



# CREDIT RATING REPORT

## 报告名称

# 延安旅游（集团）有限公司 主体与相关债项2023年度跟踪评级报告

## 目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
主体概况
偿债环境
财富创造能力
偿债来源与负债平衡
外部支持
担保分析
评级结论



## 信用等级公告

DGZX-R【2023】00613

大公国际资信评估有限公司通过对延安旅游（集团）有限公司及“22 延旅债/22 延旅专项债”的信用状况进行跟踪评级，确定延安旅游（集团）有限公司的主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定，“22 延旅债/22 延旅专项债”的信用等级维持 AA+。

特此公告。

大公国际资信评估有限公司

评审委员会主任：

二〇二三年六月二十六日



## 评定等级

主体信用					
跟踪评级结果	AA	评级展望	稳定		
上次评级结果	AA	评级展望	稳定		
债项信用					
债券简称	发行额(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
22 延旅债/22 延旅专项债	5.00	7 (3+4)	AA+	AA+	2022.09

## 主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2022	2021	2020
总资产	149.52	137.22	123.05
所有者权益	55.31	55.04	43.12
总有息债务	78.82	66.72	73.20
营业收入	4.72	2.88	3.15
净利润	0.33	0.44	0.27
经营性净现金流	6.25	10.95	2.63
毛利率	18.57	31.94	19.36
总资产报酬率	0.12	0.22	0.37
资产负债率	63.01	59.89	64.96
债务资本比率	58.76	54.80	62.93
EBITDA 利息保障倍数(倍)	0.26	0.59	1.15
经营性净现金流/总负债	7.08	13.51	3.73

注：公司提供了 2022 年财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2022 年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。本报告 2020 年财务数据采用 2021 年审计报告调整后数据。

评级小组负责人：肖尧

评级小组成员：刘银玲

电话：010-67413300

传真：010-67413555

客服：4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

## 主要观点

延安旅游（集团）有限公司（以下简称“延旅集团”或“公司”）作为延安市国有旅游资源经营的重要主体，仍主要从事延安市旅游景区运营管理及旅游市场开发等业务。跟踪期内，延安丰富的红色旅游资源仍可为公司核心业务发展提供良好的产业环境，公司旅游资源质量仍较好，在融资担保和政府补助方面可继续获得有力支持；但景区及旅游业务仍受市场环境影响，其中景区业务收入同比大幅下滑且发生亏损，同时景区客流量及旅游业务接待旅客人数同比大幅减少，期间费用仍对利润形成严重侵蚀，在建项目投资规模较大，未来仍面临一定的资本支出压力，有息债务规模仍很大且期末现金及现金等价物对短期有息债务覆盖倍数很低，公司存在很大的债务压力。此外，延安城市建设投资（集团）有限责任公司（以下简称“延安城投”）为“22 延旅债/22 延旅专项债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

## 优势与风险关注

### 主要优势/机遇：

- 延安历史悠久，红色资源丰富，是全国爱国主义、革命传统和延安精神三大教育基地，仍可为公司核心业务发展提供良好的产业环境；
- 公司拥有以 5A 级旅游景区宝塔山为核心的四大风景区垄断经营管理权，旅游资源质量仍较好；
- 公司是控股股东延安城投旗下从事旅游资源开发经营的唯一主体，是延安市地方旅游业的龙头企业，在资产划转、融资担保、资金注入和政府补助等方面可获得股东及政府的有力支持，2022 年以来主要体现为融资担保和政府补助方面的支持；
- 延安城投为“22 延旅债/22 延旅专项债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。



### 主要风险/挑战:

- 2022 年, 由于旅游市场环境加大对景区业务的冲击等原因, 公司整体毛利率同比大幅下降, 其中景区业务收入同比大幅下滑且发生亏损, 同时景区客流量及旅游业务接待旅客人数同比大幅减少;
- 2022 年, 公司期间费用率仍较高, 对利润形成严重侵蚀;
- 截至 2022 年末, 公司在建项目投资规模较大, 未来仍面临一定的资本支出压力;
- 2022 年末, 公司有息债务规模仍很大且同比增长, 期末现金及现金等价物对短期有息债务覆盖倍数很低, 存在很大的债务压力, 同时债务融资中融资租赁借款规模仍较大, 面临较大的成本压力。



## 评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《一般工商企业信用评级方法》，版本号为 PF-YBGS-2022-V. 3. 0，该方法已在大公官网公开披露。本次评级所使用模型及结果如下表所示：

评级要素	分数
<b>要素一：财富创造能力</b>	<b>3.95</b>
（一）市场竞争力	4.01
（二）运营能力	1.00
（三）可持续发展能力	5.33
<b>要素二：偿债来源与负债平衡</b>	<b>3.98</b>
（一）偿债来源	3.70
（二）债务与资本结构	5.65
（三）保障能力分析	2.00
（四）现金流量分析	4.81
<b>调整项</b>	<b>无</b>
<b>基础信用等级</b>	<b>a</b>
<b>外部支持</b>	<b>3</b>
<b>模型结果</b>	<b>AA</b>

外部支持说明：公司是控股股东延安城投旗下从事旅游资源开发经营的唯一主体，拥有 5A 级旅游景区宝塔山的垄断经营管理权，为延安市地方旅游业的龙头企业，能够获得股东在资产划转和融资担保等方面的有力支持。

注：大公对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形。

评级模型所用的数据根据公开及公司提供资料整理。

最终评级结果由评审委员会确定，可能与上述模型结果存在差异。

## 评级历史关键信息

主体评级	债项名称	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	22 延旅债/22 延旅专项债	AA+	2022/09/16	肖尧、刘银玲	产业投融资控股企业信用评级方法（V. 3. 1）	<a href="#">点击阅读全文</a>
AA/稳定	-	-	2020/08/27	李婷婷、赵婧	产业投融资控股企业信用评级方法（V. 2. 1）	未查询到相关公开披露信息



## 评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、本报告中所载的主体信用等级仅作为大公对延安旅游（集团）有限公司及相关债项跟踪评级使用，未经大公书面同意，本报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

二、评级对象或其发行人与大公、大公子公司、大公控股股东及其控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性、审慎性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。

大公评级人员与评级委托方、评级对象或其发行人之间，不存在影响评级客观性、独立性、公正性、审慎性的关联关系。

三、大公及评级项目组履行了尽职调查以及诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正、审慎的原则。

四、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因评级对象或其发行人和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

五、本报告引用的资料主要由评级对象或其发行人提供或为已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由评级对象或其发行人/信息公布方负责。大公对该部分资料的合法性、真实性、准确性、完整性和有效性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

由于评级对象或其发行人/信息公布方提供/公布的信息或资料存在瑕疵（如不合法、不真实、不准确、不完整及无效）而导致大公的评级结果或评级报告不准确或发生任何其他问题，大公对此不承担任何责任（无论是对评级对象或其发行人或任何第三方）。

六、本报告系大公基于评级对象及其他主体提供材料、介绍情况作出的预测性分析，不具有鉴证及证明功能，不构成相关决策参考及任何买入、持有或卖出等投资建议。该预测性分析受到材料真实性、完整性等影响，可能与实际经营情



况、实际兑付结果不一致。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接或间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

七、本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，债券信用等级有效期至被跟踪债券到期日。在有效期限内，大公将根据需要对评级对象或其发行人进行定期或不定期跟踪评级，且有权根据后续跟踪评级的结论，对评级对象或其发行人做出维持、变更或终止信用等级的决定并及时对外公布。

八、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



## 跟踪评级说明

根据大公承做的延旅集团存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对评级对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

## 跟踪债券及募资使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）					
债券简称	发行额度	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
22 延旅债/22 延旅专项债	5.00	5.00	2022.09.30~ 2029.09.30	3.00 亿元用于安塞黄土风情园提升改造工程项目，2.00 亿元用于补充营运资金	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

