2019	114269	36269.00	78000.00	24561.04	--	--	--
酉阳县小坝片区棚户区改造项目	2018-2021	80353.62	17353.62	63000.00	9782.91	15000.00	15000.00	--
酉阳新城医院	2020-2023	123304.77	25304.77	98000.00	6443.49	40000.00	30000.00	36304.77
农旅融合示范项目	2020-2023	87562.28	27562.28	60000.00	4029.54	30000.00	25000.00	28532.74
合计	--	**743189.67**	**182499.67**	**560690.00**	**386406.26**	**89500.00**	**70000.00**	**64837.51**

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年度财务报表，中审华会计师事务所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 2020 年 1－3 月财务报表未经审计。合并范围方面：2019 年底，公司合并范围共 11 家子公司，较上年底增加 1 家子公司，是重庆酉州文化旅游发展有限责任公司；2020 年一季度，公司合并范围较 2019 年底未发生变化。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 156.28 亿元，所有者权益合计 73.78 亿元（无少数股东权益）；2019 年，公司实现营业收入 7.68 亿元，利润总额 2.57 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司（合并）资产总额 174.86 亿元，所有者权益合计 80.43 亿元（无少数股东权益）；2020 年 1－6 月，公司实现营业收入 1.31 亿元，利润总额-1.24 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司存货、在建工程和固定资产随旅游地产和景区升级改造等投入不断增加，其他应收款账龄偏长，对资金形成占用。整体看，公司资产流动性及变现能力弱，资产质量一般。

截至 2019 年底，公司资产总额 156.28 亿元，较上年底增长 12.64%，主要系旅游地产及景区配套升级改造投入增加使得存货、固定资产及在建工程规模增加所致；资产构成中流动资产占 24.44%，非流动资产占 75.56%。

截至2019年底，公司流动资产38.20亿元，较上年底增长5.28，主要由货币资金（占19.44%）、其他应收款（占24.84%）和存货（占43.39%）构成。

截至2019年底，公司货币资金为7.43亿元，较上年底减少5.77亿元，主要系景区升级改造和地产项目资金投入所致，其中受限货币资金1.96亿元，包括司法冻结261.25万元，用于借款担保的定期存款1.62亿元，保证金0.32亿元。

截至2019年底，公司其他应收款为9.49亿元，较上年底增长14.20%，主要为往来款。账龄方面，公司按账龄组合计提坏账准备的其他应收款合计2.72亿元，其中1年以内占75.33%，计提坏账准备710.22万元；集中度方面，其他应收款金额前五名余额合计7.65亿元，占2019年底余额的79.98%，集中度高，其中与酉阳县财政局的往来款进一步上升，回收期长。

表 12 截至 2019 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	4.92	51.48	出资人	1 年以内、1-2 年、5 年以上
重庆市华茂投资	1.32	13.86	非关联	1 年以内

有限责任公司			方	
桃花源街道办事处	0.53	5.51	非关联方	1-2 年、2-3 年、3-4 年
酉阳县龚滩旅游开发有限公司	0.47	4.90	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	0.40	4.23	非关联方	2-3 年
合计	**7.65**	**79.98**	--	--

资料来源：根据公司提供审计报告整理

截至2019年底，公司存货为19.28亿元，较上年底增加6.19亿元，其中开发成本为15.88亿元，较上年底增加7.30亿元，主要是桃源世家项目等旅游地产投入增加所致。公司未对存货计提跌价准备。

截至 2019 年底，公司非流动资产较上年底增长 15.24%至 118.09 亿元，主要是固定资产和在建工程的增长。

截至 2019 年底，公司投资性房地产 15.19 亿元，较上年底变动不大，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。

截至 2019 年底，公司固定资产较上年底增长 40.20%至 19.92 亿元，主要系在建工程转固，包括生态停车场、板溪驾校、花田道路改造等；构成主要为房屋及建筑物，累计折旧 1.63 亿元。

截至 2019 年底，公司在建工程较上年底增长 19.24%至 36.03 亿元，主要系景区升级改造项目持续投入所致；构成主要包括酉阳桃花源旅游景区升级改造项目 19.76 亿元，龚滩古镇 7.02 亿元，阿蓬江景区“AAAA”级风景区 7.71 亿元。

截至 2019 年底，公司无形资产为 44.38 亿元，较上年底增长 8.16%，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；增长原因系向政府购买停车位经营权使得特许经营权增加。

