

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0274号

## 陕西旅游集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司“16 陕西旅游债/16 陕旅债”、“21 陕旅 01”和“22 陕旅债 01/22 陕旅 01”信用状况进行了跟踪评级。经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“16 陕西旅游债/16 陕旅债”信用等级为 AA，“21 陕旅 01”和“22 陕旅债 01/22 陕旅 01”信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司  
信评委主任  
二〇二二年六月十日

## 信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或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、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年6月10日

# 陕西旅游集团有限公司

## 主体及相关债项2022年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定	2022/6/10	AA/稳定	高君子	薛梅

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	1.基础评分模型			
			一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
16 陕西旅游债/16 陕旅债	AA	AA	规模及市场地位	总资产	15.00	13.91
21 陕旅 01	AAA	AAA		营业总收入	15.00	8.15
22 陕旅债 01/22 陕旅 01	AAA	AAA		市场地位	20.00	18.00
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			盈利能力和运营效率	利润总额	15.00	13.36
				总资产周转次数	5.00	0.71
主体概况			债务负担和保障程度	资产负债率	10.00	4.54
				经营现金流动负债比	10.00	4.09
				EBITDA 利息倍数	10.00	5.13
			2.基础模型参考等级			AA
			3.评级调整因素			无
			4.主体信用等级			AA
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。						

### 评级观点

公司是陕西省大型国有独资旅游集团，在陕西省旅游行业仍具有较强的市场竞争力；丝路风情城项目预计于 2022 年 9 月开园叠加增值较多的沣西新城土地出让款逐步确认收入及回款，将对公司收入和利润形成一定支撑；公司获得政府补助 0.43 亿元，未来仍将在资金等方面将持续获得股东及相关各方的支持；陕西信用增进有限责任公司和中债信用增进投资股份有限公司分别为“21 陕旅 01”和“22 陕旅债 01/22 陕旅 01”的本息到期偿付提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。同时，东方金诚关注到，2022 年 1 季度陕西省疫情突发，预计全年旅游业务将继续承压；以公允价值变动收益和投资收益为主的非经常性损益对公司盈利水平的影响较大；公司有息债务规模较大且持续增长，2022 年面临集中偿付压力。

综合分析，东方金诚维持陕旅集团主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“16 陕西旅游债/16 陕旅债”的信用等级为 AA，“21 陕旅 01”和“22 陕旅债 01/22 陕旅 01”的信用等级为 AAA。

## 主要指标及依据

### 2021年主营业务收入构成



### 2019~2021年末全部债务情况(亿元)



### 主要数据和指标

项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	305.83	338.24	391.72	384.80
所有者权益(亿元)	67.25	68.20	79.07	77.15
全部债务(亿元)	183.32	202.67	231.12	191.16
营业总收入(亿元)	51.54	31.64	40.39	2.29
利润总额(亿元)	3.33	5.42	4.94	-2.26
经营性净现金流(亿元)	6.76	-15.41	8.26	-2.69
营业利润率(%)	21.74	18.48	26.95	-5.65
资产负债率(%)	78.01	79.84	79.81	79.95
流动比率(%)	95.97	78.58	79.33	75.28
全部债务/EBITDA(倍)	17.66	17.22	19.09	-
EBITDA利息倍数(倍)	0.97	1.64	1.38	-

注:表中数据来源于公司2019年~2021年审计报告和2022年1~3月未经审计的财务报表。

## 优势

- 公司是陕西省大型国有独资旅游集团,拥有国家5A级景区华清池、国家4A级景区少华山的景区经营权,运营景区较为优质,知名度较高,跟踪期内在陕西省旅游行业仍具有较强的市场竞争力;
- 2021年公司景区接待游客、业务收入和盈利均有所增长,丝路风情城项目预计于2022年9月开园叠加增值较多的沣西新城土地出让款逐步确认收入及回款,将对公司收入和利润形成一定支撑;
- 作为陕西省国资委全资控股的重点旅游企业,跟踪期内,公司获得政府补助0.43亿元,未来仍将在资金等方面将持续获得股东及相关各方的支持;
- 陕西信用增进有限责任公司和中债信用增进投资股份有限公司分别为“21陕旅01”和“22陕旅债01/22陕旅01”的本息到期偿付提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保,仍具有很强的增信作用;

## 关注

- 疫情对公司主营业务形成较大冲击,2022年1季度陕西省疫情突发,预计短期内旅游业务将继续承压;
- 以公允价值变动收益和投资收益为主的非经常性损益对公司盈利水平的影响较大,需关注未来公司利润的稳定性;
- 公司有息债务规模较大且持续增长,债务负担继续有所加重,2022年面临集中偿付压力。

## 评级展望

公司评级展望为稳定。国内疫情逐步缓解,但海外疫情依然加速蔓延,仍未得到有效控制,预计2022年公司主业盈利能力有所好转但仍将承压,考虑到公司运营景区较为优质,区域竞争力较强,且公司作为陕西省国资委全资控股企业,融资渠道畅通,仍将保持很强的偿债能力。

## 评级方法及模型

《东方金诚旅游企业信用评级方法及模型(RTFC017202004)》

## 历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2022/1/28	高君子、薛梅	《东方金诚旅游企业信用评级方法及模型(RTFC017202004)》	<a href="#">阅读原文</a>
AA/稳定	AA	2015/8/6	李燕勃、谭亮、丁晓飞	《东方金诚工商企业信用评级方法》(2014年5月)	<a href="#">阅读原文</a>

注:自2015年8月6日(首次评级)以来,公司主体信用等级未发生变化,均为AA/稳定。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额(亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
16 陕西旅游债/16 陕旅债	2021/6/25	3.50	2016/3/1~2023/3/1	无	-
21 陕旅 01	2021/12/1	6.00	2021/12/20~2031/12/20	不可撤销连带责任担保	陕西信用增进有限责任公司/AAA/稳定
22 陕旅债 01/22 陕旅 01	2022/1/28	8.00	2022/3/22~2029/3/22	不可撤销连带责任担保	中债信用增进投资股份有限公司/AAA/稳定

注：跟踪期内，“16 陕西旅游债/16 陕旅债”上调票面利率至 5.58%，起息日 2021.3.1 日，回售金额 2.8 亿元，目前债券余额 0.70 亿元；“21 陕旅 01”附第 3 个、6 个和第 9 个计息年度末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；“22 陕旅债 01/22 陕旅 01”设置本金提前偿还条款，即在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿还本金的 20%。

## 跟踪评级原因

根据相关监管要求及陕西旅游集团有限公司（以下简称“陕旅集团”或“公司”）主体和相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于陕旅集团提供的 2021 年度审计报告。2022 年 1~3 月未经审计的合并财务报表以及相关经营数据，进行了本次定期跟踪评级。

## 主体概况

陕旅集团是经陕西省人民政府授权的文化旅游产业投资与资本运营单位，主要从事旅游景区运营、旅行社经营及餐饮和酒店等相关业务。公司控股股东和实际控制人均为陕西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“陕西省国资委”）。跟踪期内，陕旅集团注册资本仍为 9.52 亿元，陕西省国资委持有公司 100.00% 股权，均未发生变化。

公司是陕西省大型国有独资旅游集团，拥有国家级 5A 级景区---华清池、国家 4A 级景区---少华山的景区经营权，同时拥有著名的五岳之一华山的索道经营权，旅游资源丰富，知名度较高，在陕西省内旅游行业具有较强的市场竞争力。公司丝绸之路风情城二期项目 2022 年 9 月计划运营，旅游业务规模将进一步扩大。

截至 2022 年 3 月末，公司（合并）资产总额 384.80 亿元，所有者权益合计 77.15 亿元，资产负债率为 79.95%，纳入合并报表的二级子公司共 14 家，其中包含两家新三板上市公司，陕西骏途网西游电子商务股份有限公司（股票简称“骏途网”，股票代码“839202.OC”）和陕西旅游文化产业股份有限公司（股票简称“陕西旅游”，股票代码“870432.OC”）。2021 年和 2022 年 1~3 月，公司实现营业收入分别为 40.39 亿元和 2.29 亿元，利润总额分别为 4.94 亿元和-2.26 亿元。

## 债项本息兑付及募集资金使用情况

### “16 陕西旅游债/16 陕旅债”

经国家发展改革委关于陕西旅游集团有限公司发行企业债券核准的批复（发改财金【2015】3124 号文件批准），公司于 2016 年 3 月发行 3.50 亿元企业债券，债券简称“16 陕西旅游债/16 陕旅债”，起息日为 2016 年 3 月 1 日，到期日为 2023 年 3 月 1 日，初始票面利率为 4.58%，2021 年 3 月 1 日，公司上调至 5.58%，回售 2.8 亿元，债券余额 0.7 亿元。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付，附第 5 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

跟踪期内，公司已足额按期支付“16 陕西旅游债/16 陕旅债”的债券利息。截至本报告出具日，上述资金已全部按照募集说明书中约定用途用于白鹿原文化产业基地一期项目的建设。

## “21 陕旅 01”

公司于 2020 年 7 月 10 日获中国证券监督管理委员会出具的《关于核准陕西旅游集团有限公司向合格投资者公开发行人公司债券的批复》（证监许可〔2020〕1444 号），注册规模为不超过 8.00 亿元，陕西旅游集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第一期）于 2021 年 12 月发行，债券简称“21 陕旅 01”，发行金额为 6.00 亿元，起息日为 2021 年 12 月 20 日，到期日为 2031 年 12 月 20 日，初始票面利率 6%，附第 3 年末、第 6 年末和第 9 年末投资者回售选择权、发行人赎回选择权和调整票面利率选择权。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

截至本报告出具日，“21 陕旅 01”尚未到本息偿付日，上述资金已全部按照募集说明书中约定用途用于偿还到期债务。

## “22 陕旅债 01/22 陕旅 01”

公司于 2021 年 4 月 13 日获国家发展和改革委员会出具的《国家发展改革委关于陕西旅游集团有限公司发行公司债券注册的通知》（发改企业债券【2021】104 号），注册规模为 8.7 亿元，2022 年陕西旅游集团有限公司公司债券（第一期）于 2022 年 3 月发行，债券简称“22 陕旅债 01/22 陕旅 01”，发行金额为 8.00 亿元，票面利率为 4.07%，起息日为 2022 年 3 月 22 日，到期日为 2029 年 3 月 22 日，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