## 主体概况

延旅集团前身为延安“四山”管理委员会（即森林公园），2000 年 5 月，根据延政发【2000】22 号文件，延安市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“延安市国资委”）决定将延安“四山”管理委员会（即森林公园）改制设立为有限责任公司（延安通达旅游有限公司），初始注册资本和实收资本均为 1.20 亿元。截至 2022 年末，公司注册资本 12.50 亿元，实收资本 2.50 亿元，为延安城投全资子公司，实际控制人为延安市国资委；纳入合并范围的二级子公司共 17 家，其中 13 家全资子公司、4 家控股子公司；控股股东持有公司股权不存在质押情况。

公司按照《公司法》等相关法律、法规要求，不断完善治理结构<sup>1</sup>。公司设股东会，延安城投为公司唯一股东，履行出资人职责。董事会由 7 名董事组成，设董事长 1 名，董事会对股东会负责，公司重大经营管理事项必须经党委研究讨论后，再由董事会或经理层作出决定。监事会由 5 名监事组成，设监事会主席 1 名。经理层设总经理 1 名、副总经理 4 名、总会计师 1 名，经理层对董事会负责。公司下设党群工作部、对外合作部、战略投资部、运营管理部、人力资源部、采购中心、财务中心等 9 个部门，保障公司运营。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（自主查询版），截至 2023 年 4 月 18 日，公司本部不存在不良或关注类信贷记录。截至本报告出

<sup>1</sup> 《公司章程》为 2022 年 11 月修订版本。





具日，公司在债券市场发行的债务融资工具均按时还本付息。

## 偿债环境

### （一）宏观环境

2022 年我国宏观经济大盘总体稳定，2023 年一季度我国经济运行开局良好，随着稳增长政策效应的不断显现，我国经济发展质量将稳步提升。

2022 年，我国经济增长面临一定阻力，政府加大宏观调控的力度，有效应对超预期因素的冲击，宏观经济大盘总体稳定，全年 GDP 比上年增长 3.0%。面对经济下行压力，政府出台实施稳经济一揽子政策和接续措施，推动经济企稳回升。积极的财政政策前置发力，加快地方债券特别是专项债券发行使用，实施大规模留抵退税助企纾困，大力优化支出结构。稳健的货币政策灵活适度，充分发挥总量和结构双重功能，保持流动性合理充裕。我国经济总量再上新台阶，经济高质量发展取得新成效。

2023 年，我国经济运行开局良好，市场预期明显改善，但国内经济回升基础尚不牢固，宏观政策将主要围绕扩内需、稳就业、防风险和促增长等方面加码发力。一季度我国 GDP 同比增长 4.5%，其中消费增长明显回升，基建投资保持稳健，制造业投资保持较强韧性，房地产拖累效应减弱，外贸进出口明显回稳；积极的财政政策加力提效，财政支出持续增加、专项债前置发力以及税费优惠政策优化延续等举措有效支持经济高质量发展；稳健的货币政策精准有力，通过降准等手段保持流动性合理充裕，继续加大结构性货币政策工具对重点经济领域和薄弱环节的支持力度。整体来看，2023 年在市场信心逐渐回升，以及国内扩内需、促消费等政策相互配合作用下，我国经济将整体回升。

### （二）行业环境

2022 年，外部旅游市场环境对旅游业冲击加大，全国全年旅游总人次及收入同比均明显下滑；旅游业是现代服务业的重要组成部分，国家政策支持力度较大。

旅游行业属于可选消费范畴，长期以来得益于国内经济发展、人均可支配收入增长、庞大的人口基数、消费水平提升、消费结构改变以及交通持续改善等因素，我国旅游业持续发展，但旅游业较为敏感，易受政治、经济、自然环境等因素影响。2022 年，外部旅游市场环境对旅游业冲击加大，根据文旅部发布的国内旅游抽样调查结果，2022 年国内旅游总人次 25.30 亿，比上年同期减少 7.16 亿，同比下降 22.1%，其中，城镇居民国内旅游人次 19.28 亿，同比下降 17.7%；农村居民国内旅游人次 6.01 亿，同比下降 33.5%。同期，国内旅游收入（旅游总消费）2.04 万亿元，比上年减少 0.87 万亿元，同比下降 30.0%。2023 年以来，国内市场环境逐步好转，居民消费能力进一步释放。根据文旅部发布的国内旅游



抽样调查统计结果，2023 年一季度，国内旅游总人次 12.16 亿，比上年同期增加 3.86 亿，同比增长 46.5%，其中，城镇居民国内旅游人次 9.44 亿，同比增长 52.0%；农村居民国内旅游人次 2.72 亿，同比增长 30.1%。

旅游景区方面，影响旅游业客源的因素主要包括旅游景区的性质与知名度、地理位置与交通便利情况、接待能力与水平及宣传和推广等。在众多景区中，往往景区级别越高对游客的吸引力越大，竞争力也越强。截至 2022 年 7 月 15 日，全国 A 级旅游景区约 14,610 个，较 2021 年末增加 278 个，其中 5A 级景区共 318 个，景区资源丰富。从区域分布看，5A 级景区主要集中在东部沿海地区以及中部地区，其中拥有超过 10 个 5A 级旅游景区的地区共 14 个，其中江苏 25 个、浙江 20 个、新疆 17 个，总量居全国前三。

酒店业对经济周期较为敏感，在全球经济进入下行周期，我国经济增速放缓背景下，酒店业整体不乐观，行业竞争激烈，近年来星级酒店数量呈逐年减少趋势。2022 年末，全国共有星级酒店 7,337 家，同比下降约 4.4%，其中五星级 783 家，四星级 2,285 家，三星级 3,487 家；全年星级酒店营业收入同比下降 14.6%。

政策方面，旅游业是现代服务业的重要组成部分，对于扩大就业、拉动内需消费及加速经济发展等具有很大作用，基于此，近年来中央及地方政府积极推出多项政策加快旅游业发展。2021 年 6 月，文旅部印发了《“十四五”文化和旅游发展规划》，随后又陆续印发艺术创作、文物保护和科技创新、公共文化服务、文化产业发展等一系列专项规划，对旅游业未来 5 年发展进行整体规划和布局，有利于推动旅游业高质量发展和不断优化发展环境。2022 年，国家发改委和文旅部联合印发《国民旅游休闲发展纲要（2022—2030 年）》，旨在进一步优化我国旅游休闲环境，促进文旅业态融合。总体来看，我国对旅游业政策支持力度较大，旅游发展环境持续优化。

### （三）区域环境

2022 年，延安市地区生产总值及规模以上工业增加值同比实现增长，经济进一步恢复，但全社会固定资产投资仍保持下降态势，财政自给率较低。

延安市位于陕西省北部，北连榆林，南接关中咸阳、铜川、渭南三市，东隔黄河与山西临汾、吕梁相望，西邻甘肃庆阳。全市总面积 3.7 万平方公里，辖 1 市 2 区 10 县，2022 年末全市常住人口 226.76 万人。延安是中国革命圣地、陕北地区政治、经济、文化和军事中心，也是国务院首批公布的全国 24 个历史文化名城之一。

2022 年，延安市全市实现地区生产总值 2,232 亿元，同比增长 4.6%，高于陕西省全年增速，其中第一产业增加值同比增长 4.8%，第二产业增加值同比增长 4.0%，第三产业增加值同比增长 5.5%。人均地区生产总值 98,390 元，同比增长



