

2015 年甘肃平凉崆峒旅游集团有限责任公司  
公司债券 2020 年跟踪  
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

## 2015年甘肃平凉崆峒旅游集团有限责任公司<sup>1</sup>公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【573】号 01

债券简称：15平崆旅债  
/PR平崆旅

增信方式：保证担保

担保主体：瀚华融资担  
保股份有限公司（简称  
“瀚华担保”）

债券剩余规模：2.1亿元

债券到期日期：2022年  
11月30日

债券偿还方式：每年付  
息一次，分次还本，在  
存续期的第3、4、5、6、  
7年均按照发行总额  
20%的比例偿还债券本  
金

### 分析师

姓名：  
张颜亭 王硕

电话：  
010-66216006

邮箱：  
zhangyt@cspengyuan.co  
m

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
城投公司信用评级方  
法，该评级方法已披露  
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股  
份有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008号阳光高尔夫大厦  
3楼

电话：0755-82872897

网址：  
[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	负面	稳定
评级日期	2020年06月29日	2019年06月27日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对平凉文化旅游产业投资集团有限责任公司（以下简称“平凉文旅”或“公司”）及其2015年11月30日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2020年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA+，发行主体长期信用等级维持为AA-，评级展望调整为负面。本次评级调整主要是基于：公司代建业务及旅游产品开发业务持续性差，或将面临很大的偿债压力，公司存在未结清欠息，资产流动性较弱，以及融资弹性较小等风险因素。

### 正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。平凉市工业以煤、电、建材三大行业为主，同时大力发展旅游产业，2019年平凉市和崆峒区实现GDP分别为456.58亿元和148.07亿元，增速分别为6.4%和6.7%，为公司发展提供了良好基础。
- 瀚华担保为本期债券提供的保证担保有效提升了本期债券信用水平。经中证鹏元综合评定，瀚华担保主体长期信用等级为AA+，其为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

<sup>1</sup> 2015年，公司名称变更为平凉文化旅游产业投资集团有限责任公司。

## 关注：

- **公司代建业务及旅游产品开发业务持续性差。**公司代建项目均已完工结算，且无在建及拟建项目，代建业务持续性较差。2019年平凉崆峒山大景区管理委员会（以下简称“大景区管委会”）将崆峒山景区主要经营权移交至平凉崆峒山文化旅游发展有限公司（以下简称“崆峒山文旅”），公司失去景区大部分收费权。受此影响，2019年公司旅游产品开发收入规模仅 3,058.86 万元，较 2018 年减少 7,157.03 万元。未来经营存在不确定，公司旅游产品开发业务持续性差。
- **公司或将面临很大的偿债压力。**2019 年末公司有息债务为 13.48 亿元，其中短期有息债务 7.54 亿元，现金短期债务比仅为 0.01，2019 年公司 EBITDA 为负值，或将面临很大的偿债压力。
- **公司存在未结清欠息。**根据公司提供的 2020 年 4 月 1 日查询的企业信用报告，公司于 2020 年 3 月 21 日发生欠息 26.87 万元，截至本评级报告出具日尚未结清。
- **公司资产整体流动性较弱，融资弹性较小。**截至 2019 年末，公司应收款项占总资产的 28.26%，大部分为应收政府相关部门款项，回收时间较不确定；存货占总资产的 34.40%，主要为与景区有关的土地及开发产品，变现难度较大；由公益性资产构成的其他非流动资产占总资产的 21.85%；此外，公司部分资产已对外抵质押，资产整体流动性较弱。考虑到公司资产已有部分对外抵质押，未来公司融资弹性不佳。

## 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	644,317.20	657,788.62	636,761.28
所有者权益	412,110.68	423,058.13	419,937.55
有息债务	134,839.03	183,805.53	160,503.01
资产负债率	36.04%	35.68%	34.05%
现金短期债务比	0.01	0.26	0.29
营业收入	3,322.77	29,899.19	34,658.08
其他收益	192.00	3,489.88	3,110.00
营业外收入	181.73	49.97	1,773.98
利润总额	-7,530.53	11,725.19	9,750.90
综合毛利率	-10.32%	8.49%	17.67%
EBITDA	-6,614.01	13,285.25	10,688.27

EBITDA 利息保障倍数	-0.63	1.66	2.40
经营活动现金流净额	43,315.07	-15,215.43	-23,398.62
收现比	4.91	0.22	0.32