跟踪期内，“22 陕旅债 01/22 陕旅 01”尚未到本息偿付日。截至本报告出具日，上述资金已全部按照募集说明书中约定用途用于向陕西旅游产业投资基金合伙企业。

## 宏观经济和政策环境

### 疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3 月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中 3 月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022 年一季度 GDP 同比增速为 4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度 GDP 增速较 2021 年四季度回升 0.8 个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长 6.5%，明显高于同期 GDP 增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在 3 月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在 4 月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度 GDP 同比增速将小幅回落至 4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022 年经济运

行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是,受俄乌战争推高国际油价等因素影响,3月PPI同比涨幅达到8.3%,回落幅度不及预期,仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过,受当前消费偏缓,国内产能修复充分,猪周期处于价格下行的后半场,以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响,消费品价格走势保持温和,3月CPI同比涨幅仅为1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

### 逆周期调控正在加力,二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1月政策性降息落地,一季度财政基建支出力度明显扩大,显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度,财政稳增长将在收支两端持续加力,主要体现在基建支出力度会继续加大,高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面,除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外,总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时,也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断,在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下,5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%,较上年小幅下调0.4个百分点,新增地方政府专项债规模则与上年持平,显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素,2022年实际财政支出力度将明显加大。同时,伴随货币政策边际宽松,今年信贷总量增速将由降转升,其中,房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下,2022年房地产行业违约风险可控,稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

## 行业及区域经济环境

陕旅集团主要从事旅游景区运营及旅行社业务,归属于旅游行业,经营区域主要在陕西省内。

### 旅游行业

2021年,国内新冠肺炎疫情控制得力,境内游呈现较快复苏,但自2022年3月以来国内多地疫情集中爆发,跨省团队游等旅游业务均已暂停,对旅游业的发展具有较大冲击,预计2022年旅游行业复苏进程将有所减缓

根据国家统计局发布的《2021年国民经济和社会发展统计公报》,2021年全年国内游客32.5亿人次,比上年增长12.8%。其中,城镇居民游客23.4亿人次,增长13.4%;农村居民游客9.0亿人次,增长11.1%。国内旅游收入29191亿元,增长31.0%。其中,城镇居民游客花费23644亿元,增长31.6%;农村居民游客花费5547亿元,增长28.4%。

2021年,国内新冠肺炎疫情控制得力,境内游呈现较快复苏,但由于未开放出入境游,旅游业总收入虽同比恢复较快但与疫情前水平仍差距较大。2022年3月以来,国内多地疫情集中

爆发，跨省团队游等旅游业务均已暂停，疫情防控形势严峻，对旅游业的发展具有较大冲击。预计 2022 年旅游行业复苏进程将有所减缓，旅游企业盈利承压。长期来看，随着居民人均可支配收入增长、交通基础设施完善及居民消费观念的改变，旅游行业整体发展态势良好。

图表 1: 2016 年~2021 年全国旅游业总收入及其增长趋势 (单位: 万亿元)



图表 2: 2016 年~2021 年我国游客人数及增长率 (单位: 亿人次)



资料来源: 公开资料, 东方金诚整理

2021 年国内疫情控制较好，酒店行业营收状况有所复苏，但自 2022 年 3 月以来，多地疫情的集中爆发导致酒店行业的个人需求和差旅需求下降，预计 2022 年酒店行业盈利承压

根据国家文化和旅游部发布《2021 年度全国星级饭店统计调查报告》显示，2021 年全国 7676 家星级饭店，营业收入为 1379.43 亿元，同比增长 13.03%，收入主要来自客房和餐饮，其中餐饮收入占比 41.13%，客房收入占比 40.69%。全国星级饭店平均房价为 334.95 元/间夜，同比提升 6.60%；平均出租率为 41.77%，同比提升 7.13 个百分点。

2022 年 3 月以来，新冠肺炎疫情在多地集中爆发，多地倡导“非必要不出省”，居民出行意愿下降，“清明”假期、“五一”假期全国国内旅游出游人次与国内旅游收入同比大幅下滑，旅游企业短期内承压。同时，居民出行量的下降短期内对旅游和酒店行业的负面影响显著，酒店行业的个人需求和差旅需求均明显下降，同时疫情导致居民收入下降从而间接对旅行消费需求产生不利影响，酒店出租率有所下降，预计 2022 年酒店企业盈利承压。

图 3: 我国星级酒店收入情况 (单位: 亿元)

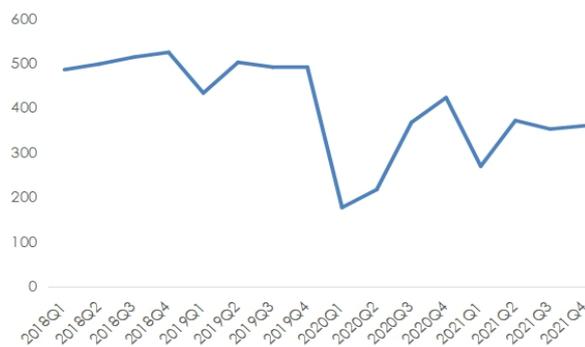
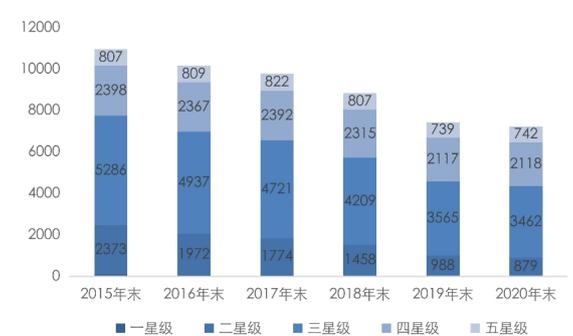


图 4: 我国星级酒店构成 (单位: 家)



资料来源: 公开资料, 东方金诚整理

国内酒店集团开始逐渐向轻资产模式转型，新冠肺炎疫情将改变酒店行业竞争格局，疫情

## 结束后，行业将可能迎来并购潮，行业集中度将会进一步提升

国内酒店集团开始逐渐向轻资产模式转型，以提高现金流稳定性，实现长期稳健发展。从国际惯例来看，酒店集团多从重资产起步，经营前期主要依靠自建酒店进行经营，待酒店品牌形成竞争力后，再逐步向轻资产转型。目前万豪、喜达屋等国际酒店集团已经完成了向轻资产的转型，收入和利润主要依靠管理费和挂牌费，提高了经营的稳定性。

由于酒店行业对现金流依赖性较强，此次新冠肺炎疫情维持的时间较长，部分中小酒店企业存在资金链断裂风险，将面临倒闭危机，而龙头企业具有较强的现金保障能力和融资能力，应对疫情冲击的能力更强，疫情过去后，行业将可能迎来并购潮，行业集中度将会进一步提升。

## 区域经济

**跟踪期内，陕西省经济保持稳定增长，为公司旅游景区经营及相关业务的开展提供支撑，但旅游收入和接待游客人次增长，未来随着疫情的逐步好转将继续回暖**

陕西省位于中国内陆腹地，横跨黄河和长江两大流域中部，是连接中国东、中部地区和西北、西南的重要枢纽，自然区划上因秦岭-淮河一线而横跨北方与南方。2021年，陕西省经济继续增长。据《2021年陕西省国民经济和社会发展统计公报》数据，2021年，陕西省全年生产总值29800.98亿元，比上年增长6.5%。其中，第一产业增加值2409.39亿元，增长6.3%，占生产总值的比重为8.1%；第二产业13802.52亿元，增长5.6%，占46.3%；第三产业13589.07亿元，增长7.3%，占45.6%。

2021年，陕西省旅游经济同比有所回暖，全省接待国内旅游人数39057.97万人次，比上年同期增长9.4%；国内旅游收入3433.95亿元，比上年同期增长24.3%。

## 业务运营

### 经营概况

**公司土地取得成本较低，2021年，受益于确认部分出售的沔西新城土地价款，营业收入增加，当期旅游业务中毛利较高的景区运营占比提升，毛利润和毛利率均有所增长**

跟踪期内，陕旅集团仍主营旅游、酒店及餐饮、电子商务等业务。受海外疫情影响，旅游业务-旅行社板块收入下滑，但2021年公司确认下属三级子公司陕西沔景地产发展有限公司（简称“沔景地产”）位于沔西新城的部分土地出让收入，其他业务收入大幅增长，营业收入同比增长27.65%至40.39亿元。收入构成方面，其他业务收入占营业收入比重大幅提升，其他业务和旅游业务收入合计占营业收入比重达88.67%。

毛利润方面，2021年，公司毛利润11.98亿元，同比增长95.07%，当期其他业务-房地产实现毛利润4.76亿元。毛利率方面，受旅游业务中毛利较高的景区运营业务占比提升影响，2021年公司主营业务毛利率同比增长10.25个百分点为29.65%。

2022年1季度陕西省疫情突发，当期公司营业总收入2.29亿元，同比减少38.92%，毛利润-0.60亿元，由正转负，同比减少1.37亿元；毛利率为-26.20%，大幅下降。

图表 5: 公司主营业务收入构成及毛利润、毛利率情况 (亿元、%)

类别	2019年		2020年		2021年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
旅游业务	30.47	60.61	17.40	54.98	15.06	37.28
酒店及餐饮	2.53	5.04	1.76	5.56	2.03	5.02
电子商务	5.26	10.47	2.65	8.39	2.55	6.32
其他业务	12.00	23.88	9.84	31.08	20.76	51.39
合计	50.27	100.00	31.64	100.00	40.39	100.00
类别	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
旅游业务	7.67	25.17	1.35	7.74	4.33	28.74
酒店及餐饮	1.54	60.90	0.96	54.49	0.98	48.22
电子商务	0.56	10.66	0.51	19.23	0.48	18.90
其他业务	1.69	14.06	3.32	33.79	6.19	29.83
合计	11.46	22.80	6.14	19.40	11.98	29.65