截至2019年底，公司受限资产18.05亿元，其中，受限货币资金为 1.96 亿元，存货 2.37 亿元，固定资产 0.20 亿元，无形资产 1.53 亿元，投资性房地产 11.98 亿元，主要用于借款抵押。

截至 2020 年 6 月底，公司资产总额为 174.86 亿元，较 2019 年底增长 11.89%，其中，流动资产增加 12.44 亿元至 50.64 亿元，主要系 2020 年 3 月发行中期票据收到货币资金、其他应收款和存货的进一步增长；非流动资产增加 6.13 亿元至 124.22 亿元，主要为在建工程的进一步增长，其他资产科目变动不大。

3. 负债和所有者权益

跟踪期内，公司债务规模持续上升，债务负担进一步加重；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。

（1）负债

截至2019年底，公司负债合计82.51亿元，较上年底增长 22.67%；其中，流动负债占16.51%，非流动负债占 83.49%，流动负债占比进一步下降。

截至 2019 年底，公司流动负债为 13.62 元，较上年底下降 19.60%，主要为短期借款（占20.66%）和一年内到期的非流动负债（56.89%）。截至 2019 年底，公司短期借款较上年底增加 1.72 亿元至 2.81 亿元，其中，保证借款 1.76 亿元，质押借款 0.76 亿元，质押借款+保证借款 0.29 亿元。同期，公司一年内到期的非流动负债为 7.75 亿元，较上年底下降 27.44%，构成主要为一年内到期的长期借款和长期应付款。

截至 2019 年底，公司非流动负债合计 68.88 亿元，较上年底增长 36.91%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

截至 2019 年底，公司长期借款较上年底增长 27.39%至 27.18 亿元，主要系在建项目资金需求上升，融资力度加大所致；构成包括质押借款 1.98 亿元，抵押借款 4.96 亿元，保证借款 8.21 亿元，信用借款 3.40 亿元和抵押借

款+保证借款 12.25 亿元，其中包括一年内到期的长期借款 3.62 亿元。

截至 2019 年底，公司应付债券为 16.90 亿元，较上年底增长 30.94%，系 2019 年期间非公开发行 2018 年扶贫专项公司债券“S 酉 02”所致。同期，公司应付债券包括“S18 酉阳”、“S18 酉 02”和“18 酉桃花源债”。

截至 2019 年底，公司长期应付款为 23.38 亿元，构成均为借款；较上年底增长 56.43%，主要系增加融资租赁款和棚改项目专项应付款。

截至 2019 年底，公司全部债务为 76.46 亿元，较上年底增长 25.85%；其中，短期债务 10.56 亿元，较上年底下降 11.80%；长期债务 65.90 亿元，较上年底增长 35.09%。截至 2019 年底，公司资产负债率、和全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 52.79%和 50.89%和 47.18%，较上年底分别增加 4.32 个百分点、4.95 个百分点和 6.62 个百分点。

截至 2020 年 6 月底，公司负债合计 94.43 亿元，较上年底增加 11.92 亿元，系公司于 2020 年 3 月底发行 10 亿元中期票据“20 桃花源 MTN001”以及长期借款增加所致。同期，公司债务规模为 88.69 亿元，短期债务与长期债务分别为 7.43 亿元和 81.25 亿元，债务负担较上年底进一步加重；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 54.01%、52.44%和 50.26%。

（2）所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 73.78 亿元，较上年底增长 3.19%，构成主要为实收资本 4.51 亿元，资本公积 49.96 亿元和未分配利润 12.41 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司所有者权益合计 80.43 亿元，较上年底有所增长，其中，资本公积增加 7.90 亿元至 57.86 亿元，系棚改 2 亿元专项债和酉阳新城医院 5.9 亿元专项债计入资本公积所致。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模略有下降，经营性利润大幅下降，投资收益对利润贡献上升，旅游业务盈利能力有所弱化；2020 年 1－6 月，受新冠肺炎疫情影响，公司旅游板块业绩大幅下滑，整体盈利能力进一步弱化。

2019 年，公司实现营业收入 7.68 亿元，同比略有下降；营业成本 2.97 亿元，同比增长 27.72%，系景区运营成本上升所致；营业利润率 56.97%，同比减少 10.05 个百分点。