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

### 瀚华担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	612,511.76	607,453.59	617,895.37
所有者权益合计	407,210.87	400,528.98	409,702.35
融资担保责任余额（亿元）	249.23	295.02	316.88
准备金覆盖率	5.50%	4.79%	4.60%
融资担保放大倍数	6.21	7.47	7.84
当期担保代偿率	0.49%	0.81%	1.23%

注：2017 年数据采用 2018 年度审计报告期初数（上年数）

资料来源：瀚华担保 2018-2019 年审计报告及瀚华担保提供，中证鹏元整理

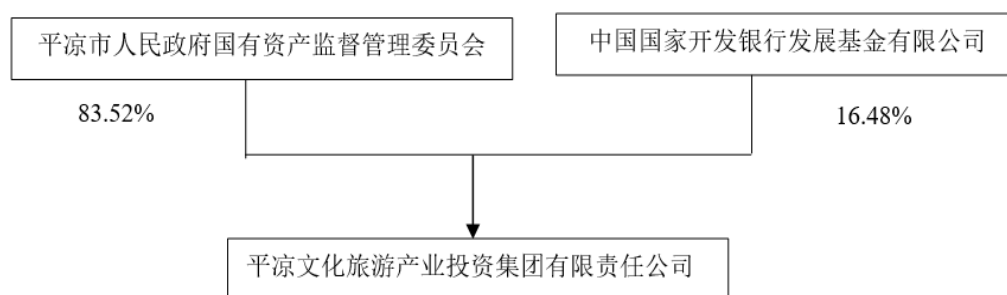
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年11月30日发行7年期3.5亿元公司债券。募集资金原计划用于华夏文明传承创新区平凉崆峒山旅游配套设施二期建设项目。截至2020年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为3,127.20元。

## 二、发行主体概况

2019年公司返还中国国家开发银行发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）投资款1.07亿元，截至2019年末，公司实收资本变更为17.00亿元，平凉市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“平凉市国资委”）对公司的持股比例变更为83.52%，国开基金持股比例变更为16.48%。除上述变化外，2019年公司名称、主营业务和合并范围均未发生变更，控股股东和实际控制人仍为平凉市国资委。截至2019年末，公司纳入合并范围的一级子公司仍为10家（详见附录二）。

图 1 截至 2019 年 12 月 31 日公司产权及控制关系



资料来源：公司 2019 年审计报告

## 三、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化

改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019年末爆发的COVID-19疫情，进一步加大了经济下行压力。2020年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的2020年新增地方政府债务限额1.85万亿元，同比增长32.95%；其中专项债新增限额1.29万亿，同比增长59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由25%调整为20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

**2019年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅**

2019年以来，延续2018年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性

债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

## （二）区域环境

**平凉市和崆峒区旅游市场规模持续扩大，固定资产投资增速明显回升，区域经济实力有所增强**

2019 年平凉市经济保持增长，全年实现地区生产总值 456.58 亿元，同比增长 6.4%，增速较 2018 年提升 4.3 个百分点。分产业来看，第一产业增加值 91.29 亿元，增长 6.0%；第二产业增加值 123.68 亿元，增长 6.2%；第三产业增加值 241.61 亿元，增长 6.6%。三次产业结构比重调整为 20:27.1:52.9，第三产业仍为主要组成部分。2019 年平凉市人均地区生产总值为 21,514 元，是全国人均地区生产总值的 30.35%。

煤、电、建材三大行业对平凉市工业增长贡献仍然较大，2019 年三大行业工业增加值增长 5.9%，占全市规模以上工业增加值的 95.98%。2019 年平凉市固定资产投资同比增长 12.32%，其中第一产业投资下降 50.04%，第二产业投资下降 8.53%，第三产业投资增长 17.33%。平凉市旅游业持续发展，2019 年全市接待国内游客 2,906.31 万人次，增长 24%；



实现国内旅游综合收入173.76亿元，增长30%。此外，2019年社会消费品零售总额、进出口总额及存贷款余额均呈现不同程度的增长。

**表1 平凉市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	456.58	6.40%	395.17	2.10%
第一产业增加值	91.29	6.00%	87.89	-3.60%
第二产业增加值	123.68	6.20%	103.89	1.30%
第三产业增加值	241.61	6.60%	203.39	4.80%
工业增加值	93.41	5.80%	56.81	2.40%
固定资产投资	-	12.32%	-	-
社会消费品零售总额	224.13	7.70%	208.11	6.60%
进出口总额	4.79	10.10%	4.8	91.27%
存款余额	916.49	8.54%	844.41	5.08%
贷款余额	656.44	4.69%	627.02	5.82%
人均 GDP（元）	21,514		18,676	
人均 GDP/全国人均 GDP	30.35%		28.89%	

