



2015 年甘肃平凉崆峒旅游集团有限责任公司 公司债券 2021 年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：



2015年甘肃平凉崆峒旅游集团有限责任公司¹公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	A+	AA-
评级展望	稳定	负面
债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2021-6-29	2020-6-29

债券概况

债券简称: 15平崆旅债/PR平崆旅

债券剩余规模: 1.40 亿元

债券到期日期: 2022-11-30

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

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”)

联系方式

项目负责人: 王硕

wangsh@cspengyuan.com

项目组成员: 张颜亭

zhangyt@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 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 2021 年跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA+, 发行主体信用等级下调为 A+, 评级展望调整为稳定。
- 本次评级下调主要是基于: 公司存在欠息及逾期借款, 代建业务及旅游产品开发业务持续性差, 面临很大的偿债压力, 公司资产质量较差且流动性弱, 融资弹性较小等风险因素。

未来展望

- 预计公司作为平凉市发债平台之一, 仍能获得一定力度的外部支持。综合考虑, 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标 (单位: 万元)

项目	2020	2019	2018
总资产	639,625.39	644,317.20	657,788.62
所有者权益	408,114.06	412,110.68	423,058.13
总债务	175,047.48	182,288.39	184,305.53
资产负债率	36.19%	36.04%	35.68%
现金短期债务比	0.00	0.01	0.26
营业收入	1,381.49	3,322.77	29,899.19
其他收益	7,751.91	192.00	3,489.88
利润总额	-2,466.44	-7,530.53	11,725.19
销售毛利率	-48.67%	-10.32%	8.49%
EBITDA	3,433.79	-6,614.01	13,285.25
EBITDA 利息保障倍数	0.71	-0.63	1.66
经营活动现金流净额	10,918.95	43,315.07	-15,215.43
收现比	4.72	4.91	0.22

资料来源: 公司 2018-2020 年审计报告, 中证鹏元整理

¹ 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。

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**2020 年平凉市和崆峒区经济持续增长，固定资产投资保持较高增速，为公司发展提供了良好的基础。
- **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。

关注

- **公司存在欠息及逾期借款。**根据公司提供的 2021 年 6 月 7 日查询的企业信用报告，公司本部存在未结清关注类、次级类信贷规模较大，且存在未结清欠息。
- **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合资公司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，叠加疫情影响，2020 年公司旅游产品开发收入规模持续下降，未来经营存在不确定性，公司旅游产品开发业务持续性差。
- **公司面临很大的偿债压力。**2020 年末公司总债务金额较大，其中短期债务占比较高，现金短期债务比极低，利润对总债务的覆盖仍较弱，面临很大的偿债压力。
- **公司资产质量较差、公益性资产占比较高且整体流动性较弱，融资弹性较小。**截至 2020 年末，应收款项对资金形成一定占用，以土地为主的存货和以道路为主的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较差，融资弹性较小。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、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2021年5月17日，本期债券募集资金专项账户余额为34.23元。

三、发行主体概况

2020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1,440.00万元，截至2020年末，公司实收资本变更为168,595.00万元，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84.23%，国开基金持股比例变更为15.77%。除上述变化外，2020年公司名称和主营业务均未发生变更，控股股东和实际控制人仍为平凉市国资委。

2021年5月，公司董事长、法定代表人崔小宾接受纪律审查和监察调查，根据公司临时董事会研究，公司董事、总经理韩丰斌暂代履行法定代表人职责。截至2021年5月末，公司董事会共5人，除董事长外其余4名董事均由平凉市国资委委员会任命；总经理1人，由平凉市国资委委员会任命，副总经理5人，由平凉市人民政府任命3位；但因平凉市国资委未进行委派和相关监事未选举，公司暂无任职监事，需关注公司治理风险。

