

邛崃市天际山水文化旅游投资集团有限公司 2025 年主体信用评级报告

中鹏信评【2025】第 Z【892】号 01

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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

邛崃市天际山水文化旅游投资集团有限公司2025年主体信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
评级日期	2025-07-17

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：邛崃市位于成都市半小时经济圈，近年新能源新材料、食品饮料（优质白酒）、生物医药等工业支柱产业发展势头较好，为邛崃市天际山水文化旅游投资集团有限公司（以下简称“邛崃旅投”或“公司”）发展提供良好基础。公司的控股股东为邛崃市国有资产投资监督服务中心（以下简称“邛崃市国资中心”），是邛崃市唯一的旅游基础设施建设及景区开发运营主体，业务可持续性较好，且近年获得邛崃市政府较大力度的支持；但中证鹏元也关注到，近年公司持续的项目建设投入沉淀较大规模资金，目前旅游资产收益性较弱，总债务持续攀升，未来资本开支需求仍较大，短期债务压力和资金压力较大，且面临较大或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为，未来较长一段时期内公司所处的良好区域环境及平台定位仍将维持，业务仍具有持续性，且有望持续获得较大的外部支持。

联系方式

项目负责人：王钰
wangyu@cspengyuan.com

项目组成员：秦方琴
qinfq@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	162.72	153.67	143.70	132.97
所有者权益	76.04	76.08	74.41	68.72
总债务	71.86	62.82	59.00	51.20
资产负债率	53.27%	50.49%	48.22%	48.32%
现金短期债务比	0.76	0.48	0.64	1.18
营业收入	1.49	5.91	5.69	5.15
其他收益	0.00	1.42	1.20	1.20
公允价值变动收益	0.00	-0.15	-0.23	0.66
利润总额	-0.01	1.49	1.33	1.69
销售毛利率	8.20%	12.90%	14.88%	7.08%
EBITDA	--	2.91	2.70	3.13
EBITDA 利息保障倍数	--	0.76	0.75	1.17
经营活动现金流净额	-1.32	6.33	-6.24	0.90

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

正面

- **邛崃市位于成都市半小时经济圈，支柱产业发展势头较好。**新能源新材料、食品饮料（优质白酒）、生物医药为三大支柱产业，2024 年爱敏特二期、金麒麟能源装备等 3 个工业项目建成投产，规上产值完成 195.1 亿元，邛崃市也是中国最大的白酒原酒基地，拥有金六福、文君酒等邛酒品牌，同时 2024 年邛崃市建成高端新型制剂、天然药物制备等中试平台，全年绿色食品和医药健康产业规上产值完成 179 亿元。
- **公司定位为邛崃市唯一的旅游基础设施建设及景区开发运营主体，业务可持续性较好。**公司承担了区域内所有的旅游产业相关的工程建设及景区运营，业务具有较强专营性，截至 2024 年末，公司存货中已投资暂未结算基础设施项目金额约 37 亿元，继续享有平乐古镇天台山景区开发经营权，未来业务可持续性较好。
- **近年获得较大力度外部支持。**2020 年，公司收到邛崃市国资中心拨付的注册资本金 3.48 亿元；2023 年，邛崃市政府注入资金 4.32 亿元，提升了公司资本实力。同时公司 2022-2024 年分别获得政府补助 1.20 亿元、1.20 亿元以及 1.42 亿元，有效提升了当期利润水平。

