

陕西华山旅游集团有限公司

2020 年度第一期中期票据

跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪(2022) 101382】

评级对象： 陕西华山旅游集团有限公司 2020 年度第一期中期票据

20 华山旅游 MTN001

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AA/稳定/AAA/2022 年 7 月 29 日

前次跟踪： AA/稳定/AAA/2021 年 7 月 28 日

首次评级： AA/稳定/AAA/2020 年 6 月 24 日

主要财务数据及指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
发行人母公司数据：				
货币资金	5.88	7.31	2.01	2.32
刚性债务	45.06	54.54	55.42	57.83
所有者权益	33.84	27.46	24.83	24.15
经营性现金净流入量	0.16	-2.13	-1.15	-0.70
发行人合并数据及指标：				
总资产	98.32	104.15	104.37	105.51
总负债	61.56	74.93	78.27	80.34
刚性债务	50.24	62.68	66.01	68.01
所有者权益	36.76	29.22	26.09	25.17
营业收入	6.57	3.45	8.19	0.13
净利润	0.67	-3.63	-2.22	-0.92
经营性现金净流入量	1.39	-0.24	1.06	-0.52
EBITDA	3.67	-0.67	0.81	—
资产负债率[%]	62.61	71.94	75.00	76.15
长短期债务比[%]	51.69	131.18	122.75	145.64
营业利润率[%]	10.97	-105.95	-27.30	-726.57
短期刚性债务现金覆盖率[%]	30.03	40.57	14.85	19.05
营业收入现金率[%]	104.25	139.84	106.63	580.81
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-19.43	-16.13	-5.20	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.57	-0.22	0.21	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	-0.01	0.01	—
担保方数据：				
总资产	34.41	51.98	76.26	—
股东权益	33.18	45.25	56.21	—
融资性担保责任余额	9.96	22.84	80.88	—
融资性担保责任放大倍数[倍]	0.30	0.50	1.44	—

注：根据华旅集团经审计的 2019-2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。担保人数据根据陕西信用增进经审计的 2019-2021 年财务数据整理、计算。

分析师

楼雯仪 lwy@shxsj.com

林贻婧 lyj@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称“本评级机构”）对陕西华山旅游集团有限公司（简称“华旅集团”、“该公司”或“公司”）及其发行的 20 华山旅游 MTN001 的跟踪评级反映了跟踪期内华旅集团在景区资源、政府支持及未来发展空间等方面保持优势，同时也反映了公司在主业经营、债务偿付、投融资及关联方占款等方面继续面临压力。

主要优势：

- **景区资源优势。** 华山景区享有较高的知名度，且具有不可复制性，华旅集团旅游资源竞争优势较为明显。
- **政府支持力度较大。** 华旅集团为“大华山旅游区”的开发运营主体，近年来持续获得渭南市政府在运营上的支持。
- **未来发展空间较大。** 随着居民生活水平持续提高，旅游服务需求增长趋势并未改变，若疫情逐步得到控制，景区游客量有望恢复并提升。
- **债项增信。** 20 华山旅游 MTN001 由陕西信用增进提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可在一定程度上增强该债券偿付的保障程度。

主要风险：

- **主业经营承压。** 跟踪期内受新冠疫情影响，华旅集团经营持续承压，2020 年以来持续呈大额净亏损状态。
- **债务偿付压力攀升。** 跟踪期内华旅集团刚性债务规模持续攀升，截至 2022 年 3 月末资产负债率升至 76.15%，公司面临较大的资金周转压力。
- **项目投资风险。** 华旅集团部分商业项目已启动

多年，投入了大量资金，但进展缓慢，何时能实现运营存在很大不确定性。

- **关联方占款规模大。**2019 年以来，华旅集团其他应收款规模持续增长，主要是与华山景区管委会的往来款规模较大，对公司资金形成一定占用，关注回款进度。
- **景区安全问题。**华山山体险峻，景区的安全管理存在难度。

评级关注：

- 2021 年 5 月渭南市政府计划对市县融资平台进行整合，其中将以华旅集团为基础，与华阴市政府通过国有资产资源及业务整合打造文化旅游集团。公司全部股权已无偿划转至渭南城投，目前公司与华阴市政府的资源及业务整合尚未正式启动，本评级机构将持续关注上述整合进展及对公司经营状况和财务表现等方面的影响。

➤ 未来展望

通过华旅集团及其发行的本期中票主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；由于陕西信用增进为本期中票提供全额无条件不可撤销连带责任保证，本评级机构认为本期中票还本付息安全性极强，并维持该债项 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