2020年公司合并范围内新增子公司2家，无减少子公司，截至2020年末，公司纳入合并范围的子公司为18家（详见附录四）。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
平凉崆峒山农业科技发展有限责任公司	100.00%	1,000.00	农业技术的研发及服务；农业设备的研发及加工；农产品的种植、畜牧养殖技术开发等	设立
平凉崆峒山文化创意有限责任公司	100.00%	1,000.00	文化产业投资，自营和代理旅游商品；电子商务服务，音乐剧、话剧、舞剧创作，电影电视剧剧本策划及创作，文化艺术作品创作，动漫设计制作等	设立

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020 年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020 年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020 年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60 万亿元，同比增长 2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降 6.8%，二至四季度分别增长 3.2%、4.9%和 6.5%，我国 GDP 增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长 2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020 年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自 2 月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3 月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行

人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域经济环境

平凉市经济实力逐步增强，固定资产投资增长较快，但人均GDP较低，经济发展水平不高

2020年平凉市经济保持增长。分产业来看，第一产业增加值109.85亿元，增长5.6%；第二产业增加值116.70亿元，增长1.2%；第三产业增加值249.61亿元，增长4.00%。三次产业结构比重由20:27.1:52.9调整为23.1:24.5:52.4，第三产业仍为主要组成部分。以2019年常住人口212.53万人计算，2020年平凉市人均地区生产总值为22,404元，是全国人均地区生产总值的30.93%。

2020年平凉市规上工业增加值3.6%。从重点行业增加值完成情况看，电力、热力生产和供应业增长16.4%，燃气生产和供应业29.7%，化学原料和化学制品制造业增长23.5%，非金属矿采选业增长36.6%。固定资产投资方面，仍保持较高速度增长，分产业看，第一产业投资同比下降29.62%，第二产业投资增长61.62%，第三产业投资增长8.36%；基础设施投资下降13.33%，民间固定资产投资增长28.7%。

平凉市旅游业受疫情影响较大，2020年度全年接待国内游客2,496.3万人次，比上年下降14.11%。国内旅游收入123.62亿元，下降28.86%；2020年平凉市社会销售零售总额受疫情影响增速由正转负。此外，进出口总额及存贷款余额均保持不同程度的增长。

表2 平凉市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	476.16	3.50%	456.58	6.40%
第一产业增加值	109.85	5.60%	91.29	6.00%
第二产业增加值	116.70	1.20%	123.68	6.20%
第三产业增加值	249.61	4.00%	241.61	6.60%
工业增加值	85.14	0.10%	93.41	5.80%

固定资产投资	-	14.30%	-	12.32%
社会消费品零售总额	165.68	-1.1%	224.13	7.70%
进出口总额	-	-	4.79	10.10%
存款余额	1017.98	11.07%	916.49	8.54%
贷款余额	697.13	6.2%	656.44	4.69%
人均 GDP（元）		22,404		21,514
人均 GDP/全国人均 GDP		30.93%		30.35%

注：人均 GDP=GDP/常住人口，其中 2020 年人均 GDP 按照 2019 年末常住人口计算

资料来源：2019-2020 年平凉市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年平凉市实现一般公共预算收入32.83亿元，同比增长0.90%，其中税收收入20.13亿元，同比下降5.20%；实现政府性基金收入41.65亿元，同比增加28.63%；同期平凉市一般公共预算支出为242.14亿元，同比增长0.14%，财政自给率为13.56%。

平凉市崆峒区经济保持增长，固定资产投资持续发力，受疫情影响旅游业尚未完全恢复

崆峒区经济保持增长，2020年全区实现地区生产总值151.73亿元，同比增长4.2%，增速高于全国平均水平，其中第一产业增加值完成15.2亿元，增长5.1%；第二产业增加值完成36.66亿元，增长6.6%；第三产业增加值完成99.87亿元，增长3.2%。三次产业结构比由2019年的7.13:27.1:65.77调整为10.02:24.16:65.82。以2019年末常住人口53.48万人计算，崆峒区2020年人均地区生产总值28,371元，是全国人均地区生产总值的39.16%。