数据来源：公司提供，东方金诚整理

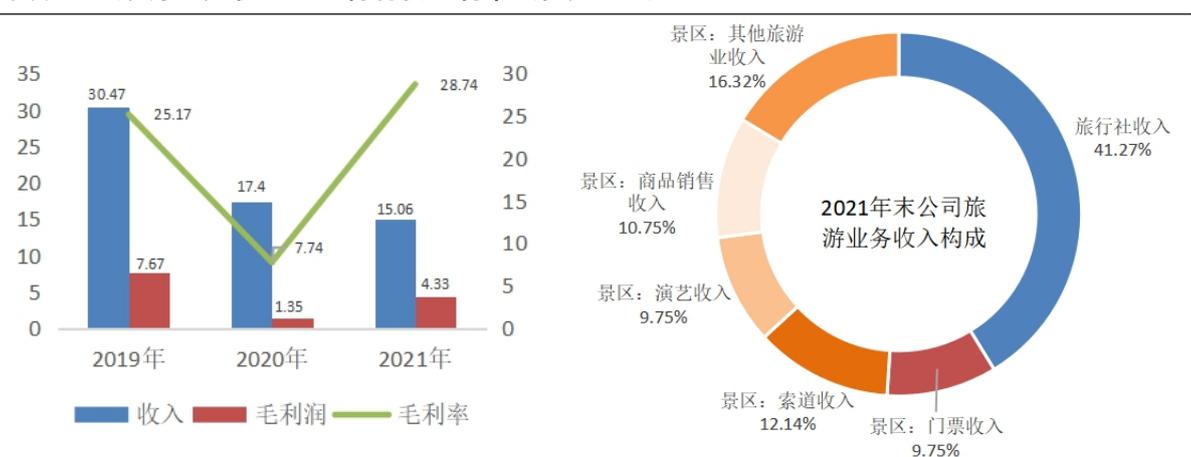
### 旅游业务

公司是陕西省大型国有独资旅游集团，旅游资源丰富，知名度较高，跟踪期内在陕西省旅游行业仍保持较强的市场竞争力

公司旅游业务包括景区运营、旅行社业务等，运营主体主要为子公司陕西旅游股份有限公司（以下简称“陕旅股份”）等其他公司。

公司是陕西省大型国有独资旅游集团，拥有国家级 5A 级景区---华清池、国家 4A 级景区---少华山的景区经营权，同时拥有著名的五岳之一华山的索道经营权，旅游资源丰富，知名度较高，跟踪期内在陕西省旅游行业仍具有较强的市场竞争力。

图表 6: 旅游业务收入、毛利润及毛利率 (亿元、%)



分类	2019年		2020年		2021年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
旅行社收入	18.29	60.03	9.41	54.07	6.22	41.32

景区运营	12.18	39.97	7.99	45.93	8.85	58.68
其中：门票收入	3.86	12.68	1.32	7.57	1.47	9.75
索道收入	3.75	12.30	1.60	9.21	1.83	12.14
演艺收入	2.26	7.41	1.21	6.96	1.47	9.75
商品销售收入	0.41	1.34	1.68	9.66	1.62	10.75
其他旅游业务收入	1.90	6.23	2.18	12.53	2.46	16.29
合计	30.47	100.00	17.40	100.00	15.06	100.00

数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，海内外疫情对公司旅行社业务的承接仍产生较大影响，旅游业务收入同比减少13.47%为15.06亿元。毛利较高的景区运营业务占旅游业务比重提升，毛利率同比增长10.25个百分点。

### 1.景区运营

随着国内疫情的好转，2021年公司景区接待游客、业务收入和获利同比均有所增长，2022年一季度，陕西省疫情突发，旅游经济发展承压

公司景区运营收入主要来源于旅游景区门票销售、景区内商业演出收入及索道收入。华清池景区是公司景区门票收入的主要来源，跟踪期内，华清宫景区门票仍为120元/人次。少华山景区门票收入规模较小。

2021年，国内疫情好转，公司景区共接待游客165.55万人次，同比增长21.90%，门票收入同比增长11.48%。

表7：公司主要景区门票收入情况表（万人次、亿元）

景点	2019年		2020年		2021年	
	人数	门票收入	人数	门票收入	人数	门票收入
华清池	434.14	3.75	126.04	1.20	153.37	1.31
少华山	21.38	0.05	9.77	0.02	12.18	0.05
合计	455.52	3.80	135.81	1.22	165.55	1.36

数据来源：公司提供，东方金诚整理

除门票收入外，公司演艺收入主要来自公司华清池景区内的《长恨歌》剧目演出，2021年该商业演出共接待观众56.19万人次，实现收入1.31亿元，较2020年小幅增长。

表8：公司《长恨歌》演出收入情况（万人次、元/人、亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
观看人数	77.86	43.70	56.19
平均票价	226.95	242.46	232

合计	1.77	1.06	1.31
----	------	------	------

数据来源：公司提供，东方金诚整理

索道运营方面，公司目前运营的主要索道分别为华山风景区内的华山西峰索道和少华山索道，2021年，华山西峰索道实现营业收入1.73亿元，同比增长7.45%；公司少华山索道投入运营时间较长，但由于设计的客运承载力较小，收入和运送游客人次规模均较小，2021年实现运营收入0.1亿元。

表9：公司运营索道情况

索道名称	投资总额 (亿元)	启用时间	折旧年限(年)	单向运力 (人次/小时)	最大运力 (万人次/年)	单程票价(元/ 人次)
华山西峰索道	5.20	2013.04	30	1,500	540	140
少华山索道	0.35	2011.07	30	400	150	65
合计	5.55	-	-	1900	690	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司旅游业务除景区运营和旅行社业务外，还包含商品销售业务和其他旅游业务。其中商品销售收入主要来自于陕西海外贸易有限责任公司、文物总店以及公司旅游景区自营商店的商品销售收入，2021年公司商品销售收入为1.62亿元，同比小幅减少。

其他旅游业务收入主要来自2016年下半年开始试运营的诸葛古镇和白鹿原项目景区的自营收入、商户收入等收入。2021年其他旅游业务实现收入2.46亿元，同比增长12.84%系原有景区运营的子项目增多所致，未来随着以上景区知名度的增加和建成运营内容的增多，将对公司收入形成较高补充。

2022年一季度，陕西省疫情突发，旅游经济发展承压，预计全年景区运营业务收入将有所减少，获利能力维持。

## 2.旅行社业务

跟踪期内海外出行仍未开放，出入境业务基本停滞，公司旅行社业务收入大幅减少，国内疫情扰动，居民中长途出行意愿降低，旅行社业务短期难以恢复

公司旅行社业务由陕西中国旅行社有限责任公司和陕西海外旅游有限责任公司负责，主要提供入境旅游、出境旅游和国内旅游服务。公司是陕西省内较早经营入境旅游及出境旅游的单位之一，通过多年的经营，目前在陕西省内品牌认可度较高。

新冠肺炎疫情构成国际关注的突发公共卫生事件(PHEIC)，多国对中国游客采取禁止或限制入境措施，同时海外疫情迅速蔓延，仍未得到有效控制，我国已暂停境外人员入境旅行，目前仍尚未开放，对出入境游将带来巨大冲击，客户流量大幅减少，公司旅行社业务规模缩小，截至2021年末，公司下属陕中旅和陕海外合计拥有省内旅行社门市部133家，同比减少55家，分公司87家。

公司旅行社业务的主要经营模式为传统旅行社组团和接待为主的经营模式，盈利来源于客人团费和代客人支付房、餐、车费等赚取的差价。2021年，公司旅行社业务实现收入6.22亿

元，同比减少 33.90%；毛利率为-0.75%，亏损扩大-0.54 个百分点。受海外疫情的蔓延导致出入境业务基本停滞，出入境游合计产生收入 0.20 亿元，同比减少 1.62 亿元。目前海外出行仍未开放，短期内旅行社业务仍主要为国内出行，但目前国内各地疫情扰动，居民中长途出行意愿降低，旅行社业务短期难以恢复。

表 10：公司旅行社业务收入构成表（亿元、%）

分类		2019 年度		2020 年度		2021 年度	
项目	构成	金额	占比	金额	占比	金额	占比
旅行社	出境	10.04	54.88	1.69	18.00	0.08	1.29
	入境	1.22	6.65	0.13	1.35	0.12	1.93
	国内	6.28	34.32	6.77	72.00	5.99	96.30
	小计	17.53	95.84	8.59	91.35	6.19	99.52
票务代理		0.76	4.16	0.81	8.65	0.04	0.48
合计		18.29	100.00	9.41	100.00	6.22	100

数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 酒店和餐饮业务

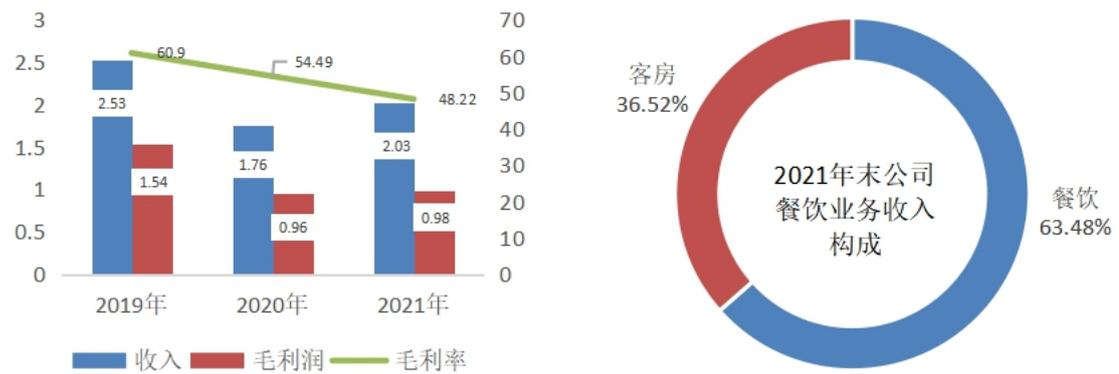
公司经营的酒店均为中高档酒店，区位条件较好，2021 年餐饮和酒店业务收入同比均有所增长，毛利率受无人接触、消杀等防疫成本增加影响有所下滑

公司酒店及餐饮业务收入主要来自于陕旅股份下属子公司西安唐乐宫有限公司（以下简称“西安唐乐宫”）以及西安宾馆、唐城宾馆和东方大酒店酒店的餐饮收入。公司目前共经营 3 家酒店，分别为西安宾馆、唐城宾馆和东方大酒店，位于西安市内，均为四星级中高档酒店。其中西安宾馆是陕西省首家四星级涉外旅游饭店，地处碑林区长安路北段 58 号，自开业以来，先后接待过 40 余位国家元首和社会名流。截至 2021 年末，西安宾馆共有客房 525 间；唐城宾馆地处雁塔区含光路南段 229 号，拥有客房 379 间；东方大酒店地处雁塔区朱雀大街 393 号，拥有客房 292 间。

公司经营的酒店均为中高档酒店，区位条件较好，2021 年入住率小幅增长，当期酒店及餐饮业务实现营业收入 2.03 亿元，同比增长 15.17%，毛利率为 48.22%，同比减少 6.27 个百分点，主要系无人接触、消杀等防疫成本增加所致，但仍保持在较高水平。