陕西华山旅游集团有限公司

2020 年度第一期中期票据

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照陕西华山旅游集团有限公司 2020 年度第一期中期票据（简称“20 华山旅游 MTN001”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据华旅集团提供的经审计的 2021 年财务报表、未经审计的 2022 年第一季度财务报表及相关经营数据，对华旅集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

根据中市协注[2019]MTN142 号接受注册通知书，该公司于 2019 年 4 月在中国银行间市场交易商协会注册 10.00 亿元的中期票据的发行额度，有效期至 2021 年 4 月，于 2020 年 10 月在剩余额度内发行 3 年期 5.00 亿元的中期票据（即“20 华山旅游 MTN001”），全部募集资金用于偿还到期债券。

截至 2022 年 6 月 24 日，该公司存续债券待偿本金余额为 5.00 亿元。

图表 1. 截止 2022 年 6 月 24 日公司存续债券概况（单位：亿元、%）

债项名称	当前余额	期限	发行利率	起息日期	到期日期	本息兑付情况
20 华山旅游 MTN001	5.00	3 年	5.50	2020-10-28	2023-10-28	正常付息
合计	5.00	—	—	—	—	—

资料来源：Wind 资讯

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2022 年上半年，在疫情、通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下，全球经济增长动能持续减弱，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。国内经济在遭遇疫情二次冲击后再次步入恢复进程，因内外环境发生了明显的不利变化，经济发展的压力加大。短期内，我国实现年度增长目标任务艰巨，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展；从中长期看，在强

大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。。

2022年上半年，在疫情、通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下，全球经济增长动能持续减弱、衰退风险加大，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。新冠变异毒株致死率下降但传染性显著增强，疫情对经济活动的影响仍在延续。全球物价指数涨幅创多年新高，采取紧缩性货币政策抗击通胀已成为包括美联储、欧洲央行等在内的全球多数央行的一致行动，推动了利率快速大幅攀升，进一步加重了债务负担，叠加美元明显走强，全球经济金融运行面临重大挑战。俄乌军事冲突加剧地缘政治风险的同时，也威胁了全球的粮食和能源安全，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济在遭遇疫情二次冲击后再次步入恢复进程，因内外环境较前次相比已发生了明显的不利变化，面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力进一步加大。失业率从高位回落，消费者物价指数温和上涨、工业生产者出厂价格指数涨幅逐渐下降。工业中采矿业的生产与盈利增长均较快，而除高技术产业外的制造业大多明显放缓或同比下降，上中下游的强弱差异仍较为明显。消费受到的负面影响最大，恢复也较为缓慢；基建、高技术制造业以及技改投资对固定资产投资增长贡献较大，房地产开发投资仍低迷；受高基数与港口运输影响，出口增速回落但具韧性。人民币汇率阶段性承压，在SDR（特别提款权）中的份额提升，人民币资产对全球投资者的吸引力有望提升。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大力度，为短期内的经济恢复和实现年度目标提供支持。我国财政政策积极发力，推出一系列“退、缓、补、购、奖”措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，专项债的发行与资金使用亦显著加快，将是带动内需修复的重要力量；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展以及重大项目的支持；同时推动贷款市场报价利率改革效能释放，降低企业综合融资成本。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，实现5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任务加重，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计工业生产在高技术产业带动下恢复较快，但原材料与工业品价格的大幅波动，对工业企业经营的稳定性带来考验；消费的恢复偏缓慢，疫情仍将是导致消费波动的重要因素；基建和制造业投资有基础保持较快增长，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求放缓会

导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业环境

旅游业作为第三产业的主要支柱行业，近年来受到国家许多实质性的政策支持。从旅游业发展的驱动因素来看，GDP 和人均可支配收入的增长是其发展的根本动力，在经济发展的推动下，我国旅游业正处于休闲游向度假游逐步过渡的阶段。旅游业对外部环境较为敏感，易受突发事件影响，2020 年行业受新冠疫情负面影响明显，2021 年以来国内疫情散发，其中 2022 年初以来行业深受奥密克戎变异毒株的传播影响，预计短期内我国防输入、防扩散工作力度仍将维持，行业持续复苏仍面临较大不确定性。鉴于旅游行业的产业带动作用强、就业人口多等特点，预计仍能够继续获得较有力的政策支持。