4.9%。规模以上工业增加值同比增长 24.9%，分门类看，采矿业增长 28.7%，制造业增长 22.3%，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增长 16.9%；社会消费品零售总额 446 亿元，同比增长 7.5%。全年固定资产投资（不含跨市项目和农户）同比下降 2.9%，其中第一产业投资同比下降 11.6%，第二产业投资同比增长 19.4%，第三产业投资同比下降 19.6%。从重点领域看，民间投资同比下降 18.9%，基础设施投资同比增长 3.9%，房地产开发投资同比下降 30.9%，高技术产业投资同比增长 12.1%。根据延安市统计局公开披露数据，2023 年 1~3 月，延安市地区生产总值同比增长 2.4%，全社会固定资产投资同比增长 7.1%，社会消费品零售总额同比增长 4.9%。

**表 2 2020~2022 年延安市主要经济指标(单位:亿元、%)**

指标	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	2,232	4.6	2,005	8.1	1,601	-0.8
人均地区生产总值(元)	98,390	4.9	88,127	8.8	69,934	-
规模以上工业增加值	-	24.9	-	40.7	-	-5.0
全社会固定资产投资	-	-2.9	-	-23.1	-	3.8
社会消费品零售总额	446	7.5	415	7.8	385	-6.5
三次产业结构	10.1:62.8:27.1		10.4:61.4:28.2		11.9:55.3:32.8	

数据来源：2020~2022 年延安市国民经济和社会发展统计公报

财政收入方面，2022 年延安市一般公共预算收入完成 180.45 亿元，较前两年有所增长；一般公共预算支出完成 477.37 亿元，同比增长 14.50%。期末延安市地方政府债务余额 621.21 亿元，财政自给率 37.80%。整体来看，2022 年延安市地区生产总值及规模以上工业增加值同比实现增长，经济进一步恢复，但全社会固定资产投资仍保持下降态势，且财政自给率较低。

延安历史悠久，红色资源丰富，是全国爱国主义、革命传统和延安精神三大教育基地，为公司核心业务发展提供了良好的产业环境且具有很强带动作用。

延安历史悠久，文物古迹荟萃，有“塞上咽喉”、“军事重镇”之称，其标志性建筑宝塔山，是革命圣地的象征，融自然景观与人文景观为一体，市内还有杨家岭革命旧址、凤凰山麓革命旧址、中华民族始祖黄帝轩辕氏陵墓等众多历史文化景观。同时，陕北民歌、陕北大秧歌、安塞腰鼓、农民画等民间艺术久负盛名，独具特色。旅游资源环境提升方面，延安市先后实施了六大文化旅游园区建设、十大革命旧址景区内部文化提升和外部环境整治工程、26 个重点文化旅游建设项目和旧城改造计划等工程，硬件环境持续改善。截至 2022 年末，延安市拥有 A 级旅游景区 52 个，其中 5A 级和 4A 级景区分别为 3 个和 6 个。

根据延安市政府发布数据，目前延安市内有历史遗迹 5,808 处，革命旧址



445 处，珍藏文物近 7 万件，是全国爱国主义、革命传统和延安精神三大教育基地，国务院首批命名的中国历史文化名城。基于丰富的红色资源，近年来延安红色旅游发展迅速，吸引众多游客到革命老区观光，红色旅游成为延安经济新的增长点。整体来看，延安历史悠久，红色资源丰富，为公司核心业务发展提供了良好的产业环境。

## 财富创造能力

公司作为延安市国有旅游资源经营的重要主体，仍主要从事延安市旅游景区运营管理及旅游市场开发等业务；2022 年由于新增房产销售收入，公司营业收入同比大幅增长，但由于外部旅游市场环境加大对景区业务的冲击等原因，毛利率同比大幅下降。

公司仍是延安市国有旅游资源经营的重要主体，主要从事延安市旅游景区运营管理及旅游市场开发等业务，收入来源主要为景区运营、酒店业务、商品销售业务和房产销售业务，其中房产销售业务为 2022 年的新增业务。其他业务主要包括物业业务、培训业务、租赁业务等。

2022 年，公司营业收入同比大幅增长，分板块看，受市场环境的影响，景区业务和旅游业务收入同比均大幅下滑；酒店业务收入同比变动不大，主要是公司与当地干部学院及党政机关均建立了长期合作关系，客源较为稳定；商品销售收入同比大幅增长，主要是副食品销售品种增加及规模扩大所致；房产销售业务为当期新增业务，收入均来源于姬水湾花园项目销售，占当期整体营业收入比重近 30%，成为当期主要的收入来源；工程业务项目承接领域较窄，收入规模仍很小。同期，公司毛利润同比略有减少。

毛利率方面，2022 年，公司毛利率同比大幅下降，分板块看，景区业务同比转为大幅亏损，主要是受市场冲击影响收入同比大幅下降，但维持景区正常运转所需要的成本增长所致；酒店业务毛利率同比有所下降；商品销售业务毛利率同比大幅下降，主要是收入结构变动所致；旅游业务毛利率同比扭亏为盈，主要是去年部分文创产品的研发销售在此板块核算且发生亏损，而本期无此事项；工程业务及房地产销售业务毛利率较低。





表 3 2020~2022 年公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入</b>	<b>4.72<sup>2</sup></b>	<b>100.00</b>	<b>2.88</b>	<b>100.00</b>	<b>3.15</b>	<b>100.00</b>
景区业务	0.25	5.32	0.41	14.14	0.26	8.28
酒店业务	1.10	23.33	1.07	37.20	0.60	18.95
商品销售业务	1.36	28.79	0.73	25.30	0.52	16.57
旅游业务	0.04	0.94	0.23	8.10	0.13	4.18
工程业务	0.21	4.42	0.08	2.78	1.40	44.48
房产销售业务	1.40	29.73	-	-	-	-
其他业务	0.35	7.45	0.36	12.47	0.24	7.55
<b>毛利润</b>	<b>0.88</b>	<b>100.00</b>	<b>0.92</b>	<b>100.00</b>	<b>0.61</b>	<b>100.00</b>
景区业务	-0.20	-22.53	0.08	9.22	-0.04	-6.25
酒店业务	0.53	60.65	0.56	60.89	0.34	56.21
商品销售业务	0.20	22.57	0.17	18.50	0.15	24.48
旅游业务	0.00 <sup>3</sup>	0.53	-0.06	-6.15	0.01	1.20
工程业务	0.01 <sup>4</sup>	1.09	0.01	0.58	0.09	13.98
房产销售业务	0.16	18.66	-	-	-	-
其他业务	0.17	19.03	0.16	16.96	0.06	10.37
<b>毛利率</b>		<b>18.57</b>		<b>31.94</b>		<b>19.36</b>
景区业务		-78.64		20.82		-14.62
酒店业务		48.27		52.28		57.43
商品销售业务		14.55		23.36		28.61
旅游业务		10.51		-24.25		5.58
工程业务		4.56		6.61		6.08
房产销售业务		11.65		-		-
其他业务		47.41		43.45		26.62

数据来源：根据公司提供资料整理

### （一）景区业务

公司拥有以 5A 级旅游景区宝塔山为核心的四大风景区垄断经营管理权，旅游资源质量仍较好；2022 年，受市场环境因素影响旅游业整体景气度下降，全年客流量及门票收入均同比大幅减少。

公司拥有国家 5A 级旅游景区宝塔山的垄断经营管理权，垄断经营以宝塔山为核心的四个风景区旅游资源，旅游资源质量仍较好。景区业务包括旅游景区门票收入和旅游观光车运营及租车业务，其中门票收入为该板块收入的主要来源。