餐饮业务方面，公司的餐饮收入主要来自西安唐乐宫、西安宾馆、唐城宾馆和东方大酒店的餐饮收入。2021 年，餐饮业务实现收入 1.29 亿元，其中西安唐乐宫、西安宾馆、唐城宾馆和东方大酒店的分别实现餐饮收入 0.38 亿元、0.19 亿元、0.22 亿元和 0.18 亿元，均有所增长，占餐饮收入的比例分别为 29.72%、14.78%、16.84%和 14.08%；毛利润 0.45 亿元，毛利率 34.99%。

图表 11：酒店及餐饮业务收入、毛利润及毛利率（亿元、%、元/间）



酒店名称	2019年		2020年		2021年	
	入住率	平均房价	入住率	平均房价	入住率	平均房价
西安宾馆	74.39	194.58	37.92	233.46	49.33	255.77
唐城宾馆	70.32	239.92	43.94	225.41	55.52	272.23
东方大酒店	76.76	195.30	43.50	216.02	51.24	262.00

数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 电子商务业务

跟踪期内，受当期提供的部分技术服务业务处于实施阶段，还未达到收入确认条件影响，公司电子商务业务收入减少，旅游服务收入占比提升，毛利率小幅下滑

公司电子商务业务的收入主要来源于全资子公司陕西骏景旅游发展集团有限公司（以下简称“骏景集团”）的子公司骏途网。骏途网通过自主搭建的互联网销售平台，向 OTA、团购网站等线上机构客户以及个人用户提供景区电子门票、酒店预订以及旅游线路等产品的线上预订服务，通过销售价格与采购价格之间的差价以及向上游供应商提供在线旅游技术服务收取的技术服务费实现盈利。

表 12：公司电子商务业务收入构成情况（亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
旅游服务收入	5.02	95.42	1.92	72.22	2.13	83.53
技术服务收入	0.09	1.68	0.53	19.97	0.27	10.59
其他收入	0.15	2.90	0.21	7.81	0.15	5.88
合计	5.26	100.00	2.65	100.00	2.55	100.00

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2021年，公司电子商务业务收入和毛利润分别为 2.55 亿元和 0.48 亿元，分别同比下降 3.71%和 5.45%，主要系当期部分技术服务业务调试，处于实施阶段，还未达到收入确认条件所

致。从毛利率来看，2021年公司电子商务业务毛利率为18.90%，较2020年减少0.33个百分点。

### 其他业务

2021年公司确认部分沣西新城土地收入，其他业务对当期营业收入和利润的贡献程度大幅提升，公司土地取得成本较低，预计短期内土地出让将为公司贡献较大利润

公司其他业务包括旅游综合体开发管理业务、房产销售、影视业务和运输业务等业务。以旅游综合体开发管理业务、房产销售为主。

旅游综合体开发管理业务收入主要来源于金延安项目，截至2021年末，该项目已投入40.00亿元，公司于2018年开始获得土地返还收入，截至2021年末累计回笼3.95亿元，未回款资金确认为对延安圣地河谷文化旅游产业园区管委会的应收账款，账面余额4.12亿元，具体回笼安排尚未明确。

房产销售收入主要来源于子公司陕西融景旅游发展有限公司（以下简称“融景发展”）开发建设的金旅城·四海唐人街项目和沣景地产下属的土地。2020年8月，沣景地产约以21亿元成交价格竞得西咸新区中沣西新城的5宗共计530亩地块，用地性质为住宅、商服，上述地块位于公司在建丝绸之路风情城项目区位。截至2021年6月末<sup>1</sup>，其中4块地块已出售给西安万科共筑房地产开发有限公司（简称“西安万科共筑”）、陕西皇都丽嘉置业有限责任公司（简称“皇都丽嘉”）和西安和润悦通置业，土地价款共计42.07亿元，已支付21.58亿元。公司土地取得成本较低，预计短期内土地出让将为公司贡献较大利润。

表 13: 截至 2021 年 6 月末沣西新城 5 宗地块情况（单位：亿元、万平方米）

地块编号	地块性质	面积	楼面地价	合作方	暂估地块价款	诚意金
XXFX-XX03-52	住宅	101.88	5.25	万科共筑	20.38	10.20
	商业	35.04	0.38			
XXFX-XX02-75	住宅	81.89	4.22	皇都丽嘉	8.39	4.50
XXFX-XX02-79	住宅	68.09	3.51	未定	—	—
	商业	46.78	0.51	未定	—	—
XXFX-XX03-66	商业	34.78	0.38	西安和润悦通置业	0.55	0.38
XXFX-XX03-61	商业	35.08	0.39	万科共筑	12.75	6.50
	住宅	126.01	6.49			
合计	—	253.63	21.13	—	42.07	21.58

<sup>1</sup> 公司未提供最新数据表格，下同。

表 13: 截至 2021 年 6 月末洋西新城 5 宗地块情况 (单位: 亿元、万平方米)

地块编号	地块性质	面积	楼面地价	合作方	暂估地块价款	诚意金
------	------	----	------	-----	--------	-----

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

2021 年, 公司其他业务收入 20.76 亿元, 占公司主营业收入总额比例提升至 51.39%, 受确认土地收入影响, 其他业务对公司的收入和利润贡献大幅提升, 毛利率 29.83%, 同比减少 3.96 个百分点。

### 未来发展

公司在建项目主要是旅游景区, 受疫情影响或面临一定的投资回报不及预期的风险, 丝绸之路风情城二期项目-丝路欢乐世界推迟至 2022 年 9 月投入运营, 将对公司收入形成一定补充

在建项目方面, 截至 2021 年末, 公司在建项目主要为金延安项目和陕西国际体育之窗(全运会赛事指挥和新闻媒体中心)等, 在建项目计划总投资额 91.73 亿元, 已完成投资 75.41 亿元。

其中金延安项目计划总投资 51.22 亿元, 截至 2021 年末, 金延安项目累计投资 44.65 亿元, 已完成总投资额的 87.17%, 陕西国际体育之窗预计 2022 年 12 月完工, 项目完工后 3 号楼将用于出租, 2 号楼将出售, 预计产生销售收入 10.00 亿元。截至 2021 年末, 公司主要拟建项目西关项目, 目前重点单体项目的选址已经明确, 尚未确定开工时间。

表 14: 截至 2021 年末公司主要在建项目情况 (亿元、%)

项目名称	总投资 金额	已投资 金额	建设进度	资金来源	建设周期
金延安项目	51.22	44.65	87.17	自有资金+融资	2013.12-2023.12
陕西国际体育之窗(全运会赛事指挥和新闻媒体中心)	40.51	30.76	75.93	自有资金+融资	2018.12-2022.12
合计	91.73	75.41	82.21	-	-

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司投资建设的丝绸之路风情城二期项目——丝路欢乐世界主题乐园总占地面积 37.82 万平方米(折合 567 亩), 项目以“丝路、欢乐、科技”为核心定位, 以丝绸之路为时空脉络, 丝路沿线国家的文化风情为主线进行主题化演绎。园区分为中国、亚细亚和欧洲三大主题板块, 内设九个风情主题风区, 拟成为未来大西安的“欢乐新地标”, 该项目计划 2022 年 5 月开园, 受当年一季度陕西省疫情影响, 推迟至 9 月开始运营, 对公司收入形成一定补充。

### 公司治理及战略

跟踪期内, 公司治理结构未发生变化, 根据陕西省人民政府任命文件及陕旅集团职工董事选举结果, 陈小军任公司董事, 不再担任公司副总经理, 闫阿炜任公司职工董事

公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律、法规的规定, 设立了董事会、监事会等决策及监督机构的法人治理机构。

跟踪期内, 公司董事会仍由 7 人组成, 根据陕西省人民政府任命文件及陕旅集团职工董事

选举结果，陈小军任公司董事，不再担任公司副总经理，闫阿炜任公司职工董事。

**十四五规划期间，公司将以综合性文化和旅游产业为核心产业，向投资型公司转型，打造文化和旅游产业的投资平台，整合优质资源实现资本市场上市**

作为陕西省国资委下属重要的旅游企业，跟踪期内，公司获得政府补助 0.43 亿元，未来仍将在资金等方面将持续获得股东及相关各方的支持。十四五规划期间，公司将以综合性文化和旅游产业为核心产业，向投资型公司转型，打造文化和旅游产业的投资平台。争取在十四五规划末，成为国内一流的文旅产业投资型平台公司，整合优质资源实现资本市场上市。

投资方面，公司将以重大项目投资为依托，通过“旅游+金融”的方式，以控股、参股等形式，实现文化和旅游产业项目的布局。实现集团由传统旅游运营向文化和旅游投资型公司转型发展；产业布局方面，公司在省内主要旅游目的地均有重点布局，实现旅游演艺、景区运营管理、索道投资在全国多地布局，输出管理，形成知名品牌；并在“一带一路”沿线城市布局；业务比例方面，优化调整投资及运营业务比例，实现投资占比 60%，产业运营占比 40%，集团规模方面，力争在未来 5 年内，打造一个资产规模超过 500 亿元的投资型运营平台公司；经营收益从总收入的 70.27 亿元提升到收入超 200 亿元；此外，员工总人数由 10000 人增加到 12000 人。

**重大事项**

根据《陕西省人民政府办公厅印发关于推进省级党政机关和事业单位经营性国有资产集中统一监管实施意见的通知》，跟踪期内，公司对陕西省文化演出服务公司、陕西省旅游服务公司、陕西省唐颂民族音乐文化传媒有限公司和陕西省发展和改革宣传教育中心招待所（西安金桥酒店）四家公司尽调并部分完成接受。

此外，2021 年，公司收购陕西安途投资有限公司（以下简称“陕西安途”）全部股权，交易对价 295.99 万元，陕西安途主要负责四海唐乐街及西城往事的开发建设和运营（见“表 19”）。

**表 15：截至 2021 年末陕西安途情况（单位：亿元）**

公司名称	资产	净资产	负债	营业收入	净利润	经营性净现金流
陕西安途	45.80	7.46	38.35	0.55	0.14	-6.46

资料来源：公司提供，东方金诚整理

**财务分析**

**财务质量**

公司提供了 2021 年审计报告和 2022 年一季度未经审计的财务报告。亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2021 年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共 13 家，同比减少 1 家。新增子公司 1 家，为陕西安途，减少 2 家，为陕西沣景万丽置业有限公司和汉中城市文化旅游投资有限公司。

