

陕西华山旅游集团有限公司

2019 年度第一期中期票据

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

# 概述

编号:【新世纪债评(2019)010060】

**评级对象:** 陕西华山旅游集团有限公司 2019 年度第一期中期票据

**主体信用等级:** AA

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AA

**评级时间:** 2019 年 1 月 29 日

**注册额度:** 10 亿元

**本期发行:** 5 亿元

**存续期限:** 3 年

**增级安排:** 无

**发行目的:** 偿还金融机构借款

**偿还方式:** 按年付息, 到期还本

## 主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
<b>金额单位: 人民币亿元</b>				
<b>发行人母公司数据:</b>				
货币资金	0.71	1.01	1.17	3.55
刚性债务	9.20	16.39	22.43	32.37
所有者权益	26.24	26.65	33.32	33.29
经营性现金净流入量	-0.42	-2.34	0.21	-0.47
<b>发行人合并数据及指标:</b>				
总资产	40.29	47.99	66.15	78.47
总负债	12.99	20.22	30.94	43.19
刚性债务	9.36	17.75	26.77	37.36
所有者权益	27.30	27.78	35.20	35.28
营业收入	2.45	3.23	4.89	4.86
净利润	0.60	0.44	0.66	0.06
经营性现金净流入量	0.00	-2.82	0.21	1.05
EBITDA	1.65	1.88	2.45	—
资产负债率[%]	32.24	42.12	46.78	55.04
长短期债务比[%]	71.65	127.30	196.97	114.72
权益资本与刚性债务比率[%]	291.75	156.50	131.52	94.42
流动比率[%]	193.03	163.34	158.96	126.30
现金比率[%]	12.40	23.55	27.72	34.43
利息保障倍数[倍]	2.63	1.60	1.20	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.85	2.97	1.89	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.25	0.14	0.11	—

注: 根据华旅集团经审计的 2015-2017 年及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

## 分析师

林贇婧 lyj@shxsj.com

施旻 shiyang@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

## 评级观点

### 优势:

- **景区资源优势。** 华山景区享有较高的知名度, 且具有不可复制性, 旅游资源竞争优势较为明显。
- **政府支持力度较大。** 华旅集团为“大华山旅游区”的开发运营主体, 近年来持续获得渭南市政府在运营上的支持。
- **收入水平逐年增长。** 受益于华山景区游客数量的持续增长, 华旅集团营收规模不断扩大, 体现了较好的成长性。
- **未来发展空间较大。** 目前华山景区客流量尚未达到核定承载量, 未来随着居民可支配收入的增加、旅游需求的提升, 以及在建项目的投运, 景区游客量有望得到提升。

### 风险:

- **外部因素影响显著。** 旅游行业敏感度较高, 易受外部突发事件影响, 对华旅集团业务经营存在一定影响。
- **期间费用控制压力。** 随着华旅集团业务规模的扩大和在建项目持续建设对外部融资需求的增加, 加之较重的资产折旧, 公司期间费用率处于较高水平, 对其盈利空间产生较大侵蚀。
- **关联方往来款规模大。** 华旅集团与关联方资金往来较多, 导致公司经营性现金流波动较大。
- **投融资压力。** 华旅集团多个项目持续投资建设, 加之新开工项目的投入, 公司外部融资规模不断扩大。
- **集中偿付压力大。** 华旅集团短期刚性债务压力大, 同时资产流动性一般, 现金类资产储备不足, 公司集中偿付压力大。

➤ 未来展望

通过对华旅集团及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

## 陕西华山旅游集团有限公司 2019 年度第一期中期票据

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

陕西华山旅游集团有限公司（简称“华旅集团”、“该公司”或“公司”）成立于 2008 年 3 月，前身为“华山旅游集团总公司”、“陕西华山风景名胜区旅游集团有限公司”，由华山风景名胜区管理委员会（简称“华山景区管委会”）根据《华山风景名胜区管理委员会关于组建陕西华山风景名胜区旅游开发有限公司的决定》（华管发[2008]10 号）等文件投资设立。2014 年 3 月，经渭南市国有资产监督管理委员会（简称“渭南市国资委”）批准，公司更名为现名，并由渭南市国资委全资持股。截至 2018 年 9 月末，公司实收资本为 0.80 亿元，实际控制人为渭南市国资委。

根据华管发[2008]10 号文，该公司成立初衷为负责华山景区除门票以外的经营、开发和建设。此后，为进一步整合华山及周边区域旅游资源，2013 年，渭南市政府出台《渭南市人民政府关于促进大华山旅游目的地建设的若干意见》（渭政发[2013]59 号）等文件，明确将依托公司整合大华山旅游区（华阴市、华县、潼关县、大荔县和合阳县）优质资源，使公司成为当地旅游业发展的资源整合及投融资平台。公司作为大华山旅游区开发运营主体，主要从事华山景区旅游服务、客运、酒店餐饮服务、旅行社服务、水务、文化传播等业务，并将逐步拓展至华山周边景区的开发。

### 2. 债项概况

#### （1）债券条款

该公司拟发行不超过 10.00 亿元的中期票据，期限为 3 年。公司计划分期发行，本期发行金额为 5.00 亿元。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	陕西华山旅游集团有限公司 2019 年度第一期中期票据
总发行规模:	10.00 亿元人民币
本期发行规模:	5.00 亿元人民币
本期债券期限:	3 年
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	按年付息，到期还本

增级安排:	无
-------	---

资料来源：华旅集团

## (2) 募集资金用途

该公司拟将全部募集资金用于偿还到期金融机构借款。

# 业务

## 1. 外部环境

### (1) 宏观环境

2018 年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济运行总体平稳，尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击，但有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下得到对冲。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力，房地产和资本市场存在风险，特朗普的关税政策给全球贸易前景带来隐忧；欧盟经济复苏有所放缓，欧洲央行购债规模进一步缩减并计划于年底结束，英国央行再度加息，英国与欧盟在脱欧问题上的分歧能否达成一致以及联盟内部政治风险均是影响其复苏进程的重要因素；日本经济温和复苏，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，强势美元引发的货币贬值及资本外流压力明显上升；印度经济增长较快，因 CPI 快速回升印度央行年内再度加息；俄罗斯经济复苏势头有油价上涨支撑，受美国经济制裁影响或有所波动，卢布贬值迫使俄罗斯央行近四年来首度加息；巴西经济复苏缓慢，增长压力大，PMI 下滑至收缩区间，消费者信心指数持续下降；南非经济处于衰退边缘，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

2018 年第三季度，我国宏观经济运行总体平稳的同时，受外部贸易战及内部强监管等因素在短期内集中发酵影响而面临一定压力。国内 CPI 上涨有所

加快但尚不构成通胀，就业形势仍较好。居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长；投资结构不断优化，基建疲弱导致固定资产投资增速下降至历史低位，基础设施领域补短板力度的逐步加大、制造业投资的持续改善以及房地产投资的较快增长将有望支撑整体投资企稳甚至回升；以人民币计价的进出口贸易增速有所回升但受中美贸易战影响将面临一定压力。工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级。房地产调控进一步趋严、市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国财政政策、货币政策及金融监管政策的协同性明显提升，逐步形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。积极财政政策取向更加积极，减税降费力度不断加大，财政支出聚力增效，在扩大内需及结构调整上发挥更大的作用；地方政府债发行加速并不断创新，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，年内数次定向降准，优化市场流动性结构，保证其合理充裕，积极支持实体经济发展；同时，央行坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，为结构性去杠杆提供了稳定的货币环境。宏观审慎政策不断健全完善，金融监管制度补齐同时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，金融体系抗风险及服务实体经济能力不断提升。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及稳中向好的经济发展前景长期内能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，外商投资环境更加公平便利，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好“三大攻坚战”，短期内虽然我国宏观经济因内外因素集中发酵面临一定压力，但在各类宏观政策协同合力对冲下有望继续保持稳中有进的态势。中美贸易战具有长期性和复杂性，将对我国出口增长形成一定扰动；但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及



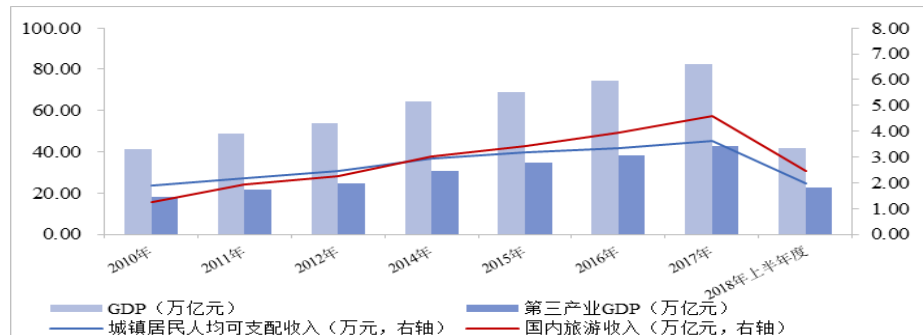
国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业环境

在我国 GDP 和人均可支配收入持续增长的推动下，近年来居民旅游消费需求不断扩大，国内旅游人数和收入规模均保持稳步增长，旅游业投资也保持在高位。但随着旅游投资的高速扩张，现代旅游项目同质化现象愈发明显，投资风险或将加大。此外，旅游业易受突发事件影响，并导致行业收入增速出现较大波动。预计 2019 年我国旅游经济继续保持良好发展态势，游客量、旅游收入及投资均将保持增长。

近年来，在我国 GDP 和城镇居民人均可支配收入不断增长的推动下，我国居民旅游消费需求不断增加，国内旅游人数和收入规模均保持稳步增长。据国家旅游局公开数据显示，2015-2017 年，我国国内旅游人数分别为 40.00 亿人次、44.40 亿人次和 50.01 亿人次，同期国内旅游收入分别实现 3.42 万亿元、3.94 万亿元和 4.57 万亿元。2018 年上半年度，国内旅游人数同比增长 11.4% 至 28.26 亿人次，当期实现国内旅游收入 2.45 万亿元，较上年同期增长 12.5%。

图表 2. 我国 GDP、第三产业 GDP、城镇居民人均可支配收入与国内旅游收入对比



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理、绘制

从国内旅游业投资情况来看，2011 年起国内发达地区率先步入成熟度假经济时期，面临着需求多元化发展的挑战和机遇，二三线城市也紧随其后，大量资本不断涌入。根据新旅界研究院、聚元资本、北京第二外国语学院酒店管理学院于 2018 年 1 月联合发布的《2017 年中国旅游投资研究报告》，2017 年全国旅游投资将继续保持稳定增长态势，预计全年旅游直接投资将超过 1.5 万亿元。从资金流向来看，2017 年景区、主题公园和特色小镇的项目投资额位列前三，占比分别为 28%、17% 和 13%。随着游客对自然景观的偏好度提升，拥有自然景观（山岳）资源的旅游目的地更受到投资机构的青睐；主题乐园方面，除迪士尼落地上海外，国内外多家主题公园也在积极地进行市场布局，其中美国六旗集团分别在浙江诸暨、海南三亚进行了项目签约，华强方特、海昌海洋公园等纷纷在一二线城市落点，预计经过 3-5 年的建设期后，将于 2020 年迎来主题公园的集中开业，主题公园市场的竞争将由此开始；此外，住建部全国特色小镇、其他部委各自垂直领域小镇、省级行政单位公布

的省级特色小镇，以及诸多企业主导操作的小镇投资项目已逾 2000 个，未来市场竞争压力将不容小觑。除上述主要投资方向外，2017 年，酒店、旅游演艺、温泉、滑雪、和非标住宿项目投资额占比分别为 11%、9%、8%、8% 和 6%，也成为炙手可热的旅游投资项目。

但是，在旅游投资高速扩张的同时，现代旅游项目同质化现象愈发明显。为缓解该现象，针对总占地面积在 300 亩以上或总投资 5 亿元以上的主题公园项目，国家发改委要求自 2011 年 8 月 5 日起至国家规范发展主题公园的具体措施出台前，各地一律不得批准建设新的主题公园项目。并且，由于民营企业投资体量较大（2016 年投资额为 7628 亿元，占旅游业总投资的 58.7%），资金部分依赖银行借款，资金来源保障性较低。较多依赖地方政府财力回笼资金的基建项目、特色街区建设、旅游小镇建设等项目，在地方政府债务规模较大的背景下，投资资金回笼情况较不确定。加之受项目审批、建设进度的影响及投运后盈利情况无法明确，旅游行业项目投资尚存在一定的风险。

此外，旅游业对宏观经济、政策的敏感度较高。以国内游为例，2013 年以来，受“八项规定”、“六项禁令”等三公消费限制政策的影响，国内部分景区游客接待量出现下滑，酒店及高端餐饮行业业绩也进一步缩减，国内旅游收入增速持续放缓。2015 年以来，在 GDP 和居民可支配收入不断增长的推动下，居民旅游消费需求不断增加，“三公消费”限制的影响逐渐趋缓，旅游业收入增速出现恢复性增长。2015-2017 年，我国国内旅游人数增速分别为 10.50%、11.28% 和 12.80%，同期国内旅游收入增速分别为 12.81%、15.19% 和 15.90%。2018 年上半年度，我国国内旅游人数和收入分别较上年同期增长 11.40% 和 12.50%，增速虽较上年略有放缓，但整体仍保持较好状态。