2019 年，公司期间费用总额 2.76 亿元，同比下降 15.29%，主要系广告费用减少使得销售费用同比下降 46.40%至 0.57 亿元；管理费用同比增长 24.40%至 0.65 亿元；财务费用同比下降 7.91%至 1.54 亿元；期间费率为 35.94%，同比减少 6.31 个百分点，期间费用仍处于较高水平，对利润造成侵蚀。

2019 年，公司实现利润总额 2.57 亿元，同比下降 11.92%，主要系景区收入下降，以及重庆市汽车运输集团桃花源运输有限公司发生亏损所致；其中，其他收益为 1.02 亿元，主要为政府补助，同比增长 8.69%，利润总额对政府补助依赖较大。

2020 年 1－6 月，公司实现营业收入 1.31 亿元，同比减少 1.77 亿元；利润总额由上年同期的 1.15 亿元降至-1.24 亿元，收入及利润均出大幅下降，主要系公司旅游业务受疫情影响游客锐减以及对疫情期间对租户减免 2~3 月租金受到的损失。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营性现金净流入同比大幅下降，经营获现能力和收入实现能力均有所弱化，因景区配套建设持续投入，公司投资活动净支出规模仍较大，存在一定资金压力。

从经营活动看，2019 年，公司经营活动现金流入 18.22 亿元，同比下降 31.99%，其中销售商品、提供劳务收到的现金，为 6.75 亿元，同比下降 26.89%，主要系收到旅行社定金减少；

收到其他与经营活动有关的现金为 11.47 亿元，主要为收到工程项目保证金和往来款；经营活动现金流出为 18.05 亿元，同比下降 26.12%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工以及支付其他与经营活动有关的现金。同期，公司经营性净现金流为 0.17 亿元，同比大幅减少 2.19 亿元。同期，公司现金收入比为 87.89%，同比减少 31.84 个百分点，收入实现质量下降。

从投资活动看，2019 年，公司投资活动现金流入规模很小，投资活动现金流出为 15.63 亿元，均为购建固定资产、无形资产等支付的现金，同期，公司投资活动净支出为 15.55 亿元，净支出规模持续加大，经营性净现金流无法覆盖投资净支出，存在外部融资压力。

从筹资活动看，2019 年，公司筹资活动现金流入为 33.72 亿元，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（融资租赁款）；筹资活动现金流出为 23.17 亿元，主要为偿还债务支付的现金。同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为 10.56 亿元。

2020 年 1－6 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.68 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-3.98 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 9.80 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，长期债务规模快速增长，经营获现能力弱化，主业受疫情影响持续存在，偿债来源依赖对外筹资，授信余额较小，公司长期偿债能力偏弱，整体债务负担重。考虑到公司为酉阳县唯一旅游资源开发经营主体，在资产注入、财政补贴和土地出让金返还等方面得到地方政府的有力支持，公司偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 280.39%和 138.89%，同比均有所增长，主要系公司流动负债下降所致；现金类资产短期债务比为 0.52 倍；同期，公司经营现金流动负债比为 1.25%，同比减少 12.67 个百分点。截至 2020 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 430.62%和 248.19%，系一年内到期的非流动负债所致；现金类资产短期债务比为 1.52 倍。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 6.32 亿元，同比增长 14.57%；全部债务/EBITDA 为 12.09 倍；EBITDA 利息倍数为 1.92 倍。

截至 2020 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 6 月底，公司获得的银行授信额度为 59.35 亿元，其中未使用额度 11.16 亿元，公司授信余额较小，间接融资渠道有待拓宽。

7. 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，本部债务负担较重，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 2019 年底，母公司资产总额为 94.81 亿元，其中流动资产为 29.06 亿元，非流动资产为 65.75 亿元。流动资产构成主要为货币资金 2.19 亿元和其他应收款 24.41 亿元；非流动资产 113.55 亿元构成主要为长期股权投资 15.07 亿元、投资性房地产 7.36 亿元、固定资产 6.12 亿元和无形资产 31.95 亿元。

截至 2019 年底，母公司负债合计 37.31 亿元，其中流动负债为 11.73 亿元，非流动负债为 25.58 亿元。流动负债构成主要为其他应付款 9.09 亿元和一年内到期的非流动负债 2.11 亿元；非流动负债主要为长期借款 4.55 亿元，应付债券 16.90 亿元和长期应付款 3.88 亿元。截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 57.50 亿元，其中实收资本 4.51 亿元，资本公积 44.37 亿元。截至 2019 年底，母公司全部债务为 27.44 亿元，资产负债率为 39.35%，全部债务资本化比率为 32.26%。