资料来源：2018-2019年平凉市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年平凉市实现公共财政收入32.54亿元，同比增长14.9%；实现政府性基金收入32.4亿元，同比增长132.6%。

崆峒区经济保持增长，2019年全区实现地区生产总值148.07亿元，同比增长6.7%，其中第一产业增加值10.55亿元，增长6.3%；第二产业增加值40.09亿元，增长6.8%；第三产业增加值97.42亿元，增长6.7%。三次产业结构比由2018年的5.74:24.43:69.83调整为7.13:27.1:65.77。2019年崆峒区人均地区生产总值27,728元，是全国人均地区生产总值的39.11%。崆峒区固定资产投资增速明显回升，2019年为14.46%，其中第一产业投资增长45.11%；第二产业投资下降11.44%；第三产业投资增长16.75%。消费市场平稳发展，2019年崆峒区实现社会消费品零售总额88.2亿元，同比增长7.70%。旅游市场规模持续扩大，2019年全区接待国内游客1,008.22万人次，比上年增长20.87%；实现旅游收入57.5亿元，增长25.0%。

**表2 崆峒区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	148.07	6.7%	137.64	5.30%

第一产业增加值	10.55	6.3%	7.90	-8.80%
第二产业增加值	40.09	6.8%	33.63	10.50%
第三产业增加值	97.42	6.7%	96.11	4.80%
固定资产投资	-	14.46%	62.97	-24.06%
社会消费品零售总额	88.2	7.7%	76.74	6.70%
存款余额	371.85	11.87%	332.40	5.11%
贷款余额	284.26	9.06%	260.65	8.31%
人均 GDP (元)		27,728		25,871
人均 GDP/全国人均 GDP		39.11%		40.02%

资料来源：2018-2019 年崆峒区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年平凉市崆峒区实现公共财政收入5.96亿元，同比增长10%；实现政府性基金收入0.59亿元，同比增长158.01%。

#### 四、经营与竞争

2019年公司营业收入规模较小，主要为旅游开发产品收入。由于2019年未实现代建项目收入，同时由于大景区管委会将崆峒山景区门票、客运等主要业务交由崆峒山文旅运营，公司旅游开发产品收入大幅下滑，综合导致公司营业收入下降较多。受收入大幅下降的影响，2019年公司业务出现亏损，综合毛利率为-10.32%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建项目收入	0.00	-	19,120.83	4.35%
旅游开发产品收入	3,058.86	-4.89%	10,215.89	13.04%
其他	251.76	-81.50%	269.66	82.87%
<b>主营业务收入小计</b>	<b>3,310.62</b>	<b>-10.72%</b>	<b>29,606.38</b>	<b>8.06%</b>
其他业务收入	12.15	100.00%	292.81	8.06%
<b>营业收入合计</b>	<b>3,322.77</b>	<b>-10.32%</b>	<b>29,899.19</b>	<b>8.49%</b>

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

**公司无在建及拟建代建项目，未来代建收入持续性较差；主要在建项目2019年未实质性推进，完工及实现收入时间存在不确定性**

由于代建的崆峒区基础设施建设项目均已完工并结算，2019年公司未实现代建项目收入，且公司目前无在建及拟建代建项目，未来工程代建收入持续性较差；截至2019年末公司应收账款中的项目回购款为7.25亿元，但回款时间尚不确定。

截至2019年末，公司主要在建项目包括崆峒古镇二期工程，以及崆峒山基础设施维修工程、欢乐谷项目、崆峒村落旅游项目、中华崆峒养生地养老项目和崆峒古镇一期改造提升工程等，其中崆峒古镇二期工程为本期债券募投项目，由于实际施工过程中受多种因素影响。2019年上述项目均未实质性推进，项目建设进度低于预期。为适应景区发展，公司主要在建项目需重新规划设计，叠加2020年新冠肺炎疫情影响，项目最终完工时间将有所延后，预期产生收入时间亦存在不确定性。

**表4 截至2019年12月31日公司主要在建基础设施工程情况（单位：万元）**

项目名称	项目总投资	项目已投资
崆峒古镇二期工程	119,679.10	38,642.17
崆峒山基础设施维修工程	78,816.00	957.20
欢乐谷项目	40,000.00	4.58
崆峒村落旅游项目	30,000.00	62.89
中华崆峒养生地养老项目	29,881.00	4,458.97
崆峒古镇一期改造提升工程	19,000.00	6,705.82
<b>合计</b>	<b>317,376.10</b>	<b>50,831.63</b>