旅游行业主要包括景区经营、酒店餐饮及旅行社等细分子行业，该公司主业涉及的细分子行业以景区和酒店经营为主。景区经营类企业凭借景区资源的不可替代性等优势盈利情况相对较好；在居民对生活品质要求的提升下，“三公消费”限制政策对酒店及高端餐饮企业的影响已逐步趋弱。

## A. 景区经营

1999 年，国家旅游局开始实行旅游区（点）质量等级管理，景区根据服务质量、环境质量、景观质量以及游客意见进行等级划分为 1A 到 5A 级，2007 年我国开始首次评定 5A 级景区，截至 2018 年 11 月 2 日，我国共有 5A 级景区 259 家，其中 2017 年新增 22 家<sup>1</sup>并复牌 1 家<sup>2</sup>，2018 年新增 9 家<sup>3</sup>并复牌 1

<sup>1</sup> 2017 年 2 月 25 日，根据国家旅游局规划财务司网上公示的新一批国家级 5A 级景区名单，河北省邯郸市广府古城景区、河北省保定市白石山景区、山西省忻州市雁门关景区、内蒙古自治区兴安盟阿尔山·柴河旅游景区、辽宁省鞍山市千山景区、吉林省长春市世界雕塑公园景区、江苏省常州市春秋淹城旅游区、浙江省嘉兴市西塘古镇旅游景区、浙江省衢州市江郎山·廿八都旅游区、江西省抚州市大觉山景区、江西省上饶市龟峰景区、山东省青州市青州古城景区、山东省威海市威海华夏城景区、河南省永城市芒砀山汉文化旅游景区、广西壮族自治区桂林市两江四湖·象山景区、重庆市云阳龙缸景区、四川省甘孜州海螺沟景区、贵州省贵阳市花溪青岩古镇景区、青海省海东市互助土族故土园旅游区、新疆生产建设兵团第十师白沙湖景区等 20 家景区入选。同年 8 月 29 日，国家旅游局网站公布，林芝巴松措景区和日喀则扎什伦布寺景区批准为国家 5A 级旅游景区。

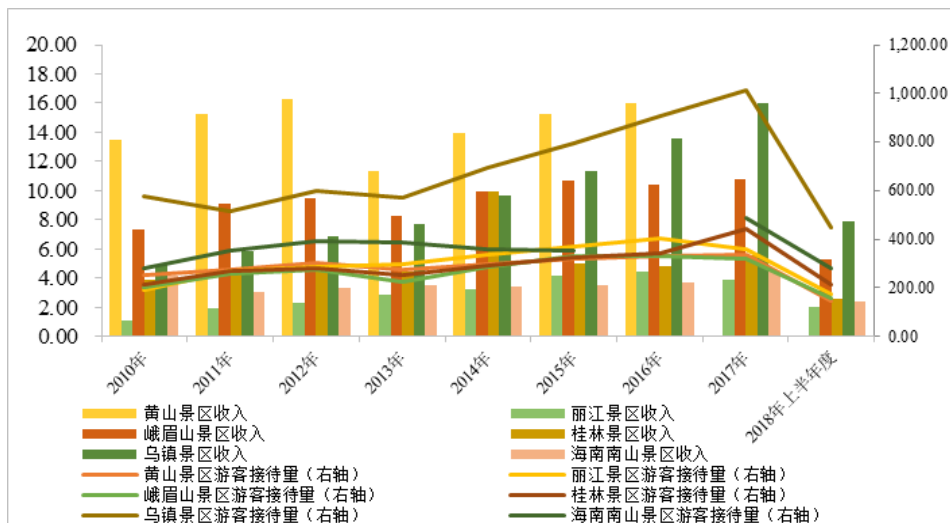


家<sup>4</sup>。从景区分布情况来看，拥有苏州园林、夫子庙的江苏省是拥有国家 5A 级景区最多的省份，其次是拥有西湖、乌镇等景区的浙江省，上述两省 5A 级景区占比分别为 8.9% 和 6.6%。

由于景区经营类企业的经营性资产主要以门票和景区交通为主，其中景区门票价格通常由当地物价局制定或批准，变更可能性较小，故门票收入规模受客流量的影响较大。2005 年我国建设部叫停门票经营权转让，2008 年八部委禁止门票经营权或风景区开发权打包上市，此外景区交通的业绩增长也依赖于客流量的增加，因此拥有国家最高等级景区门票经营权的企业景区竞争优势更为明显。

2018 年 6 月以来，根据国家发改委要求，多处景区门票价格下调，截至 2018 年 9 月 28 日，各地已出台实施或发文向社会公布了 74 个免费开放景区和 907 个降价景区，其中门票价格降幅超过 20% 的 491 个，降幅超过 30% 的 214 个，5A 级、4A 级景区占比超过 7 成。受上述政策影响，以门票收入为主的旅游类企业营收规模或将受到一定冲击。但景区门票价格的降低同时促进了游客量的增长，黄山景区、丽江景区、峨眉山景区、桂林景区、乌镇景区和海南南山景区等知名度较高的上市景区经营主体业绩仍保持较好水平。

图表 3. 我国部分上市景区游客接待量及营业收入（单位：万人次，亿元）



资料来源：Wind 资讯

## B. 酒店餐饮业

<sup>2</sup> 2016 年 8 月 4 日，国家旅游局召开发布会，通报公布撤销湖南省长沙市橘子洲旅游区 5A 级资质。2017 年 12 月 18 日，全国旅游资源规划开发质量评定委员会组织专家组复核，决定即日起恢复湖南省长沙市橘子洲景区国家 5A 级旅游景区质量等级。

<sup>3</sup> 2018 年 10 月 17 日，中华人民共和国文化和旅游部公布，临汾市洪洞大槐树寻根祭祖园旅游景区、赤峰市阿斯哈图石阵旅游区、宁波市天一阁·月湖景区、南昌市滕王阁旅游区、咸宁市三国赤壁古战场景区、惠州市惠州西湖旅游景区、崇左市德天跨国瀑布景区、铜仁市梵净山旅游区和西安市城墙·碑林历史文化景区等 9 家景区达到国家 5A 级旅游景区标准要求，拟确定为国家 5A 级旅游景区。

<sup>4</sup> 2015 年 10 月 9 日，国家旅游局通报公布撤销河北省秦皇岛市山海关景区 5A 级资质。2018 年 11 月 2 日，根据中国旅游报官方公众号公布信息，秦皇岛山海关景区恢复国家 5A 级旅游景区质量等级。

星级酒店（星级饭店）是由国家（省级）旅游局评定的能够以夜为时间单位向旅游客人提供配有餐饮及相关服务的住宿设施，按不同习惯也被称为宾馆、酒店、旅馆、旅社等。根据《中华人民共和国星级酒店评定标准》，将饭店按等级标准以星级划分，分为一星级到五星级 5 个标准。星级越高，表示酒店的档次越高。从供给方面来看，由于行业内竞争不断加剧，部分酒店因经营不善等各方面原因陆续停业或关闭。根据国家文化和旅游部 2018 年 11 月发布的《2018 年第二季度全国星级酒店统计公报》，2018 年第二季度，国家旅游局星级酒店统计管理系统中有 10739 家，完成填报的为 10198 家，填报率为 94.96%。同期，通过省级旅游主管部门审核的星级酒店共 9332 家，其中一星级酒店 60 家、二星级 1583 家、三星级 4497 家、四星级 2367 家、五星级 825 家。整体来看三星级酒店数量在星级酒店总数中占比最高，约为 50%；一星级酒店占比最小，仅有不到 1%。

受前几年酒店行业蛮荒式扩张影响，酒店住宿行业供给严重过剩，加之酒店卫生质量等问题频发，使得酒店住宿行业整体盈利水平偏低。近年来，星级酒店管理趋严，市场扩容趋缓，供求关系得到改善，加之市场竞争加剧带来的低质产能淘汰，我国星级酒店新增数量和总量均不断减少。其中，得益于消费者对住宿要求的不断提升，五星级酒店数量持续增加，其他 4 个等级的星级酒店数量和占比均出现不同程度的下降。

从酒店经营指标来看，客房出租率有明显的季节周期性，通常第一季度受春节节假日等因素影响，客房出租率较低。2018 年第一季度，五星级、四星级和三星级酒店季度客房出租率分别为 56.50%、50.79% 和 47.67 %；2018 年第二季度，五星级、四星级和三星级酒店季度客房出租率分别为 63.32%、58.94% 和 54.16%，较上季度均有所提升；而第三季度受暑期长假等因素的带动作用，出租率相对较高。2017 年第三季度，五星级、四星级和三星级酒店季度客房出租率分别为 64.79%、63.03% 和 57.37%。

从平均房价来看，2015-2017 年，我国星级酒店平均房价分别为 336.65 元/间/天、334.54 元/间/天和 343.43 元/间/天，整体波动不大，但各档次星级酒店之间房价具有较大的差异。同期，我国五星级酒店各年平均房价均在 610 元/间/天以上，四星级酒店各年平均房价在 328-340 元/间/天之间，三星级酒店各年平均房价在 209-220 元/间/天之间，各档次星级酒店之间房价具有较大的差异。具体来看，三星级、四星级酒店因同档次酒店数量众多，竞争较为激烈；五星级酒店随着人民群众生活水平的日益提升以及对旅游住宿需求的提高，竞争力不断提高，酒店入住率不断提升。2018 年第一季度，受传统旅游淡季影响，各星级酒店房价均低于上年平均水平，当期五星级、四星级和三星级酒店房价分别为 626.50 元/间/天、328.74 元/间/天和 208.20 元/间/天；2018 年第二季度，五星级、四星级和三星级酒店房价分别为 622.10 元/间/天、336.28 元/间/天和 214.94 元/间/天，其中五星级酒店平均房价仍保持在高位，四星级和三星级酒店房价均较上季度略有上涨。

2016 年以来，酒店业兼并火热，上海锦江国际酒店发展股份有限公司并

购铂涛集团和维也纳酒店有限公司、增持雅高酒店集团，北京首都旅游集团有限责任公司（简称“首旅集团”）收购宁波南苑饭店又与如家酒店集团重组，华住酒店集团收购桔子酒店集团。根据中国饭店协会和盈蝶资讯 2018 年 7 月联合发布的《2018 中国酒店连锁发展与投资报告》中的“2018 中国酒店集团规模 50 强排行榜”，锦江国际酒店集团以 6794 家门店数量和 680000 间客房数位居榜首；首旅如家酒店集团客房数为 384743 间，位列第 2；华住酒店集团以 379675 间客房数，位列第 3。此外，在“2018 中国连锁酒店品牌规模 30 强排行榜”中，如家酒店、汉庭酒店、7 天酒店、格林豪泰、锦江之星、维也纳酒店、都市 118、尚客优、城市便捷、全季酒店位列前 10。《报告》认为，经济型酒店经历过高速发展期，存量较大，一二线城市品牌连锁化率较高，但平均客房收益增速放缓，投资回报率偏低。需在一二线城市重新定位并专注细分市场，适当进行产品优化升级，或利用酒店共享资源，增加延伸服务链，提供增值服务收入等多途径进行有益探索。综上，酒店业品牌化、规模化和集团化趋势显现，这对于优化资源配置、提高行业效率、打造品牌知名度、实现全球化十分有利。单体酒店受制于营销渠道与品牌影响力，竞争力日趋下降。从中长期看，旅游产业政策推动和旅游需求拉动将成为驱动中国旅游业长期高速增长的基本动力，随着普通民众可支配收入水平的提高、住宿需求的提升，高星级酒店行业仍面临良好的发展机遇。

**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，国家也给予了许多实质性的政策支持和积极的政策引导。**

2016 年 12 月，国务院印发《“十三五”旅游业发展规划》（简称“《规划》”）。《规划》提出，“十三五”期间我国旅游业发展要实现四大目标。一是旅游经济稳步增长。城乡居民出游人数年均增长 10% 左右，旅游总收入年均增长 11% 以上，旅游直接投资年均增长 14% 以上。到 2020 年，旅游市场总规模达到 67 亿人次，旅游投资总额 2 万亿元，旅游业总收入达到 7 万亿元。二是综合效益显著提升。旅游业对国民经济的综合贡献度达到 12% 以上。三是人民群众更加满意。旅游交通更为便捷，旅游公共服务更加健全，带薪休假制度加快落实，市场秩序显著好转，文明旅游蔚然成风，旅游环境更加优美，“厕所革命”取得显著成效。四是国际影响力大幅提升。入境旅游持续增长，出境旅游健康发展，与旅游业发达国家的差距明显缩小。

2017 年 8 月，国家旅游局发布《2017 年全域旅游发展报告》，报告中指出，2016 年我国民众人均出游率达 3 次，旅游已成为我国民众生活的必需品。全域旅游因此应运而生，将成为一项中长期国家战略和国策，将得到进一步强化和巩固，国家各部委将加大对全域旅游的政策和资金支持力度。