2019 年，母公司实现营业收入 2.73 亿元，

发生营业成本 2.65 亿元，期间费用 1.05 亿元，主要为管理费用和财务费用；当期母公司实现利润总额为 1.07 亿元，其中其他收益为 0.84 亿元，经营性利润规模小。同期，母公司经营活动流入及流出以收到其他与经营活动有关的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主，当期经营活动现金净现金流-1.01 亿元，投资活动净现金流-1.62 亿元；筹资活动现金净流入 2.68 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至 2020 年 6 月底，公司存续期债券为 10.00 亿元“20 桃花源 MTN001”、7.00 亿元“18 酉桃花源债”、6.00 亿元“S18 酉阳”和 4.00 亿元“S18 酉阳 02”，债券余额合计 27.00 亿元。

2019 年，公司经营活动现金流量净额、EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 0.17 亿元、6.32 亿元和 18.22 亿元，分别为存续债券余额的 0.01 倍、0.23 倍和 0.67 倍；分别为“20 桃花源 MTN001”的 0.02 倍、0.63 倍和 1.82 倍，公司经营活动现金流入量对“20 桃花源 MTN001”保障能力一般。截至 2020 年 6 月底，公司存续债券中“S18 酉阳”将于一年内行权。

表13　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2019 年
一年内到期债券余额	0.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	0.67
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.01
EBITDA/应付债券余额	0.23

资料来源：联合资信整理

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 8 月成立，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 2019 年底，兴农担保资产总额 211.42 亿元，其中货币资金 57.75 亿元；负债总额 113.58 亿元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 17.16 亿元；股东权益 97.84 亿元，其中少数股东权益 16.92 亿元；担保责任余额 549.19 亿元。2019 年，兴农担保实现营业总收入 10.46 亿元，净利润 2.57 亿元。

（2）业务发展与风险控制

兴农担保是全国第一家主司农村产权抵

押融资的政策性担保公司。自成立以来，兴农担保持续推进支农、支小、金融扶贫和体系建设工作，以盘活“农房、农地、林地”产权等流动性较差的资产为业务主要突破口，通过“三权”抵押融资，服务“三农”发展，增加农民财产性收入。2019 年，重庆市政府明确了兴农担保政策性和市场化并重的担保业务定位。兴农担保业务范围覆盖重庆市下辖各个区县，业务规模和资本实力在重庆区域内处于领先地位，具有较强的市场竞争力。截至 2019 年底，兴农担保在重庆区域内设立了 4 家区县担保公司和 3 家配套金融、科技类子公司，为业务协同和规模化奠定了较好的基础。

兴农担保主要开展担保业务，另有少部分投资业务以及子公司开展的其他业务。近年来，兴农担保融资性担保业务发生额占总担保发生额比例保持在 95%以上。近年来，兴农担保逐步调整业务结构，拓展以企业债券为主的直接融资担保业务，直接融资担保业务发生额快速上升，推动整体业务较快增长。截至 2019 年底，兴农担保担保责任余额为 549.19 亿元，其中直接融资担保责任余额 431.70 亿元，间接融资担保责任余额 107.57 亿元，非融资担保责任余额 9.92 亿元。

兴农担保营业总收入主要来源于担保业务保费收入和投资业务实现的利息收入。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担保，非融资性担保业务规模较小。2017－2019 年，兴农担保担保业务当年发生额分别为 289.72 亿元和、306.15 亿元和 372.01 亿元，主要为融资性担保，同时，直接融资担保占比不断提高。2019 年，兴农担保为缓解集中风险，坚持风险收益匹配原则，在维持直接融资担保规模的同时适度调整结构，对部分集中度较高的省外业务规模进行压降，对高风险地区限制业务开展，同时扩大在重庆区域内的直接融资担保业务规模。截至 2019 年底，兴农担保的在保余额为 549.19 亿元，其中，直接融资担保责任余额 431.70 亿元，占担保责任余额的 78.61%，以区县级城投公司企业债担保为主，另有少量公司债、中期票据和资产证券化产品担保等。