关注

- **项目沉淀资金较重，一定比例资产存在受限且旅游资产收益性较弱。**公司资产以旅游产业相关项目投入成本、土地使用权、旅游资产及应收款项为主，2025 年 3 月末上述资产合计占公司总资产的 87.04%。其中代建项目回款依赖于当地政府的结算安排且项目即时变现能力较差，应收款项回款时间具有不确定性，自营项目收益受市场环境等因素影响存在不确定性，目前旅游资产收益性较弱；截至 2024 年末，公司 16.01% 的资产因借款抵押等使用受限。
- **自建项目尚需投资规模较大，且需关注未来收益实现情况。**截至 2024 年末，公司主要在建自营项目尚需投资规模较大，目前收益规模小。且项目建设周期较长，项目能否按期竣工及正常投入运营受施工进度、人力成本等影响存在不确定性。
- **总债务持续攀升，公司面临较大短期债务压力。**近年公司对外融资规模持续扩张，2025 年 3 月末总债务增至 71.86 亿元，占总负债比例达 82.90%，其中短期债务规模较大；公司现金短期债务比、EBITDA 利息保障倍数弱化至较低水平；公司经营活动净现金流难以覆盖建设支出及未来投资计划，未来仍须通过再融资平衡资金缺口。
- **面临较大或有负债风险。**截至 2024 年末，公司对外担保余额合计 53.61 亿元，占同期末净资产的比例为 70.47%，被担保对象均为当地国有企业，均无反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	控股股东	总资产	所有者权益	营业收入	职能定位及业务
邛崃市建设投资集团有限公司	成都市沱江投资集团有限公司	331.18	167.08	7.70	邛崃市重要的基础设施建设主体，主要负责城区及绿色食品产业功能区道路、安置房等基础设施项目建设
成都市天新交通建设有限公司	成都市沱江投资集团有限公司	216.26	150.10	4.32	邛崃市的交通基础设施建设主体
成都市羊安新城开发建设有限公司	邛崃市国资中心	203.82	72.97	11.88	邛崃市天府新区新能源新材料产业功能区基建主体
成都市龙腾水利开发有限公司	邛崃市国资中心	154.43	72.37	5.47	邛崃市重要的农林水利基础设施建设主体
邛崃市天山水文化旅游投资集团有限公司	邛崃市国资中心	153.67	76.08	5.91	邛崃市重要的旅游基础设施建设及景区开发运营主体

注：以上各指标均为 2024 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
区域状况	区域状况评分	4/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	4/7
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

一、 主体概况

公司成立于2016年3月，由邛崃市国资中心出资设立，初始注册资本5.00亿元、实收资本0.50亿元。2019年以来邛崃市国资中心陆续增加公司实收资本和注册资本，截至2025年3月末，公司注册资本为20亿元，实收资本为5.00亿元，邛崃市国资中心持股100%，是公司唯一股东和实际控制人。

公司是邛崃市唯一的旅游基础设施建设及景区开发运营主体，主要负责邛崃市范围内旅游相关基础设施项目建设以及平乐古镇天台山旅游景区的开发和运营。主要业务包括旅游产业相关工程建设、景区运营等。

二、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

“一揽子化债”政策实施以来，基础设施类企业债务增速得到明显抑制；2024年地方债务化解延续“控增化存”总基调，化债政策进一步细化落实，同时强调化债与发展的统筹兼顾，基础设施投资类

企业转型加快

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，基础设施投资类企业债务增速得到抑制。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“控增化存”的总体思路上，以地方政府发行特殊再融资债券和金融机构参与化债为主要方式，同时加速存量债务的化解。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段，12个重点省份以化债为主，非重点省份化债和发展并存。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，各地化债进度和成效存在分化。

2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，进一步落实细化“一揽子化债”政策，同时强调化债与发展的统筹兼顾。在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，化债政策进一步细化落实，“统借统还”、新增专项债券偿还存量债务等新化债方式落地，多地在化债总方案下结合自身情况制定了“1+N”化债方案并积极落实；同时，严控基础设施投资类企业债券新增，非标、离岸债等融资渠道收紧。随着“一揽子化债”方案持续落地，化债政策效果显著。但基础设施投资类企业新增融资渠道仍处于收紧状态，债券净偿还趋势明显，利息偿付压力仍较大，且区域间差异仍存。随着“化债”深入推进，基础设施投资类企业数量压减，转型步伐加快，转型路径和产业化政策方向逐渐明晰。

区域经济环境

邛崃市位于成都半小时经济圈内，是中国最大白酒原酒基地，旅游资源较丰富；区域以新能源新材料、食品饮料（优质白酒）、生物医药为三大支柱产业，工业经济发展势头较好；财政收入质量有待提升，区域债务规模保持快速增长趋势