2018 年 3 月，第十三届全国人民代表大会第一次会议上的《政府工作报告》提出要“创建全国旅游示范区，降低重点国有景区门票价格”。同年 6 月末，国家发改委发布《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》，规定对利用公共资源建设的国有景区，以补偿合理运营成本

本、保持收支总体平衡为改革方向，完善门票价格形成机制，降低重点国有景区门票价格，地方政府对降低重点国有景区门票价格承担主体责任。

2018年6月14日，国家发改委、财政部等五部门联合发布《“三区三州”等深度贫困地区旅游基础设施改造升级行动计划（2018-2020年）》，从加快“三区三州”主通道建设、完善区域干线公路网络和引导社会资本投入等方面加大对旅游业的支持力度，促进民族交往交流交融和脱贫致富；同年10月，国家发改委、财政部等十三部门联合发布《促进乡村旅游发展提质升级行动方案（2018年-2020年）》，提出从补齐乡村旅游道路和停车设施建设短板、推进垃圾和污水治理等农村人居环境整治和建立健全住宿餐饮等乡村旅游产品和服务标准等方面入手，鼓励引导社会资本参与乡村旅游发展建设。

总体来看，中央和地方政府近年来一直持续推动旅游发展，各项旅游刺激方案存在积极意义，旅游行业在产业政策的支持下整体呈现稳中向好的趋势。

### （3）区域经济环境

近年来，渭南市经济结构持续转型，但经济增长增速保持在一位数，整体经济发展水平一般。华山景区系渭南市唯一一家5A级景区，在渭南市大力发展旅游业的推动下，面临着较好的发展机遇。

陕西省文化历史悠久，是我国旅游资源最富集的省份之一，其中包括世界文化遗产1处：西安的秦始皇陵及兵马俑坑；国家级风景名胜5处：西岳华山、大雁塔芙蓉园、黄帝陵、华清池、法门寺，此外主要游览点还有：乾陵、昭陵、大小雁塔、西安碑林、革命圣地延安等。截至2018年9月末，全省各类等级（A级）旅游景区达到418家，其中5A级景区8家。

华山位于陕西省西安市东北方向的渭南市华阴市，距离西安市120公里。2015-2017年，渭南市地区生产总值分别为1469.08亿元、1488.62亿元和1656.62亿元，呈逐年增长趋势。其中，2017年，第一产业增加值为230.50亿元，同比增长8.3%；第二产业增加值为778.41亿元，同比增长9.5%；第三产业增加值为647.71亿元，同比增长8.2%。2018年前三季度，渭南市实现地区生产总值1172.62亿元，较上年同期增长7.2%，其中第三产业增加值为536.24亿元，较上年同期增长8.5%，增速保持平稳。

图表4. 2015-2017年渭南市主要经济指标及增速（单位：%）

指标	2015年		2016年		2017年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	1469.08	8.7	1488.62	7.5	1656.62	8.3
三次产业结构	14.56:50.18:35.26		15.10:46.36:38.53		13.91:46.99:39.10	
规模以上工业增加值（亿元）	610.50	8.8	550.43	6.4	600.04	9.7
全社会固定资产投资额（亿元）	2085.21	18.1	2289.51	10.6	2731.22	19.3
社会消费零售总额（亿元）	503.25	13.9	574.01	14.1	465.65	14.0
城镇居民人均可支配收入（万元）	2.55	8.5	2.75	7.9	2.98	8.5



指标	2015年		2016年		2017年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
农村居民人均可支配收入（万元）	0.87	9.7	0.94	8.2	1.03	9.0

资料来源：渭南市国民经济和社会发展统计公报

从渭南市旅游业情况来看,2015-2017年渭南市分别接待游客4219万人次、4800万人次和5330万人次,实现旅游综合收入323.8亿元、366.3亿元和426亿元,其中2017年游客接待量和旅游综合收入分别同比增长11.0%和16.3%,均保持两位数的增速,旅游业发展情况较好。截至2018年9月末,渭南市A级及以上景区47家,其中华山景区作为陕西省内8家5A级景区之一,也是渭南市唯一一家5A级景区,与当地其他景区相比竞争优势较为明显。从周边交通情况来看,公路方面,西潼高速公路、310国道、老西潼公路均途径华山景区;铁路方面,陇海铁路在华山设有三等车站(华山车站)、四等车站(华山西站)各一处,郑西高铁在华山设有华山北站,东至长三角,西至西安(西安至华山北站只需32分钟),出站口有免费大巴直达华山景区;机场方面,西安咸阳国际机场至华山景区车程约一个多小时。便利的交通不仅扩大了华山景区的辐射范围,也带动周边旅游业得到进一步的发展。

## 2. 业务运营

近年来,在华山景区游客量持续增长的带动下,该公司以餐饮住宿、景区服务和客运为核心的旅游服务业务发展较好,收入规模不断扩大。公司因承担话华山景区内基础劳务工作,可按照一定比例从华山景区管委会处获得门票收入分成。但由于在建项目持续建设,加之多个新项目启动,公司投融资压力不断加大。

华山位于陕西省西安市东北方向的渭南市华阴市,距离西安市120公里,是渭南市唯一的5A级景区。华山景区门票价格由陕西省物价局制定,根据《关于降低华山风景名胜区门票价格的通知》(陕价服发[2018]46号)文件要求,自2018年5月10日起,华山风景名胜区旺季门票价格由180元/人次下调至160元/人次,淡季门票价格仍为100元/人次,同时对各签约旅行社继续实行九折优惠。与国内同类型景区相比,华山景区门票价格适中。2015-2017年,华山景区游客接待量分别为244.00万人次、262.00万人次和263.00万人次,呈稳步增长态势,但离核定承载量(华山景区主峰区核定承载量为6.78万人次/日)尚有一定差距。同期游客量增速分别为11.40%、7.38%和0.38%,由于华山景区开发程度较低,景区及周边吃、住、行、游、购、娱一体化程度较弱,游客量增速不断下滑,且受2017年暑期恶劣天气影响,当年增速骤减。2018年前三季度,受旅游需求增长以及天气环境的助力,华山景区当期接待游客272.02万人次,较上年同期增长28.31%。

**图表 5. 华山与同类型景区价格比较**

景区名称	景区级别	门票价格
华山	AAAAA	旺季 160 元/人, 淡季 100 元/人
黄山	AAAAA	旺季 190 元/人, 淡季 150 元/人
泰山	AAAAA	旺季 125 元/人, 淡季 100 元/人
衡山	AAAAA	旺季 110 元/人, 淡季 80 元/人
峨眉山	AAAAA	旺季 160 元/人, 淡季 110 元/人
五台山	AAAAA	旺季 135 元/人, 淡季 118 元/人
九华山	AAAAA	旺季 160 元/人, 淡季 140 元/人

注：根据公开资料整理

该公司无华山景区门票收费权，目前主要依托华山景区资源从事餐饮住宿、景区服务和客运等旅游服务业务，并拓展了旅行社、广告宣传、演出服务等旅游产业，以及商品销售、水产品销售、劳务服务、物业服务等业务。近年来，在华山景区游客量持续增长的带动下，公司营业收入稳步增长，2015-2017 年分别为 2.45 亿元、3.23 亿和 4.89 亿元，其中旅游服务业务是公司最主要的收入来源，同期分别占营业收入的 90.27%、84.78%和 89.50%。同期，公司综合毛利率分别为 10.42%、9.40%和 31.89%，其中 2016 年受酒店行业竞争加剧、新酒店开业运营成本较高的影响，餐饮住宿业务板块收入成本倒挂，导致公司综合毛利率下滑。2017 年因会计调整，将原计入营业外收入的 0.86 亿元补贴计入景区服务业务收入，使得当年该业务扭亏为盈，进一步拉动综合毛利率的显著提升。2018 年前三季度，受益于游客量的增长，公司当期实现营业收入 4.86 亿元，较上年同期增长 75.99%，毛利率较上年同期提高 18.42 个百分点至 33.75%。

**图表 6. 2015-2017 年及 2018 年前三季度公司营业收入及毛利率（单位：亿元，%）**

业务类型	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年前三季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	2.45	100.00	3.23	100.00	4.89	100.00	4.86	100.00
景区服务	1.05	42.82	1.48	45.77	2.75	56.17	2.87	59.10
旅游客运	0.89	36.47	0.92	28.49	1.06	21.79	0.94	19.27
餐饮住宿	0.27	10.98	0.34	10.53	0.57	11.64	0.43	8.80
其他 <sup>5</sup>	0.24	9.73	0.49	15.22	0.51	10.40	0.62	12.83
毛利率	10.42		9.40		31.89		33.75	
景区服务	-30.54		-24.83		30.16		35.73	
旅游客运	50.71		52.90		56.20		52.27	
餐饮住宿	8.88		-4.77		8.50		8.07	
其他	41.39		40.69		16.54		14.42	

资料来源：华旅集团

<sup>5</sup> 包括旅行社、广告宣传、演出服务等旅游产业，以及商品销售、水产品销售、劳务服务、物业服务等业务。



## (1) 景区服务业务

该公司景区服务业务收入主要来源于景区基础劳务服务费和线上销售渠道两个方面。公司无华山景区门票收费权，但因景区经营管理和服务的需要，华山景区管委会与公司签订《综合服务协议》（简称“协议”），委托公司为景区提供安保、环卫、绿化以及售检票等 10 项专业服务。根据协议约定，自 2014 年起，华山景区管委会将以 2013 年劳务服务费用为基数，按 8% 的年增长率向公司支付劳务服务费（协议未约定明确期限），2015-2017 年，公司分别获得劳务服务费 0.58 亿元、0.63 亿元和 0.68 亿元，公司该部分收入按协议约定稳步增长。

同时，协议约定将华山景区门票收入按 45% 的比例以补贴形式支付给该公司，并根据《综合服务协议补充协议》，自 2017 年起，将华山景区门票收入分成比例由 45% 提高至 53%。2015-2017 年，公司分别收到门票分成 1.52 亿元、1.95 亿元和 1.83 亿元。其中，2017 年公司将门票分成中的 0.86 亿元调整计入景区服务业务收入（原计入营业外收入），剩余 0.97 亿元按照新会计准则重分类至其他收益。2018 年前三季度，公司获得的劳务服务费和门票分成分别为 0.55 亿元和 1.53 亿元，其中 1.15 亿元门票分成调整计入景区服务业务，0.38 亿元门票分成以补贴形式返还。

此外，该公司紧跟“智慧旅游”的行业发展趋势，自 2015 年起通过子公司陕西华山智慧旅游商务科技有限公司（简称“智旅科技”）开发 PC 和移动端在线旅游平台，向游客提供华山语音导游、电子地图、门票及酒店预订、导游预约、周边游线路攻略等全方位旅游服务，顺利将互联网移动技术应用于旅游业务，从而实现华山景区经营性项目的在线销售。2015-2017 年，公司智慧旅游分别实现收入 0.47 亿元、0.85 亿元和 1.20 亿元，随着游客量的增长及在线旅游的逐步渗透，公司智慧旅游收入也呈现稳步增长的态势。受上述因素持续影响，2018 年前三季度，公司智慧旅游业务收入较上年同期增长 77.91% 至 1.17 亿元。

**图表 7. 2015-2017 年及 2018 年前三季度公司景区服务业务收入来源（单位：亿元）**

收入来源	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
劳务服务	0.58	0.63	0.68	0.55
智慧旅游	0.47	0.85	1.20	1.17
景区门票分成	—	—	0.86	1.15
<b>景区服务业务收入合计</b>	<b>1.05</b>	<b>1.48</b>	<b>2.75</b>	<b>2.87</b>
门票分成补贴	1.52	1.95	0.97	0.38

资料来源：华旅集团（部分加总数与合计数不一致系四舍五入所致）

注：门票分成补贴 2015-2016 年全额计入营业外收入，2017 年起部分计入景区服务业务收入，部分计入其他收益。

总体来看，2015-2017 年该公司景区服务业务分别实现收入 1.05 亿元、1.48 亿元和 2.75 亿元，同期在营业收入中的占比分别为 42.82%、45.77% 和 56.17%，受益于协议约定对劳务服务收入增速的保障，加之华山景区游客量的不断增

长、在线旅游在游客中的逐步渗透对智慧旅游板块带来的利好，公司景区服务业务收入呈逐年稳步增长态势，且比重不断提升，是公司最主要的收入来源。此外，公司当年将原计入营业外收入的部分补贴计入该业务板块，使得 2017 年景区服务业务收入同比增长 85.99%，增幅较为明显。2015-2017 年，该板块业务毛利率分别为-30.54%、-24.83%和 30.16%，由于景区基础劳务服务运营成本较高，且 2015 年线上销售渠道尚处于开发阶段，故 2015-2016 年景区服务业务收入成本倒挂。2017 年因前述因素影响，该业务收入涨幅远超过成本涨幅，使得当年毛利率显著提升至 30.16%。2018 年前三季度，受游客量增长的带动以及会计调整的影响，公司景区服务业务收入较上年同期增长 112.08%至 2.87 亿元，业务毛利率也较上年同期提高 29.74 个百分点至 35.73%。