崆峒区固定资产投资保持增长，按三次产业分，第一产业投资下降8.48%；第二产业投资下降29.61%，其中工业投资下降29.61%；第三产业投资增长17.42%。基础设施投资增长42.49%。民间固定资产投资增长12.18%。消费市场受疫情影响较大，2020年崆峒区实现社会消费品零售总额增速由正转负；全区全年接待国内游客710万人次，比上年下降0.2%；旅游收入36.15亿元，恢复至2019年的65.23%（不包含崆峒山大景区）。此外，2020年崆峒区存贷款余额仍保持不同程度的增速。

表3 崆峒区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	151.73	4.2%	148.07	6.7%
第一产业增加值	15.20	5.1%	10.55	6.3%
第二产业增加值	36.66	6.6%	40.09	6.8%
第三产业增加值	99.87	3.2%	97.42	6.7%
固定资产投资	-	14.34%	-	14.46%
社会消费品零售总额	79.58	-1.1%	88.2	7.7%
存款余额	417.8	12.36%	371.85	11.87%
贷款余额	311.8	9.69%	284.26	9.06%
人均 GDP（元）		28,371		27,728
人均 GDP/全国人均 GDP		39.16%		39.11%

资料来源：2019-2020年崆峒区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年平凉市崆峒区一般公共预算收入7.2亿元，比上年增长20.9%；实现政府性基金收入0.13亿元，同比减少78.4%。

五、经营与竞争

2020年公司营业收入规模较小，主要为旅游开发产品收入和智慧旅游收入。由于2020年仍未实现代建项目收入，同时大景区管委会于2019年将崆峒山景区门票、客运等主要业务交由合并范围外的合资公司崆峒山文旅运营，公司旅游开发产品收入大幅下滑，叠加疫情的影响，公司营业收入持续下降，销售毛利率下滑至-48.67%。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
旅游开发产品收入	565.47	-101.46%	3,058.86	-4.89%
智慧旅游收入	524.25	15.70%	0.00	-
物业收入	199.80	-133.86%	0.00	-
演出收入	23.61	93.99%	0.00	-
其他	41.78	92.29%	251.76	-81.50%
主营业务收入小计	1,354.91	-51.52%	3,310.62	-10.72%
其他业务收入	26.58	96.98%	12.15	100.00%
营业收入合计	1,381.49	-48.67%	3,322.77	-10.32%

资料来源：公司提供，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2020年仍未实质性推进，完工时间存在较大不确定性

由于代建的崆峒区基础设施建设项目均已完工并结算，2020年公司仍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2020年末公司应收账款中的项目回款为7.25亿元，但暂无明确的回款时间安排。

截至2020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，2020年上述项目均未实质性推进，项目建设进度远低于预期。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年疫情影响，项目最终完工时间将有所延后。

表5 截至2020年末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	40,080.67

崆峒山基础设施维修工程	78,816.00	981.72
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	4,502.65
崆峒古镇一期改造提升工程	19,000.00	6,891.83
合计	317,376.10	52,524.34

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持续下滑，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崆峒山文旅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山文旅。受此影响，2019年4月公司失去景区大部分经营权，叠加疫情影响，2020年旅游产品开发业务收入规模明显下降，且大幅亏损。

表6 公司旅游产品开发收入明细（单位：万元）

项目	2020年	2019年
门票	0.00	2,032.01
客运收入	0.00	1,026.84
小计	0.00	3,058.85
其他	1,354.91	263.91
合计	1,354.91	3,322.76

注：上表中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或相关的收入。
 资料来源：公司提供

2020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，2020年公司未实现门票及客运收入，未来公司能否控股崆峒山文旅仍未确定，公司未来旅游产品开发业务存在较大不确定性。

表7 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	2020年	2019年
接待旅游人次	255.8	250.6
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

2020年公司新增智慧旅游收入，该项收入主要来源于子公司甘肃崆峒智慧旅游有限责任公司，主要提供与美团等15家OTA平台合作并上线的崆峒山景区系列及酒店等产品服务，同时开发运营平凉送到家生鲜超市平台及提供智游崆峒网等产品服务。2020年公司实现智慧旅游收入524.25万元。公司物业收入主要为对崆峒古镇商户提供物业管理、水电供给等服务收取的费用；演出收入主要来自子公司平凉市崆