区位优势：邛崃市隶属成都市，交通较便捷，是中国白酒原酒之乡，拥有丰富的旅游资源。邛崃市是成都市下辖县级市，位于成都平原西南部，在成都市“半小时经济圈”内，是川西地区重要的交通枢纽和西藏连接四川的重要物资集散地。邛崃市现有成雅快铁、成名高速公路等，目前已形成“四轨四高六快”外联交通体系。邛崃市酿酒文化历史悠久，是中国最大白酒原酒基地，被称作“中国白酒原酒之乡”，拥有金六福、文君酒、古道江湖酒、崃山二曲等邛酒品牌。此外，邛崃市旅游资源丰富，拥有5A级旅游景区中国酒村-邛酒文化风情旅游村落天台山、平乐古镇等，连续5年获评“全国县域旅游综合实力百强县”。邛崃市总面积为1,377平方公里，下辖14个镇乡（街道），截至2023年末，邛崃市常住人口为59.79万人。

经济发展水平：邛崃市经济保持较快增长，但经济实力在成都市各区（市）县排名靠后，固定资产投资波动较大。近年邛崃市地区生产总值持续增长，2024年全市地区生产总值在成都市20个区县中排名第18，同比增长6.4%，增速高于成都市及全国平均水平。近年邛崃市固定资产投资增速波动较大，主要系房地产市场变化导致的房地产投资波动所致。2024年邛崃市出台各类消费刺激政策，消费活力有效激发，社会消费品零售总额保持增长。近年来邛崃市人均GDP整体有所提升，但仍处偏低水平。

表1 邛崃市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	453.76	6.4%	425.22	6.2%	400.63	3.8%
固定资产投资	127.00	10.40%	-	-24%	289.21	7.1%
社会消费品零售总额	140.1	5.3%	133.04	10.0%	121.00	-1.8%
进出口总额（亿美元）		20.55%	-	-	-	-
人均 GDP（万元）		7.60		7.09		6.65
人均 GDP/全国人均 GDP		76.92%		79.57%		77.75%

注：2024 年人均 GDP 使用 2023 年末常住人口数计算。
资料来源：2022-2023 年邛崃市国民经济与社会发展统计公报、2025 年邛崃市政府工作报告，中证鹏元整理

产业情况：邛崃市以新能源新材料、食品饮料（含优质白酒）、生物医药为三大支柱产业，工业经济发展势头较好。邛崃市工业经济发展较好，2024年实现规模以上工业增加值增长7.0%，近年均保持较快增速。邛崃市拥有天府新区新能源新材料产业功能区和绿色食品产业功能区，形成了新能源新材料、食品饮料（含优质白酒）、生物医药三大主导产业；2024年邛崃市整合天府现代种业园、天新半导体材料产业功能区，形成省级园区四川邛崃经开区“一区三园”和成都市级园区天府现代种业的新格局。邛崃市大力推动新能源材料产业扩规提能，中科电缆、紫宸二期等项目加快建设，爱敏特二期、金镓峰能源装备等3个项目建成投产，规上产值完成195.1亿元、增长17.9%，新材料新能源发展势头较为强劲。食品饮料（含优质白酒）产业以达能、伊利、水井坊、金六福及巴克斯酒业为代表，引进四川原酒集团等企业4家和产业链配套项目10个，培养发展酒庄5家，2024年成都产区酒业联盟在邛成立，邛酒规上酒企营收增长74.5%；绿色食品和医药健康产业加快升级，2024年邛崃市建成高端新型制剂、天然药物制备等中试平台，同年绿色食品和医药健康产业规上产值完成179亿元。

财政及债务水平：邛崃市一般公共预算收入增速放缓，财税质量和财政自给率有待提升，政府性基金收入波动较大，政府债务余额不断扩张。2024年邛崃市一般公共预算收入完成37.28亿元，同比增加1.9%，税收完成16.9亿元，同比增加0.2%，收入增速均有所放缓，税收占比持续下滑，且财政自给率不高。近年邛崃市政府性基金收入波动较大，主要系房地产市场行情变化，导致国有土地使用权出让规模波动所致，2024年邛崃市国有土地使用权出让收入20.03亿元，同比下滑25%。邛崃市地方政府债务余额持续快速增长，近三年复合增速为16.79%。

表2 邛崃市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2023 年	2022 年
一般公共预算收入	37.29	36.59	31.09
税收收入占比	45.31%	46.00%	48.47%
财政自给率	55.71%	58.25%	46.66%
政府性基金收入	22.39	29.10	20.72
地方政府债务余额	116.45	99.30	85.37