景区运营方面，公司仍垄断运营的景区包括宝塔山、万花山、清凉山和杜公祠。其中，宝塔山风景区是国家 5A 级旅游景区，位于延安城东地，是革命圣地

<sup>2</sup> 合计数不等于分项加总数是由于四舍五入导致，毛利润同。

<sup>3</sup> 2022 年旅游业务毛利润为 46.90 万元。

<sup>4</sup> 2022 年工程业务毛利润为 95.34 万元，2021 年毛利润为 52.83 万元。



延安的标志和象征，先后被评为国家红色旅游经典景区、省级平安景区和省级文明风景旅游区等；清凉山景区是国家 3A 级旅游景区，位于延安城北，主要包括以万佛洞等石窟为主的佛教历史文物古迹，以中共中央在延安时期的新闻及出版单位旧址为主的革命文物和遗址以及太和山道教教观等；万花山景区是国家 3A 级旅游景区，位于延安城西南 15 公里处的杜甫川中，占地 200 公顷，为中国四大牡丹源生地之一，旅游旺季集中于每年的 4~5 月；杜公祠景区是国家 3A 级旅游景区，位于宝塔区七里铺，景区由杜甫祠堂、诗史堂、少陵阁以及摩崖石刻等部分组成。2022 年，受市场环境因素影响旅游业整体景气度下降，公司景区客流量及门票收入均同比大幅减少。

**表 4 2020~2022 年公司景区门票收入情况（单位：万人次、万元）**

项目	等级	2022 年		2021 年		2020 年	
		客流量	门票收入	客流量	门票收入	客流量	门票收入
宝塔山景区	5A	13.63	688	68.51	2,455	41.27	1,247
清凉山景区	3A	1.09	36	3.84	77	3.71	64
万花山景区	3A	0.86	24	1.24	32	1.55	51
杜公祠景区	3A	0.35	11	0.20	10	0.35	9
<b>合计</b>	-	<b>15.93</b>	<b>759</b>	<b>73.79</b>	<b>2,573</b>	<b>46.88</b>	<b>1,370</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

公司所辖景区票价由延安市物价局核定发布。根据 2018 年 8 月 24 日延安市物价局文件《延安市物价局关于降低宝塔山等重点景区门票价格的通知》（延市价发【2018】66 号），宝塔山、清凉山、万花山景区及杜公祠景区的门票分别为 60 元/人次、40 元/人次、30 元/人次、10 元/人次。公司对宝塔山等景区的运营模式包括合作模式和散客模式两大类，其中，合作模式为公司与旅行社等合作方建立长期合作关系，每年向合作方收取一定人数内的打包门票收入，若入园游客数超过协定部分，则对超过人数的游客收取相对较低的门票，资金结算账期一般为 1~3 个月，通过银行转账结算；散客模式主要通过年票、季票和学生春秋游等方式，增加日常门票收入，采取现金、POS 机等方式结算，基本无账期。

车辆服务方面，公司旅游观光车运营主要是向游客提供景区内参观线路的观光车服务。公司持有线路经营权，统一负责观光车辆的运营。租车业务服务类型包括公务活动、大型会议接待用车以及旅游包车等。

**表 5 截至 2022 年末公司景区业务主要在建项目情况（单位：亿元、年）**

在建项目名称	计划总投资	已完成投资	尚需投资	建设周期
黄帝陵景区游客服务中心	7.76	8.76	-	2019~2023
万花山游客集散中心等项目	7.73	2.69	5.04	2018~2023
锦绣黄龙项目	6.52	4.62	1.90	2017~2023
安塞风情园项目	4.68	5.81	-	2017~2023
延安凤凰山景区项目	9.80	6.68	3.12	2015~2023
潮塔小镇工程	8.94	5.03	3.91	2017~2023
<b>合计</b>	<b>45.43</b>	<b>33.59</b>	<b>13.97</b>	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2022 年末，公司景区业务主要在建工程包括黄帝陵景区游客服务中心、万花山游客集散中心等项目、安塞风情园项目、延安凤凰山景区项目、潮塔小镇工程等，计划总投资规模 45.43 亿元，尚需投资 13.97 亿元。公司在建项目投资规模较大，未来仍面临一定的资本支出压力。

### （二）酒店业务

公司经营的部分酒店客源结构主要是干部学院和党政机关，较为稳定，仍具有显著的客源优势；2022 年，酒店业务收入同比变动不大，业务板块对公司整体业绩贡献仍然较大。

公司酒店业务仍主要通过自持物业提供星级水平较高的酒店服务业务，包括住宿、餐饮、会议、娱乐、购物等综合服务。截至 2022 年末，公司经营的酒店共 10 家，分别为旅游大厦、隆华花园酒店、万花山宾馆、黄陵宾馆、延安宾馆、延安大酒店、隆华生态假日酒店、荣华酒店、西安时代大酒店及子午岭酒店<sup>5</sup>；除西安时代大酒店位于西安市外，其余酒店均位处延安市及下属区县。延安宾馆、旅游大厦、隆华花园酒店及万花山宾馆营业收入是酒店业务收入的主要来源，客源结构主要为干部学院和党政机关，客源较为稳定，仍具有显著的客源优势，但由于近年来党政机关严控管理费用，省外培训有所减少，对酒店收入有一定影响。

公司酒店业务收入来源于住宿服务和餐饮服务，2022 年住宿和餐饮服务收入分别为 0.50 亿元和 0.60 亿元，同比变动不大，酒店业务对公司整体业绩贡献仍然较大。

### （三）销售业务

2022 年，公司销售业务收入和毛利润保持增长，对整体业绩形成有益补充。

公司销售业务仍主要为自制纪念品、副食品及酒店配套销售服务业务，其中酒店配套销售服务业务包括酒店婚宴及会议销售、糖酒销售、茶叶烟酒销售、健身房、洗衣、打字复印等。经营模式方面，纪念品及副食品以自营店零售模式为主，采取自主或统一定价策略；会议销售通常与干部学院和党政机关合作，客户

<sup>5</sup> 目前旅游大厦处于装修状态，暂未对外开放。



群体主要为企事业单位，针对不同的客户采取不同的协议定价策略。

从收入构成看，副食品销售收入占比较大，其次是纪念品，2022 年副食品及纪念品收入占整体销售收入的比重分别为 70.85%和 25.47%，全年销售业务收入同比大幅增长。同期，销售业务毛利润保持增长。

#### （四）旅游业务

旅游业务运营主体延安国旅是延安市唯一拥有出境资质的国际旅行社，在延安市仍具有较高的品牌知名度；受市场环境的影响，2022 年旅游业务接待旅客人数同比大幅减少。

公司旅游业务仍主要由子公司延安国际旅行社（以下简称“延安国旅”）负责，主要包括国内游、出境游和入境游三类业务。延安国旅成立于 1993 年，注册资本 400 万元，是经国家旅游局批准的延安市唯一一家具有出境资质的国际旅行社，在延安市仍具有较高的品牌知名度。目前，延安国旅拥有 20 家营业部，基本实现了对延安市主要区域的全覆盖。

**表 6 2020~2022 年公司游客人数统计情况（单位：人次）**

业务类型	2022 年	2021 年	2020 年
国内游	5,199	24,928	23,110
出境	-	-	24
入境	-	-	-
合计	5,199	24,928	23,134

数据来源：根据公司提供资料整理

旅游业务位于当地旅游产业链的中间位置，可以与公司旅游产业链和丰富的旅游景区资源形成联动；经营模式以传统旅行社组团和接待为主，盈利模式以收取客人团费和代客人支付房、餐、车费等，赚取差价为主，成本主要由旅行团的房费、餐费及交通费构成。2022 年，受市场环境的影响，公司接待旅客人数同比大幅减少，出入境业务仍处于停滞状态。2023 年以来，出入境业务已重新启动。

#### （五）工程及房产销售业务

2022 年，公司新增房产销售业务，业务领域进一步拓展，但房地产业务未来可持续性存在很大不确定性。

公司工程建设业务仍主要由子公司延安市园林古建筑工程公司（以下简称“古建公司”）负责，古建公司拥有建筑工程施工总承包二级、古建筑工程专业承包二级、市政公用工程施工总承包三级、钢结构工程专业承包三级资质<sup>6</sup>。由于工程业务规模整体不大、业务领域偏窄等原因，单个项目对该板块收入的影响较大，该业务对公司收入及盈利贡献不稳定。2022 年，公司工程业务收入及毛利润均同比增长，但规模很小。