峒山演艺有限公司。上述收入规模均较小。

2020年公司获得一定的外部支持

2020年，公司收到政府盘活土地资产而支付的土地收益资金合计0.78亿元并计入其他收益，有助于提升公司利润。

六、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2019-2020年审计报告，报告采用新会计准则编制。2020年公司合并范围内新增子公司2家，无减少子公司，详见表1。

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较差

2020年末公司资产总额略有下降，资产结构仍以流动资产为主。

2020年末公司货币资金规模很小，无受限资金。公司应收账款主要系应收工程结算款，2020年末为7.30亿元，同比基本持平，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99.25%，集中度较高；此外，应收款项中对外质押的金额为0.46亿元。其他应收款主要系往来款，2020年末为10.81亿元，同比基本持平，前五名应收单位分别为平凉崆峒山大景区管委会、平凉市崆峒区建设局、平凉市崆峒区人民政府、崆峒镇人民政府和广惠投资有限责任公司等，上述单位应收款合计为9.00亿元，集中度较高。综合来看，公司应收款项（应收账款+其他应收款）规模较大，对资金形成一定占用，考虑到应收单位大部分为政府相关部门，回收时间尚未有明确安排。

截至2020年末，公司存货仍主要由开发成本和开发产品构成，规模同比略有下降，其中5.26亿元存货已对外抵押；从存货构成来看，开发成本为12.43亿元，全部为待开发土地资产，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9.40亿元，目前可产生一定的运营收入，规模相对较小。

2020年末公司投资性房地产规模同比变化不大，仍主要系公司投建的广成驿站等项目的土地使用权，为商业旅游用地。在建工程主要系崆峒古镇一期改造提升工程、崆峒古镇二期工程等，随着部分工程转入固定资产而减少，公司在建工程项目进度较为缓慢。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，2020年末规模没有变动，上述三项资产均属于公益性资产。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	329.53	0.05%	853.54	0.13%
应收账款	72,958.85	11.41%	73,009.97	11.33%
其他应收款	108,092.82	16.90%	109,059.03	16.93%
存货	218,337.59	34.14%	221,634.85	34.40%
流动资产合计	404,605.00	63.26%	409,523.30	63.56%
投资性房地产	53,295.13	8.33%	51,815.08	8.04%
在建工程	18,653.29	2.92%	19,529.92	3.03%
其他非流动资产	140,769.21	22.01%	140,769.21	21.85%
非流动资产合计	235,020.39	36.74%	234,793.90	36.44%
资产总计	639,625.39	100.00%	644,317.20	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 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较差，未来公司融资弹性不佳。

收入质量与盈利能力

公司营业收入大幅下滑，利润持续亏损

由于代建项目均已完工结算，2020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，叠加疫情影响，旅游开发产品收入大幅下降，综合导致公司营业收入规模持续缩减。同时，公司无在建及拟建代建项目，旅游开发产品业务运营收入较小，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，2020年公司销售毛利率大幅下降，经营持续亏损；受益于公司投资性房地产形成的公允价值变动收益的增加，以及公司收到政府盘活土地资产而支付的土地收益资金合计0.78亿元并计入其他收益，公司利润总额亏损有所收窄。

表9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年	2019年
营业收入	1,381.49	3,322.77
收现比	4.72	4.91
公允价值变动收益	1,480.05	811.21
资产处置收益	-13.21	-2,408.10
营业利润	-2,607.25	-7,624.34
其他收益	7,751.91	192.00
利润总额	-2,466.44	-7,530.53
销售毛利率	-48.67%	-10.32%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司偿债指标表现较差，债务偿付压力很大

2020年末公司所有者权益仍主要由实收资本和资本公积构成，受归还国开基金投资款的影响，2020年末所有者权益同比略有下降，公司总负债亦略有下降，产权比率变化不大。