## 资产构成与资产质量

跟踪期内，公司投资性房地产增长显著，资产规模增加，以关联方借款为主的其他应收款有所减少但规模仍较大，对营运资金形成占用

2021年，公司资产总额同比增长15.81%达391.72亿元，主要原因一系陕西安途新纳入合并范围，二系体育之窗项目3号楼正式入驻，其余楼栋基本建成，投资性房地产显著增加，三系岐山周公庙景区项目完工转固，此外金延安项目、丝绸之路风情城二期·丝路欢乐世界项目和陕西白鹿原文化产业基地项目建设增长所致。从资产构成来看，投资性房地产、固定资产和在建工程等非流动资产占资产总额比重较高，达70.33%，占比小幅提升。2022年3月末，公司资产总额384.80亿元，较期初小幅减少系归还借款，货币资金减少所致。

2021年末，公司流动资产同比增长12.92%达116.24亿元，主要由存货、货币资金、其他应收款和应收账款等构成，占流动资产比重分别为40.55%、25.56%、15.75%和10.18%，合计占比92.05%。2022年3月末，公司流动资产107.80亿元，较期初减少7.26%。

图表 16：公司主要资产构成情况（亿元、%）



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
<b>资产总额</b>	<b>305.83</b>	<b>338.24</b>	<b>391.72</b>	<b>384.80</b>
<b>流动资产</b>	<b>96.54</b>	<b>102.94</b>	<b>116.24</b>	<b>107.80</b>
存货	18.65	36.09	47.14	48.42
货币资金	27.16	25.64	29.72	20.35
其他应收款	31.18	23.97	18.31	18.20
应收账款	10.51	8.80	11.83	11.70
<b>非流动资产</b>	<b>209.29</b>	<b>235.30</b>	<b>275.48</b>	<b>277.00</b>
投资性房地产	72.19	98.39	130.03	131.10
固定资产	51.94	48.55	59.92	59.31
在建工程	46.23	46.67	51.47	53.44
可供出售金融资产	6.29	6.43	7.16	7.10

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司存货主要由房地产项目的开发成本及库存商品构成，2021年存货账面价值同比增长30.63%至47.14亿元，系新合并陕西安途和房地产项目投资增加所致。其中房地产开发成本44.48亿元，库存商品1.20亿元，累计计提跌价准备0.02亿元。存货周转次数为0.68次，同比下降0.25次。2022年3月末，公司存货48.42亿元，较期初小幅增长。

公司货币资金主要是银行存款，2021年末货币资金期末余额同比增长15.90%至29.72亿元，其中银行存款21.09亿元，其他货币资金8.57亿元；受限资金规模为8.94亿元，主要为银行承兑汇票保证金、履约保证金和用于担保的定期存款或通知存款等。2022年3月末，公司归还部分借款，货币资金较期初减少31.50%。

公司其他应收款主要是各类暂借款和往来款等，2021年末，公司将部分借款收回，其他应收账款同比减少23.62%为18.31亿元，计提坏账准备0.88亿元，其中单项计提坏账准备0.58亿元。当期前五大其客户合计金额为14.26亿元，占其他应收款期末账面余额比例74.35%。2022年3月末，公司其他应收款较期初变化不大。

表 17: 截至 2021 年末公司前五大其他应收款客户情况 (单位: 亿元、%)

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占比	坏账准备
长安汇通有限责任公司及其子公司	借款	8.65	1年以内 2.78 亿元, 1~2 年 0.72 亿元, 2~3 年 5.15 亿元	45.11	-
陕西省实业发展集团有限公司	借款往来款	3.87	1年以内 2.77 亿元, 1~2 年 1.10 亿元	20.18	-
延安华尔商业管理有限公司	往来款	0.82	1~2 年 0.005 亿元; 2~3 年 0.25 亿元; 3 年以上 0.28 亿元	4.26	-
陕西沣景万丽置业有限公司	往来款	0.61	1 年以内	3.18	-
三亚春瑞实业有限公司	借款	0.31	1 年以内	1.62	-
<b>合计</b>	-	<b>14.26</b>	-	<b>74.35</b>	-

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

2021年末公司应收账款同比增长34.43%达11.83亿元, 前五大应收客户规模5.05亿元, 占比41.38%, 主要为应收延安圣地河谷文化旅游产业园区管委会旅游综合开发管理业务款4.12亿元; 从账龄分布来看, 应收账款账龄以1年以内为主, 占比为74.12%; 计提坏账准备0.38亿元, 计提比例为3.11%, 其中单项计提坏账准备0.25亿元。2022年3月末, 公司应收账款较期初变化不大。

表 18: 截至 2021 年末公司前五大其应收账款客户情况 (单位: 亿元、%)

单位名称	期末余额	占比	坏账准备
延安圣地河谷文化旅游产业园区管委会	4.12	33.73	-
西安市第四医院	0.32	2.62	-
陕西中秦浩泰建设工程有限公司	0.26	2.13	0.0026
中策行(宁夏)文创科技有限公司	0.18	1.46	-
西安万奥特瑞贸易有限公司	0.18	1.45	0.0018
<b>合计</b>	<b>5.05</b>	<b>41.38</b>	<b>0.0044</b>

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

2021年末, 公司投资性房地产增长叠加在建项目持续推进, 非流动资产同比增长17.08%

达 275.48 亿元，投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产占非流动资产比重分别为 47.20%、21.75%、18.68%和 2.60%，合计占比 90.24%。2022 年 3 月末，公司非流动资产 277.00 亿元。

公司投资性房地产采取以公允价值入账的计量方式，2021 年末投资性房地产期末公允价值为 130.03 亿元，同比增长 32.16%，其一系新合并陕西安途，新增四海唐乐街及西城往事的投资型房地产，其二系公司持有的原有投资性房地产公允价值增值 7.39 亿元所致。2022 年 3 月末，公司投资性房地产 131.01 亿元，较期初变化不大。

表 19：截至 2021 年末公司投资性房地产明细（单位：万平方米、亿元）

项目名称	位置	产权证书获取情况	业态	建筑面积	账面价值
四海唐人街	陕西省西安市太华路南路与凤城三路十字交汇处西南角	已办理	商用	12.36	25.40
中邦颐道酒店	上海市浦东新区川沙镇王桥路 999 号	已办理	商用	1.70	3.77
文物大厦	西安市碑林区南大街 129 号	已办理	商用	0.88	2.79
东方大酒店	小寨西路 26 号 1 幢	已办理	商用	1.08	2.31
诸葛古镇	汉中勉县武侯镇武侯村	已办理	商用	1.53	4.10
金延安项目	延安圣地河谷文化旅游产业园区	土地证已办理	商用	17.81	12.01
周文化景区周原京都项目	岐山县凤鸣镇北郭村	土地证已办理	商用	0.43	4.45
体育之窗	西安市高新区唐延路	土地证已办理	商用	3.63（土地面积）	41.70
土地	沔西新城	办理中	住宅兼容商业	7.66（土地面积）	8.47
西城往事	陕西省西咸新区	土地证已办理	商用	9.76（土地面积）	19.16
四海唐乐街	西安航天基地雁塔南路与航天南路十字西南角	土地证已办理	商用	3.33（土地面积）	5.80
其他	-	-	-	-	0.05
合计	-	-	-	-	130.03

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司固定资产规模较大，主要为房屋及建筑物、机器设备、运输工具及其他设备等，2021 年末，固定资产账面价值同比增长 23.43%至 59.92 亿元，主要系岐山周公庙景区完工转固所致，当期计提折旧 3.09 亿元。2022 年 3 月末，固定资产较期初变化不大。

公司目前在建项目主要为金延安项目、丝绸之路风情城二期·丝路欢乐世界项目和陕西白鹿原文化产业基地项目，2021 年随着项目建设支出增加，在建工程同比增长 10.29%达 51.47 亿元。2022 年 3 月末，公司在建工程 53.44 亿元，较期初小幅增长。

2021 年末，公司新增 0.78 亿元土地使用权资产，无形资产同比增长 11.42%为 7.16 亿元，跟踪期内，土地使用权合计金额为 6.93 亿元。2022 年 3 月末，公司无形资产为 7.10 亿元。

从资产受限情况来看，截至 2021 年末，公司受限资产为 85.91 亿元，占总资产的比重为 21.93%，占净资产 108.65%，占净资产比重较高，主要由受限投资性房地产、在建工程、货币资金、存货、固定资产等构成。

表 20：截至 2021 年末公司受限资产情况（亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	8.94	履约保证金、用于担保的定期存款或借款质押及其他
存货	7.46	借款抵押
投资性房地产	39.08	借款抵押
长期股权投资	5.92	借款质押
固定资产	6.04	借款抵押
无形资产	0.43	借款抵押
在建工程	18.04	借款抵押
合计	85.91	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 资本结构

2021 年，受新增下属公司陕西安途，同时部分存货、固定资产转入投资性房地产评估增值影响，所有者权益规模同比增长，少数股东权益占净资产比重仍较高

2021 年，公司新增下属公司陕西安途，资本公积和少数股东权益增长，此外，部分存货、固定资产转入投资性房地产，评估增值 3.95 亿元，公司所有者权益同比增长 15.94% 达 79.07 亿元，少数股东权益、其他综合收益、资本公积和实收资本占所有者权益比重分别为 37.58%、32.55%、17.04% 和 12.04%，合计占比 99.21%，少数股东权益占净资产比重仍较高。2022 年 3 月末，受一季度亏损未分配利润为负影响，公司所有者权益小幅减少 77.15 亿元。

2021 年末，公司实收资本较期初无变化，未分配利润受当期部分子公司业绩亏损影响有所减少，当期公司部分存货、固定资产等转入投资性房地产评估增值，其他综合收益同比增长 18.10% 达 25.74 亿元，当期公司新增陕西安途投资有限公司，资本公积和少数股东权益均有所增长，期末余额分别为 13.47 亿元和 29.71 亿元。

图表 21：公司所有者权益结构情况（亿元）



归属母公司所有者权益	50.43	43.85	49.36	48.49
少数股东权益	16.83	24.35	29.71	28.66
所有者权益	67.25	68.20	79.07	77.15

数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，新冠肺炎疫情对公司主业经营影响仍较大，并购陕西安途使得公司有息债务规模有所增长，债务结构仍以长期有息债务为主，债务负担有所加重

跟踪期内，经营性借款和应付规模均有所增长，公司房地产、在建工程等项目支出增加借款规模扩大，此外公司将陕西安途纳入合并范围，负债总额同比增长 15.78%达 312.65 亿元。从负债构成来看，非流动负债占比相对较高，占比 53.13%。2022 年 3 月末，公司偿还债务，负债总额小幅减少为 307.65 亿元。