注：崆峒古镇二期工程已投资金额包括前期的土地投资。

资料来源：公司提供

#### 公司旅游产品开发业务收入大幅下滑，未来经营存在不确定性

2019年，大景区管委会授权公司与陕西睿景旅游文化发展有限公司（以下简称“陕西睿景公司”）共同出资设立合资公司平凉崆峒文化旅游发展有限公司（以下简称“崆峒文旅公司”）承担崆峒山景区旅游资源的投资开发与经营管理，其中公司持股49%，陕西睿景公司持股51%。大景区管委会将崆峒山景区主要经营业务移交至崆峒文旅公司，公司未来是否将崆峒文旅公司纳入合并范围尚未确定，未来旅游产品开发业务经营持续性存疑。受此影响，2019年公司失去景区大部分经营权，旅游产品开发业务收入规模仅3,058.86万元，较2018年减少7,157.03万元，收入的下降导致了业务的亏损，毛利率为-4.89%。

**表5 公司旅游产品开发收入明细（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
门票	2,032.01	6,708.87
客运收入	1,026.84	3,316.19
<b>小计</b>	<b>3,058.85</b>	<b>10,025.06</b>
其他	263.91	190.83
<b>合计</b>	<b>3,322.76</b>	<b>10,215.89</b>

注：上表中2019年合计收入为营业总收入，“其他”包含了除门票、客运收入之外的景区范围内的收入。

资料来源：公司提供

2019年崆峒山景区接待旅游人次继续增长，平均门票价格仍为90元/人。但由于大部分景区经营权已被划出，公司能否控股崆峒山文旅较不确定，叠加2020年新冠肺炎疫情影响，旅游行业整体受挫，公司未来旅游产品开发业务存在较大不确定性。

**表6 崆峒山景区接待游客数量和门票价格情况（单位：万人、元/人）**

项目名称	2019年	2018年
接待旅游人次	250.6	233.70
平均门票价格	90.00	90.00

注：接待旅游人次包括免票及买票人次，且因存在年票、团体票等情况，接待人次与门票均价不能完全反映公司的实际门票收入情况。

资料来源：公司提供

### 2019年公司继续获得一定的外部支持

2019年，公司收到政府划拨灵龟台游步道等景区资产7,158.68万元，同时增加资本公积；收到旅游发展专项补助资金等合计192.00万元，以及与日常活动无关的政府补助63.40万元。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，报告采用新会计准则编制。2019年公司合并范围未发生变更。

### 资产结构与质量

**公司资产规模略有下降，应收款项对资金形成一定占用，存货和公益性资产占比较高，且部分资产已对外抵押，资产整体流动性较弱且质量一般**

公司资产规模略有下降，2019年末资产总额为64.43亿元，较2018年末下降2.05%。资产结构仍以流动资产为主，2019年末流动资产占资产比重为63.56%。

2019年末公司货币资金仅0.09亿元，由于偿还到期债务而大幅下降，货币资金中不存在受限资金。公司应收账款主要系应收工程款，2019年末为7.30亿元，对外质押应收账款为0.46亿元，其中应收平凉崆峒山大景区管委会工程结算款7.25亿元，占应收账款比重99.22%，该部分款项账龄均在3年以内，集中度较高。其他应收款主要系往来款，2019年

末为10.91亿元，前五名应收单位分别为国家重点风景名胜区崆峒山管理局、平凉市崆峒区人民政府、平凉市崆峒区建设局、平凉市崆峒山生态文化示范区管理委员会和平凉市文广旅游局等，上述单位应收款合计为8.68亿元，占其他应收款比重79.56%，集中度较高，账龄主要在1年以内。综合来看，公司应收款项规模较大，对资金形成占用，考虑到应收单位大部分为政府相关部门，回收时间易受财政资金安排的影响而存在不确定性。截至2019年末，公司存货为22.16亿元，占资产比重为34.40%，其中8.90亿元存货已对外抵押，从存货构成来看，开发成本为12.81亿元，其中待开发土地资产12.43亿元，土地面积为172.57万平方米，土地用途包括旅游设施配套用地、商业金融及文化娱乐、园地、道路用地和公共绿地等；以崆峒古镇为主的开发产品9.35亿元，未来是否产生收入尚不确定。