兴农担保间接融资担保业务以银行贷款担保为主，业务主要分布在重庆市区域内。2019 年，经过部门赋能，兴农担保将业务二部划为三农事业部，业务三部划为战略新兴产业部。兴农担保银行贷款担保主要分为三大板块：第一大板块是为从事农村种养殖业、农副产品加工业等中小企业和个体工商户以及个人融资提供担保；第二大板块是为县域内从事运输、贸易、制造等行业的中小企业融资提供担保；第三大板块是为园区建设、乡村公路、水利水电设施建设、高标准农田改造等地方政府融资项目提供担保。兴农担保间接融资担保业务拓展渠道主要来源于银行。近年来，兴农担保不断扩大合作银行的范围，截至 2019 年底，兴农担保已与农商行、城商行、国有行分支机构等 20 家银行签署了合作协议，担保授信额度为 165.70 亿元。

投资业务方面，兴农担保投资资产要包括权益工具投资、理财产品、委托贷款和长期股权投资，整体规模较小，未来兴农担保计划将投资业务挪入全资子公司重庆兴农资产经营管理有限公司管理。截至 2019 年底，兴农担保投资资产余额为 17.03 亿元。其中，权益工具投资余额为 8.13 亿元，主要包括 5.00 亿元渝富集团可转换债券和对未并表区县担保公司的股权投资；委托贷款余额为 2.64 亿元，期限均为 1 年内，主要投向市属和区县国有企业。

担保业务风险管理方面，兴农担保构建了较为清晰的业务操作流程，业务管理制度逐步健全，担保业务风险管理体系逐步完善，涵盖项目受理及项目调查，项目评审及审批，项目保后、代偿及处置管理和反担保管理。但另一方面，在宏观经济持续低迷、担保客户经营效益下滑的背景下，随着担保业务规模的扩大以及担保业务种类的丰富，兴农担保风险管理的精细化程度有待提高。兴农担保以农村产权抵

押融资担保业务为主，由于农业具有周期长、风险大、回报低等属性，加之农村产权登记及收处机制尚未建立健全，农村资产登记难、变现难，致使农业担保风险偏大，因此在宏观经济低迷以及银行加大对担保公司贷款追偿力度的背景下，兴农担保代偿金额和代偿率明显上升，但 2019 年随着风险管控能力加强以及大部分区县担保公司划出合并范围，新增代偿压力有所缓解；城投债担保规模较大，客户主要集中在其相对较为熟悉的重庆地区平台公司，且反担保措施较为充足，但仍需关注在监管严控地方政府及平台公司举债的背景下相关业务所面临的风险。

（3）资本结构及资产质量

兴农担保子公司兴农资管作为重庆市“十三五”高山生态扶贫搬迁项目资金“统承统贷统还”平台，2019 年底累计收到政府拨入扶贫专项资金共计 126.22 亿元，其中重庆市财政拨入资本金 24.40 亿元，计入兴农担保合并财务报表中资本公积科目；国开行与农发行拨入资本金 12.31 亿元，计入兴农担保合并财务报表中少数股东权益科目，发放政策性贷款余额 72.67 亿元。上述资金用于高山扶贫项目，已全部拨付至各个区县。

资本结构方面，得益于股东持续的资本金注入，兴农担保资本实力不断增强；负债结构以政策性贷款和保险合同准备金为主，由于兴农担保及子公司兴农资管对政策性贷款均不实际承担还款义务，故整体债务压力较小。

截至 2019 年底，于兴农担保所有者权益 97.84 亿元，其中实收资本 52.20 亿元，全部为国有法人资本；少数股东权益 16.92 亿元，占股东权益的比重为 17.29%，包括于兴农担保与重庆各区县政府合资成立的子公司，于兴农担保持股比例约为 10.00%，但因于兴农担保享有 51%的表决权而并表，由于 2019 年大部分区县担保公司解除托管划出合并范围，少数股东权益规模及占比均明显下降。

2019 年，兴农担保负债总额有所下降，主要是由于子公司兴农资管收到国开行及农发行政策性贷款余额下降所致。截至 2019 年底，兴农担保负债总额 113.58 亿元。兴农担保按当年担保费收入的 50%提取未到期责任准备金，同时冲销以前年度计提但担保责任于本期到期的责任准备金。截至 2019 年底，兴农担保担保赔偿准备和未到期担保责任准备金余额合计 17.16 亿元，占负债总额的 15.11%；其他负债余额 96.41 亿元，占负债总额的 84.89%，包括政府拨入扶贫贷款资金 72.67 亿元，存入担保保证金 5.05 亿元。截至 2019 年底，兴农担保资产负债率为 53.72%，较之前年度有所下降。