图 1 公司资本结构

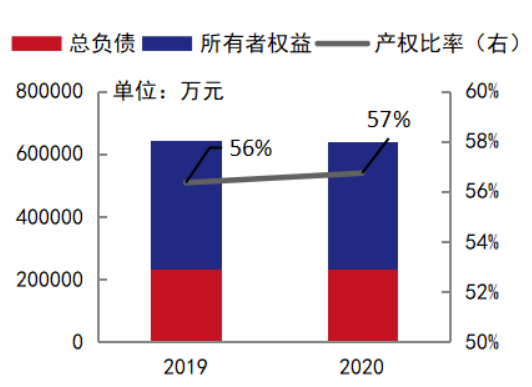
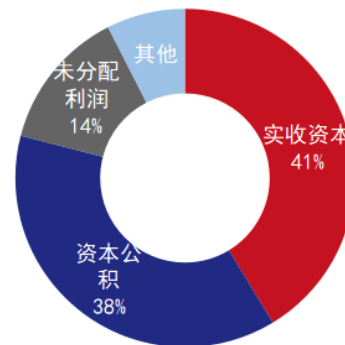


图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，2020年末公司负债仍主要由流动负债构成。

2020年末公司短期借款仍均为信用借款，同比有所下降。应交税费主要系企业所得税及增值税等。其他应付款主要系与平凉市惠民投资开发有限责任公司（以下简称“惠民投资”）和崆峒区财政局等单位的往来款，2020年末随着资金往来的增加而增长17.93%，其中惠民投资为平凉市国资委控制的国有企业，公司对惠民投资公司的借款用途主要为化解债务及偿还借款，期限一般为半年以内，利率约为7.9%，部分已经超过约定期限。2020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1.48亿元、1年内到期的长期借款1.85亿元和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，2020年末同比大幅增加。应付债券系本期债券扣除一年内需偿还的部分。长期应付款均为对租赁公司的融资租赁款，2020年末虽同比有所下降，但规模仍然较大且利率较高。

表10 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	12,000.00	5.18%	13,000.00	5.60%
应交税费	19,496.44	8.42%	19,537.98	8.41%
其他应付款	68,875.88	29.75%	58,403.30	25.15%
一年内到期的非流动负债	40,336.00	17.42%	62,400.00	26.87%
流动负债合计	153,892.37	66.47%	160,772.67	69.24%
长期借款	21,000.00	9.07%	3,800.00	1.64%

应付债券	3,055.12	1.32%	10,055.55	4.33%
长期应付款	41,198.99	17.80%	45,583.48	19.63%
非流动负债合计	77,618.95	33.53%	71,433.85	30.76%
负债合计	231,511.32	100.00%	232,206.52	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司总债务为17.50亿元，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、其他应付款中有息借款、长期借款、应付债券和长期应付款中融资租赁款构成，占总负债比重有所下降，其中短期债务占比有所下降但仍相对较高，短期偿债压力较大。

图 3 公司债务占负债比重

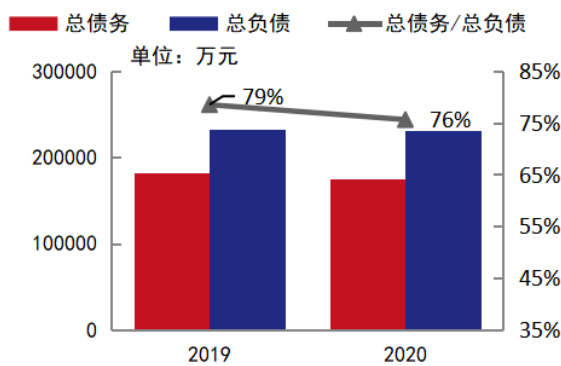
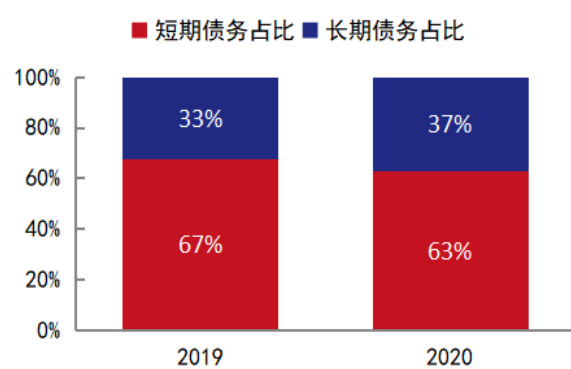