## (2) 客运业务

该公司拥有华山景区内及其周边的客运业务专线运营权，目前经营的专线线路共 5 条，其中景区内专线 3 条，分别由控股子公司华阴市华山旅游汽车客运有限公司（简称“华阴客运”）、全资子公司陕西华山风景名胜区客运管理有限公司（简称“客运管理公司”）和陕西华山旅游客运有限公司（简称“华山客运”）运营。为拓宽客运业务的路线覆盖范围，2016 年 8 月，客运管理公司投资设立渭南沿黄公路旅游客运有限公司（简称“沿黄客运”）和陕西华山风景名胜区客运管理有限公司黄渭水上旅游运输分公司（简称“黄渭水运”），分别负责华山景区至处女泉的陆路运营和三河口至黄河湿地的水路运营，上述 2 条线路先后于 2017 年 3 月和 7 月正式投运。

图表 8. 公司客运业务运营线路情况

运营主体	单程票价（元/人次）	投运时间	具体线路
华阴客运	20	1996 年	东线：景区游客中心—北峰索道下站
客运管理公司	40	2013 年	西线：景区游客中心—西峰索道下站 <sup>6</sup>
华山客运	—	2013 年	景区游客中心—玉泉院
沿黄客运	30	2017 年 3 月	华山景区—处女泉
黄渭水运	70	2017 年 7 月	三河口—黄河湿地

资料来源：华旅集团

受益于游客量的增长，2015-2017 年该公司分别实现客运业务收入 0.89 亿元、0.92 亿元和 1.06 亿元，客运业务毛利率分别为 50.71%、52.90%和 56.20%，均呈逐年稳步增长态势。由于公司客运业务毛利率水平较高，且在营业收入中的比重相对较大，故 2015-2016 年客运业务系公司最主要的盈利来源。2017 年受门票分成会计调整的影响，该业务收入和毛利占比有所下滑，但仍对公司业务盈利能力起到一定作用。2018 年前三季度，受益于游客量的增长，公司客运业务收入为 0.94 亿元，较上年同期增长 40.70%，同期该业务毛利率也较上年同期提高 19.24 个百分点至 52.27%。

<sup>6</sup> 西峰索道自 2013 年 4 月起正式运营，陕西旅游集团公司（系陕西省文化旅游产业投资和资本运营平台，由陕西省财政厅全资持股）系其投资和运营主体。由于索道的建成和运营对客运线路的正常营运起到一定的维系作用，陕西旅游集团公司可从西线单程票价中按 13 元/人次提成。

### (3) 餐饮住宿业务

该公司拥有金天山庄、云台山庄、五云峰饭店、景苑酒店和云水堂会馆 5 家自营酒店和华山国际大酒店 1 家控股酒店<sup>7</sup>，其中自营酒店由陕西华山旅游酒店管理有限公司（简称“酒店管理公司”）负责运营，华山国际大酒店由公司委托韩国 HTC 酒店管理集团运营。2015-2017 年，公司分别实现酒店餐饮业务收入 0.27 亿元、0.34 亿元和 0.57 亿元，在营业收入中的占比保持在 11.00% 左右。受益于华山景区游客量的增长，加之华山国际大酒店 2016 年 9 月开业带来的收入，近年来公司餐饮住宿业务收入不断增长。同期，该业务毛利率分别为 8.88%、-4.77% 和 8.50%，其中，2016 年由于华山国际大酒店新开业，运营成本较高，导致餐饮住宿业务毛利率较上年下降 13.65 个百分点。2017 年随着华山国际大酒店的稳步运营，该业务毛利率基本恢复至前期正常水平。2018 年前三季度公司实现餐饮住宿业务收入 0.43 亿元，较上年同期增长 12.69%，业务毛利率也较上年同期提高 1.35 个百分点至 8.07%，但受较重的酒店折旧和人工成本的影响，公司该业务毛利率水平较低。

图表 9. 公司主营宾馆概况

酒店名称	开业时间	星级	所处位置	客房数	房型及挂牌价
金天山庄	2009 年 7 月	三星以下	山上西峰	211 个床位	十人间 100-150 元/床/日 四人间 1040-1280 元/日 二人间 720-1040 元/日
云台山庄	2009 年 6 月	三星以下	山上北峰	58 个床位	
五云峰饭店	2009 年 6 月	三星以下	山上五云峰	89 个床位	
景苑酒店	2009 年 7 月	三星	山下集灵路中段	58 间客房	标间 480 元/日 单间 518 元/日 套间 1080 元/日
云水堂会馆	2013 年 3 月	三星以下	山下玉泉路南段	10 间客房	标间和单间均为 120 元/日
华山国际大酒店	2016 年 9 月	四星	山下华岳/东岳路交叉口	229 间客房	标间 1088 元/日 单间 1088 元/日 普通套间 1080 元/日 豪华套间 2888 元/日

资料来源：华旅集团

从酒店经营情况来看，2016-2017 年<sup>8</sup>，该公司自营酒店平均入住率分别为 46.00% 和 49.00%，华山国际大酒店入住率分别为 62.00% 和 64.00%。自营酒店中金天山庄、云台山庄和五云峰饭店均位于华山上，且目前华山上仅有上述 3 家宾馆可供游客住宿，故具有一定的垄断性。但山上酒店建造标准较低，房间多为通铺，整体住宿条件较差，因此入住率偏低；景苑酒店和云水堂会馆虽位于山下，建造标准相对较高，但受华山景区周边 7 天阳光华阴华山景区店、华山富润酒店、华山宜家宾馆和渭南华山东府山庄等多家经济型酒店的竞争影响，上述 2 家酒店入住率同样偏低；华山国际大酒店系华阴市高档酒店，公司聘请韩国 HTC 酒店管理集团对其进行规范化管理，并支付相关委托管理费用（约 120 万元/年）及薪酬。由于该酒店周边同等级酒店较少，故该酒店入住

<sup>7</sup> 华山国际大酒店原为华阴市广电大厦，隶属华阴市轩宇酒店管理服务有限公司（简称“轩宇酒店公司”），陕西新瑞置业有限公司（简称“新瑞置业”）系轩宇酒店公司全资股东。2015 年 11 月，华旅集团以 0.47 亿元的价格并购新瑞置业 60.00% 的股权，从而实现华山国际大酒店的间接控股，并购款已于 2016 年 6 月付清。

<sup>8</sup> 未获取 2015 年度数据。

率远高于酒店管理公司经营的自营酒店。总体来看，受益于游客量的增长，2017年公司自营酒店和华山国际大酒店入住率均有所提升。2018年前三季度，公司自营酒店和华山国际大酒店入住率分别为40.00%和75.00%，其中自营酒店受行业竞争加剧的影响，入住率较上年同期略有下滑；而随着住客对居住环境的需求提升，档次较高的华山国际大酒店入住率则较上年同期提高6个百分点。

**图表 10. 2016-2017 年及 2018 年前三季度公司酒店入住率情况（单位：%）**

酒店名称	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
金天山庄	46.00	49.00	40.00
云台山庄			
五云峰饭店			
景苑酒店			
云水堂会馆			
华山国际大酒店	62.00	64.00	75.00

资料来源：华旅集团

注：公司自营酒店由酒店管理公司统一运营，未获取各酒店入住率。

目前，华山景区周边高星级酒店匮乏，无法满足游客需求，因此该公司计划投资建设喜来登温泉度假酒店<sup>9</sup>和华山悦苑酒店温泉<sup>10</sup>以弥补市场空缺。2家拟建的酒店项目计划总投资14.01亿元，为缓解资金压力，公司将以合资形式参与项目建设，实际出资额为7.75亿元。截至2018年9月末，公司累计已出资1.82亿元，预计2019年仍将投入4.00亿元用于续建。

#### （4）其他业务

该公司其他业务包括旅行社、广告宣传、演出服务和拓展游戏等旅游产业运营及商品销售、水产品销售、劳务服务、物业服务等业务，涉及范围较广，但仍主要依托于华山景区开展。其中，旅行社业务由子公司中旅华山旅游有限责任公司（简称“华山旅社”）运营，服务内容包括国内旅游、团队地接、商务考察、会议、自驾旅游与景区导游讲解服务、旅游纪念品销售等，销售网络包括旅行社同业渠道和本地境内的直客销售。2016年，华山旅社新增7条国内旅游线路，2017年新增云南昆大丽双飞六日游和5条以华山为核心向周边拓展的旅游线路，使得旅行社业务涉及的旅游目的地范围不断扩大；公司广告宣传、演出服务和拓展游戏分别由全资子公司渭南华山国际文化传播有限公司（简称“文化传播公司”）、控股子公司陕西中互华旅文化发展有限公司和全资子公司渭南市华山景区华升实业有限责任公司等公司运营，服务包括景区内展现当地风土民情的表演、游客体验娱乐、青少年素质拓展、企事业单位拓展培训等；子公司陕西华山旅游产品开发有限公司和华阴市华山自

<sup>9</sup> 喜来登温泉度假酒店建设主体系陕西华山华瑞实业有限公司，华旅集团和陕西巴石旅游投资有限公司分别持有其49.00%和51.00%的股权。

<sup>10</sup> 华山悦苑酒店温泉建设主体系陕西铭隆实业有限公司（简称“铭隆实业”），华旅集团和柴娟女士（自然人）分别持有其60.00%和40.00%的股权。

来水厂主要负责公司旅游商品销售和水产品销售；全资子公司渭南市华山景区华盛市政工程有限公司和陕西西岳华山物业服务有限公司则分别负责景区相关劳务和物业管理。2015-2017年及2018年前三季度，公司其他业务收入分别为0.24亿元、0.49亿元、0.51亿元和0.62亿元，呈逐年增长趋势，但总体来看各子版块业务横向贡献较为有限。

### (5) 在建项目

近年来，该公司投资建设的项目较多，主要包括游客中心商城、房车自驾露营地、华山国际大酒店、华山医养中心、古柏行景观恢复（南段）、蒲城历史文化街区、喜来登温泉度假酒店、华山文化艺术中心、华山仙峪户外运动（攀岩）基地、华山悦苑酒店温泉、华山冰雪仙境乐园、华旅佳苑、华山机场、华山峪滑道工程和华山照明安全基础设施工程等项目。其中，华山医养中心、华山文化艺术中心和古柏行景观恢复（南段）项目被列入陕西省三十个重大文化产业项目库中。根据《陕西省重大文化项目建设管理办法（陕政办发[2014]18号）》，省政府将整合现有各类财政投入文化资金，通过资本金注入、贷款贴息、奖励等方式，优先用于重大文化项目建设。此外，政府还将设立“重大文化建设项目规划编制补助专项资金”，由项目单位申请相关补助，经国家发改委审批后下发。得益于此，公司投建项目可在一定程度上受到政府的政策扶持和资金支持。2016年6月，公司“蒲城历史文化街区项目”获批0.55亿元该类补助；2016年9月和2017年9月，公司“华山景区照明安全基础设施建设项目”分别获批0.08亿元和0.10亿元该类补助。

2016年，该公司前期投建的游客中心商城<sup>11</sup>、房车自驾露营地<sup>12</sup>、华山国际大酒店和奥特莱斯等项目陆续完工并正式投运，上述项目累计投资1.84亿元，公司预计通过经营5-10年可收回成本。

该公司在建项目较多，截至2018年9月末，主要在建项目计划总投资76.69亿元，公司预计投入59.51亿元（部分系参股投资项目）。截至2018年9月末，公司已累计投入14.22亿元，并计划在2019年投入15.75s亿元进行续建。

**图表 11. 截至 2018 年 9 月末公司主要在建项目概况（单位：亿元）**

项目名称	计划投资	开工时间	(计划)完工时间	建设进度(%)	已投资	2019年计划投资	收益预测(亿元/年)
华山医养中心	9.96	2015.11	2019	30.00	3.15	2.00	1.39
古柏行景观恢复工程（南段）	7.06	2016.03	2019	40.00	2.30	2.00	0.70
蒲城历史文化街区改造*	8.53	2016.05	2020	20.00	3.78	3.00	0.71
喜来登温泉度假酒店*	2.95	2016.09	2019	40.00	1.00	2.00	0.37
华山文化艺术中心	2.09	2017	2019	40.00	0.68	0.60	0.30

<sup>11</sup> 游客中心商城项目计划投资0.35亿元，因建设规模较小，该公司在建设过程中压缩成本，使得实际投资额缩减至0.24亿元。

<sup>12</sup> 房车自驾露营地项目计划投资0.20亿元，该公司在建设过程中压缩成本，使得实际投资额缩减至0.12亿元。该项目建设内容包括20个标准房车营位和33栋木结构别墅，是西北地区首家高标准五星级房车自驾露营地。



项目名称	计划投资	开工时间	(计划)完工时间	建设进度(%)	已投资	2019年计划投资	收益预测(亿元/年)
仙峪户外运动基地	5.00	2017	2018	10.00	0.16	1.00	0.63
华山悦苑酒店温泉	4.80	2017	2019	5.00	0.81	2.00	0.60
华山冰雪仙境乐园*	2.25	2017	2019	5.00	0.06	1.00	0.93
华旅佳苑	4.80	2018	2020	5.00	0.35	2.00	4.80
华山机场	10.00	2017	待定	—	1.50	—	基建项目
华山峪滑道工程	1.50	2017	2018	80.00	0.04	—	—
华山照明安全基础设施工程	0.27	2016	2018	60.00	0.20	—	基建项目
镇月宫改造	0.30	2016	2018	60.00	0.18	—	—
<b>合计</b>	<b>59.51</b>	—	—	—	<b>14.22</b>	<b>15.75</b>	<b>10.42</b>