受子公司收到政府拨入扶贫贷款资金下降导致负债规模减少的影响，兴农担保资产总额有所下降，但货币资金保持充足水平，资产整体流动性良好；投资资产主要配置于银行理财产品和股权投资，投资风险可控；应收代偿款规模呈下降趋势，代偿压力有所缓解。至 2019 年底，兴农担保资产总额为 211.42 亿元，其中货币资金占 27.31%，投资资产占 6.58%，其他类资产占 66.11%

（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。兴农担保担保业务收入包括担保费、价格评估收入、咨询顾问费以及保后监管费等，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。近年来，随着直接融资担保业务快速发展，兴农担保担保费收入明显上升，推动营业总收入快速增长。2019 年，兴农担保实现营业总收入 10.46 亿元，其中担保费收入 7.96 亿元，占营业总收入的 76.16%，占比较高；咨询顾问费与利息净收入分别为 0.02 亿元和 1.75 亿元。兴农担保投资收益主要来自于理财产品等投资资产，整体规模不大，2019 年投资收益为 0.26 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。

从收益率指标来看，在担保费收入增长的拉动下，兴农担保净利润呈上升趋势，2019 年实现净利润 2.57 亿元。但另一方面，由于收到扶贫专项资金导致公司资产及净资产增幅较大，兴农担保平均资产收益率与平均净资产收益等指标虽有所上升但仍较低。

（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，在支付赔付款项及支付其他与经营活动有关现金规模下降的影响下，净流出规模有所减少；2019 年，由于投资力度的减小，投资活动产生的现金流由净流出转为净流入；得益于兴农担保及子公司资本金的增加，筹资活动产生的现金流保持净流入状态。

表 14　兴农担保现金流情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动产生的现金流量净额	-4.74	-8.41	-3.57
投资活动产生的现金流量净额	-1.85	-4.97	0.24
筹资活动产生的现金净流量	25.09	1.87	21.89
现金及现金等价物净增加额	18.51	-11.51	18.56
期末现金及现金等价物余额	50.13	38.62	57.19

资料来源：兴农担保审计报告，联合资信整理

根据兴农担保财务报表估算，2018 年，由于扣减收到的扶贫专项资金规模上升影响，兴农担保净资本规模和净资本比例均有所下降；但 2019 年，得益于增资扩股的实施，兴农担保净资本规模和净资本比例均有所上升，年末净资本为 64.97 亿元；净资本比率为 66.40%（见表 11）。近年来，在担保业务规模大幅上升的影响下，兴农担保净资产担保责任余额倍数与净资本担保责任余额倍数整体均有所上升，2019 年末以上两项倍数分别为 5.61 倍和 8.45 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。

联合资信根据兴农担保的担保业务类别与风险特点、再担保责任承担方式以及履行再担保责任条件等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算兴农担保在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。2018 年，在直接融资担保业务规模快速增长的影响下，兴农担保担保业务组合风险价值规模明显上升，加之净资本下降，兴农担保资本覆盖率明显减弱；但 2019 年以来，兴农担保担保业务规模减少导致担保业务组合风险价值小幅下降，同时，得益于净资本规模的上升，兴农担保净资本覆盖率有所回升，2019 年末资本覆盖率为 120.08%。

表 15　兴农担保资本充足性指标（单位：亿元、倍、%）

项目	2017 年底	2018 年底	2019 年底
担保责任余额	384.29	555.80	549.19
融资担保余额	364.70	542.41	539.28
净资产	97.69	98.42	97.84
净资本	62.93	57.08	64.97
净资产担保责任余额倍数	3.93	5.65	5.61
净资本担保责任余额倍数	6.11	9.74	8.45
融资担保放大倍数	3.73	5.51	5.51
净资本比率	64.42	57.99	66.40
资本覆盖率	170.91	104.76	120.08

注：净资本已扣除计入资本的扶贫专项资金

资料来源：兴农担保提供资料，联合资信整理

（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”抵押融资的省级担保公司，资本实力较强。兴农担保业务范围覆盖重庆各个区县，在重庆区域内具有较强市场竞争力，并逐步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。此外，兴农担保在 2019 年增资扩股后，资本实力进一步提升，对兴农担保业务发展有较好的推动作用。但另一方面，受“三农”及中小企业客户风险暴露以及银行加大担保公司贷款追偿力度的影响，兴农担保担保代偿金额和代偿率均有所上升，较大规模的城投公司债券类担保使其信用风险管理压力有所加大。综合评估，联合资信确定维持兴农担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