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末公司资产负债率较上年末变化不大。由于公司短期债务规模较大，货币资金很少，现金短期债务比极低，现金类资产对短期债务的覆盖程度极弱。同时，受益于2020年公司获得政府支持增大，其他收益增加而亏损有所收窄，EBITDA利息保障倍数为上升至0.71，但利润总额对公司债务的覆盖能力仍较弱。整体来看，公司总债务偿付压力很大。

表11 公司偿债能力指标

项目	2020年	2019年
资产负债率	36.19%	36.04%
现金短期债务比	0.00	0.01
EBITDA 利息保障倍数	0.71	-0.63

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年6月7日），公司本部存在未结清关注类信贷记录合计3.69亿元，未结清次级类信贷记录合计2.35亿元，存在欠息记录合计0.25亿元，

具体情况如下表所示。

表12 截至 2021 年 6 月 7 日公司不良信用记录情况（单位：万元）

金融机构	关注类	次级类	欠息	到期日	备注
徽银金融租赁有限公司	14,882.98	-	-	最后一期 2023-8-24	已签署《租金支付调整协议书》
	-	-	558.92	2021-5-14	协商中
兰州银行股份有限公司	8,000.00	-	-	2021-6-12	已展期，展期后到期日为 2021 年 6 月 12 日，新展期协商中
长江联合金融租赁有限公司	3,300.00	-	-	最后一期 2021-9-30	根据公司提供材料，已调整租金支付
	-	4,400.00	-	2021-3-25	征信报告显示展期，未签署展期协议
上海浦东发展银行股份有限公司兰州雁滩支行	-	2,750.00	-	2021-6-26	征信报告显示展期，未签署展期协议
	-	150.00	-	2021-3-25	征信报告显示展期，未签署展期协议
	-	-	3.88	2021-3-25	根据公司提供材料，为展期前形成，未消除记录
基石国际融资租赁有限公司	-	-	884.50	2021-6-2	协商中
	-	-	301.16	2021-5-7	协商中
	10,754.24	-	-	最后一期 2023-10-10	协商中
甘肃银行股份有限公司	-	-	692.04	2021-5-21	协商中
洛银金融租赁股份有限公司	-	-	61.29	2020-12-15	到期利息已偿还
	-	13,484.12	-	最后一期 2023-6-8	到期部分已偿还
中国进出口银行甘肃省分行	-	2,700.00	-	2021-1-31	已展期，展期后 2021 年 9 月 30 日偿还本金 1,350 万元，剩余全部本息 2021 年 11 月 30 日偿还
合计	36,937.22	23,484.12	2,501.79	-	-

注：到期日为征信报告记录时间，欠息到期日为征信报告余额变化日期

资料来源：公司提供

或有事项分析

截至2021年5月末，公司对外担保金额合计为2,293.60万元，被担保方平凉泓源工业投资发展有限责任公司，该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13 截至 2021 年 5 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
平凉泓源工业投资发展有限责任公司	2,293.60	2022.04.24	否
合计	2,293.60	-	-

资料来源：公司提供

八、本期债券偿还保障分析

瀚华担保提供的保证担保有效提升了本期债券信用水平

本期债券由瀚华担保提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用，保证期间为被担保债券存续期及债券到期之日起两年。

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年末，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，无实际控制人，股权结构如下表所示。