2019年末公司投资性房地产为5.18亿元，系公司投建的广成驿站等项目的土地使用权。在建工程主要系崆峒古镇二期工程、崆峒山基础设施维修工程等，2019年末为1.95亿元，由于项目进展缓慢，较上年变化不大。其他非流动资产系平沿路及太统路、泾河北路西段道路及公益性房屋建筑物，2019年末为14.08亿元，占资产比重为21.85%，上述三项资产均属于公益性资产。

**表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	853.54	0.13%	17,431.06	2.65%
应收账款	73,009.97	11.33%	49,898.94	7.59%
其他应收款	109,059.03	16.93%	92,821.80	14.11%
存货	221,634.85	34.40%	262,694.88	39.94%
<b>流动资产合计</b>	<b>409,523.30</b>	<b>63.56%</b>	<b>427,424.58</b>	<b>64.98%</b>
投资性房地产	51,815.08	8.04%	51,003.88	7.75%
在建工程	19,529.92	3.03%	19,265.02	2.93%
其他非流动资产	140,769.21	21.85%	140,769.21	21.40%
<b>非流动资产合计</b>	<b>234,793.90</b>	<b>36.44%</b>	<b>230,364.04</b>	<b>35.02%</b>
<b>资产总计</b>	<b>644,317.20</b>	<b>100.00%</b>	<b>657,788.62</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

总体来看，公司资产规模略有下降，应收款项对资金形成一定占用，以土地和开发产品为主的存货和由公益性资产构成的其他非流动资产占比较高，且部分资产已对外抵质押，资产整体流动性较弱且质量一般。考虑到公司资产质量一般以及目前已有部分对外抵质押，未来公司融资弹性不佳。

## 盈利能力

### 公司营业收入大幅下滑，盈利情况较差

由于代建项目均已完工结算，2019年公司未实现工程收入；同时由于公司失去崆峒山景区大部分收费权，旅游开发产品收入大幅下降，综合导致公司营业收入规模严重缩减。同时，公司无在建及拟建代建项目，旅游开发产品业务运营尚存在不确定性，公司未来收入保障性较差。毛利率方面，受旅游开发产品收入规模大幅下降的影响，2019年公司综合毛利率为-10.32%，出现亏损。2019年公司按公允价值计量的投资性房地产形成的公允价值变动收益有所下降，其他收益下降较多且规模较小，同时处置部分房屋建筑物形成资产处置损失0.24亿元，均对公司盈利产生不利影响，2019年公司营业利润和利润总额均为负值。

**表8 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
营业收入	3,322.77	29,899.19
公允价值变动收益	811.21	8,077.91
其他收益	192.00	3,489.88
资产处置收益	-2,408.10	6,453.69
营业利润	-7,624.34	11,726.04
营业外收入	181.73	49.97
利润总额	-7,530.53	11,725.19
综合毛利率	-10.32%	8.49%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司2019年现金回款增加，但待偿还债务规模较大，公司仍面临较大的资金压力

由于2019年公司收到项目回购款增加，同时营业收入大幅下滑，公司收现比大幅提升，同时收到往来款较多，2019年公司经营活动现金流净额由负转正，净流入4.33亿元。2019年公司投资活动现金流规模仍然较小。

2019年公司未进行大规模融资活动，且偿付了部分到期债务，导致筹资活动现金净流出6.02亿元。考虑到待偿还债务规模较大而货币资金规模很小，公司仍面临较大的资金压力。

**表9 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
收现比	4.91	0.22
销售商品、提供劳务收到的现金	16,312.71	6,647.43
收到的其他与经营活动有关的现金	44,713.10	20,719.95
经营活动现金流入小计	61,026.12	27,421.24
购买商品、接受劳务支付的现金	3,543.86	32,586.86
支付的其他与经营活动有关的现金	11,452.26	2,669.97
经营活动现金流出小计	17,711.06	42,636.67
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>43,315.07</b>	<b>-15,215.43</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>293.30</b>	<b>1,901.17</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-60,185.88</b>	<b>12,608.41</b>
现金及现金等价物净增加额	-16,577.51	-705.85

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务偿付压力很大

2019年末公司总负债和所有者权益分别为23.22亿元和41.21亿元，均略有下降；产权比率变化不大。

**表10 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019年	2018年
负债总额	232,206.52	234,730.48
所有者权益	412,110.68	423,058.13
产权比率	56.35%	55.48%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，流动负债占比有所提升，2019年末流动负债占总负债比重为69.24%。公司短期融资规模下降，2019年末短期借款为1.30亿元，均为信用借款，同比减少58.73%。应交税费主要系企业所得税、营业税及增值税等。其他应付款主要系与平凉市惠民投资开发有限责任公司和崆峒区财政局等单位的往来款，2019年末为5.84亿元，随着资金往来的增加而有所增长。2019年末公司一年内到期的非流动负债包括1年内到期的长期应付款2.33亿元、1年内到期的长期借款3.21亿元和1年内到期的应付债券0.70亿元。