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。
资料来源：邛崃市政府网站，中证鹏元整理

三、经营与竞争

公司承担了邛崃市范围内所有的旅游相关基础设施项目建设以及平乐古镇天台山旅游景区的开发和运营，是邛崃市唯一的旅游基础设施建设及景区开发运营主体，业务具有较强专营性。近年营业收入持续小幅增长，营业收入主要来自旅游产业相关工程建设，景区运营及其他业务形成一定补充；毛利润主要来自工程建设，受其他业务中汽车租赁业务2022年折旧摊销规模较大以及资产出租业务因市场行情近年成本波动较大的影响，近年公司整体销售毛利率水平明显波动。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程建设	4.57	77.24%	15.25%	4.43	77.73%	15.25%	4.31	83.67%	15.25%
景区运营	0.09	1.59%	29.84%	0.09	1.65%	26.84%	0.06	1.22%	-0.89%
其他	1.25	21.17%	3.03%	1.17	20.62%	12.50%	0.78	15.11%	-37.54%
合计	5.91	100.00%	12.90%	5.69	100.00%	14.88%	5.15	100.00%	7.08%

注：其他业务主要系汽车租赁、酒销售、酒店业务、资产出租等。

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

（一）基础设施建设业务

公司基础设施建设业务采用代建模式，以旅游类基建项目为主；近年工程建设收入规模持续小幅增长，已投资待结算的项目成本规模较大，收入可持续性较好，但结算进度较慢

公司工程建设的运营主体为公司本部，主要负责邛崃市范围内旅游基础设施项目建设，采用委托代建模式。2016年9月，公司与邛崃市人民政府签订了《邛崃市旅游基础设施建设项目工程委托代建协议》（以下简称《协议》），根据《协议》约定，邛崃市旅游基础设施建设项目均由公司负责代建，公司负责工程项目投融资工作，负责工程项目质量、投资、进度控制等，项目建设完工后，公司移交已完工项目并根据完工项目投资成本编制工程完工验收结算确认单，由邛崃市政府对完工项目进行验收及对项目投资成本进行审核确认，审核完成后邛崃市政府与公司签订项目移交清单及项目结算确认单，并指定邛崃市财政局或其他政府机构按照项目投资成本的118%与公司进行结算。实际操作过程中，公司每年与邛崃市人民政府签署项目移交清单及项目结算确认单，并按照结算文件所明确结算金额确认收入。

近年公司确认收入的项目主要有临邛古城文脉巷片区街巷复兴项目，平乐片区、天台山片区、邛窑遗址公园片区及其他片区旅游基础设施建设项目，收入规模持续小幅增长。截至2024年末，公司主要在建的旅游基础设施项目详见下表，尚需投资规模较小；但公司存货中已投资暂未结算旅游基础设施项目账面价值约37亿元，为收入持续性提供较好支撑。

表4 截至 2024 年末公司主要在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资
临邛古城文脉巷片区街巷复兴项目（拆迁部分）	8.00	8.99
大北街-兴贤街特色街区打造项目（拆迁部分）	7.44	5.77
邛崃市东南片区生态文化社区城市更新项目（拆迁部分）	7.14	6.20
邛崃市城南片区土地征拆及整治工程	5.00	5.46
天府黑茶公园征拆及整治工程	2.30	2.11
邛崃市茶兰景区征拆及整治项目	2.00	2.11
合计	31.88	30.64

注：因原材料、人工等成本上升，部分项目累计已投资已超过预计总投资。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）景区运营业务

公司目前景区运营收入规模较小，主要在建自营项目尚需投资规模较大，需关注其项目建设进度以及收益实现情况

根据《中共邛崃市委常委会会议纪要（十三届134次2016-6号）》，由公司对邛崃市旅游资源进行统一经营管理，享有平乐古镇天台山景区开发经营权，负责平乐古镇·天台山景区的基础设施建设、景区景点开发、市政设施维护及景区公交、旅行社业务及其他经营性项目的经营管理，并享有相应收费权，公司经营的旅游资产主要由政府划拨，近年景区运营收入主要来自配套商业出租、停车服务、游船服务、观光车服务等，收入规模较小且2022年出现亏损，目前旅游资产收益性较弱。