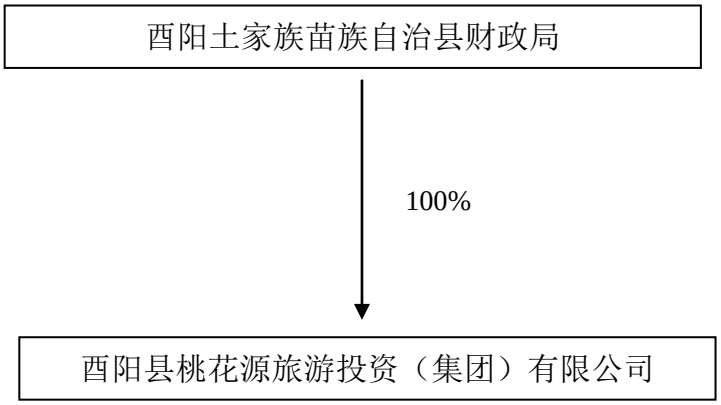
3. 本期中期票据担保能力

公司存续中期票据“20 桃花源 MTN001”债券余额 10.00 亿元，占兴农担保 2019 年底净资产的 10.22%，占担保责任余额的 1.82%，所占比例低；占 2019 年净利润的 389.11%，立即偿还此笔担保债务对兴农担保影响较小。