长期借款系抵押借款和保证借款，2019年末为0.38亿元，规模较小。应付债券系本期债券，扣除一年内需偿还的部分，2019年末账面价值为1.01亿元。长期应付款均为对租赁

公司的融资租赁款，2019年末为4.56亿元，占总负债比重为19.63%，虽同比有所下降，但规模仍然较大且利率较高，增加公司的债务负担。

**表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	13,000.00	5.60%	31,500.00	13.42%
应交税费	19,537.98	8.41%	19,955.47	8.50%
其他应付款	58,403.30	25.15%	13,289.45	5.66%
一年内到期的非流动负债	62,400.00	26.87%	34,400.00	14.66%
<b>流动负债合计</b>	<b>160,772.67</b>	<b>69.24%</b>	<b>105,032.93</b>	<b>44.75%</b>
长期借款	3,800.00	1.64%	28,650.00	12.21%
应付债券	10,055.55	4.33%	19,898.51	8.48%
长期应付款	45,583.48	19.63%	69,357.03	29.55%
<b>非流动负债合计</b>	<b>71,433.85</b>	<b>30.76%</b>	<b>129,697.56</b>	<b>55.25%</b>
<b>负债合计</b>	<b>232,206.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>234,730.48</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	134,839.03	58.07%	183,805.53	78.30%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务为13.48亿元，占总负债比重58.07%，其中短期有息债务7.54亿元。从有息债务偿付安排来看，2020-2022年共计需偿还11.53亿元，存在较大的集中偿付压力。

**表12 截至 2020 年 3 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2020年	2021年	2022年
金额	63,620.00	34,100.00	17,600.00

资料来源：公司提供

2019年末公司资产负债率为36.04%，较上年末基本变化不大。由于公司短期有息债务规模较大，货币资金较少，现金短期债务比很低，现金类资产对短期有息债务的覆盖程度极弱。同时，由于2019年公司出现亏损，EBITDA利息保障倍数为-0.63，利润总额对公司债务的覆盖能力较弱。整体来看，公司有息债务偿付压力很大。

**表13 公司偿债能力指标**

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	36.04%	35.68%
现金短期债务比	0.01	0.26
EBITDA 利息保障倍数	-0.63	1.66



有息债务/EBITDA	-20.39	13.84
-------------	--------	-------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

### 瀚华担保提供的保证担保有效提升了本期债券信用水平

瀚华担保原名瀚华担保股份有限公司，系经重庆市金融工作办公室批准，由瀚华金控股份有限公司等6名法人及19位自然人于2009年8月共同发起设立。2018年瀚华担保经重庆市工商行政管理局批准更名为现名。瀚华担保经多次股权变更，截至2020年5月31日，注册资本和实收资本均为35.00亿元，控股股东为瀚华金控股份有限公司（以下简称“瀚华金控”），无实际控制人，股权结构如下表所示。

**表14 截至2020年5月31日瀚华担保股权结构**

股东名称	投资额（万元）	持股比例（%）
瀚华金控股份有限公司	349,650.00	99.90
重庆惠微投资有限公司	350.00	0.10
<b>合计</b>	<b>350,000.00</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

瀚华担保主要从事融资担保服务、履约担保、财产保全担保等担保业务，同时利用自有资金开展理财和投资业务。瀚华担保2019年实现营业收入7.50亿元，同比有所增长，从结构上来看，主要由担保业务、利息收入以及手续费及佣金收入等构成，其中已赚担保费占比为69.82%，为最主要收入来源。2019年瀚华担保担保业务收入43,285.91万元，同比稍有下降，主要是由于担保业务新增规模有所下降。瀚华担保利息收入主要来自银行存款及保证金利息收入、委托贷款利息收入和应收款项类利息收入，由于委托贷款、应收款项类投资规模下降，2019年利息收入有所下滑。