截至2024年末公司主要在建自营项目详见下表，主要系与旅游相关的商业设施建设，未来在建项目拟通过出租、出售或自主经营等方式获取收益，收入的实现易受邛崃市市场环境、租金水平、出租率等因素影响，项目建成之后的收益实现面临一定不确定性。且公司自营项目尚需投资规模较大，建设周期较长，在项目建设和运营期间，项目能否按期竣工及正常投入运营受施工进度、人力成本等影响存在不确定性。

表5 截至 2024 年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	预计盈利方式
邛崃平乐古镇·天台山旅游景区提质改造工程项目	14.60	11.52	游览项目经营，出租、出售或自主经营商铺等
邛崃市东南片区生态文化社区城市更新项目（自营建设部分）	14.00	1.61	出租、出售或自主经营商铺
邛酒梦工厂项目	6.00	2.42	举行会展、酒类销售等
大北街-兴贤街特色街区打造项目（自营建设部分）	5.07	2.27	出租、出售或自主经营商铺
四川省邛崃经开区天府潮饮园项目	1.80	0.58	游览项目自营等
市民文体活动中心（艺体健身中心提档升级）项目	0.59	0.47	项目自主经营
合计	42.06	18.87	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

作为邛崃市唯一的旅游基础设施建设及景区开发运营主体，近年公司获得较大力度政府支持

2020年，公司收到邛崃市国资中心拨付的注册资本金3.48亿元；2023年，邛崃市政府注入资金4.32亿元，提升了公司资本实力。同时公司2022-2024年分别获得政府补助1.20亿元、1.20亿元以及1.42亿元，有效提升了当期利润水平。

四、 财务分析

财务分析基础说明

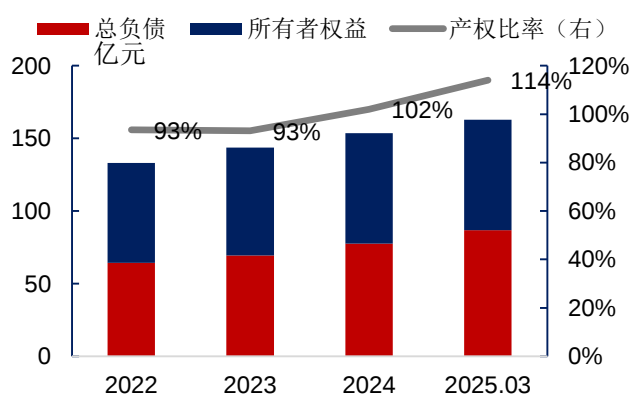
以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告、经北京澄宇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表。

资本实力与资产质量

公司资产规模不断提升，其中以旅游产业相关的项目投入成本、土地使用权、旅游资产及应收款项为主，项目沉淀资金较重，一定比例资产存在受限且旅游资产收益性较弱，整体资产流动性较弱

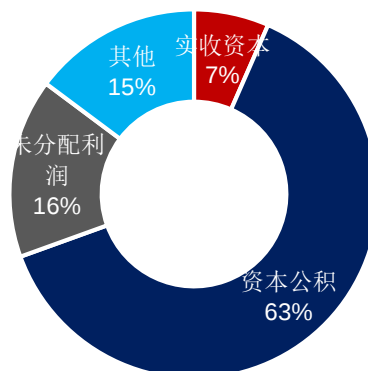
受益于利润累计及政府增资，近年公司资本实力持续小幅增长，但债务融资规模增速较快，2025年3月末公司产权比率较2022年末小幅增长至114%。从权益结构来看，截至2025年3月末，公司所有者权益主要来自邛崃市政府产注入的景区旅游资产、土地、货币资金等形成的资本公积（47.84亿元）、未分配利润（11.95亿元）、其他综合收益（9.73亿元）等构成，其中旅游类资产收益性较弱，公司所有者权益对负债的保障程度较弱。

图1 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图2 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产以存货（代建项目成本、待开发土地）、投资性房地产（土地使用权）、在建工程（自营项目投入成本）、固定资产（旅游资产）、应收款项（邛崃市政府及相关部门的工程款、往来款）为主，2025年3月末上述资产合计占公司总资产的87.04%。