<sup>6</sup> 以上资质已于 2022 年 12 月到期，新证正在办理过程中。





房产销售业务为公司 2022 年的新增业务，由全资子公司延安旅游集团黄陵投资有限公司（以下简称“黄陵投资”）负责，该公司成立于 2016 年，注册资本 9,957.06 万元，具有商品房预（销）售许可资质。公司目前运营的房地产项目仅 1 个，为黄陵姬水湾花园小区项目，用地面积约 87.15 亩，总建筑面积为 20.29 万平方米，容积率为 2.49，由 12 栋住宅楼和 6 个商业街区组成，配套建设停车场、给排水、电力、绿化等基础设施。根据中铁十七局集团有限公司勘察设计院出具的《延安旅游集团黄陵投资有限公司黄陵姬水湾花园小区建设项目可行性研究报告》，该项目规划总投资 6.19 亿元，项目资金全部自筹，总建筑面积 20.29 万平方米，截至 2022 年末已完成投资 3.46 亿元，已售面积为 2.50 万平方米，其中已售住宅面积 2.42 万平方米，已售商铺面积 0.08 万平方米，全年确认业务收入 1.40 亿元。总体来看，公司新增房屋销售业务使业务范围进一步拓展，但由于运营项目少且无项目储备，未来业务可持续性存在很大不确定性。

## 偿债来源与负债平衡

### （一）偿债来源

#### 1、盈利能力

2022 年，公司营业收入同比大幅增长，但毛利率同比大幅下滑；期间费用同比略有减少，期间费用率水平仍较高，对利润形成严重侵蚀；政府补助及公允价值变动收益仍对利润形成重要支撑。

2022 年，公司营业收入同比大幅增长，但由于景区业务亏损毛利率同比大幅下滑。期间费用同比略有减少，仍以销售费用和管理费用为主，期间费用率水平虽同比大幅下降但仍然较高，对利润形成严重侵蚀。

2022 年，公司其他收益同比大幅减少，仍主要是与收益相关的各类门票、经营经费补贴等；公允价值变动收益同比变动不大。营业利润继续亏损，亏损规模小幅收缩；营业外收入同比有所下降但规模仍较大，仍主要为公司旅游项目建设补助资金、旅游专项资金补助、文化产业发展专项资金及稳岗补贴等。利润总额和净利润均同比减少。总体来看，政府补助及公允价值变动收益规模仍对利润形成重要支撑。同期，由于利润总额和净利润均同比减少，但期末总资产和净资产均同比增长，导致总资产报酬率和净资产收益率均同比下滑。



表7 2020~2022年公司收入及盈利情况(单位:亿元、%)

项目	2022 年	2021 年	2020 年
营业收入	4.72	2.88	3.15
毛利率	18.57	31.94	19.36
期间费用	2.76	2.97	2.20
销售费用	1.33	1.49	1.17
管理费用	1.39	1.38	1.04
期间费用/营业收入	58.52	103.23	69.88
其他收益	0.13	0.31	0.26
公允价值变动收益	0.18	0.19	0.94
营业利润	-1.53	-1.58	-0.33
营业外收入	1.69	1.80	0.89
利润总额	0.13	0.20	0.42
净利润	0.33	0.44	0.27
总资产报酬率	0.12	0.22	0.37
净资产收益率	0.60	0.81	0.62

数据来源:根据公司提供资料整理

## 2、筹资能力及资产可变现性

公司融资渠道较为多元,以银行借款和融资租赁借款为主,发行债券为辅;2022 年末,公司以融资租赁借款为主的非标融资余额同比有所减少,但规模仍较大,面临较大的成本压力。

公司融资渠道较为多元,以银行借款和融资租赁借款为主,发行债券为辅。截至 2022 年末,公司共获得银行授信额度 37.69 亿元,已使用额度 36.98 亿元,结余额度 0.71 亿元<sup>7</sup>,银行融资渠道有待扩展;期末银行借款 28.56 亿元,以长期款项为主,主要包括保证借款、保证+抵押借款以及质押+抵押借款,涉及保证人多为控股股东延安城投或公司。截至 2022 年末,银行借款中信用借款仅 104.90 万元,规模很小。

公司非标融资包括融资租赁借款、金融租赁借款、信托借款等,以融资租赁借款为主。2022 年末,公司非标融资余额为 17.67 亿元,同比有所减少,融资成本在 7.5%~10%。总体来看,公司以融资租赁借款为主的非标融资余额规模仍较大,面临较大的成本压力。

债券融资方面,截至 2022 年末,公司在境内市场的存续债券合计募集资金 26.50 亿元,其中 5 只私募债、1 只企业债,均有担保,融资成本在 5.4%~7.0%。此外,公司于 2022 年 3 月发行 1 只海外债,募集资金 0.77 亿美元,利率为 3.9%。

<sup>7</sup> 根据公司提供资料,延安市银行通常借款审批额度即为授信批复额度,无年度综合授信。



2022 年末，公司资产规模继续增长，仍以非流动资产为主，受限资产规模仍较大，整体资产质量一般。

2022 年末，公司资产规模继续增长，仍以非流动资产为主，且非流动资产占总资产的比重继续提升。

**表 8 2020~2022 年末公司主要资产构成（单位：亿元、%）**

项目	2022 年末		2021 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产合计</b>	<b>24.28</b>	<b>16.24</b>	<b>23.58</b>	<b>17.19</b>	<b>32.38</b>	<b>26.32</b>
货币资金	6.80	4.55	1.55	1.13	8.28	6.73
预付款项	8.01	5.36	8.39	6.11	9.69	7.87
其他应收款	4.36	2.91	7.96	5.80	8.85	7.19
存货	3.36	2.25	3.90	2.84	3.16	2.57
<b>非流动资产合计</b>	<b>125.24</b>	<b>83.76</b>	<b>113.63</b>	<b>82.81</b>	<b>90.66</b>	<b>73.68</b>
投资性房地产	15.60	10.43	8.17	5.95	7.98	6.49
固定资产	8.89	5.95	11.17	8.14	9.87	8.02
在建工程	82.68	55.30	76.34	55.63	55.80	45.35
无形资产	13.64	9.12	13.68	9.97	13.51	10.98
<b>资产总计</b>	<b>149.52</b>	<b>100.00</b>	<b>137.22</b>	<b>100.00</b>	<b>123.05</b>	<b>100.00</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产仍主要由货币资金、预付款项、其他应收款及存货构成。2022 年末，货币资金同比大幅增长，主要是当期新增债券融资收到的资金大幅增加所致；期末受限货币资金 2.24 亿元，主要为应付票据保证金及债券保证金。预付款项同比小幅减少，主要为预付的工程款，账龄集中在 2 年以内。其他应收款同比显著下降，主要为往来款及融资租赁保证金；期末累计计提坏账准备 146.65 万元，其中，按账龄分析法计提坏账准备的款项余额 0.26 亿元，账龄集中在 2 年以内，按无风险组合汇集的款项余额 4.11 亿元，未计提坏账准备；前五大其他应收款集中度为 78.29%。存货规模同比小幅下降，主要是部分项目完工出售结转所致。

**表 9 截至 2022 年末公司前五大其他应收款明细（单位：万元、%）**

序号	欠款单位	账面余额	款项性质	占其他应收款比重	计提坏账	是否关联方
1	融资租赁保证金	18,832	保证金	43.08	-	否
2	延安市鼎源投资（集团）有限公司	10,000	往来款	22.88	-	否
3	延安城市建设投资（集团）有限责任公司	2,728	往来款	6.24	-	是
4	河南宏洲建设工程有限公司延安分公司	1,948	往来款	4.46	-	否
5	陕西嘉源建筑装饰工程有限公司	600	往来款	1.37	30.01	否
合计		<b>34,109</b>	-	<b>78.29</b>	<b>30.01</b>	-