**表15 2018-2019年瀚华担保收入构成情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	52,377.07	69.82%	50,185.58	68.21%
担保业务收入	43,285.91	57.70%	44,017.92	59.83%
减：提取未到期责任准备金	-9,091.17	12.12%	-6,167.66	8.38%
利息收入	8,105.95	10.81%	12,995.61	17.66%
手续费及佣金收入	13,052.55	17.40%	9,145.97	12.43%
投资收益	1,600.76	2.13%	667.28	0.91%
其他收益	141.55	0.19%	2,042.32	2.78%
公允价值变动收益	1,802.99	2.40%	-1,450.87	-1.97%

其他业务收入	748.10	1.00%	210.26	0.29%
资产处置收益	-450.68	-0.60%	-222.19	-0.30%
<b>营业收入</b>	<b>75,018.03</b>	<b>100.00%</b>	<b>73,573.96</b>	<b>100.00%</b>

注：1、担保业务收入包括担保费收入、评审费收入、保后管理费收入、追偿收入。

2、已赚担保费=担保业务收入-提取未到期责任准备金

资料来源：瀚华担保 2019 年审计报告，中证鹏元整理

近年瀚华担保业务从传统银行渠道、单一客户零售模式逐渐向产品批发的供应链金融模式转变，有助于拓宽业务来源渠道。瀚华担保现金类资产较充裕，资产流动性较好，近年代偿金额及代偿率持续下降。但同时中证鹏元也关注到其担保业务新增规模有所下滑，传统融资担保面临一定代偿风险，委托贷款业务行业和客户集中度较高、应收款项类投资存在潜在风险的风险因素。

截至2019年末，瀚华担保资产总额为61.25亿元，所有者权益为40.72亿元；2019年度，瀚华担保实现营业收入7.50亿元，利润总额3.06亿元。

**表16 2017-2019年瀚华担保主要财务及业务指标（单位：万元）**

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	612,511.76	607,453.59	617,895.37
所有者权益合计	407,210.87	400,528.98	409,702.35
营业总收入	75,018.03	73,573.96	73,720.69
已赚担保费	52,377.07	50,185.58	52,743.05
利息收入	8,105.95	12,995.61	15,785.84
净资产收益率	6.12%	5.89%	5.50%
期末在保余额（亿元）	392.66	449.61	482.41
融资担保责任余额（亿元）	249.23	295.02	316.88
当期担保发生额（亿元）	202.46	219.02	272.25
准备金覆盖率	5.50%	4.79%	4.60%
融资担保放大倍数	6.21	7.47	7.84
当期担保代偿率	0.49%	0.81%	1.23%

注：1、2017年数据采用2018年度审计报告期初数（上年数）；

2、在保余额=融资担保业务在保余额+非融资担保业务在保余额-分担保业务在保余额。

资料来源：瀚华担保 2018、2019 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，瀚华担保主体长期信用等级为AA+，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

## 七、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年4月1日），公司于2020年3月21日发生欠息26.87万元，该笔欠息系公司向甘肃省新世纪投资控股集团有限责任公司（以下简称“新世纪公司”）的委托借款产生，目前公司正就该事项与新世纪公司协商，截至本评级报告出具日，该笔欠息尚未结清。

## （二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额合计为3,682.73万元，占当期末净资产比重0.89%，被担保方平凉泓源工业投资发展有限责任公司为平凉市国资委控股企业，考虑到未设置反担保措施，仍存在一定的或有负债风险。

**表17 截至2019年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保期限
平凉泓源工业投资发展有限责任公司	1,102.43	2017.07.03-2020.07.03
平凉泓源工业投资发展有限责任公司	2,580.30	2019.04.24-2022.04.24
<b>合计</b>	<b>3,682.73</b>	-

资料来源：公司提供

## 八、评级结论

平凉市工业发展以煤、电和建材为主，同时旅游业发展较好，2019年持续增强的经济实力为公司发展提供了良好的外部环境。同时，瀚华担保为本期债券提供的保证担保有效提升了本期债券信用水平。