图表 22：2019 年~2021 年末以及 2022 年 3 月末公司负债构成情况（亿元）



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
负债总额	238.58	270.04	312.65	307.65
流动负债	100.60	131.00	146.53	143.20
一年内到期的非流动负债	24.27	39.02	52.99	51.26
短期借款	21.89	22.84	33.99	34.23
应付账款	13.38	14.89	23.67	23.36
其他应付款	21.64	23.31	23.51	23.33
应交税费	1.32	1.68	4.05	3.34
非流动负债	137.98	139.04	166.12	164.45
长期借款	49.05	55.19	81.43	73.77
长期应付款	34.82	35.35	36.74	36.14
应付债券	39.42	30.48	23.36	29.51
递延所得税负债	9.45	12.03	16.03	16.36
其他非流动负债	4.70	5.44	4.79	4.87

资料来源：审计报告，东方金诚整理

2021 年末，公司流动负债同比增长 11.86%达 146.53 亿元，一年内到期的非流动负债、短期借款、应付账款、其他应付款和应交税费占流动负债比重分别为 36.16%、23.19%、16.15%、16.04%和 2.76%。2022 年 3 月末，公司流动负债 143.20 亿元。

2021 年末，公司一年内到期的非流动负债为 52.99 亿元，同比增长 35.80%，包括一年内到期的长期借款 26.16 亿元，应付债券 12.21 亿元，长期应付款 14.63 亿元。2022 年 3 月末，

公司一年内到期的非流动负债小幅减少至 51.26 亿元。

2021 年末，陕西省受疫情影响仍较为严重，当期短期借款 33.99 亿元，同比增长 48.78%，其中信用借款、保证借款、抵押借款和保证及抵押借款分别为 17.15 亿元，12.91 亿元，2.87 亿元和 1.00 亿元。2022 年 3 月末，公司短期借款 34.23 亿元。

公司应付账款主要为应付工程款以及对外采购原材料及景区、旅行社应付经营款项等。2021 年末，公司应付账款 23.67 亿元，同比增长 58.94%。2022 年 3 月末，公司应付账款较期初变化不大。

公司其他应付款主要为与关联方的往来款，2021 年末小幅增长至 23.51 亿元，其中往来款 16.89 亿元。2022 年 3 月末，公司其他应付款较期初变化不大。

2021 年，应交税费由 1.68 亿元增长至 4.05 亿元，主要系当期土地转让增值税计提增加所致。2022 年 3 月末，公司应交税费较期初有所减少。

非流动负债方面，2021 年末，公司非流动负债受新并表子公司和在建项目推进融资规模扩大影响同比增长 19.47% 达 166.12 亿元，长期借款、长期应付款、应付债券、递延所得税负债和其他非流动负债占非流动负债比重分别为 49.02%、22.12%、14.06%、9.65% 和 2.88%，合计占比 97.73%。2022 年 3 月末，公司非流动负债较期初减少至 164.45 亿元。

2021 年末，公司长期借款增长至 81.43 亿元，同比提升 47.55%，公司长期借款主要由保证借款、信用借款和抵押借款构成，分别为 33.25 亿元、16.78 亿元和 11.09 亿元。2022 年 3 月末，公司归还借款，长期借款减少至 73.77 亿元。

公司长期应付款主要是融资租赁款，2021 年末小幅增长至 36.74 亿元。2022 年 3 月末，公司长期应付款较期初变化不大。

**表 23：截至 2021 年末公司前五大长期应付款客户情况（单位：亿元、%）**

单位名称	期末余额
中国信达资产管理股份有限公司	8.32
华夏金融租赁有限公司	4.80
诚泰融资租赁（上海）有限公司	3.46
平安国际融资租赁有限公司	3.16
远东宏信（天津）融资租赁有限公司	1.69
<b>合计</b>	<b>21.43</b>

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2021 年末，因部分债券到期及分类至一年内到期的应付债券，公司应付债券规模同比减少 23.35% 为 23.36 亿元。2022 年 3 月末，公司新发行 6.00 亿元“22 陕旅债 01/22 陕旅 01”，应付债券增长。

**表 24：截至 2021 年末公司应付债券（单位：亿元、%）**

项目	期末余额	期初余额	发行日期	债券期限	发行金额
16 陕旅债	0.69	3.49	2016-3-1	7 年	3.50

17 陕旅 01	-	4.99	2017-3-9	5 年	6.00
18 陕旅 01	5.94	5.93	2018-4-24	10 年	6.00
18 陕旅 02	-	4.97	2018-11-2	5 年	5.00
19MTN001	-	6.78	2019-4-26	3 年	6.80
SXTOUR309/24/24	4.94	0.00	2019-4-26	3 年	5.10
21 陕旅 01	7.88	0.00	2021-9-24	3 年	8.00
17 延安 01	2.69	3.00	2017-10-12	10 年	3.50
18 延安 01	1.22	1.33	2018-5-3	10 年	1.42
<b>合计</b>	<b>23.36</b>	<b>30.48</b>	-	-	<b>45.32</b>

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2021 年末，公司递延所得税负债增长 33.22%至 16.03 亿元。2022 年 3 月末，公司递延所得税负债较期初变化不大。

公司其他非流动负债跟踪期内小幅减少，主要是非标借款，2021 年末为 4.79 亿元。2022 年 3 月末，公司其他非流动负债较期初变化不大。

**表 25：截至 2021 年末公司其他非流动负债情况（单位：亿元）**

单位名称	期末余额
西安华新融玺资产管理合伙企业（有限合伙）	1.40
西安君冶股权投资合伙企业（有限合伙）	1.83
陕西省国际信托股份有限公司	1.01
西安旅游发展基金合伙企业（有限合伙）	0.35
高新区土地储备中心	0.18
华源赛晟合伙企业	0.01
待处理固定资产损益	0.01
<b>合计</b>	<b>4.79</b>

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2021 年末，公司全部债务规模小幅增长 14.04%至 231.12 亿元，短期有息债务占比有所减少。同期末，公司资产负债率为 79.81%，同比变化不大；全部债务资本化比率为 74.51%。整体来看，公司债务规模较高，跟踪期内继续有所增长，债务负担增加。

从有息债务期限结构来看，以 2021 年末，公司有息债务为基础，公司 2022 年需到期偿还的有息债务规模较大，为 89.94 亿元，面临一定的集中偿付压力。

**图表 26：公司有息债务构成情况（亿元）**



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
短期有息债务 (亿元)	60.42	82.16	89.94
长期有息债务 (亿元)	122.90	120.51	141.18
全部债务 (亿元)	183.32	202.67	231.12
资产负债率 (%)	78.01	79.84	79.81
长期债务资本化比率 (%)	64.63	63.86	64.10
全部债务资本化比率 (%)	73.16	74.82	74.51

资料来源：公司提供，东方金诚整理

对外担保方面，截至 2021 年末，公司对外提供担保共计 15.80 亿元，占净资产的比例 19.98%，被担保单位主要为陕西文化产业投资控股（集团）有限公司等。

### 盈利能力

2021 年，公司收入及盈利均有所增加，但期间费用率仍较高，以投资性房地产评估增值为主的非经常性损益对公司利润影响仍很大，需关注未来利润稳定性

2021 年，受确认土地出让收入影响，公司营业收入同比增长 27.64% 达 40.39 亿元，毛利率为 29.65%，同比增加 10.25 个百分点系当期毛利较高的景区运营业务占整体营业收入比重提升所致。

期间费用方面，2021 年，公司期间费用规模 14.83 亿元，占营业收入的比重 36.70%，管理费用、财务费用和销售费用分别为 7.28 亿元、4.01 亿元和 3.50 亿元，规模较大且占收入比重较高，对利润空间有所挤占。

非经常性损益方面，当期公司公允价值变动收益 7.39 亿元，主要是确认的投资性房地产公允价值投资增值，同比减少 34.79%，当期确认投资收益 1.46 亿元，主要是公司获得的债权投资持有期间的利息收益 0.65 亿元，持有其他非流动金融资产期间取得的投资收益 0.69 亿元。公司资产减值损失和信用减值损失规模仍较小。

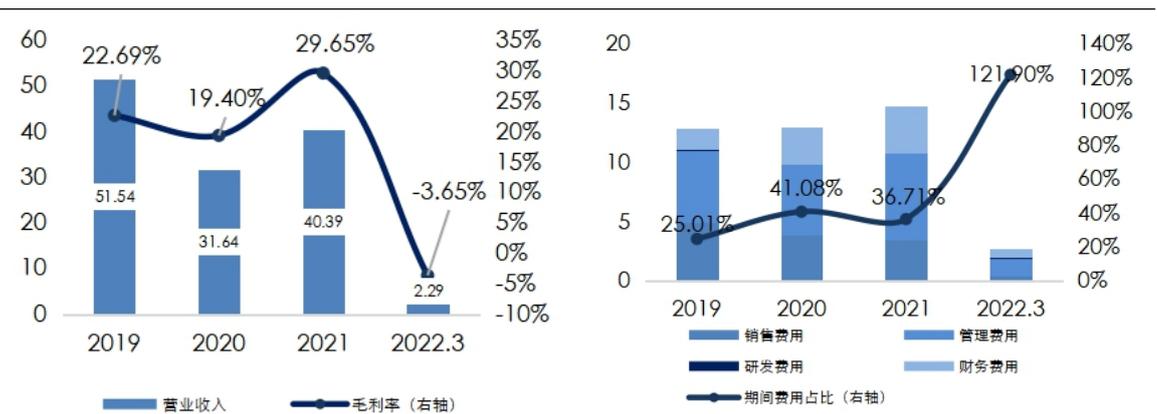
2021 年，公司净利润 2.33 亿元，同比小幅增长。2021 年，公司总资本收益率为 1.96%；净资产收益率为 2.95%，同比减少 0.39 个百分点。

2022 年 1~3 月，公司营业收入 2.29 亿元，同比减少 38.92% 主要系 1 月西安疫情严重城市封闭所致，利润总额 -2.26 亿元由正转负。

整体来看，公司主营业务受疫情影响较大，利润仍依赖于投资性房地产的评估增值等其他，非经常性的收益对公司盈利水平的影响很大，需关注未来公司利润稳定性。目前新冠肺炎疫情

在海外仍未得到有效控制，我国依旧处于暂停境外人员入境旅行状态，这对出入境游将带来巨大冲击，此外国内疫情反复，公司境内旅游仍未完全复苏，客户流量短期内难以恢复。公司旅游业务受影响程度将取决于疫情的持续时间，旅游业务仍难以大幅度反弹，预计2022年，公司主营业务获利水平或将承压，此外，截至2021年末，公司四宗土地出让已结转近10亿元，尚有20亿元未收回，款项收回后可结转收入达30亿元，短期内土地出让对公司营业总收入和利润形成一定支撑。从中长期来看，随着疫情得到合理应对，旅游业下游需求将有反弹式增长，依托良好的景区资源，公司盈利将有望在疫情好转后增长。