数据来源：根据公司提供资料整理

从资产运营效率来看，2022 年，公司存货周转天数为 339.77 天，周转效率大幅提升但仍处于较低水平，主要是存货中开发成本规模较大；应收账款周转天数为 72.29 天，受益于收入大幅增长，应收账款周转效率同比大幅提升。

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、在建工程及无形资产构成。2022 年末，公司投资性房地产同比大幅增长，主要是当期购入北大培文校区以及固定资产转入等原因所致，同期，固定资产有所下降；在建工程同比增长，主要是安塞风情园项目和黄帝陵景区游客服务中心等主要在建项目进一步投入所致；无形资产变动不大，仍主要为土地使用权。

**表 10 截至 2022 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）**

项目	账面价值	受限原因
在建工程	23.85	借款抵押
无形资产	7.17	借款抵押
投资性房地产	6.68	借款抵押
固定资产	2.25	借款抵押
货币资金	2.24	应付票据保证金及债券保证金
合计	<b>42.19</b>	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2022 年末，公司受限资产以在建工程、无形资产和投资性房地产等为主，占总资产和净资产的比重分别为 28.22%和 76.27%，规模仍较大，资产质量一般。

## （二）债务及资本结构

2022 年末，公司负债规模继续增长，仍以非流动负债为主。

2022 年末，公司负债规模继续增长，负债结构仍以非流动负债为主，资产负债率同比有所上升。公司流动负债以短期借款、应付账款、其他应付款及一年内到期的非流动负债为主。2022 年末，公司短期借款同比略有增长，整体规模



较小，主要为保证借款，保证人主要为延安城投或延安经济技术开发区投资有限公司（以下简称“延安经开”）；应付账款同比增长，主要是应付陕西大兴荣昌置业有限公司的购房款及应付施工单位工程款增加所致；其他应付款同比有所下降，仍以往来款和保证金为主，账龄集中在 2 年以内；一年内到期的非流动负债同比大幅增长，主要是一年内到期的长期借款和应付债券同比大幅增长所致。

**表 11 2020~2022 年末公司主要负债构成（单位：亿元、%）**

项目	2022 年末		2021 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动负债合计</b>	<b>36.37</b>	<b>38.61</b>	<b>27.58</b>	<b>33.56</b>	<b>23.34</b>	<b>29.20</b>
短期借款	1.93	2.05	1.65	2.01	1.50	1.88
应付账款	5.72	6.07	4.53	5.51	3.47	4.34
其他应付款	5.34	5.67	6.17	7.51	4.19	5.25
一年内到期的非流动负债	20.66	21.93	11.86	14.44	11.78	14.74
<b>非流动负债合计</b>	<b>57.83</b>	<b>61.39</b>	<b>54.60</b>	<b>66.44</b>	<b>56.59</b>	<b>70.80</b>
长期借款	21.05	22.34	21.34	25.97	23.97	29.99
应付债券	27.10	28.76	16.34	19.88	11.38	14.24
长期应付款	7.21	7.65	14.32	17.42	19.30	24.15
<b>负债合计</b>	<b>94.20</b>	<b>100.00</b>	<b>82.18</b>	<b>100.00</b>	<b>79.93</b>	<b>100.00</b>
<b>资产负债率</b>	<b>63.01</b>		<b>59.89</b>		<b>64.96</b>	

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2022 年末，公司长期借款同比基本持平，由保证借款、保证+抵押、质押+抵押三类构成，涉及到的保证人主要为延安经开或延安城投；应付债券同比大幅增长，主要是公司当期新发行两只债券募集资金 10 亿元所致；长期应付款同比大幅下降，主要是当期新增租赁借款较少所致。

2022 年末，公司有息债务规模仍很大且同比增长，占总负债的比重仍很高，同时期末现金及现金等价物对短期有息债务覆盖倍数很低，仍面临很大的债务压力。

2022 年末，公司有息债务规模仍很大且同比增长，占总负债的比重仍很高，公司仍面临很大的债务压力；同时，期末现金及现金等价物对短期有息债务覆盖倍数为 0.19 倍，覆盖程度很低。从债务期限结构看，有息债务仍以长期债务为主。



**表 12 2020~2022 年末公司有息债务情况（单位：亿元、%）<sup>8</sup>**

项目	2022 年末	2021 年末	2020 年末
短期有息债务	23.47	14.73	18.61
长期有息债务	55.35	51.99	54.59
<b>总有息债务</b>	<b>78.82</b>	<b>66.72</b>	<b>73.20</b>
短期有息债务占比	29.78	22.07	25.42
总有息债务在总负债中占比	83.67	81.19	91.58

数据来源：根据公司提供资料整理

2022 年末，公司对外担保对象均为当地国有企业，风险整体可控。

截至 2022 年末，公司对外担保余额为 1.40 亿元，同比减少 3.26 亿元，担保比率 2.53%，被担保企业均为当地国有企业。2022 年，延安城投营业收入 30.69 亿元，净利润 1.37 亿元，经营性净现金流 1.47 亿元；期末总资产 765.21 亿元，所有者权益 181.41 亿元。

**表 13 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元、%）**

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日
延安市新区投资开发建设有限公司	0.95	2022-03-25	2023-03-24 <sup>9</sup>
延安城市建设投资（集团）有限责任公司	0.45	2018-12-25	2023-12-24
<b>合计</b>	<b>1.40</b>	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2022 年末，公司不存在重大未决诉讼。

2022 年末，公司所有者权益同比变动不大，结构保持稳定。

2022 年末，公司所有者权益为 55.31 亿元，同比变动不大。其中，实收资本仍为 2.50 亿元；资本公积为 47.55 亿元，同比波动不大；未分配利润为 2.37 亿元，同比小幅增长。

2022 年，公司 EBITDA 对利息的保障能力继续走弱；银行授信结余额度小，融资渠道有待拓展，非标融资规模仍较大，面临较大的成本压力；受限资产规模仍较大，资产质量一般；有息债务规模仍很大，面临很大的债务压力。

2022 年，公司净利润同比下降，EBITDA 对利息的保障倍数为 0.26 倍，保障能力继续走弱；期末获得银行授信额度 37.69 亿元，结余额度 0.71 亿元，银行融资渠道有待扩展，同时，非标融资规模仍较大，面临较大的成本压力。

2022 年末，公司资产规模保持增长，但受限资产规模仍较大，资产质量一般；资产负债率和债务资本比率分别为 63.01%和 58.76%，同比均有所提升，且有息债务规模仍很大，占总负债的比重很高，面临很大的债务压力；期末现金及现金等价物对短期有息债务的覆盖倍数为 0.19 倍，同比略有增长但覆盖能力仍

<sup>8</sup> 公司未提供有息债务期限结构表。

<sup>9</sup> 截至担保到期日，延安市新区投资开发建设有限公司已按期偿还该笔被担保债务。



很弱，总有息债务/EBITDA 为 72.58 倍，同比大幅提升。

### （三）现金流

2022 年，公司经营性净现金流同比下降，对债务及利息的保障程度有所下降，投资性现金流继续净流出但规模略有收窄，筹资性现金流同比转为净流入；在建项目投资规模较大，未来仍面临一定的资本支出压力。

2022 年，公司经营性净现金流同比下降，主要是当期支付的往来款同比大幅增长所致。同期，经营性现金流对债务及利息的保障程度有所下降。投资性现金流继续净流出但规模略有收窄，资金投向主要为安塞风情园项目和黄帝陵景区游客服务中心；筹资性现金流同比转为净流入，主要是当期融资规模同比大幅增加所致。