表14 截至2020年末瀚华担保股权结构

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
合计	350,000.00	100.00

资料来源：瀚华担保提供

瀚华担保主要从事融资担保、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2020年实现营业收入7.04亿元，同比有所下降；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70.89%，为最主要收入来源。2020年瀚华担保担保业务收入4.99亿元，同比有所下降。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，2020年利息收入小幅增长。

表15 瀚华担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	49,893.66	70.89%	52,377.07	69.82%	50,185.58	68.21%
利息收入	9,650.25	13.71%	8,105.95	10.81%	12,995.61	17.66%
手续费及佣金收入	9,197.70	13.07%	13,052.55	17.40%	9,145.97	12.43%
投资收益	1,200.11	1.71%	1,600.76	2.13%	667.28	0.91%
其他收入	437.33	0.62%	-118.30	-0.16%	579.52	0.79%
合计	70,379.05	100.00%	75,018.03	100.00%	73,573.96	100.00%

资料来源：瀚华担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，瀚华担保资产总额为60.35亿元，所有者权益为41.16亿元；2020年度，瀚华担保实现营业收入7.04亿元，净利润2.07亿元。

表16 近年瀚华担保主要财务数据（单位：万元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	603,477.35	612,511.76	607,453.59
所有者权益合计	411,580.39	407,210.87	400,528.98

营业收入	70,379.05	75,018.03	73,573.96
担保费收入	49,893.66	52,377.07	50,185.58
净利润	20,732.86	24,700.19	23,867.32
净资产收益率	5.06%	6.12%	5.89%
融资担保责任余额（亿元）	-	249.23	295.02
准备金覆盖率	-	5.50%	4.79%
融资担保放大倍数	-	6.21	7.47
当期担保代偿率	-	0.49%	0.81%

资料来源：瀚华担保 2018-2020 年审计报告及瀚华担保提供，中证鹏元整理

综合来看，瀚华担保业务发展情况较好，代偿能力强，经中证鹏元综合评定瀚华担保主体信用等级为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。

九、结论

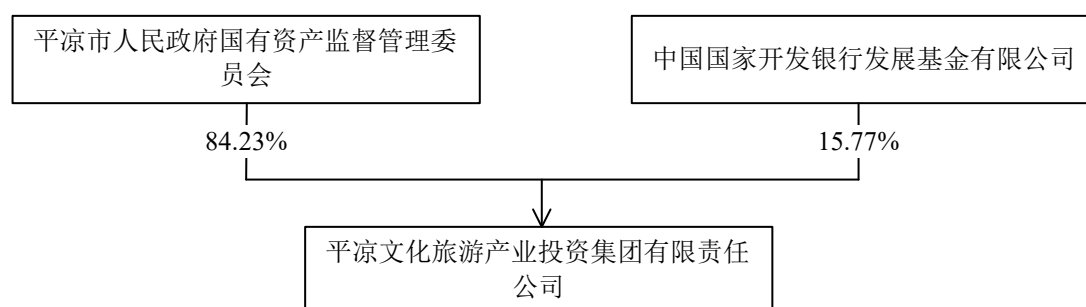
综上，中证鹏元下调公司主体信用等级为A+，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望调整为稳定。