图表 27:公司营业收入及盈利能力 (亿元、%)



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
营业总收入	51.54	31.64	40.39	2.29
期间费用	12.89	13.00	14.83	2.79
其中：销售费用	4.93	3.91	3.50	0.49
管理费用	6.08	5.93	7.28	1.54
研发费用	0.07	0.06	0.04	0.00
财务费用	1.81	3.10	4.01	0.76
营业利润	3.66	5.69	5.12	-5.65
利润总额	3.33	5.42	4.94	-2.26
总资本收益率	2.13	2.00	1.96	-
净资产收益率	2.80	3.33	2.95	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

## 现金流

2021 年，公司经营性支出减少，经营活动产生的净现金流从净流出转为净流入，公司投资项目较多，对外部融资存在一定的依赖性

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入 60.44 亿元，同比小幅增长；购买商品提供劳务支付的现金减少，当期公司应收款项下降，其他与经营活动有关的现金支出降低，经营活动产生的现金流出同比减少 27.78%为 52.17 亿元，经营性净现金流从期初净流出-15.41 亿元转为净流入 8.26 亿元。现金收入比为 89.22%，同比减少 6.24 个百分点，系疫情影响且还款较多所致。

公司投资项目较多，随着项目建设的推进，投资性现金流出较多。2021 年，公司投资活动现金流入为 13.77 亿元，主要包括处置债权投资申万宏源青松二号定向资管投资计划和首创稳

赢、华新融玺等共计收回投资产生的现金流入 3.02 亿元，投资收益 1.50 亿元和收回对外借款产生的收到其他与投资活动有关的现金 8.86 亿元；当期投资活动现金流出为 18.02 亿元，主要为项目建设支出；投资活动产生的现金流量净额为-4.25 亿元，净流出规模减少主要系当期金融产品等投资支出减少所致。

筹资活动方面，2021 年，公司筹资活动现金流入持续净流入但净流入规模大幅减少 78.67% 至 5.60 亿元，主要系当期偿还借款以及上年同期子公司被增资吸收投资收到的现金较多所致。公司目前投资项目仍较多，规模较大，对外部融资存在一定的依赖性。

2022 年 1~3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-2.69 亿元、-2.66 亿元和 2.84 亿元。

图 28：公司现金流和现金收入比情况（亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2021 年末，公司流动比率同比小幅增长，速动比率有所下降，分别为 79.33%和 47.16%。2021 年经营现金流动负债比由负转正，经营性现金流对流动负债的保障程度提高。2021 年末，公司未受限货币资金账面价值为 20.78 亿元，短期有息债务为 89.94 亿元，账面未受限货币资金对短期有息债务的保障程度较弱。

从长期偿债能力指标看，2021 年，公司 EBITDA 为 12.10 亿元；公司债务规模增长，息税前利润减少，EBITDA 利息倍数由上年的 1.64 倍下降至 1.38 倍；公司全部债务/EBITDA 由上年的 17.22 倍升至 19.09 倍。

截至 2021 年末，公司获得主要贷款银行授信额度合计 222.21 亿元，已使用额度 153.07 亿元，尚未使用的授信额度为 69.14 亿元，未使用授信额度较为充裕。

总体来看，跟踪期内公司有息债务规模增长，债务负担加重。但考虑到公司运营景区较为优质，区域竞争力较强，公司其他业务如房地产、旅游综合开发管理业务等可为公司盈利带来一定补充，且公司作为陕西省国资委全资控股企业，融资渠道畅通，公司仍将继续保持很强的偿债能力。

表 29：公司偿债能力主要指标（%、倍）

指标名称	2019 年	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
------	--------	---------	---------	-------------

流动比率	95.97	78.58	79.33	75.28
速动比率	77.43	51.04	47.16	41.46
经营现金流动负债比	6.72	-11.76	5.64	-
EBITDA 利息倍数	0.97	1.64	1.38	-
全部债务/EBITDA	17.66	17.22	19.09	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 过往债务履约情况

根据公司提供的、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2022 年 4 月 23 日，公司本部未结清贷款中不存在关注及不良类记录。截至本报告出具日，公司存续期内债券均按期兑付利息。

## 担保能力分析（1）

### 担保条款

跟踪期内，“21 陕旅 01”担保条款未发生变化，陕西信用增进有限责任公司（以下简称“陕西增信”）为“21 陕旅 01”提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

### 担保主体概况

陕西增信前身为成立于 2013 年 1 月的西安经金融资担保有限公司，由西安经开城投、西安经开金控和西安经开区管委会共同出资组建，初始注册资本 15.00 亿元，并于 2016 年 11 月更名为陕西扶贫富民融资担保有限公司。2017 年，陕西增信股权调整<sup>2</sup>，陕西金资成为第一大股东，随后更名为陕西投融资担保有限责任公司。2018 年 1 月，陕西增信引入陕西省财政厅、陕西省水务集团有限公司等 8 家法人股东，实收资本增加至 28.49 亿元。同年，陕西省财政厅将其持有的股权划转至陕西财投。2018 年 5 月，通过将资本公积 0.81 亿元和未分配利润 0.70 亿元转增实收资本，注册资本增至 30.00 亿元。2019 年 10 月，经陕西省人民政府批复同意，更名为现名，成为全国第五家信用增进机构。2020 年 3 月，陕西增信完成增资扩股并引入新股东，注册资本和实收资本均增至 40.00 亿元<sup>3</sup>。

2021 年，根据陕西增信 2021 年第一次（临时）股东会审议通过的《关于确认陕西信用增进有限责任公司增加注册资本的议案》的议案规定及出资协议，注册资本由 40.00 亿元增加至 47.84495142 亿元<sup>4</sup>。新增注册资本分别由榆林市榆阳区国有资产运营有限公司、西安航天基地创新投资有限公司、深圳开源证券投资有限公司以货币形式出资，增资价格为 1.1835 元/股。其中，榆林榆阳国资以货币形式出资 7.101 亿元，6 亿元计入实收资本，1.101 亿元计入资本公积；西安航天创投以货币形式出资 1.1835 亿元，1 亿元计入实收资本，0.1835 亿元计入资本公

<sup>2</sup> 陕西金资通过受让西安经开城投 7.55 亿元股权，入股陕西增信并成为公司第一大股东，同时西安经开区管委会将所持的全部 1.00 亿元股权转让给西安经开金控，退出股东序列。

<sup>3</sup> 其中原股东陕西金资和陕西财投分别增资 2.00 亿元和 4.00 亿元，同时新股东榆林财金和秦汉新城投资控股分别增资 3.00 亿元和 1.00 亿元。

<sup>4</sup> 经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）验资报告确认，全部增资款项已于 2022 年 2 月 25 日实缴到位，其中深圳开源证券增资款 9000 万元于 2022 年 2 月 24 日到账，使得 2021 年 12 月 31 日实收资本为到账前的 47.08 亿元。

积；深圳开源证券投资以货币形式出资1亿元，0.84495142亿元计入实收资本，0.15504858亿元计入资本公积。2022年2月，上述新增股本已全部实缴到位。增资后，陕西金资仍为公司第一大股东，持有公司21.26%的股权。截至2021年末，陕西增信实收资本47.08亿元，实际控制人为陕西省人民政府、

表 30：2022 年 3 月末陕西增信股东持股情况（单位：%）

排名	股东名称	简称	股东性质	持股比例
1	陕西金融资产管理股份有限公司	陕西金资	国有企业	21.26
2	陕西财金投资管理有限责任公司	陕财投	国有企业	18.24
3	榆林市榆阳区国有资产运营有限公司	榆阳国资	国有企业	12.54
4	西安经发控股（集团）有限责任公司	经发集团	国有企业	12.00
5	陕西省水务集团有限公司	水务集团	国有企业	6.27
6	榆林市财金投资管理有限公司	榆林财金	国有企业	6.27
7	西安经开金融控股有限公司	经开金控	国有企业	4.40
8	陕西延长石油资本控股有限公司	延长石油	国有企业	4.40
9	陕西粮农集团有限责任公司	粮农集团	国有企业	2.20
10	陕西建工集团有限公司	建工集团	国有企业	2.20
11	宝鸡市金融控股有限公司	宝鸡金控	国有企业	2.20
12	西咸新区秦汉新城投资控股有限公司	秦汉新城	国有企业	2.09
13	西安航天基地创新投资有限公司	西安航天	国有企业	2.09
14	深圳开源证券投资有限公司	开源证券	国有企业	1.77
15	天津骏泰企业管理有限公司	天津骏泰	民营企业	1.04
16	西安陕鼓动力股份有限公司	陕鼓动力	国有企业	1.03
合计				100.00

资料来源：陕西增信提供，东方金诚整理

陕西增信立足于陕西省，业务辐射全国，主营业务包括信用增进业务（包括信用产品的创设和交易、信用增进的评审、培训等）、资产投资和投行业务（资产管理及资产受托管理、咨询顾问服务）三大块业务。

## 担保能力分析

陕西省社会融资规模保持稳步增长，直接融资占比持续提升，为陕西增信开展增信业务奠定了良好的基础；陕西增信增信放大倍数处于低位，项目储备较为丰富，债券增信规模上升较快，带动增信业务收入和营业收入大幅上升；陕西增信2021年持续获得增资，实收资本增至47亿元以上，资本实力进一步增强，代偿能力大幅提升；陕西增信为省级信用增进机构，股东实力雄厚，陕西省政府及陕西金资能够在业务开展和资本补充方面提供较大的支持。东方金诚关注到，陕西增信增信和投资业务客户以陕西省内国有企业和城投陕西增信为主，区域和行业较为集中，不利于风险分散；由于陕西增信投资资产规模较大，流动资产及现金类资产占比相对较低，且投资资产到期期限较长，流动性风险管理存在一定压力；伴随陕西增信增信责任余

额快速上升，陕西增信准备金覆盖率有所下滑。综合分析，东方金诚国际信用评估有限公司评陕西信用增进有限责任公司主体信用等级为 AAA，评级展望稳定。

陕西信用增进有限责任公司的担保代偿能力极强，对“21 陕旅 01”提供的无条件的不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

## 担保能力分析（2）

### 担保条款

跟踪期内，“22 陕旅债 01/22 陕旅 01”担保条款未发生变化，中债信用增进投资股份有限公司为“22 陕旅债 01/22 陕旅 01”提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