**表 14 2020~2022 年公司现金流及偿债指标情况（单位：亿元、%）**

项目	2022 年	2021 年	2020 年
经营性净现金流（亿元）	6.25	10.95	2.63
投资性净现金流（亿元）	-8.65	-9.78	-11.18
筹资性净现金流（亿元）	6.04	-7.72	11.54
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	1.50	2.62	1.35
经营性净现金流/流动负债（%）	19.54	43.00	16.39
经营性净现金流/总负债（%）	7.08	13.51	3.73

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2022 年末，公司景区业务主要在建工程包括黄帝陵景区游客服务中心、万花山游客集散中心等项目、安塞风情园项目、延安凤凰山景区项目、潮塔小镇工程等，计划总投资规模 45.43 亿元，尚需投资 13.97 亿元。公司在建项目投资规模较大，未来仍面临一定的资本支出压力。

## 外部支持

公司是控股股东延安城投旗下从事旅游资源开发经营的唯一主体，拥有 5A 级旅游景区宝塔山的垄断经营管理权，为延安市地方旅游业的龙头企业，在资产划转、融资担保、资金注入和政府补助等方面可以获得股东及政府的有力支持，2022 年以来主要体现为融资担保和政府补助方面的支持。

公司是控股股东延安城投旗下从事旅游资源开发经营的唯一主体，拥有 5A 级旅游景区宝塔山的垄断经营管理权，为延安市地方旅游业的龙头企业，能够获得股东在资产划转和融资担保等方面的有力支持。同时，可获得政府在资金注入、补贴等方面的支持。

资产划转方面，2020 年 12 月 31 日，根据延安市国资委下发的《延安市人民政府国有资产监督管理委员会关于延安城投集团将部分国有资产划拨至延安



旅游集团的批复》（延市国资发【2020】228号），同意延安城投将南区大道工程等 11 项固定资产、延安至吴起公路等 10 项固定资产及嘉陵桥等 16 项固定资产划转至延旅集团。其中，2020 年末已划转南区大道工程等资产，评估值 14.21 亿元，2021 年末已划转延安至吴起公路等资产，评估值 12.62 亿元；上述资产计入资本公积。同时，公司在融资方面能够获得股东延安城投支持，发行的多期债券及多笔保证类银行借款由延安城投提供担保。此外，2020 年 3 月，根据延市国资发【2020】36 号文，同意公司接收延安市人民政府和黄陵县人民政府驻西安办事处整体资产，目前该事项尚未完成划转及资产入账。根据公司提供资料，对于划拨的南区大道等资产，目前已完工，后续由公司进行维护，未来预计由政府方进行回购。

资金注入方面，2019~2020 年，延安市财政局分别拨付 38,596 万元和 1,000 万元资金作为政府投资，计入资本公积。

政府补助方面，公司政府补助主要包括旅游项目建设补助资金、旅游专项资金补助、文化产业发展专项资金和稳岗补贴等。2022 年，公司获得的计入其他收益和营业外收入的政府补助合计 1.80 亿元。总体来看，公司获取的政府补助规模仍较大，为利润的重要支撑。

## 担保分析

延安城投是延安市重要的基础设施建设及国有资产运营管理主体，在延安市经济社会发展中发挥重要作用；延安城投为“22 延旅债/22 延旅专项债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

延安城投前身为延安城市建设投资开发有限责任公司，系 2002 年 2 月经延安市政府常务会议第 3 号会议纪要批准，由延安市政府及延安市土地收购储备中心共同出资组建成立的有限责任公司，初始注册资本 0.90 亿元。截至 2022 年末，延安城投的注册资本为 16.74 亿元，实收资本为 11.74 亿元，控股股东和实际控制人均为延安市国资委，持股比例为 97.65%。

延安城投仍是延安市重要的基础设施建设及国有资产运营管理主体，在延安市经济社会发展中发挥重要作用。延安城投仍主要从事延安市国有资产运营管理，收入来源主要为公用事业、房产销售、混凝土及其他商品销售及旅游相关板块，同时涉及租赁、物业等多个板块，业务结构较为多元化，有较多经营性资产。

2022 年末，延安城投总资产 765.21 亿元，以其他应收款、存货等流动资产为主，总负债 583.80 亿元，以长期借款等非流动负债为主，期末资产负债率 76.29%，所有者权益 181.41 亿元。

2022 年，延安城投营业收入 30.69 亿元，同比增长 40.23%；利润总额为 2.25 亿元，同比增长 117.49%，净利润为 1.37 亿元，同比下降 14.40%；经营性现金





流保持净流入但规模同比大幅收窄至 1.27 亿元。

综合来看，延安城投经营仍保持良好状况，为“22 延旅债/22 延旅专项债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

## 评级结论

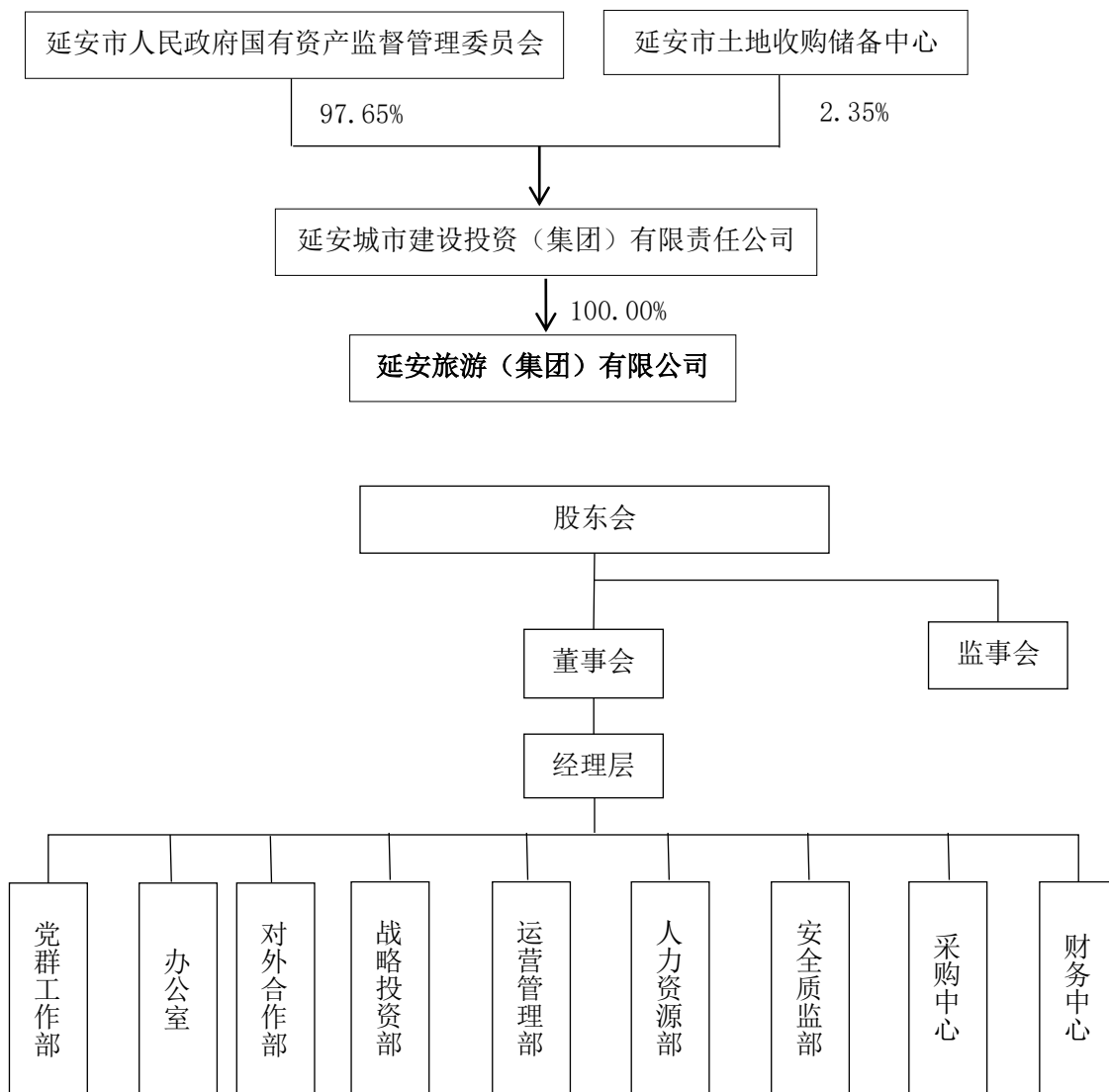
综合来看，公司抗风险能力很强，偿还债务的能力很强。公司作为延安市国有旅游资源经营的重要主体，仍主要从事延安市旅游景区运营管理及旅游市场开发等业务。延安历史悠久，红色资源丰富，是全国爱国主义、革命传统和延安精神三大教育基地，仍可为公司核心业务发展提供良好的产业环境。公司拥有以 5A 级旅游景区宝塔山为核心的四大风景区垄断经营管理权，旅游资源质量仍较好，公司是控股股东延安城投旗下从事旅游资源开发经营的唯一主体，是延安市地方旅游业的龙头企业，在资产划转、融资担保、资金注入和政府补助等方面可获得股东及政府的有力支持，2022 年以来主要体现为融资担保和政府补助方面的支持。但 2022 年，由于旅游市场环境加大对景区业务的冲击等原因，公司整体毛利率同比大幅下降，其中景区业务收入同比大幅下滑且发生亏损，同时景区客流量及旅游业务接待旅客人数同比大幅减少；2022 年，公司期间费用率仍较高，对利润形成严重侵蚀；截至 2022 年末，公司在建项目投资规模较大，未来仍面临一定的资本支出压力；2022 年末，公司有息债务规模仍很大且同比增长，期末现金及现金等价物对短期有息债务覆盖倍数很低，存在很大的债务压力，同时债务融资中融资租赁借款规模较大，仍面临较大的成本压力。此外，延安城投为“22 延旅债/22 延旅专项债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