A. 行业概况

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、消费水平提升以及交通持续改善等，国民旅游消费需求不断提高，同时作为典型敏感性行业，旅游行业对外部经济、政治、社会 and 自然等条件依赖性较强，易受突发事件影响，除 2003 年非典、2020 年新冠肺炎疫情影响呈负增长外，我国旅游业保持了较快发展态势。2020 年初国内新冠疫情突发，在较长时间交通管制、消费者出行意愿下降之后，景区、省内组团逐步恢复开放，直至 7 月 14 日跨省团队旅游及“机票+酒店”业务（中、高风险地区除外）恢复并伴随暑假假期刺激，旅游行业复苏才逐步升温，2020 年¹国内旅游人数 28.79 亿人次，较上年减少 30.22 亿人次，同比下降 52.1%；实现国内旅游收入 2.23 万亿元，较上年减少 3.50 万亿元，同比下降 61.1%。

图表 2. 我国国内旅游收入和人次情况（单位：%[右轴]）



资料来源：Wind 资讯

2021 年，全球疫情随新变种毒株影响而相继反弹，国内疫情呈现多点散

¹ 以下数据来自文化和旅游部，其中 2020-2021 年均均为国内旅游抽样调查结果。

发态势。得益于疫苗接种推进、快速响应及动态清零策略，国内疫情总体上得到了有效控制，但出境游尚未恢复，国内旅游行业复苏仍受制于旺季（春节前后、暑期）等期间的散发疫情影响，此外经济增速放缓下居民可支配收入增速放缓，且居民储蓄意愿上升，也在一定程度上抑制了旅游等非必要性消费的支出，旅游行业尚未完全复苏。2021年，国内旅游总人次 32.46 亿，同比增长 12.8%，恢复至 2019 年的 54.0%；国内旅游收入 2.92 万亿元，同比增长 31.0%，恢复至 2019 年的 51.0%。

2022 年初以来因奥密克戎变异毒株的传播，局部地区疫情严峻复杂，上半年度全国国内旅游总人次 14.55 亿，同比下降 22.2%，分季度看，其中一季度国内旅游人次 8.30 亿，同比下降 19.0%，二季度国内旅游人次 6.25 亿，同比下降 26.2%；上半年度国内旅游收入 1.17 万亿元，同比下降 28.2%。中短期内旅游行业仍受新冠疫情较大冲击。

自 2020 年国庆假期以来，游客平均出游距离和目的地平均游憩半径呈现双收缩趋势，靠近主要客源市场的旅游景区客流增长趋势明显²，在这一周边游趋势下，预计在经济发展水平、消费活力、人口总量以及资源禀赋等方面有突出优势的重要城市群、都市圈将带动区域内旅游消费复苏，但仍易受区域疫情形势影响，行业持续复苏仍面临较大不确定性。旅游行业中景区经营具有资源稀缺性，酒店与度假村、游乐设施等均具有重资产特征，可为其债务融资提供一定的资产支撑。但同时也需关注到，疫情影响之下旅游行业现金回笼能力遭到削弱，债务依赖度上升，后续偿债压力加大。

景区行业方面，截至 2021 年末，全国 5A 级旅游景区数量 306 家，主要集中在东部沿海地区以及中部地区。景区经营类企业的经营性业务主要包括门票收费、景区内二次消费以及景区交通，2018 年 6 月以来重点国有景区门票价格普遍下调，加之 2019 年整体游客接待量增速持续收窄，当年景区旅游收入增速略有下降³，2020 年进一步受新冠疫情冲击。不过自然景区尤其是名山景区因其天然优势以及稀缺性、知名度，在出境游需求内化推高高品质休闲度假的消费需求下，预计位于重要城市群的高等级优质景区市场需求相对较大。

酒店行业方面，2020 年新冠疫情加速行业洗牌和迭代，当年星级饭店数量为 8423 家，同比减少 497 家⁴，主要是中低星级饭店关停，2021 年进一步降至 7676 家。2020 年星级酒店整体经营指标均出现明显下滑，但在旅游目的地旅游市场领域，部分星级酒店凭借品牌知名度、运营管理，在游客对品质提升需求下于暑期快速回暖⁵，2021 年星级酒店经营指标逐步恢复，并表

² 中国旅游研究院（文化和旅游部数据中心）专项调查数据显示。

³ 来自文化和旅游部资源开发司编写的《2019—2020 年中国旅游景区发展报告》。

⁴ 来自文化和旅游部《2020 年度全国星级饭店统计报告》。

⁵ 据去哪儿网数据显示，2020 年暑期酒店预订量已恢复到去年同期 8 成水平，其中高星级酒店预订量恢复到去年 96%，8 月预定量同比增长 7%；暑期游客先订酒店、再预订机票已成为趋势之一，其中高星级酒店成交金额占比超六成，江浙沪、珠三角人群成为最爱“看直播囤酒店”人群。2020 年 9 月 17 日携程搜索、预订数据显示，9 月中旬全国范围高星级酒店均已进入预订高峰。