公司存货中开发成本主要系与旅游相关的代建项目投入成本，随着项目的结转和持续投入，近年规模波动增长，截至2024年末账面价值合计37.23亿元，主要包括邛崃市高何片区土地征拆及整治工程、邛崃市城南片区土地征拆及政治工程、邛崃市东南片区生态文化社区城市更新项目等项目，但项目收入的实现依赖于建设进度和委托方资金安排，即时变现能力较差；因公司外购土地及补交土地出让金，近年待开发土地持续小幅提升，截至2024年末存货中待开发土地账面价值合计3.42亿元，共41宗、面积合计28.11万平方米，均为出让用地，证载用途主要为商业用地、住宅用地。

2022-2023年投资性房地产均为土地使用权，2024年新增在建工程和无形资产转入的临邛古城文脉巷片区街巷复兴项目相关资产；土地使用权和项目资产均以公允价值计量，2024年末土地使用权账面价值为23.99亿元亿元，共63宗、面积合计99.24万平方米，均为出让用地，证载用途主要为商业用地、住宅用地，主要位于邛崃市平乐镇、天台山镇等镇乡区域；临邛古城文脉巷片区街巷复兴项目主要包括项目土地使用权、自建自营的商铺和停车位等，2024年末账面价值13.69亿元。

在建工程系公司与旅游相关的自营项目投入成本，随着项目持续投入和转入投资性房地产，近年规模波动增长。受折旧影响，近年固定资产持续小幅下滑，2024年末主要系景观道路设施、游客中心、停车场等旅游资产（14.74亿元）以及专业设备、房屋、建筑物等构成，其中旅游资产主要系政府划拨。

应收账款主要为应收政府工程款，2024年末最大应收对象邛崃市人民政府应收额占应收账款总额的比例达98.02%；其他应收款为公司与当地政府部门和国企的往来款等，近年持续增长；应收款项回收时间不确定，对营运资金形成一定占用。

其他资产方面，2024年末5.02亿元货币资金主要因借款质押等使用受限，对短期债务覆盖程度不足。无形资产主要系游船收费权、土地使用权以及摆渡车特许经营权等，2024年明显下滑主要系土地使用权全部转入投资性房地产，游船收费权及特许经营权为政府划拨，受计提摊销影响近年逐年小幅下降。截至2024年末，公司受限资产系因借款抵押等使用受限的货币资金、存货、投资性房地产、固定资产、无形资产，合计24.61亿元，占总资产比例为16.01%。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.52	8.31%	10.01	6.52%	9.06	6.30%	9.72	7.31%
应收账款	8.37	5.14%	6.81	4.43%	6.93	4.83%	6.12	4.60%
其他应收款	15.00	9.22%	12.85	8.36%	7.63	5.31%	7.24	5.45%
存货	40.77	25.06%	40.66	26.46%	42.03	29.25%	35.90	27.00%
流动资产合计	78.86	48.46%	71.44	46.49%	69.21	48.16%	62.66	47.12%
固定资产	18.54	11.39%	18.80	12.23%	19.48	13.56%	20.47	15.39%
在建工程	21.27	13.07%	19.33	12.58%	20.80	14.47%	15.14	11.38%
投资性房地产	37.68	23.16%	37.68	24.52%	24.14	16.80%	24.37	18.33%
无形资产	5.65	3.47%	5.70	3.71%	9.30	6.47%	9.57	7.20%

非流动资产合计	83.86	51.54%	82.24	53.51%	74.49	51.84%	70.31	52.88%
资产总计	162.72	100.00%	153.67	100.00%	143.70	100.00%	132.97	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模持续攀升，现金短期债务比及EBITDA利息保障倍数降至较低水平，公司面临较大短期债务压力

公司负债以刚性债务为主。随着项目建设持续投入和债务滚续，近年公司对外融资规模持续攀升，2025年3月末总债务较2022年末增长40.35%，占负债总额的比例增至82.90%，以长期债务为主，短期债务规模亦较大。公司借款类型以银行借款、债券融资为主，非标融资为辅，2025年3月末占比分别约为85.47%、8.37%和6.17%。其中，银行借款包括保证、信用和抵质押借款，期限多为3年期及10年期以上，授信方主要有中国农业发展银行、成都银行、成都农村商业银行、农业银行、浙商银行等；公司存续债券为“22邛崃旅投项目债01/22邛旅01”、“22邛崃旅投项目债02/22邛旅02”，发行主体均为公司本部且设置担保，期限均为5年期，当期利率分别为5.00%、5.30%；非标融资主要系融资租赁借款，融资成本稍高。