资料来源：华旅集团

注 1：标\*项目均系该公司参股投资项目，表中项目计划投资额为公司需投资部分。公司按照对项目公司的持股比例设定项目预算，实际投资额将根据项目建设情况进行调整。

注 2：未获取奥特莱斯、喜来登温泉度假酒店和仙峪户外运动基地 3 个项目的收益预测，表格中数据系根据华旅集团提供的计划投资额和投资回收期估算。

#### a. 华山医养中心项目

华山医养中心项目系公司与省级医院合作建立的病后康复疗养基地，该项目位于华山集灵路南侧，占地面积 742 亩，建筑面积 8.83 万平方米，主要建设内容包括医疗中心服务区、运动养生园、温泉养生园、听竹雅韵园、问道养生园等 5 个部分，项目建成后由公司负责运营，公司将通过提供理疗、康复、养生的一站式服务获取经营收益。该项目于 2015 年 11 月动工，计划投资额为 9.96 亿元，预计将于 2019 年完工。根据前期项目可研预测，该项目投资回收期约为 9 年，资金回笼较慢。但该项目打破了传统旅游的模式，紧跟“旅游+”的发展趋势，将旅游和医疗服务相结合，从长远来看具有一定的发展空间。截至 2018 年 9 月末，华山医养中心项目累计投资 3.15 亿元，其中 2017 年和 2018 年前三季度分别投入资金 0.77 亿元和 0.63 亿元，公司拟在 2019 年对该项目持续投入 2.00 亿元。

#### b. 古柏行景观恢复（南段）项目

华山古柏行景观恢复（南段）及旅游综合开发项目北邻 G30 连霍高速公路，西邻华岳路、南邻 G310 国道，占地面积 300 亩，建筑面积约 6.26 万平方米，主要建设内容包括旅游文化步行街、景观走廊、啤酒街等，拟开发打造以古柏行景观恢复龚恒为核心的集商贸、文化、餐饮、旅游等多位一体的综合服务体。该项目计划总投资 7.06 亿元，2016 年 3 月开工，预计将于 2019 年完工。截至 2018 年 9 月末，该项目累计投资 2.30 亿元，其中 2017 年和 2018 年前三季度分别投入资金 0.10 亿元和 0.42 亿元，公司拟在 2019 年对该项目持续投入 2.00 亿元。



### c. 蒲城历史文化街区改造\*

蒲城历史文化街区改造项目位于蒲城县城关镇老城区，规划范围东至人民路，西到重泉路，北起延安街，南抵东风街沿街，占地 40 平方公里。该公司与蒲城县文物旅游局共同出资设立了陕西华山旅游集团蒲城有限公司（简称“蒲城公司”，公司持股比例为 55%）对项目进行建设，计划将蒲城遗存的历史文化街区作为蒲城的城市客厅，并整合蒲城其他旅游资源，积极推进蒲城的旅游发展。该项目计划总投资 15.50 亿元，公司按照持股比例拟投入 8.53 亿元，2016 年 5 月该项目正式开工，计划于 2020 年完工。截至 2018 年 9 月末，该项目累计投资 3.14 亿元，其中 2017 年和 2018 年前三季度分别投入资金 0.73 亿元和 0.63 亿元，公司拟在 2019 年对该项目持续投入 3.00 亿元。

### d. 华山机场

华山机场选址在渭南市华州区柳支镇，机场飞行区设计等级为 4C，跑道宽度 45 米、长度 2600 米，年起降架次可以达到 1700 架次。项目计划投资 10.00 亿元，截至 2018 年 9 月末累计投资 1.50 亿元，但项目目前仍处于准备阶段，未来投资计划尚不明确。

### e. 其他项目

除已有明确规划的在建项目外，该公司尚有多项十三五规划内项目未动工，主要系景区基础设施建设项目等。该类项目总投资近百亿元，公司将以参股形式参与投资，并视具体情况进行规划建设，公司出资额约为 30 亿元。

整体来看，该公司在建及拟建项目较多，项目主要位于华山景区周边，建成后或将推动华山景区旅游产业链的形成，进一步提高华山景区的游客数量。但短期来看，公司资金投入量较大（2019 年计划总投资 17.68 亿元），存在一定的投融资压力。加之旅游产业链的形成需要一定的培育期，项目投资回收期较长，中短期内增益作用尚不明确，公司现金流状况或将受到一定影响。

此外，该公司作为“大华山”旅游区开发运营主体，在开发华山景区的同时，将逐步整合大华山旅游区的旅游资源。为支持大华山旅游区建设，2011-2015 年，渭南市政府多次通过注资方式向公司注入土地使用权（用途未定）。截至 2017 年末，公司土地使用权账面价值合计 18.88 亿元。公司储备土地均为出让用地，可用作商业、旅游开发，地块大多位于华山景区内及周边，具备一定的区位优势，转让及开发价值相对较高。但新项目的开发可能导致公司资金链承压，另外由于目前华山景区内及周边经营性项目较少，吃住行游购娱一体化尚未形成，新项目开发后仍需一定的培育期，资金投入回收期较长，未来可实现的收益也存在不确定性。为降低自行开发储备土地的风险，公司未来将根据各地块的具体情况，采取自行开发、合作开发或补地价后转让等方式处置储备土地。

## 管理

该公司为国有独资公司，产权关系清晰，法人治理结构较为完善。同时，公司根据自身经营管理以及业务发展的需要设置了相关职能部门，各部门之间权责明确，基本能够满足公司日常经营管理的需要。

### 1. 产权关系与公司治理

#### (1) 产权关系

自 2014 年改制以来，渭南市国资委均系该公司唯一股东和实际控制人，产权关系清晰且控股股东地位稳定。截至 2018 年 9 月末，公司注册资本及实收资本均为 0.80 亿元。公司产权状况详见附录一。

#### (2) 公司治理

该公司不设股东会，由渭南市国资委行使股东会职权；公司设董事会，由 5 名成员组成，设董事长 1 人，由渭南市国资委从董事会成员中指定；公司设总经理 1 名、副总经理 3 名、财务总监 1 名，经渭南市国资委同意，董事会成员可兼任总经理、副总经理；公司监事会由 3 名监事组成，设主席 1 名，由渭南市国资委在监事会成员中指定。

#### (3) 主要关联方及关联交易

该公司主要关联方包括公司业务主管机构华山景区管委会，公司参股投资的陕西太华旅游索道公路有限公司（简称“太华旅游”，公司持股比例为 30.00%）、陕西华山旅游滑道有限责任公司（简称“滑道公司”，公司持股比例为 40.00%）、陕西华山华瑞实业有限公司（简称“华瑞实业”，公司持股比例为 49.00%）和控股子公司其他股东新瑞置业<sup>13</sup>、泉州市松沐雪户外用品有限公司<sup>14</sup>（简称“松沐雪公司”）、浙江深大智能科技有限公司<sup>15</sup>（简称“深大科技”）。

关联交易方面，该公司与太华旅游往来交易频繁，2017 年文化传播公司向太华旅游提供广告宣传服务产生广告宣传费 0.04 亿元；同年太华旅游向客运管理公司提供公路使用权产生 0.29 亿元公路使用费，智旅科技向其采购门票进行线上销售产生 0.25 亿元门票采购费。此外，公司向松沐雪公司采购滑雪产品产生 0.01 亿元商品采购费。

关联往来方面，2017 年末该公司应收华山景区管委会往来款 4.03 亿元，根据华山景区管委会出具的《关于偿还陕西华山旅游集团有限公司其他应收款项的专项说明》，上述款项将于 2024 年前分期偿还。此外，公司与新瑞置业、滑道公司和华瑞实业均发生资金往来，同期未涉及金额分别为 0.31 亿元、0.09

<sup>13</sup> 新瑞置业持有轩宇酒店公司 40.00% 股权。

<sup>14</sup> 松沐雪公司持有陕西华山户外运动产品开发有限公司 40.00% 股权。

<sup>15</sup> 深大科技持有智旅科技 20.00% 股权。

亿元和 0.05 亿元。由于公司与关联方资金往来较多，对其自身资金周转和现金流产生了一定的不利影响。截至 2017 年末，公司累计应收关联方 4.51 亿元，预付关联方 0.01 亿元，应付关联方 0.05 亿元。

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构及模式

该公司目前下设党政办公室、党群工作部、安全管理部、人力资源部、计划财务部、战略发展部、经营管理部、工程管理部和风险管理部等部门，并通过制度化明确各部门之间的分工及权责，各职能部门在业务开展中既相互独立又协作顺畅。公司组织架构详见附录二。

该公司并表范围内子公司较多，经营业务以旅游为核心并向相关产业发展，涉及范围较为全面。截至 2017 年末，公司合并财务报表范围内一级子公司合计 25 家，其中全资子公司 14 家、控股子公司 11 家。公司主要子公司概况见附录三。

### (2) 管理制度及水平

经过多年的建设，该公司已初步形成了包括日常经营和财务管理等在内多方面的管理体系，基本能够覆盖其日常运营，财务管理、预算、景区管理和对外担保等主要环节。

在财务管理方面，该公司制定了《财务会计管理制度》，规定了财务管理范围、财务管理体制、财务风险管理、资金筹集、资产运营、成本费用管理、收益分配、财务信息管理等管理要求。

在预算管理方面，该公司制定了《预算管理制度》，规定了财务预算内容构成、财务预算组织、财务预算编制、财务预算报告、财务预算调整、财务预算分析、财务预算考评与监督等管理要求。

在景区安全管理方面，华山景区管委会制定了《华山景区安全管理（暂行）规范》，规定了华山景区的安全管理总则、安全管理组织与职能、安全宣传教育与培训、游览场所安全管理、治安安全管理、交通安全管理、消防安全管理、食品与卫生安全管理、环境与生态安全管理、特种游乐活动与特种设备安全管理、日常生产安全管理、黄金周（节假日）与大型活动安全管理、突发事件应急救援与医疗救护、安全管理考核等内容。

对外担保方面，该公司制定了《担保管理暂行办法》，规定了担保管理范围、基本原则、对外担保的审批权限和条件、对外担保合同的订立、对外担保的日常监督与风险控制、对外担保债务到期处理等管理要求。

### (3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2018 年 10 月 16 日，已结清的

不良和关注类贷款共 2 笔，其中 1 笔于 2010 年 6 月到期的 490.00 万元借款逾期未还，根据贷款方华阴市农村信用合作联社 2012 年 10 月出具的证明，该笔借款系华山景区管委会实际用款，已于 2011 年 12 月结清；另外 1 笔于 2010 年 6 月到期的 440.00 万元借款欠息两笔，均系华阴市信用合作社系统原因所致。同期末，公司未结清欠息合计 21.75 万元，根据农业银行华阴支行 2018 年 5 月 28 日提供的说明文件，该笔借款欠息因银行系统原因导致未能全额贴息所致。

### 3. 发展战略

该公司作为“大华山”旅游区开发运营主体，在开发华山景区的同时，将逐步整合大华山旅游区的旅游资源。为支持大华山旅游区建设，2011-2015 年，渭南市政府多次通过注资方式向公司注入土地使用权。截至 2017 年末，公司无形资产中土地使用权账面价值合计 18.88 亿元，合计 1867.65 亩。公司储备土地均为出让用地，可用作商业、旅游开发，地块大多位于华山景区内及周边，具备一定的区位优势，转让及开发价值相对较高。但新项目的开发可能导致公司资金链承压，另外由于目前华山景区内及周边经营性项目较少，吃住行游购娱一体化尚未形成，新项目开发后仍需一定的培育期，资金投入回收期较长，未来可实现的收益也存在不确定性。为降低自行开发储备土地的风险，公司未来将根据各地块的具体情况，采取自行开发、合作开发或补地价后转让等方式处置储备土地。

## 财务

近年来，得益于华山景区游客接待数量的持续增长，该公司收入规模不断扩大。但受较重的期间费用影响，公司盈利对补助依赖程度高。随着多个项目的持续建设，公司外部融资规模逐年扩大，负债经营压力不断增加。2018 年以来，公司短期刚性债务增幅较大，集中偿付压力显著上升。由于旅游产业链的形成需要一定的培育期，公司在建项目投资回收周期较长，中短期内增益作用尚不明确，加之关联方占用公司资金较多，进一步加大了公司资金平衡压力。但得益于渭南市政府前期大规模的土地资产注入以及盈利积累，公司所有者权益规模相对较大，目前资产负债率尚在合理范围内。

### 1. 公司财务质量

希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015-2017 年度财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