### 担保主体概况

**中债增信是国内首家专业债券信用增进机构，由交易商协会联合几家大型央企和国有企业发起设立，跟踪期内无重大经营管理变化**

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增信”）成立于 2009 年 9 月，是国内首家专业债券信用增进机构，由中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）联合中国石油天然气集团公司<sup>5</sup>、国网英大国际控股集团有限公司、中国中化股份有限公司<sup>6</sup>、北京国有资本运营管理有限公司、首钢总公司<sup>7</sup>、中银投资资产管理有限公司 6 家大型国有企业共同发起设立。截至 2022 年 3 月末，注册资本和实收资本均为 60 亿元人民币，其中交易商协会出资 0.60 亿元，持有 1%的股份，其他六名股东均出资 9.90 亿元，各持有 16.50%的股份，股东承诺在中债增信业务发展需要时及时补充资本。主要经营范围包括企业信用增进服务、信用产品的创设和交易等。

跟踪期内，中债增信治理结构及组织架构均未发生重大变化。

表 31：截至 2022 年 3 月末中债增信股东持股情况（单位：亿元、%）

序号	股东名称	出资金额	持股比例
1	中国石油集团资本有限责任公司	9.90	16.50
2	国网英大国际控股集团有限公司	9.90	16.50
3	中化资本有限公司	9.90	16.50
4	北京国有资本运营管理有限公司	9.90	16.50
5	首钢集团有限公司	9.90	16.50
6	中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50
7	中国银行间市场交易商协会	0.60	1.00
合计		60.00	100.00

<sup>5</sup> 2016 年 6 月 28 日，根据中债增信《2016 年第二次临时股东大会决议》，同意股东中国石油天然气集团公司将其持有的 100%的股份通过无偿划转的方式转让给中国石油集团资本有限责任公司。

<sup>6</sup> 2019 年 7 月 2 日，根据中债增信《2019 年第二次临时股东大会会议决议》，同意股东中国中化股份有限公司将其持有的 100%的股份通过无偿划转的方式转让给中化资本有限公司。

<sup>7</sup> 2017 年更名为首钢集团有限公司。

资料来源：中债增信提供，东方金诚整理

## 担保能力分析

作为国内首家专业债券信用增进机构，中债增信在银行间市场债券增信业务市场份额保持领先地位，业务经营及业务创新方面具有很强的市场地位和行业竞争力；中债增信增信业务以城投类客户和政策支持类产业客户为主，客户质量较高，代偿率极低，且代偿回收情况良好、担保准备金覆盖程度不断提高；中债增信融资渠道多元化，截至 2022 年 3 月末净资产 124.19 亿元，资本规模处于行业前列，为其业务发展奠定坚实基础；中债增信投资资产以利率债和高等级信用债为主，I 类资产占比保持在 40%以上，流动性充裕；作为交易商协会联合大型央企和国企发起设立的专业增信机构，股东实力极强，能够为其业务发展提供支持。

但同时，东方金诚关注到，中债增信增信业务客户主要为地方城投公司及金融企业，且单笔增信余额较大，行业和客户集中度均较高，部分增信业务客户存在再融资压力上升等风险因素，中债增信信用风险管控压力有所增长；受资本市场利率波动及权益市场价格波动影响，中债增信投资业务市场风险上升，且权益资产市值波动或将影响公司盈利表现。综上分析，东方金诚评定中债信用增进投资股份有限公司的主体信用等级为 AAA，评级展望稳定。

中债信用增进投资股份有限公司的担保代偿能力极强，对“22 陕旅债 01/22 陕旅 01”提供的无条件的不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

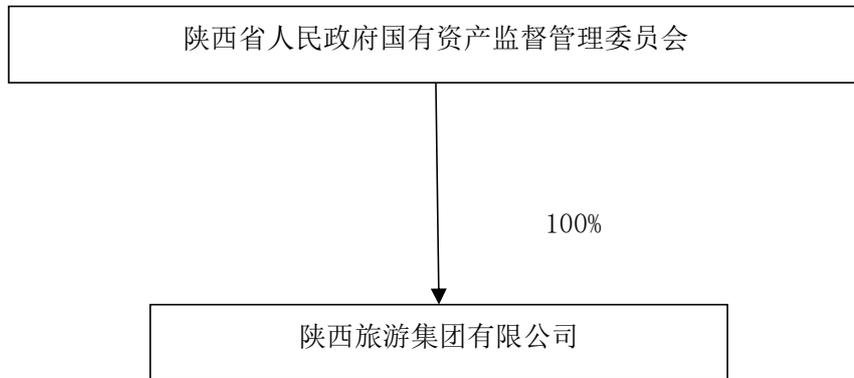
## 抗风险能力及结论

公司是陕西省大型国有独资旅游集团，拥有国家 5A 级景区华清池、国家 4A 级景区少华山的景区经营权，运营景区较为优质，知名度较高，跟踪期内在陕西省旅游行业仍具有较强的市场竞争力；2021 年公司景区接待游客、业务收入和盈利均有所增长，丝路风情城项目预计于 2022 年 9 月开园叠加增值较多的沔西新城土地出让款逐步确认收入及回款，将对公司收入和利润形成一定支撑；作为陕西省国资委全资控股的重点旅游企业，跟踪期内，公司获得政府补助 0.43 亿元，未来仍将在资金等方面将持续获得股东及相关各方的支持；陕西信用增进有限责任公司和中债信用增进投资股份有限公司分别为“21 陕旅 01”和“22 陕旅债 01/22 陕旅 01”的本息到期偿付提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

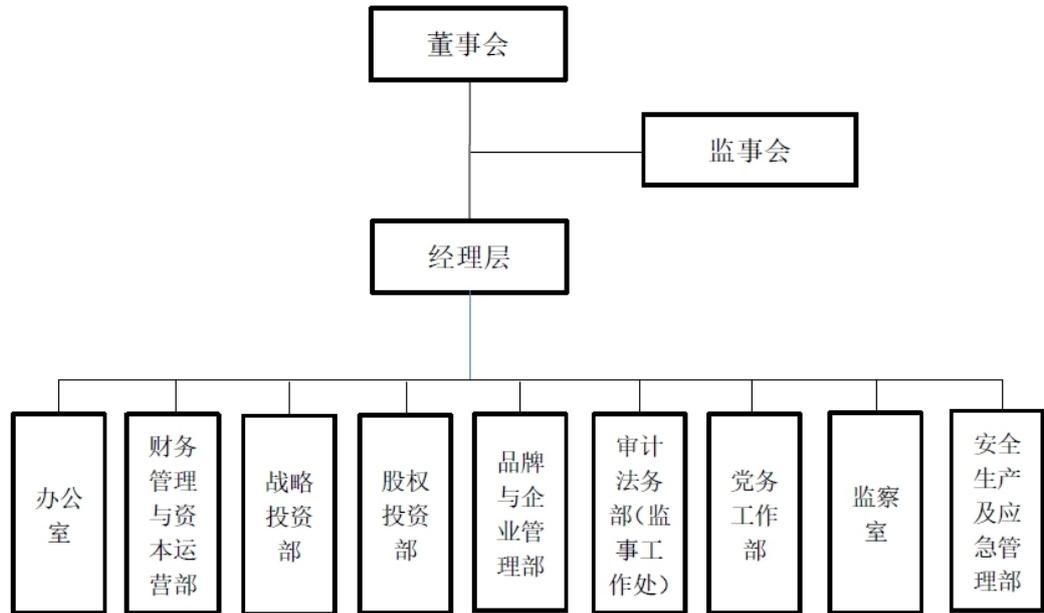
同时，东方金诚关注到，疫情对公司主营业务形成较大冲击，2022 年 1 季度陕西省疫情突发，预计短期内旅游业务将继续承压；以公允价值变动收益和投资收益为主的非经常性损益对公司盈利水平的影响较大，需关注未来公司利润的稳定性；公司有息债务规模较大且持续增长，债务负担继续有所加重，2022 年面临集中偿付压力。

综上，东方金诚维持陕旅集团主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“16 陕西旅游债/16 陕旅债”的信用等级为 AA，“21 陕旅 01”和“22 陕旅债 01/22 陕旅 01”的信用等级为 AAA。

附件一：截至 2022 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2022 年 3 月末公司组织结构图



### 附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019年	2020年	2021年	2022年1~3月
<b>主要财务数据及指标</b>				
资产总额（亿元）	305.83	338.24	391.72	384.80
所有者权益（亿元）	67.25	68.20	79.07	77.15
负债总额（亿元）	238.58	270.04	312.65	307.65
短期债务（亿元）	60.42	82.16	89.94	87.88
长期债务（亿元）	122.90	120.51	141.18	103.28
全部债务（亿元）	183.32	202.67	231.12	191.16
营业收入（亿元）	51.54	31.64	40.39	2.29
利润总额（亿元）	3.33	5.42	4.94	-2.26
净利润（亿元）	1.88	2.27	2.33	-2.32
EBITDA（亿元）	10.38	11.77	12.10	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	6.76	-15.41	8.26	-2.69
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-17.15	-13.86	-4.25	-2.66
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	13.56	23.72	5.06	2.84
毛利率（%）	22.69	19.40	29.65	-3.65
营业利润率（%）	21.74	18.48	26.95	-5.65
销售净利率（%）	3.66	7.19	5.77	-101.27
总资本收益率（%）	2.13	2.00	1.96	-
净资产收益率（%）	2.80	3.33	2.95	-
总资产收益率（%）	0.62	0.67	0.59	-
资产负债率（%）	78.01	79.84	79.81	79.95
长期债务资本化比率（%）	64.63	63.86	64.10	57.24
全部债务资本化比率（%）	73.16	74.82	74.51	71.25
货币资金/短期债务（%）	44.95	31.20	33.04	23.16
非筹资性现金净流量债务比率（%）	-5.67	-14.44	1.74	-
流动比率（%）	95.97	78.58	79.33	75.28
速动比率（%）	77.43	51.04	47.16	41.46
经营现金流动负债比（%）	6.72	-11.76	5.64	-
EBITDA 利息倍数（倍）	0.97	1.64	1.38	-
全部债务/EBITDA（倍）	17.66	17.22	19.09	-
应收账款周转率（次）	9.81	3.28	3.92	-
销售债权周转率（次）	9.62	3.24	3.91	-
存货周转率（次）	2.47	0.93	0.68	-
总资产周转率（次）	0.34	0.10	0.11	-
现金收入比（%）	89.03	95.45	89.22	122.52

#### 附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销  
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务  
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务  
 全部债务=长期债务+短期债务  
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件五：企业主体及长期债券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