综合分析，大公维持延旅集团信用等级为 AA，评级展望维持稳定。维持“22 延旅债/22 延旅专项债”信用等级为 AA+。



## 附件 1 公司治理

截至 2022 年末延安旅游（集团）有限公司股权结构图  
及组织结构图



数据来源：根据公司提供资料整理



## 附件 2 主要财务指标

## 2-1 延安旅游（集团）有限公司主要财务指标

(单位：万元)

项目	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	67,973	15,520	82,820
预付款项	80,125	83,906	96,883
其他应收款	43,566	79,627	88,527
投资性房地产	156,000	81,705	79,806
固定资产	88,904	111,711	98,674
在建工程	826,819	763,377	557,999
<b>总资产</b>	<b>1,495,170</b>	<b>1,372,154</b>	<b>1,230,456</b>
短期借款	19,305	16,500	15,000
其他应付款	53,420	61,684	41,924
一年内到期的非流动负债	206,595	118,629	117,829
长期借款	210,473	213,441	239,664
应付债券	270,957	163,391	113,819
长期应付款	72,095	143,183	192,998
<b>负债合计</b>	<b>942,037</b>	<b>821,756</b>	<b>799,257</b>
<b>所有者权益</b>	<b>553,133</b>	<b>550,398</b>	<b>431,199</b>
总有息债务	788,233	667,216	731,952
营业收入	47,246	28,756	31,485
净利润	3,309	4,431	2,684
经营活动产生的现金流量净额	62,478	109,473	26,335
投资活动产生的现金流量净额	-86,512	-97,763	-111,815
筹资活动产生的现金流量净额	60,379	-77,181	115,377
毛利率 (%)	18.57	31.94	19.36
营业利润率 (%)	-32.40	-55.04	-10.42
总资产报酬率 (%)	0.12	0.22	0.37
净资产收益率 (%)	0.60	0.81	0.62
资产负债率 (%)	63.01	59.89	64.96
债务资本比率 (%)	58.76	54.80	62.93
流动比率 (倍)	0.67	0.86	1.39
速动比率 (倍)	0.58	0.71	1.25
存货周转天数 (天)	339.77	649.74	296.31
应收账款周转天数 (天)	72.29	131.52	90.88
经营性净现金流/总负债 (%)	7.08	13.51	3.73
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	1.50	2.62	1.35
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	0.26	0.59	1.15
担保比率 (%)	2.53	8.46	31.06

2-2 延安城市建设投资（集团）有限责任公司主要财务指标<sup>10</sup>

(单位：万元)

项目	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	208,510	290,709	487,964
应收账款	125,846	110,220	92,520
其他应收款	2,457,394	2,549,891	2,767,827
存货	1,348,896	1,351,394	1,382,031
固定资产	593,022	619,028	527,271
<b>总资产</b>	<b>7,652,137</b>	<b>7,581,800</b>	<b>7,639,886</b>
短期借款	124,455	188,280	97,689
其他应付款 <sup>11</sup>	1,116,407	1,160,435	1,231,771
长期借款	2,193,689	2,454,554	2,493,037
应付债券	740,118	663,647	513,819
<b>负债合计</b>	<b>5,838,022</b>	<b>5,909,363</b>	<b>5,991,046</b>
实收资本	117,400	85,155	67,400
资本公积	1,359,910	1,300,956	1,302,543
<b>所有者权益</b>	<b>1,814,115</b>	<b>1,672,437</b>	<b>1,648,840</b>
营业收入	306,860	216,321	153,032
利润总额	22,510	10,350	-9,090
净利润	13,708	16,014	-12,396
经营活动产生的现金流量净额	14,693	44,201	-17,067
投资活动产生的现金流量净额	-132,987	-163,904	-208,019
筹资活动产生的现金流量净额	4,022	-9,890	174,109

<sup>10</sup> 数据来源：延安旅游（集团）有限公司提供。<sup>11</sup> 不包含应付利息和应付股利。



### 附件 3 主要指标的计算公式

指标名称	计算公式
毛利率 (%)	$(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
EBITDA 利润率 (%)	EBITDA / 营业收入 $\times 100\%$
总资产报酬率 (%)	EBIT / 年末资产总额 $\times 100\%$
净资产收益率 (%)	净利润 / 年末净资产 $\times 100\%$
现金回笼率 (%)	销售商品及提供劳务收到的现金 / 营业收入 $\times 100\%$
资产负债率 (%)	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
债务资本比率 (%)	总有息债务 / (总有息债务 + 所有者权益) $\times 100\%$
总有息债务	短期有息债务 + 长期有息债务
短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
担保比率 (%)	担保余额 / 所有者权益 $\times 100\%$
经营性净现金流 / 流动负债 (%)	经营性现金流量净额 / [(期初流动负债 + 期末流动负债) / 2] $\times 100\%$
经营性净现金流 / 总负债 (%)	经营性现金流量净额 / [(期初负债总额 + 期末负债总额) / 2] $\times 100\%$
存货周转天数	360 / (营业成本 / 年初末平均存货)
应收账款周转天数	360 / (营业收入 / 年初末平均应收账款)
流动比率	流动资产 / 流动负债
速动比率	(流动资产 - 存货) / 流动负债
现金比率 (%)	(货币资金 + 交易性金融资产) / 流动负债 $\times 100\%$
扣非净利润	净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)
可变现资产	总资产 - 在建工程 - 开发支出 - 商誉 - 长期待摊费用 - 递延所得税资产
EBIT 利息保障倍数 (倍)	EBIT / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	经营性现金流量净额 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)



## 附件 4 信用等级符号和定义

### 4-1 一般主体评级信用等级符号及定义

信用等级	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，有较高违约风险。	
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。	
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，信用等级下调的可能性较大。

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。

### 4-2 中长期债项信用等级符号及定义

信用等级	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，有较高违约风险。
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。