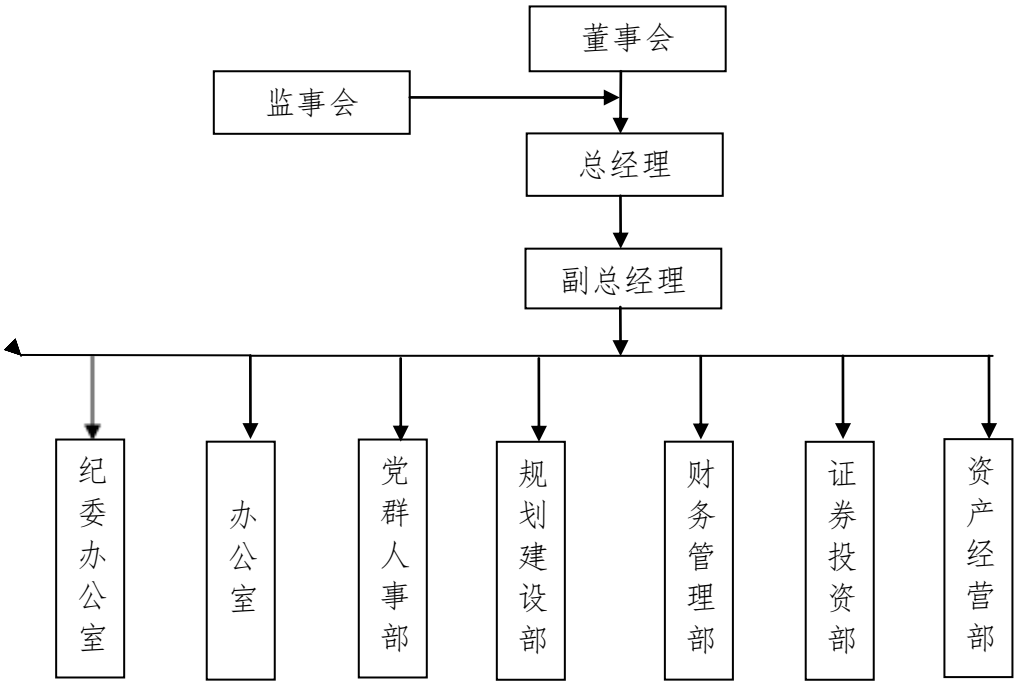
十二、结论

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。

附件 1-1　截至 2020 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 6 月底公司组织架构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.61	10.29	5.46	11.96
资产总额(亿元)	117.21	138.75	156.28	174.86
所有者权益(亿元)	67.13	71.49	73.78	80.43
短期债务(亿元)	5.95	11.98	10.56	7.43
长期债务(亿元)	38.77	48.78	65.90	81.25
全部债务(亿元)	44.73	60.76	76.46	88.69
营业收入(亿元)	7.24	7.71	7.68	1.31
利润总额(亿元)	3.03	2.92	2.57	-1.24
EBITDA(亿元)	5.48	5.52	6.32	--
经营性净现金流(亿元)	3.22	2.36	0.17	0.68
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.18	17.55	21.50	--
存货周转次数(次)	0.19	0.19	0.18	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.05	--
现金收入比(%)	113.26	119.73	87.89	71.89
营业利润率(%)	69.88	67.02	56.97	9.37
总资本收益率(%)	4.75	4.36	3.71	--
净资产收益率(%)	3.78	3.48	3.09	--
长期债务资本化比率(%)	36.61	40.56	47.18	50.26
全部债务资本化比率(%)	39.98	45.94	50.89	52.44
资产负债率(%)	42.73	48.47	52.79	54.01
流动比率(%)	279.55	214.11	280.39	430.62
速动比率(%)	177.05	136.87	138.89	248.19
经营现金流动负债比(%)	29.45	13.92	1.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.98	1.68	1.92	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.15	11.01	12.09	--

注：1. 2020 年 1—6 月财务数据未经审计；2. 长期应付款中的有息部分已计入长期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.28	4.49	2.19	12.12
资产总额(亿元)	87.03	86.38	94.81	105.25
所有者权益(亿元)	56.40	56.48	57.50	57.74
短期债务(亿元)	3.70	9.85	2.11	2.09
长期债务(亿元)	19.41	12.98	25.33	35.29
全部债务(亿元)	23.11	22.82	27.45	37.38
营业收入(亿元)	2.49	2.79	2.73	0.26
利润总额(亿元)	1.06	1.56	1.07	0.23
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	5.26	5.93	-1.01	1.77
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.77	10.09	27.68	--
存货周转次数(次)	0.66	0.60	0.76	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	98.73	137.68	48.80	6.64
营业利润率(%)	56.17	59.24	42.20	73.35
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	1.61	2.43	1.78	--
长期债务资本化比率(%)	25.61	18.68	30.58	37.94
全部债务资本化比率(%)	29.07	28.78	32.31	39.30
资产负债率(%)	35.20	34.61	39.35	45.14
流动比率(%)	209.04	128.97	247.81	325.98
速动比率(%)	196.41	118.15	234.08	325.98
经营现金流动负债比(%)	46.86	35.48	-8.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：1.2020 年 1—6 月财务数据未经审计；2.长期应付款中的有息部分已计入长期债务

附件 3　兴农担保主要财务数据

项目	2017 年底	2018 年底	2019 年底
资产总额(亿元)	223.73	229.63	211.42
所有者权益(亿元)	97.69	98.42	97.84
净资本(亿元)	62.93	57.08	64.97
少数股东权益(亿元)	42.28	42.15	16.92
担保责任余额(倍)	384.29	555.80	549.19
融资担保责任余额(亿元)	364.70	542.41	539.28
净资产担保倍数(倍)	3.93	5.65	5.61
净资本担保倍数(倍)	6.11	9.74	8.45
净资本比率(%)	64.42	57.99	66.40
净资本覆盖率(%)	170.91	104.76	120.08
年度担保代偿率(%)	1.83	7.77	8.20
累计担保代偿率(%)	2.45	3.70	3.34
累计代偿回收率(%)	17.41	28.75	35.20
项目	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年**
营业**项**总收入(亿元)	6.12	7.43	10.46
净利润(亿元)	1.48	2.16	2.57
费用收入比(%)	30.17	26.51	18.88
平均资产收益率(%)	0.78	0.95	1.17
平均净资产收益率(%)	1.60	2.20	2.62

数据来源：兴农担保审计报告和提供资料，联合资信整理

附件 4　同行业企业对比数据

发行人	云南世博旅游控股集团有限公司	北京首都旅游集团有限责任公司	酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司
主体信用等级	AA^{+}	AAA	AA
企业性质	中央国有企业	地方国有企业	地方国有企业
总资产周转次数（次）	0.21	0.62	0.05
财务数据时点	**2019 年**		
资产总额（亿元）	223.27	1318.10	156.28
所有者权益（亿元）	148.39	506.95	73.78
营业收入（亿元）	43.98	773.58	7.68
利润总额（亿元）	3.11	21.50	2.57
经营活动现金流净额（亿元）	19.95	49.56	0.17
资产负债率（%）	33.54	61.54	52.79

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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 5-1　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。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 5-2　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 5-3　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