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）	2020年	2019年	2018年
货币资金	329.53	853.54	17,431.06
应收账款	72,958.85	73,009.97	49,898.94
其他应收款	108,092.82	109,059.03	92,821.80
存货	218,337.59	221,634.85	262,694.88
流动资产合计	404,605.00	409,523.30	427,424.58
其他非流动资产	140,769.21	140,769.21	140,769.21
非流动资产合计	235,020.39	234,793.90	230,364.04
资产总计	639,625.39	644,317.20	657,788.62
短期借款	12,000.00	13,000.00	31,500.00
其他应付款	68,875.88	58,403.30	13,289.45
一年内到期的非流动负债	40,336.00	62,400.00	34,400.00
流动负债合计	153,892.37	160,772.67	105,032.93
长期借款	21,000.00	3,800.00	28,650.00
应付债券	3,055.12	10,055.55	19,898.51
长期应付款	41,198.99	45,583.48	69,357.03
非流动负债合计	77,618.95	71,433.85	129,697.56
负债合计	231,511.32	232,206.52	234,730.48
总债务	175,047.48	182,288.39	184,305.53
所有者权益	408,114.06	412,110.68	423,058.13
营业收入	1,381.49	3,322.77	29,899.19
营业利润	-2,607.25	-7,624.34	11,726.04
其他收益	7,751.91	192.00	3,489.88
利润总额	-2,466.44	-7,530.53	11,725.19
经营活动产生的现金流量净额	10,918.95	43,315.07	-15,215.43
投资活动产生的现金流量净额	243.16	293.30	1,901.17
筹资活动产生的现金流量净额	-11,686.12	-60,185.88	12,608.41
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	-48.67%	-10.32%	8.49%
收现比	4.72	4.91	0.22
资产负债率	36.19%	36.04%	35.68%
现金短期债务比	0.00	0.01	0.26
EBITDA（亿元）	0.34	-0.66	1.33
EBITDA 利息保障倍数	0.71	-0.63	1.66

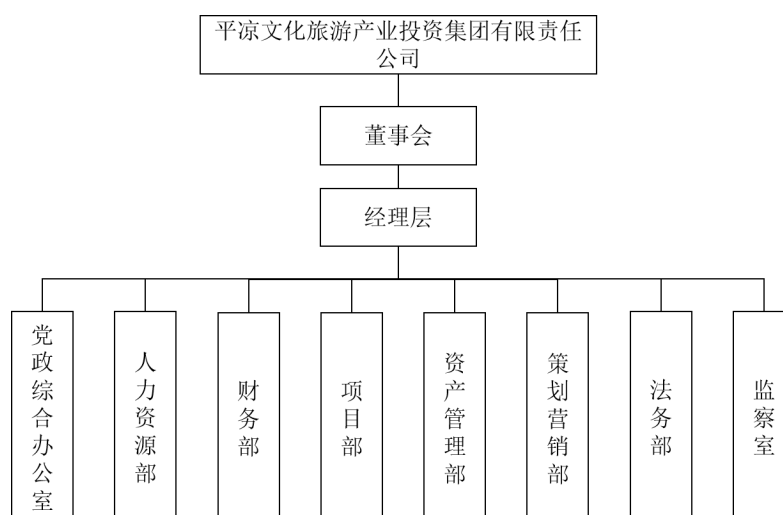
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2020年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

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
平凉市欣亚园林古建工程有限责任公司	100.00	土木工程建筑、古建筑工程专业承包	设立
平凉五味宫大酒店有限公司	100.00	住宿和餐饮业	设立
平凉太统山旅游景区有限责任公司	100.00	水利、环境和公共设施管理业	设立
平凉市崆峒山演艺有限公司	100.00	文化、体育和娱乐业	设立
平凉崆峒古镇五行苑酒店有限责任公司	100.00	住宿和餐饮业	设立
平凉市崆峒山武术演艺有限公司	100.00	文化、体育和娱乐业	设立
平凉崆峒山农业科	100.00	农业技术的研发及服务；农业设备的研发及加工；农产品的种植、畜牧养殖	设立

技发展有限责任公司		技术开发；农家乐观光旅游；园林绿化、园林技术服务，草坪盆景的培育；农产品、预包装食品、速冻食品的（线上线下）的销售（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）	
平凉崆峒山文化创意有限责任公司	100.00	文化产业投资，自营和代理旅游商品；电子商务服务（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），集邮信息咨询，音乐剧、话剧、舞剧创作，电影电视剧剧本策划及创作，文化艺术作品创作，动漫设计制作；科技、美术、计算机软件开发，文化艺术交流策划，舞台艺术造型策划，企业形象策划，会务服务，礼仪服务，摄影服务；旅游产品策划、设计、开发、销售；日用百货、劳保用品、日化用品、宣传用品、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、粮油、酒类销售；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

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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。