2015 年，该公司投资设立陕西西岳华山园林科技有限公司、陕西西岳华山物业服务有限公司和蒲城公司，并于同年 9 月受让张永康、柴娟持有的陕西

铭隆实业有限公司（简称“铭隆实业”）60.00%股权和新瑞置业持有的轩宇酒店公司 60.00%股权，上述公司均于 2015 年纳入合并财务报表范围；2016 年 8 月，客运管理公司投资设立黄渭水运，并于陕西洽川旅游开发有限公司、韩城旅游运输有限公司共同投资设立沿黄客运（客运管理公司持股比例为 61.00%），黄渭水运和沿黄客运分别于 2017 年 7 月和 3 月正式投运并纳入公司合并财务报表范围；2017 年，公司投资设立陕西中互华旅文化发展有限公司、陕西华山旅游集团潼关有限公司、陕西华山户外运动基地开发有限公司、陕西华山医养发展有限公司和陕西华景文化创意有限公司，上述公司均于 2017 年并表。截至 2018 年 9 月末，公司合并财务报表范围内一级子公司合计 25 家。

## 2. 公司偿债能力

### (1) 债务分析

#### A. 债务结构

2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司所有者权益分别为 27.30 亿元、27.78 亿元、35.20 亿元和 35.28 亿元，主要由资本公积构成，其中 2017 年 8 月 31 日董事会会议通过将公司持有的阴国用（2016）第 16、20、22 号三宗地块的土地使用权<sup>16</sup>转入投资性房地产，该部分以公允价值计量的投资性房地产转换日增值 8.14 亿元，其中 6.11 亿元根据《企业会计准则第 38-首次执行企业会计准则》的规定计入“其他综合收益”（另外 2.04 亿元计入“递延所得税负债”），使得 2017 年末所有者权益较上年末增长 26.73%。

2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司负债总额分别为 12.99 亿元、20.22 亿元、30.94 亿元和 43.19 亿元，资产负债率分别为 32.24%、42.12%、46.78% 和 55.04%<sup>17</sup>，受在建项目持续建设的影响，公司外部融资规模不断扩大，负债经营压力逐年增加。尽管目前来看公司财务杠杆尚在可控范围内，但随着各项项目的逐步建设，公司后续资金支出压力或将进一步加大。

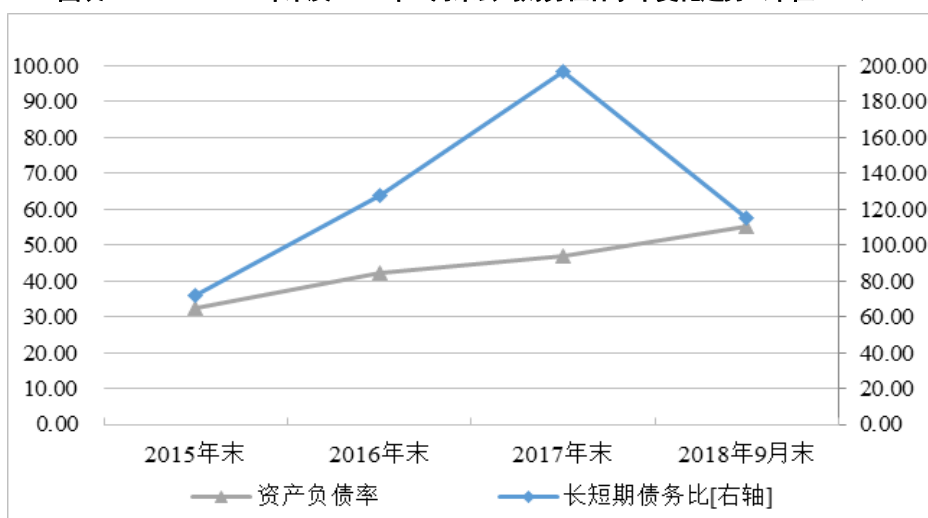
从债务期限结构来看，2015-2017 年末，该公司长短期债务比分别为 71.65%、127.30%和 196.97%。其中，2015 年末公司债务虽以流动负债为主，但自当年以来，公司发行多笔中期票据置换到期银行借款，债务长期化特征明显。2018 年 9 月末，公司为补充营运资金、偿还到期债务而借入较多短期借款，使得长短期债务比为 114.72%较上年末下降 82.25 个百分点至 114.72%。总体来看，公司债务期限结构波动较大。

<sup>16</sup> 上述土地使用权前期未入账，该公司按土地成本预付了部分土地款。

<sup>17</sup> 若将 5500 万元基金款记为负债（权益类负债），2015-2017 年末及 2018 年 9 月末该公司资产负债率分别为 32.24%、42.12%、47.61%和 55.74%。



图表 12. 2015-2017 年末及 2018 年 9 月末公司财务杠杆水平变化趋势（单位：%）



资料来源：华旅集团，新世纪评级整理、绘制

该公司负债主要集中于刚性债务，2015-2017 年末在负债总额中的占比分别为 72.04%、87.80%和 86.49%。此外，2017 年末公司应付账款、其他应付款和递延所得税负债在负债总额中的占比分别为 0.72%、3.21%和 7.15%，其中，应付账款主要系应付的工程未结款，账期 1 年内的款项金额占比为 54.96%。由于 2017 年公司支付了部分工程款，使得年末应付账款较上年末减少 29.70%至 0.22 亿元；其他应付款主要包括工程质量保证金、往来款、工程待结算款项等，1 年以内的款项金额占比为 31.62%，由于公司 2017 年将部分质保金和待结算款项进行支付，并偿还较多往来借款，使得当年末其他应付款较上年末减少 43.06%至 0.99 亿元；同年末，公司阴国用（2016）第 16、20、22 号三宗地块转入投资性房地产后评估增值 8.14 亿元，其中 2.04 亿元计入“递延所得税负债”，导致当年末该科目金额较上年末增加较多。2018 年 9 月末，公司应付账款和其他应付款分别较上年末增长 73.77%和 59.75%，主要系在建项目集中建设和新项目开工，导致应付工程款项增加所致。此外，公司华旅佳苑（商品房）于 2018 年初开始预售，公司当年前三季度收到预售房款 1.16 亿元，导致期末预收款项较上年末增长较多。

## B. 刚性债务

2015-2017 年末，该公司刚性债务分别为 9.36 亿元、17.75 亿元和 26.77 亿元，均以中长期刚性债务为主，且长期化趋势愈发明显。公司自 2015 年来通过较低成本的债券融资替代银行借款，使得债券融资规模不断扩大，同期分别为 3.97 亿元、7.95 亿元和 9.59 亿元，占刚性债务的比重分别为 42.39%、44.76%和 35.83%。其中，2017 年 5 月，公司发行 2.12 亿元的农银穗盈—华山景区服务费资产支持专项计划，根据发行条款约定内容，截至 2017 年末已偿还本金 0.50 亿元，2018 年内还需偿还 0.55 亿元。此外公司于 2015 年 6 月发行的中期票据（即“15 陕华旅 MTN001”）于 2018 年 6 月到期，公司将 2018 年内到期的应付债券转入“一年内到期的非流动负债”，使得 2017 年末应付债券较上年末减少 36.47%。



2015-2017 年末，该公司银行借款分别为 4.78 亿元、8.31 亿元和 16.88 亿元，分别占刚性债务的 51.07%、46.83% 和 63.06%。其中 2017 年公司偿还了部分到期的短期借款、借入较多长期借款，使得同年末短期借款较上年末减少 31.18%，长期借款较上年末净增加 10.97 亿元。公司银行借款利率范围为 4.13-6.00%，其中短期借款包括 3.55 亿元信用借款和 0.15 亿元保证借款，长期借款包括 5.12 亿元信用借款，此外还包括 5.00 亿元担保借款、0.46 亿元抵押借款和 2.60 亿元质押借款，担保借款系公司本部为子公司铭隆实业提供的无条件回购的担保，以获取中银国际证券有限责任公司根据中国银行 1 号定向资产管理计划委托中国银行股份有限公司陕西省分行向铭隆实业提供的债权投资 1.50 亿元，以及渭南城市投资集团有限公司提供担保，公司通过在建项目抵押的 3.50 亿元借款。抵押借款和质押借款的标的分别为土地使用权和政府购买棚改服务的应收账款。此外，该公司长期应付款较上年末减少 0.95 亿元，主要系公司根据投资协议将应付国开发展基金有限公司（简称“国开基金”）的 0.40 亿元偿还，另外应付中国农发重点建设基金有限公司（简称“农发基金”）的 0.55 亿元款项实际为农发基金以股权增资的形式对子公司蒲城公司的项目投资款（投资周期为 2016-2036 年，年利率为 1.20%），蒲城公司于 2017 年完成工商变更后，公司将该笔应付款项计入“其他权益工具”科目所致。

2018 年 9 月末，为补充营运资金、偿还到期债务以及受项目持续建设所需，该公司借入较多银行借款，导致刚性债务较上年末增长 39.60% 至 37.36 亿元，其中短期刚性债务上升至 16.59 亿元，集中偿付压力显著增加。

**图表 13. 2015-2017 年末及 2018 年 9 月末公司刚性债务结构分析（单位：亿元）**

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
短期借款	2.75	5.38	3.70	11.47
一年内到期非流动负债	1.16	0.73	4.54	4.54
其中：一年内到期的长期借款	1.16	0.73	—	—
一年内到期的应付债券	—	—	4.54	4.54
应付利息	0.13	0.18	0.21	0.07
其他应付款（借款）	0.08	0.36	0.08	0.50
<b>短期刚性债务小计</b>	<b>4.12</b>	<b>6.65</b>	<b>8.54</b>	<b>16.59</b>
长期借款	0.87	2.21	13.18	15.88
应付债券	3.97	7.95	5.05	4.90
长期应付款	0.40	0.95	—	—
<b>中长期刚性债务小计</b>	<b>5.24</b>	<b>11.10</b>	<b>18.23</b>	<b>20.78</b>
<b>合计</b>	<b>9.36</b>	<b>17.75</b>	<b>26.77</b>	<b>37.36</b>

资料来源：华旅集团

2017 年 10 月，该公司将到期的债券“17 华景 A1”进行兑付，并先后于 2018 年 6 月和 10 月将“15 陕华旅 MTN001”和“PR 华景 A2”进行兑付。此外，同年 6 月，公司发行了 4.00 亿元的短期融资券“18 华山旅游 CP001”。截

至 2018 年 9 月末，公司存续债券待偿还本金余额为 9.07 亿元。

**图表 14. 截至 2018 年 12 月末公司已发行债券概况**

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	到期 时间	本息兑付情况
16 华山旅游 MTN001	4.00	3	3.70	2019.09.14	正常
18 华山旅游 CP001	4.00	1	7.50	2019.06.13	尚未开始付息
17 华景次	0.12	3.44	—	2020.10.30	尚未开始付息
17 华景 A3	0.55	2.44	5.45	2019.10.30	尚未开始付息
17 华景 A4	0.40	3.44	5.50	2020.10.30	尚未开始付息
合计	9.07	—	—	—	—

资料来源：华旅集团

### C. 或有负债

截至 2018 年 9 月末，该公司对外担保合计 2.15 亿元，担保比率为 6.09%，均系为渭南市城市投资集团有限公司<sup>18</sup>提供贷款担保，代偿风险相对较小。

#### (2) 现金流分析

2015-2017 年，该公司营业收入现金率分别为 101.06%、100.42% 和 94.70%，由于公司餐饮住宿、客运业务以现金结算为主，公司旅游相关业务收现情况尚可。但由于客运业务收入占比逐年减少，公司营业收入现金率也随之下滑。2018 年前三季度，受旅游需求增长以及天气环境的助力，当年暑期旅游旺季游客量相对较多，对旅游收入的增长起到了较好的推动作用，使得公司当期营业收入现金率较上年同期提高 13.69 个百分点至 106.06%。

2015-2017 年，随着经营业务的稳步发展，该公司销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金呈增长态势。但其中 2016 年因公司与华山景区管委会等单位资金往来较为频繁，加之当年因古柏行项目建设所需支出较多与拆迁补偿相关的工程款，导致当年经营性现金流呈大规模净流出 2.82 亿元；2017 年因上述往来款和工程款支出减少，公司经营性现金流虽实现净流入 0.21 亿元；2018 年前三季度，受旅游需求增长以及天气环境的助力，当年暑期旅游旺季游客量相对较多，使得公司当期经营性现金流净流入 1.05 亿元，较上年同期明显好转。