现为高星级恢复情况相对更好⁶。2021年第一季度，全国星级饭店平均出租率为35.39%，较上年同期上升12.56个百分点，因酒店行业涉及跨省消费且具有高额低频属性，客房出租业务具有明显的季节周期性，通常第一季度受春节节假日等因素影响客房出租率相对较低；第二季度平均出租率为50.06%，较上年同期上升16.98个百分点；之后受国内散发疫情影响，第三季度及第四季度平均出租率分别为43.68%和42.22%，分别较上年同期下降5.34和7.58个百分点。整体来看，2021年全国星级饭店平均出租率为41.77%，同比回升2.79个百分点。2022年第一季度，因局部地区疫情散发严重，全国星级饭店平均出租率为32.11%，同比小幅下降。

传统旅行社行业以大量中小微企业为主，呈现过度竞争特征，具有进入门槛低、数量多、产业集中度低、长期利润水平低等特点。截至2021年末，我国旅行社总数达42432家，比2020年增长4.30%，除黑龙江、云南旅行社数量减少，吉林、西藏旅行社数量不变外，其余28个地区旅行社数量都有不同程度的增长，以海南17.17%为增幅最大。2021年旅行社业务持续受新冠疫情冲击，当年全国旅行社营业收入为1857.16亿元，营业利润亏损55.34亿元，利润总额亏损53.44亿元。2021年以来变异病毒的影响在全球扩散，出境游仍受到限制，国内跨省游严格执行“熔断”机制，预计中短期内旅行社经营仍将承压。

B. 政策环境

“十三五”期间，旅游行业发展首次被纳入国家重点专项规划，并受到许多积极的政策导向和实质性的政策支持。2020年初新冠疫情发生以来，政府层面主要通过减免税费以及支持金融机构加大对旅游经营企业资金投放等手段予以扶持，如贷款展期等。

2020年11月，《国民经济和社会发展的“十四五”规划和二〇三五年远景目标》提出建议，包括（1）加快发展文化、旅游、体育等生活性服务业向高品质和多样化升级；（2）坚持扩大内需这个战略基点，增强消费对经济发展的基础性作用，顺应消费升级趋势、提升传统消费、培育新型消费，其中提出完善节假日制度、落实带薪休假制度、扩大节假日消费；（3）优化国土空间布局、推进区域协调发展和新型城镇化，其中推进京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展，打造创新平台和新增长极；（4）繁荣发展文化事业和文化产业、提高国家文化软实力，其中实施文化产业数字化战略，加快发展新型文化企业、文化业态、文化消费模式，推动文化和旅游融合发展，建设一批富有文化底蕴的世界级旅游景区和度假区，打造一批文化特色鲜明的国家级旅游休闲城市和街区，发展红色旅游和乡村旅游；（5）改善人民生活品质，提高社会建设水平，其中扎实推动共同富裕，提高人民收入水平等等。为贯彻落实上述精神，文化和旅游部陆续印发《“十四五”文化产业发展规划》、《“十四五”文化和旅游科技创新规划》、《“十四五”文化和旅游市场发展规划》等，各主要省份也相应发布了所属地区“十四五”文

⁶ 见文化和旅游部《2021年度全国星级饭店统计调查报告》。

化和旅游发展规划（总体目标），对文化及相关产业增加值预期性指标普遍较高。

图表 3. 主要地区“十四五”文旅规划主要预期目标

时间	规划名称	到 2025 年主要预期目标
2021.11	广东省文化和旅游发展“十四五”规划	文化和旅游产业成为全省国民经济发展的主要支柱性产业
2021.11	江苏省“十四五”文化和旅游发展规划	文旅产业支柱性产业地位进一步巩固，居民人均外出旅游次数到 4.5 次左右，接待游客人数 11 亿人次左右，旅游业总收入 1.7 万亿左右
2021.10	四川省“十四五”文化和旅游发展规划	文化及相关产业增加值再跨上两个 1000 亿元台阶，占地区生产总值比重超过 5.0%
2021.09	北京市“十四五”时期文化和旅游发展规划	世界文化名城和世界旅游目的地城市建设取得重大进展，旅游总收入 0.9 万亿元
2021.09	江西省“十四五”文化和旅游发展规划	全省文化及相关产业增加值占全省 GDP 比重力争达到 5%
2021.09	湖南省“十四五”文化和旅游发展规划	旅游业增加值占 GDP 比重达 6.5% 左右（2020 年为 6.18%）
2021.08	福建省“十四五”文化和旅游改革发展专项规划	全省文化产业增加值达到 3800 亿元，力争占全省地区生产总值 6% 以上，两项指标继续保持全国前列；全省接待旅游人数超过 7 亿人次，旅游总收入突破万亿元大关，旅游业增加值占全省地区生产总值比重达 8.1%
2021.08	陕西省“十四五”文化和旅游发展规划	全省文化产业增加值占生产总值比重达到 3.5% 以上；全省旅游总收入突破 1 万亿元，旅游总人次达到 9 亿人次，形成文化旅游万亿级产业板块
2021.06	上海市社会主义国际文化大都市建设“十四五”规划	加快建设成为更加开放包容、更富创新活力、更显人文关怀、更具时代魅力、更有世界影响力的社会主义国际文化大都市
2021.06	浙江省文化改革发展“十四五”规划	全省文化及相关产业增加值占全省 GDP 比重 8%