其余主要负债中，近年应交税费持续增长；其他应付款波动较大，主要系与当地国有企业的往来款。递延所得税负债主要系采用公允价值模式计量的投资性房地产评估增值产生应纳税暂时性差异所致。

表7 截至 2025 年 3 月末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资余额	1 年以内	1 年以上
银行借款	61.41	13.83	47.59
债券融资	6.01	2.19	3.82
非标融资	4.43	1.76	2.67
合计	71.86	17.78	54.08

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.64	7.66%	4.88	6.28%	4.15	5.99%	4.69	7.29%
应交税费	3.47	4.00%	3.38	4.35%	2.93	4.22%	2.39	3.72%
其他应付款	4.58	5.29%	4.75	6.12%	3.03	4.37%	6.17	9.61%
一年内到期的非流动负债	11.14	12.85%	15.81	20.38%	10.10	14.58%	3.58	5.58%
流动负债合计	27.78	32.05%	30.94	39.87%	20.43	29.48%	17.13	26.67%
长期借款	47.59	54.90%	36.26	46.74%	37.61	54.28%	34.23	53.28%
应付债券	3.82	4.41%	3.82	4.92%	5.94	8.57%	7.91	12.32%
长期应付款	3.33	3.84%	2.41	3.11%	1.20	1.73%	0.79	1.23%
递延所得税负债	4.16	4.80%	4.16	5.36%	4.11	5.94%	4.18	6.51%

非流动负债合计	58.90	67.95%	46.65	60.13%	48.87	70.52%	47.11	73.33%
负债合计	86.68	100.00%	77.59	100.00%	69.30	100.00%	64.25	100.00%
总债务	71.86	82.90%	62.82	80.97%	59.00	85.15%	51.20	79.70%
其中：短期债务	17.78	24.74%	20.68	32.92%	14.25	24.15%	8.27	16.15%
长期债务	54.08	75.26%	42.14	67.08%	44.75	75.85%	42.93	83.85%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产负债率持续小幅增长，考虑到公司有较大部分没有收益的旅游资产，实际负债经营程度较高。短期债务波动增长，2025年3月末现金类资产无法覆盖短期债务；总债务规模的攀升导致公司利息支出增长，同时2023及2024年公司公允价值变动损益持续为负，侵蚀公司利润，使得公司EBITDA对利息支出的保障程度下降至较低水平。

公司资金需求主要来自债务还本付息和项目开支，经营活动净现金流难以覆盖项目建设支出及未来投资计划，公司面临较大的资金压力，未来仍需通过再融资平衡资金缺口。截至2025年3月末，公司银行授信剩余额度为17.00亿元，尚有一定流动性储备。

表9 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
资产负债率	53.27%	50.49%	48.22%	48.32%
现金短期债务比	0.76	0.48	0.64	1.18
EBITDA 利息保障倍数	--	0.76	0.75	1.17

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

五、 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2022年1月1日至报告查询日（2025年5月13日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月20日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2024年末，公司对外担保余额合计53.61亿元，占同期末净资产的比例为70.47%，被担保对象均为当地国有企业，均无反担保措施，公司面临较大或有负债风险。

六、 外部特殊支持分析

公司是成都市邛崃市政府下属重要企业，邛崃市国资中心直接持有公司100%股权。中证鹏元认为

在公司面临债务困难时，邛崃市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与邛崃市政府的联系非常紧密。公司是邛崃市国资中心下属一级企业，全资持股；公司主要领导人由股东任命，股东对公司重要投融资决策、定位有决定权，公司业务基本来自政府相关单位，邛崃市政府有实际控制权；且近年邛崃市政府和股东对公司有较大力度的支持，预计未来公司与邛崃市政府联系稳定。

（2）公司对邛崃市政府非常重要。公司虽然不是邛崃市最核心的平台，但是公司主要负责邛崃市旅游基础设施建设和景区运营，最主要的目标是提供公共产品和服务，在旅游基础设施建设方面对当地政府贡献很大，且公司已发债。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评对象评级结果有效期内对受评对象开展跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，受评对象应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如受评对象不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