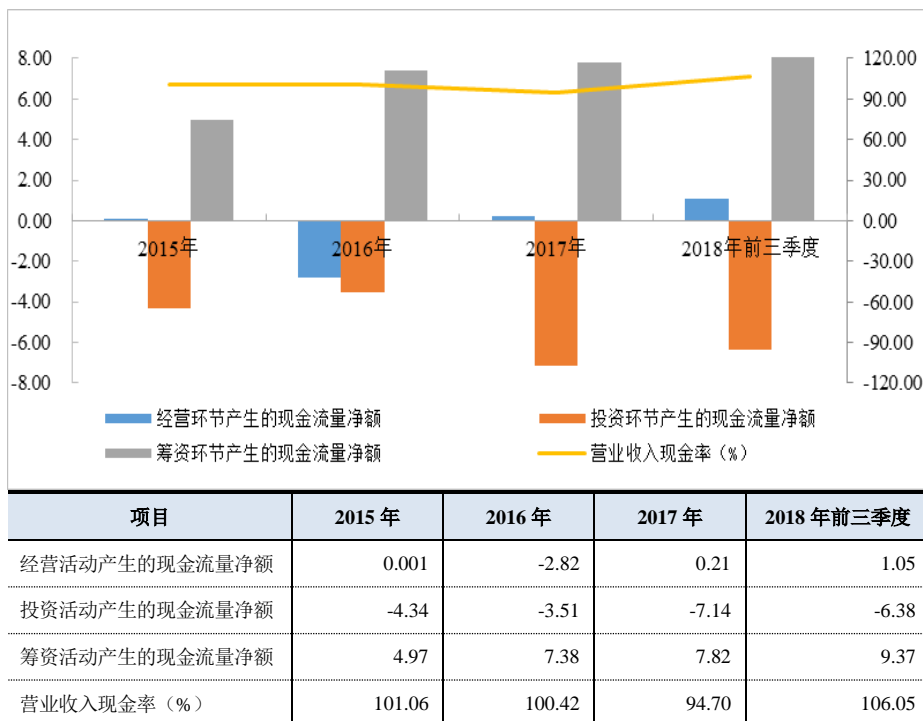
近年来，该公司多个项目集中建设，导致投资性现金流均呈大规模净流出，2015-2017 年分别净流出 4.23 亿元、3.51 亿元和 7.14 亿元。其中，2016 年因医养中心项目、文化艺术中心项目等投资规模较大，导致购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增长 138.74% 至 5.18 亿元。但同年公司收回理财产品收到现金 1.78 亿元、投资企业贡献投资收益收到现金 0.32 亿元，使得投资环节现金流入额大幅增至 2.11 亿元，从而使得当年投资性现金净流出

<sup>18</sup> 截至 2018 年 9 月末，渭南市城市投资集团有限公司注册资本为 16.05 亿元，控股股东和实际控制人均系渭南市人民政府国有资产监督管理委员会（持股比例为 93.46%），其主要承担渭南市城市基础设施建设任务。

额较上年有所缩减；2017 年华山机场新投入建设，加之华山医疗养生中心、蒲城历史文化街区改造等项目持续建设，公司当年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增长 34.18%至 6.95 亿元，此外公司当年向关联方拆出较多资金，导致 2017 年投资性现金净流出额同比增长 103.45%至 7.14 亿元；2018 年前三季度，受在建项目持续投入的影响，当期投资性现金流净流出 6.38 亿元，且规模较上年同期明显增长。

由于经营环节获取现金不理想，加之在建项目持续建设、新项目逐渐投入导致投资资金缺口较大，近年来该公司外部融资规模不断扩大，2015-2017 年筹资性现金流分别净流入 4.97 亿元、7.38 亿元和 7.82 亿元。其中 2016 年因华山医疗养生中心、古柏行景观恢复工程、蒲城历史文化街区改造等大额投资项目集中投建导致投资需求较大，当年取得借款收到的现金同比增长 111.16%至 10.35 亿元，当年发行中期票据（即 16 华山旅游 MTN001）收到现金 4.00 亿元，使得当年筹资性现金流量净额同比增长 48.49%；2017 年，公司通过银行借款收到的现金同比增长 47.38%至 15.25 亿元，并通过发行债券（即华山景区服务费资产支持专项计划）收到现金 2.00 亿元。但同年公司退回开基金投资款 0.40 亿元，并向蒲城财政局拆出 0.21 亿元、偿还铭隆实业原股东借款 0.42 亿元，使得 2017 年筹资性现金流量净额同比增长 5.97%；2018 年前三季度，补充营运资金、偿还到期债务以及受项目持续建设所需，公司当期筹资性现金流净流入 9.37 亿元。

图表 15. 2015-2017 年及 2018 年前三季度公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：华旅集团，新世纪评级整理、绘制

2015-2017 年，该公司 EBITDA 分别为 1.65 亿元和、1.88 亿元和 2.45 亿元，前期主要来源于利润总额，但 2016 年以来主要来源于列入财务费用的利息支出。近年来，公司刚性债务及利息支出均持续增长，使得公司 EBITDA 对

刚性债务及利息支出的保障程度逐年下降。此外，由于公司经营环节获现能力较弱，经营性现金流较难对公司短期债务形成保障。

**图表 16. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况**

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA/利息支出(倍)	4.39	2.69	1.89
EBITDA/刚性债务(倍)	0.25	0.14	0.11
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	0.02	-34.21	2.15
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	0.01	-16.96	0.81

资料来源：华旅集团

### (3) 资产质量分析

2015-2017 年末，该公司资产总额分别为 40.29 亿元、47.99 亿元和 66.15 亿元。其中，2016 年受多个项目集中建设及土地使用权注入等因素影响，当年末公司资产规模较上年末增长 19.11%。2017 年公司为建设古柏行景观恢复工程（南段）、游客中心商城和华旅佳苑项目而取得阴国用（2016）第 16、20、22 号地块的土地使用权<sup>19</sup>，使得当年末资产规模较上年末增长 37.82%。

从资产结构来看，该公司非流动资产占比较大，2015-2017 年末分别为 25.68 亿元、33.46 亿元和 49.58 亿元，同期分别占总资产的 63.75%、69.73% 和 74.96%。公司非流动资产以投资性房地产、固定资产、在建工程 and 无形资产为主，2017 年末合计 40.15 亿元，占非流动资产的 95.42%。其中，投资性房地产为 11.20 亿元，均系当年新增，主要因公司将持有的阴国用（2016）第 16、20、22 号地块的土地使用权<sup>20</sup>和古柏行在建项目转入所致；公司固定资产主要为渭南市政府注入的原华山景区管委会所属房屋、车辆等有形资产，受折旧影响，2017 年末固定资产较上年末减少 1.63% 至 7.17 亿元；公司在建工程主要包括蒲城历史文化街区改造、华山机场、华山医养中心等项目，其中华山机场系 2017 年新增项目，加之前期在建项目的持续建设，同年末公司在建工程较上年末增长 35.94% 至 10.05 亿元；公司无形资产主要为渭南市国资委注入的景区周边多项土地资产，存在一定的升值空间。受益于华山机场项目前期征用的土地使用权入账，2017 年末无形资产较上年末增长 10.33% 至 18.90 亿元。

2015-2017 年末，该公司流动资产分别为 14.61 亿元、14.53 亿元和 16.56 亿元。公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成，2017 年末合计 15.99 亿元，占流动资产总额的 96.56%。其中，货币资金较上年末增长 37.90% 至 2.89 亿元，主要系公司借入大量长期借款并发行债券融入较多资金所致。公司货币资金中受限部分合计 0.003 亿元，系旅游局规定的风险保证金，所占比重极小；预付款项主要为支付的沿黄公路渭洛河大桥项目（1.90 亿

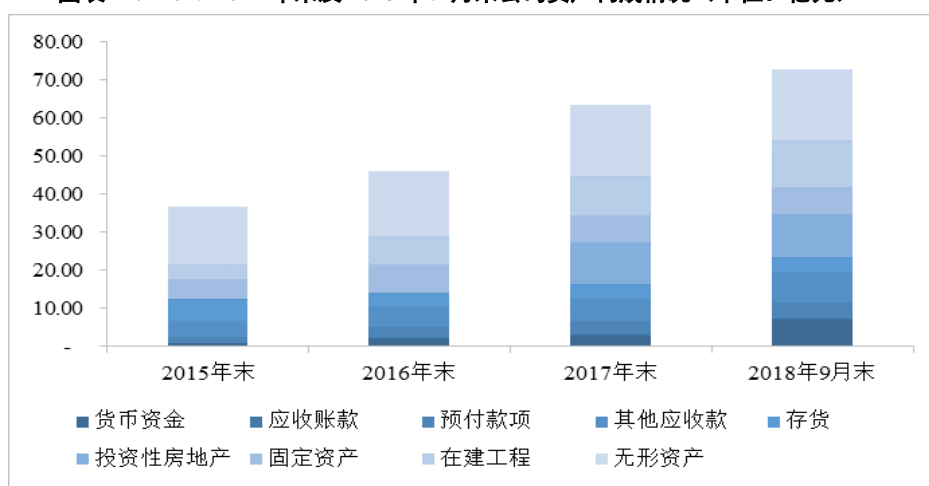
<sup>19</sup> 上述地块面积合计 42.24 平方米，土地估值合计 9.84 亿元（评估基准日为 2017 年 7 月 31 日）。截至 2017 年末，该公司已将全部土地出让金支付完毕，土地使用权按照实际价值入账（计“投资性房地产”科目），账面价值合计 9.84 亿元。

<sup>20</sup> 该部分资产前期未评估入账。

元)及其他项目的预付工程款。由于各在建项目持续投入,未结算款项大幅增加,使得2017年末预付款项较上年末增长17.08%至3.41亿元;公司其他应收款主要系与华山景区管委会的往来款,2017年末为4.03亿元,占其他应收款总额的68.02%。根据华山景区管委会出具的《关于偿还陕西华山旅游集团有限公司其他应收款项的专项说明》,上述款项将于2024年以前分期偿还(未约定利息)。但由于2017年公司拆出较多资金,使得当年末其他应收款较上年末增长12.91%至5.89亿元;公司存货主要为部分在建项目的土地开发成本,此外还包括少量库存商品等,2017年因新增0.08亿元工程施工待结算项目,使得当年末存货较上年末增长2.13%至3.80亿元;2017年末,公司新增持有至到期投资0.12亿元,系公司当年发行的农银穗盈一华山景区服务费资产支持专项计划中自行认购的部分;同年末,公司其他流动资产较上年末减少14.90%至0.30亿元,主要系收回理财产品所致。

2018年9月末,该公司总资产较上年末增长18.63%至78.47亿元,主要系项目持续建设,公司通过银行借款融入资金,使得货币资金、预付款项(预付工程款)、在建工程、其他非流动资产(预付构建在建工程相关的长期待摊费用)等增加较多。此外,公司为进行景区内栈道拓宽、景点改扩建等项目建设,与华山管委会发生较多往来款,使得其他应收款较上年末增长38.23%至8.14亿元,其中应收华山管委会的款项金额占比为69.77%;公司当期购买较多短期银行理财产品,使得其他流动资产较上年末增长510.80%至1.80亿元。同期末,公司其他科目较上年末无重大变化。

**图表 17. 2015-2017 年末及 2018 年 9 月末公司资产构成情况 (单位: 亿元)**



资料来源: 华旅集团, 新世纪评级整理、绘制

#### (4) 流动性/短期因素

2015-2017年末,该公司流动比率分别为193.03%、163.34%和158.96%,从该指标来看,公司流动资产可完全覆盖其短期债务。但由于存货和预付款项在流动资产中占比较大,同期末公司速动比率分别为96.71%、88.69%和89.69%,公司实际资产流动性一般。2018年9月末,公司流动比率较上年末下降32.66个百分点至126.30%,速动比率较上年末下降3.87个百分点至



85.82%，资产流动性下滑。

**图表 18. 公司资产流动性指标（单位：%）**

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动比率	193.03	163.34	158.96	126.30
速动比率	96.71	88.69	89.69	85.82
现金比率	12.40	23.55	27.72	34.43

资料来源：华旅集团

截至 2018 年 9 月末，该公司货币资金中 5000 万元因作为风险保证金而导致使用权受限。此外，公司将轩宇酒店的房产、土地和铭隆实业土地资产用作借款抵押，对公司资产流动性产生了一定影响。同期末，公司其他资产使用权未受到限制。

**图表 19. 截至 2018 年 9 月末公司资产受限情况（单位：亿元，%）**

名称	融资金额	受限金额/账面价值	受限金额占该科目的比例	受限原因
货币资金	—	0.50	7.22	旅游风险保证金
无形资产	0.44	1.33	7.08	借款抵押
固定资产	0.51	0.85	11.92	借款抵押

资料来源：华旅集团

### 3. 公司盈利能力

近年来，华山景区游客人数持续增长，带动了该公司业绩的提升，2015-2017 年，公司分别实现营业收入 2.45 亿元、3.23 亿元和 4.89 亿元，同期公司营业毛利分别为 0.26 亿元、0.30 亿元和 1.56 亿元。其中 2017 年因会计调整，将原计入营业外收入的 0.86 亿元华山景区门票收入分成补贴计入景区服务业务收入，使得当年公司营业毛利大幅增长。

随着该公司业务规模的扩大和在建项目持续建设对外部融资需求的增加，近年来公司期间费用不断增长，2015-2017 年分别为 1.55 亿元、2.06 亿元和 2.13 亿元。公司管理费用约占期间费用的 55%，主要为人工成本、固定资产折旧及无形资产摊销等。其中 2016 年因华山国际大酒店投运，加之多项景区工程转固，当年人工成本、折旧等费用增加较多，导致管理费用同比增长 21.67% 至 1.19 亿元；受刚性债务规模逐年扩大、利息支出不断增加的影响，2015-2017 年公司财务费用分别为 0.33 亿元、0.62 亿元和 0.76 亿元，呈逐年增长态势；公司销售费用主要为广告宣传费，同期分别为 0.24 亿元、0.25 亿元和 0.19 亿元，受公司营销计划的影响而具有一定的波动性。2015-2017 年，公司期间费用率分别为 63.32%、63.94% 和 43.60%，整体处于相对较高的水平，导致同期公司经营亏损分别为 1.39 亿元、1.80 亿元和 0.60 亿元，其中 2017 年由于业绩增长和会计核算调整，当年营业收入涨幅超出成本和期间费用涨幅，使得期间费用率较上年明显下降，经营亏损同比减少 66.45%。