但是中证鹏元关注到，公司代建项目均已完工结算，且无在建及拟建项目，旅游产品开发业务收入大幅下滑且未来经营存在不确定性，公司主营业务持续性差。此外，公司偿债能力指标表现较差，且存在未结清欠息，偿债压力很大；资产构成中公益性资产占比高，存货主要为景区土地及开发产品，变现难度大，资产质量一般，融资弹性较小。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA-，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望调整为负面。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	853.54	17,431.06	18,136.91
应收账款	73,009.97	49,898.94	46,169.50
其他应收款	109,059.03	92,821.80	87,795.67
存货	221,634.85	262,694.88	241,521.75
流动资产合计	409,523.30	427,424.58	408,872.64
其他非流动资产	140,769.21	140,769.21	140,769.21
非流动资产合计	234,793.90	230,364.04	227,888.64
总资产	644,317.20	657,788.62	636,761.28
短期借款	13,000.00	31,500.00	34,049.56
一年内到期的非流动负债	62,400.00	34,400.00	28,700.00
流动负债合计	160,772.67	105,032.93	109,297.74
长期借款	3,800.00	28,650.00	30,150.00
应付债券	10,055.55	19,898.51	31,959.94
长期应付款	45,583.48	69,357.03	35,643.51
非流动负债合计	71,433.85	129,697.56	107,525.99
总负债	232,206.52	234,730.48	216,823.74
有息债务	134,839.03	183,805.53	160,503.01
所有者权益	412,110.68	423,058.13	419,937.55
营业收入	3,322.77	29,899.19	34,658.08
营业利润	-7,624.34	11,726.04	8,020.54
净利润	-7,431.13	8,405.59	7,696.77
经营活动产生的现金流量净额	43,315.07	-15,215.43	-23,398.62
投资活动产生的现金流量净额	293.30	1,901.17	-924.55
筹资活动产生的现金流量净额	-60,185.88	12,608.41	-8,221.36
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	-10.32%	8.49%	17.67%
收现比	4.91	0.22	0.32
产权比率	56.35%	55.48%	51.63%
资产负债率	36.04%	35.68%	34.05%
现金短期债务比	0.01	0.26	0.29
EBITDA（万元）	-6,614.01	13,285.25	10,688.27
EBITDA 利息保障倍数	-0.63	1.66	2.40
有息债务/EBITDA	-20.39	13.84	15.02

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	持股比例 (%)	主营业务	取得方式
平凉崆峒古镇开发有限责任公司	100.00	文化旅游服务；文化旅游商品开发及销售；游览景区管理；文化艺术表演场馆管理；会议及展览服务；户外广告制作及发布；房地产开发（详见资质）；市场管理。	设立
平凉市崆峒国际旅行社有限公司	100.00	入境旅游业务,国内旅游业务，出境旅游业务	设立
平凉崆峒古镇经营服务有限责任公司	100.00	停车场服务、旅游商品开发销售、房屋租赁、商品零售	设立
平凉崆峒山担保有限责任公司	100.00	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。诉讼保全担保，履约担保；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务。	设立
甘肃平凉崆峒智慧旅游有限责任公司	66.00	文化传媒、旅游产品开发、运营；电子商务运营及管理；信息系统规划设计、销售；计算机硬件及外围设备、文化旅游产品、安防监控设备的销售；广告设计制作代理发布，企业形象策划；酒店管理，会展、会务、会议服务；旅游信息咨询服务；商务代理服务；代订机票、车票、出租车代理服务；预包装食品销售；酒类销售；网络工程。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	设立
平凉广成成驿站物业管理服务有限公司	100.00	物业管理；会议服务；五金交电；园林绿化养护、园林景观工程施工；房屋租赁；房屋修缮、房屋防水；水电暖安装维修、管道清理；文化艺术表演场地管理及相关信息咨询服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	设立
平凉广成驿站招商经营管理有限公司	100.00	房屋租赁；市场营销策划；文化旅游产品开发及销售、市场经营管理服务、招商项目投资引进、商品展示展销；健康保健咨询；住宿、餐饮、食品生产加工、日用百货、批发零售（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	设立
平凉广成万瑞工程咨询有限责任公司	100.00	工程技术咨询，工程项目管理，企业管理咨询（不含互联网金融及中介服务、投资、证券、期货、典当、金融及国家法律法规限制禁止经营项目），信息咨询，房地产信息咨询，招商项目咨询服务，规划咨询服务，评估咨询服务，技术开发、技术培训，可行性研究报告评估论证，社会维稳风险评估咨询服务，工程造价咨询及与工程造价业务有关的其他业务，招标代理（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	设立
平凉市灵台县恒通小额贷款有限责任公司	100.00	办理各种小额贷款；办理中小企业发展、管理、财务等咨询业务；其他经批准的业务。	设立
平凉古镇文化旅游有限公司	100.00	文化艺术交流（不含演出）；旅游产品策划、设计、开发、销售；日用百货、劳保用品、办公用品、土特产品、工艺品、小饰品、预包装食品兼散装食品、饮料、酒类销售；卷烟零售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	设立

资料来源：公司提供

### 附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + 1 \text{年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$

## 附录四 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。