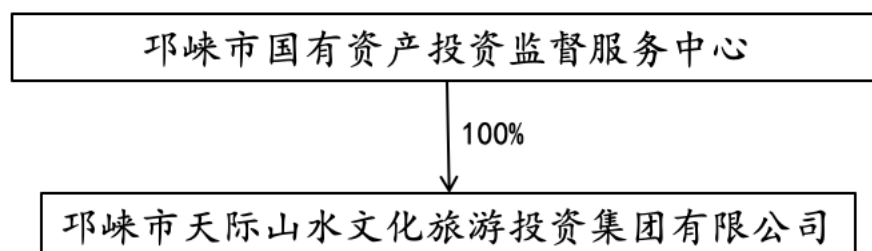
本评级机构将根据相关规定报送及披露跟踪评级报告及评级结果。

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：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	13.52	10.01	9.06	9.72
存货	40.77	40.66	42.03	35.90
流动资产合计	78.86	71.44	69.21	62.66
固定资产	18.54	18.80	19.48	20.47
在建工程	21.27	19.33	20.80	15.14
投资性房地产	37.68	37.68	24.14	24.37
非流动资产合计	83.86	82.24	74.49	70.31
资产总计	162.72	153.67	143.70	132.97
短期借款	6.64	4.88	4.15	4.69
一年内到期的非流动负债	11.14	15.81	10.10	3.58
流动负债合计	27.78	30.94	20.43	17.13
长期借款	47.59	36.26	37.61	34.23
应付债券	3.82	3.82	5.94	7.91
长期应付款	3.33	2.41	1.20	0.79
非流动负债合计	58.90	46.65	48.87	47.11
负债合计	86.68	77.59	69.30	64.25
总债务	71.86	62.82	59.00	51.20
其中：短期债务	17.78	20.68	14.25	8.27
长期债务	54.08	42.14	44.75	42.93
所有者权益	76.04	76.08	74.41	68.72
营业收入	1.49	5.91	5.69	5.15
营业利润	-0.01	1.51	1.33	1.69
其他收益	0.00	1.42	1.20	1.20
利润总额	-0.01	1.49	1.33	1.69
经营活动产生的现金流量净额	-1.32	6.33	-6.24	0.90
投资活动产生的现金流量净额	-1.90	-5.60	-3.47	-9.90
筹资活动产生的现金流量净额	7.93	0.48	9.66	7.33
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
销售毛利率	8.20%	12.90%	14.88%	7.08%
资产负债率	53.27%	50.49%	48.22%	48.32%
短期债务/总债务	24.74%	32.92%	24.15%	16.15%
现金短期债务比	0.76	0.48	0.64	1.18
EBITDA（亿元）	--	2.91	2.70	3.13
EBITDA 利息保障倍数	--	0.76	0.75	1.17

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的重要子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
邛崃市天际山水旅游交通服务管理有限公司	1.00	100.00%	旅游景区交通设施设备的经营和维护等
成都天顺鑫农业投资开发有限公司	0.54	100.00%	种植业、养殖业投资等
成都峨一口文化创意有限公司	0.08	96.88%	食品销售、批发零售等
邛崃市乐游旅游运业有限公司	0.02	55.00%	县内客运、旅游客运、包车客运等
邛崃市天际山水景区管理有限公司	1.50	100.00%	旅游景区管理、旅游宣传营销策划等
邛崃市天际山水旅游开发建设有限公司	1.00	100.00%	旅游资源及景区的开发建设等
成都文君酒店管理有限公司	0.08	100.00%	住宿、餐饮服务、酒店管理等
成都市文脉旅游发展有限公司	4.00	100.00%	旅游资源开发、建设、经营等
成都市云涧山水文化旅游开发有限公司	0.05	100.00%	食品经营、出版物零售、出版物批发等
邛崃市天瑞旅游发展有限公司	0.30	100.00%	旅游资源及景区的开发、建设、经营等
邛崃市景瑞旅游文化创意有限责任公司	0.20	100.00%	餐饮服务、各类工程建设活动等
四川西游景区管理有限公司	0.005	100.00%	物业管理、房屋租赁等
邛崃市天旅建设开发有限公司	0.05	100.00%	房地产开发经营等

资料来源：公司 2024 年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+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	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录五 信用等级符号及定义

债务人主体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。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号