2015-2017 年，该公司分别取得投资收益 0.30 亿元、0.33 亿元和 0.39 亿元，

主要来自于按权益法核算的长期股权投资和银行理财产品，其中 2017 年公司通过长期股权投资和投资理财产品获取的收益占比分别为 91.74% 亿元和 9.26%。受益于西峰索道游客接待量的持续增长，以西峰索道运营为核心业务的太华旅游经营效益稳步提升，使得投资收益对公司营业利润形成了一定的补充。同期，公司分别实现营业利润-1.08 亿元、-1.46 亿元和 0.76 亿元。其中 2017 年受会计政策调整影响，原计入营业外收入的 0.97 亿元政府补贴重分类至其他收益，同时得益于经营亏损的减少和投资收益的增加，2017 年营业利润扭亏为盈。

**图表 20. 截至 2017 年末公司对外投资情况（单位：亿元）**

被投资单位名称	初始投资成本	账面价值	持股比例 (%)	核算方法
陕西华山旅游索道有限责任公司	0.04	0.10	40.00	权益法
陕西太华旅游索道公路有限公司	0.30	0.97	30.00	权益法
陕西华山清心温泉有限责任公司	0.65	0.65	10.00	成本法
<b>合计</b>	<b>0.99</b>	<b>1.73</b>	—	—

资料来源：华旅集团

2015-2017 年，该公司分别获得营业外收入 1.76 亿元、1.95 亿元和 0.01 亿元。根据公司与华山景区管委会签订的《综合服务协议》，公司每年可按一定比例获取华山门票收入补贴，此外还有少量油料补贴和华山景区管委会经费补贴。其中 2017 年公司将 0.86 亿元华山景区门票分成补贴计入景区服务业务收入，加之会计政策的科目调整影响，导致当年营业外收入大幅减少。

总体来看，2015-2017 年，该公司收入规模虽不断增长，但较重的期间费用对经营收益的侵蚀较大，导致业绩持续亏损。但得益于较大规模的营业外收入和投资收益带来的补充，同期公司分别实现净利润 0.60 亿元、0.44 亿元和 0.66 亿元。2018 年前三季度，受旅游旺季游客量增长带来的增益作用，公司营业收入规模相对较大，但受项目持续建设和经营业务所需，公司承担的运营成本和期间费用随之增长，导致当期经营亏损 0.35 亿元。此外，2018 年前三季度，由于公司获得的政府补助有所减少，导致当期仅实现净利润 0.06 亿元，较上年同期减少 83.21%。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 外部支持因素

该公司作为“大华山”旅游区的开发运营主体，受到当地政府部门的支持力度较大。为提升公司的整体实力，渭南市政府多次通过土地资产注入等方式提高其资本实力，并在业务方面向公司提供专线运营权，使得客运业务有所保障。华山景区管委会与公司签订《综合服务协议》，以景区门票收入作为补贴返还至公司，且 2017 年分成比例由前期的 45% 上调至 53%。2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司分别获得门票补贴收入 1.52 亿元、1.95 亿元、0.97 亿

元和 0.38 亿元，为公司利润形成一定保障。

该公司与多家银行保持了良好的合作关系，截至 2018 年 9 月末，公司获得的授信总额为 40.78 亿元，其中已使用的额度为 28.00 亿元，剩余授信空间较为充裕，可为债务偿付提供一定保障。

## 2. 景区资源优势

华山为“五岳”之西岳，是我国 5A 级风景区，享有较高的知名度和文化价值，且具有不可复制性，旅游资源的竞争优势较为明显。2015-2017 年及 2018 年前三季度，华山景区游客接待量分别为 244.00 万人次、262.00 万人次、263.00 万人次和 272.02 万人次，近年来保持稳定增长。此外，在旅游环境稳中向好，人均可支配收入和旅游需求不断提升的大背景下，随着华山景区内及周边旅游项目的开发以及基础设施的完善，该公司未来仍存在较大的发展空间。

## 本期债券偿付保障分析

### 储备土地丰富

该公司作为“大华山”旅游区开发运营主体，在开发华山景区的同时，将逐步整合大华山旅游区的旅游资源。为支持大华山旅游区建设，2011-2015 年，渭南市政府多次通过注资方式向公司注入土地使用权（用途未定）。截至 2017 年末，公司土地使用权账面价值合计 18.88 亿元。公司储备土地均为出让用地，可用作商业、旅游开发，地块大多位于华山景区内及周边，具备一定的区位优势，转让及开发价值相对较高，可为债务偿付提供一定保障。

## 评级结论

该公司作为渭南市国资委全资子公司，产权关系清晰，且近年来保持稳定。公司法人治理结构较为完善，运营及管理具有较强的独立性。公司作为“大华山”旅游区开发运营主体，主要从事华山景区旅游服务、客运、酒店餐饮服务、旅行社服务、水务、文化传播等业务，并将逐步拓展至华山周边景区的开发。

近年来，在华山景区游客量持续增长的带动下，该公司以餐饮住宿、景区服务和客运为核心的旅游服务业务发展较好，收入规模不断扩大。公司因承担话华山景区内基础劳务工作，可按照一定比例从华山景区管委会处获得门票收入分成。此外，渭南市政府向公司提供景区内专线运营权，使得客运业务有所保障。但受较重的期间费用影响，公司盈利对补助依赖程度高。

近年来，随着多个项目的持续建设，该公司外部融资规模逐年扩大，负债经营压力不断增加。2018 年以来，公司短期刚性债务增幅较大，集中偿付压力显著上升。此外，由于旅游产业链的形成需要一定的培育期，公司在建项目投资回收周期较长，

中短期内增益作用尚不明确，加之关联方占用公司资金较多，进一步加大了公司资金平衡压力。但得益于渭南市政府前期大规模的土地资产注入以及盈利积累，公司所有者权益规模相对较大，目前资产负债率尚在合理范围内。未来随着华山景区内及周边旅游项目的开发以及基础设施的完善，公司未来仍存在一定的发展空间。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

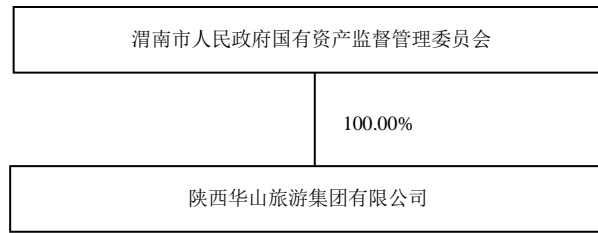
本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。



附录一：

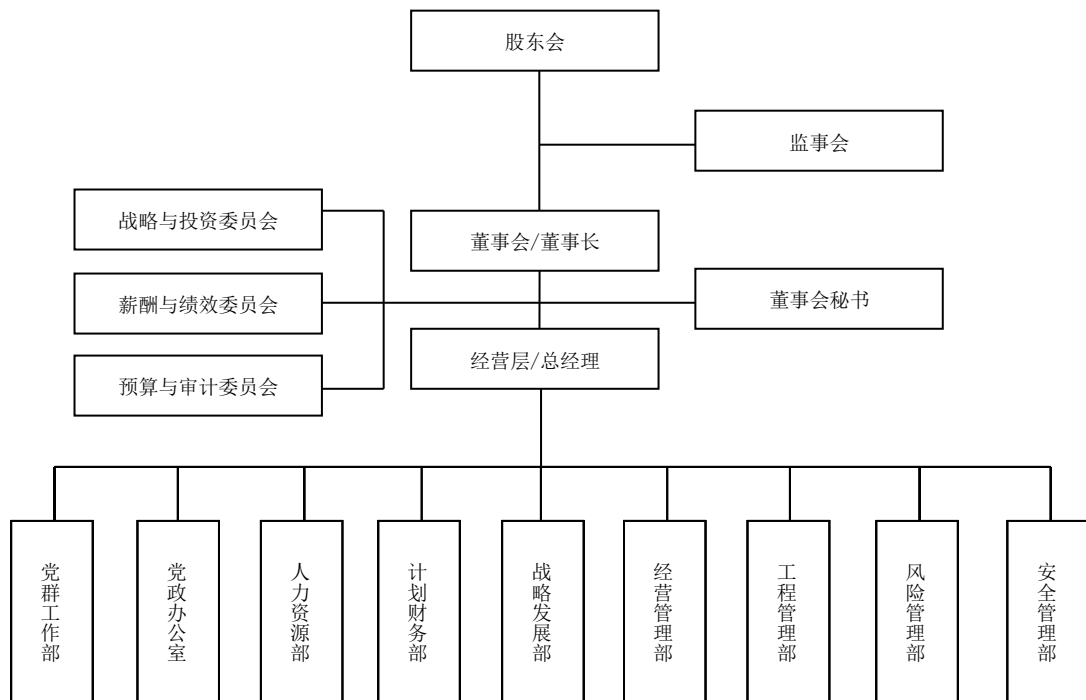
公司与实际控制人关系图



注：根据华旅集团提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据华旅集团提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称			刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
陕西华山旅游集团有限公司	华旅集团	本部	旅游服务	22.43	33.32	1.76	0.57	0.21	母公司口径
陕西华山旅游酒店管理有限公司	酒店管理公司	100.00	酒店	—	-0.04	—	-0.05	-0.01	—
华阴市轩宇酒店管理服务有限公司	轩宇酒店公司	60.00	酒店	—	0.78	0.20	-0.002	-0.02	—
陕西华山风景名胜区资产管理有限公司	华山资管公司	100.00	资产管理	—	0.02	—	—	—	—
陕西华山风景名胜区投资管理有限公司	华山投资公司	100.00	对外投资	—	0.05	—	—	—	—
陕西华山智慧旅游商务科技有限公司	智旅科技	80.00	旅游服务	—	0.04	1.16	0.01	-0.06	—
陕西华山旅游客运有限公司	华山客运	100.00	客运	—	0.10	0.01	-0.03	0.10	—
华阴市华山旅游汽车客运有限公司	华阴客运	51.00	客运	—	-0.12	0.34	0.07	-0.03	—
陕西华山风景名胜区客运管理有限公司	客运管理公司	100.00	客运	0.15	0.84	0.61	0.18	0.23	—
中旅华山旅游有限责任公司	华山旅社	70.00	旅行社	—	0.02	0.08	-0.004	-0.005	—
陕西华山旅游产品开发有限公司	旅游产品公司	100.00	商品销售	—	0.16	0.19	-0.02	-0.15	—
华阴市华山自来水厂	自来水公司	100.00	水产品销售	—	-0.46	0.05	-0.009	0.005	—
陕西华山旅游集团蒲城有限公司	蒲城公司	55.00	景区运营	2.60	0.63	—	-0.007	—	—
陕西华山旅游集团潼关有限公司	华旅潼关公司	55.00	景区运营	—	0.10	—	—	-0.003	—
陕西铭隆实业有限公司	铭隆实业	60.00	旅游及配套服务	1.50	0.77	0.01	0.001	-0.008	—

注：根据华旅集团提供资料整理

**附录四：**
**发行人主要财务数据及指标表**

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
资产总额[亿元]	40.29	47.99	66.15	78.47
货币资金[亿元]	0.94	2.09	2.89	6.93
刚性债务[亿元]	9.36	17.75	26.77	37.36
所有者权益[亿元]	27.30	27.78	35.20	35.28
营业收入[亿元]	2.45	3.23	4.89	4.86
净利润[亿元]	0.60	0.44	0.66	0.06
EBITDA[亿元]	1.65	1.88	2.45	—
经营性现金净流量[亿元]	0.00	-2.82	0.21	1.05
投资性现金净流量[亿元]	-4.34	-3.51	-7.14	-6.38
资产负债率[%]	32.24	42.12	46.78	55.04
长短期债务比[%]	71.65	127.30	196.97	114.72
权益资本与刚性债务比率[%]	291.75	156.50	131.52	94.42
流动比率[%]	193.03	163.34	158.96	126.30
速动比率[%]	96.71	88.69	89.69	85.82
现金比率[%]	12.40	23.55	27.72	34.43
利息保障倍数[倍]	2.63	1.60	1.20	—
有形净值债务率[%]	108.66	191.07	191.57	264.65
担保比率[%]	—	—	—	6.09
毛利率[%]	10.42	9.40	31.89	33.75
营业利润率[%]	-44.20	-45.32	15.63	2.31
总资产报酬率[%]	2.98	2.54	2.73	—
净资产收益率[%]	2.48	1.61	2.11	—
净资产收益率*[%]	2.47	1.65	2.11	—
营业收入现金率[%]	101.06	100.42	94.70	106.05
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	0.02	-34.21	2.15	—
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	0.01	-16.96	0.81	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-82.36	-76.85	-71.79	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-48.24	-38.10	-27.10	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.85	2.97	1.89	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.25	0.14	0.11	—

注：表中数据依据华旅集团经审计的 2015-2017 年及 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初负债总额+期末负债总额)/2×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：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。



## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《园区类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。