资料来源：各省、市文化和旅游厅

整体看来，旅游行业具有产业带动作用强、就业人口多等显著特点，是我国“双循环”战略体系中支持发展的重要消费领域，产业发展长期前景向好，短期内预计能够在应对疫情影响下，在债务融资、科学化运营管理、完善配套设施等多方面继续获得较有力的政策支持。

C. 竞争格局/态势

从国内市场竞争格局来看，虽然我国旅游资源较为丰富，但由于地域面积较大，资源分布较为分散，因此单一企业所占份额较小，行业整体市场化程度较高，竞争压力较大。受旅游资源质量和特色、周边交通便利程度、客源结构等各方面因素影响，旅游业呈现出较强的区域性竞争特点。

我国旅游业经营主体通常采用多元化经营模式，涉及的细分子行业较多。其中，高等级景区因其稀缺性和不可复制性而具有较高的吸引力，拥有该类景区开发运营管理权的企业通常系央企或地方国企，业务发展集中在景区所在区域；酒店餐饮业属于完全竞争行业，行业现处于供大于求状态，竞争较激烈，但目前行业竞争格局相对稳定，整体经营向品牌化、规模化和集团化的趋势发展。

D. 风险关注

市场竞争风险。旅游业整体市场化程度较高，竞争压力较大，行业内多数企业旅游产业链尚未完善，在消费不断升级之下，需分别关注以景区、酒店和旅行社为主业的经营主体，其在产品同质化和景区门票降价趋势、酒店业品牌化和集团化、在线旅游冲击下的竞争能力。

多元化经营风险。我国旅游业在发达地区的带领下步入成熟的度假旅游

经济时期，休闲需求和消费能力出现多元化发展，旅游经营主体也主要采用多元化经营模式，由于涉及的细分子行业较多，企业经营管理压力相对较大，对资金和人才的要求也较高。

投融资风险较高。目前，我国旅游投资主要以民营资本为主、政府投资和国有企业投资为辅，主要集中于文旅综合体、文旅特色小镇等项目建设，投资体量较大，项目建设进度及投运后的盈利情况存在较大不确定性，项目回报周期长，企业投融资风险相对较高。

突发事件影响。旅游业对外部环境存在较强的敏感性，病疫情、国家政策、国际政局等都对旅游业整体营收、细分行业格局以及目的地产生了不同程度的影响。随着旅游业在国民经济中的地位和外交地位的不断提升，信息传播的高速发展，突发事件的产生来源、影响范围也将进一步扩大。2020年以来旅游行业受新冠疫情冲击明显，大部分企业于2021年经营未恢复至疫情前水平，一方面，部分旅游设施运营维护成本高，现金支出规模大，营收层面的现金流冲击仍较易形成严重的流动性压力，尤其是融资难度较大的部分民营旅游类企业。另一方面，我国出境游市场将继续面临严峻挑战。

(3) 区域经济环境

渭南市经济基础薄弱，经济体量较小，整体经济发展水平一般。渭南市旅游业基础较好，其中华山景区作为渭南市唯一一家5A级景区，属于地方重要发展区域。但2020年以来，受疫情影响，渭南市旅游业受冲击较大。

渭南市为陕西省地级市，市下辖2个市辖区、7个县以及2个县级市，全市总面积1.31万平方千米，距古城西安60公里，距咸阳国际空港80公里，郑西、大西2条高铁在此并站交汇，陇海、西南等6条铁路与连霍、京昆等3条高速公路和9条国道省道纵横贯穿，是中东部地区进入西北门户的交通要道。截至2021年末，全市常住人口为463.1万人，城镇化率51.07%。

2019-2021年，渭南市地区生产总值分别为1828.47亿、1866.27亿元和2087.21亿元，2021年由于上年基数较低及生产经营稳步恢复，经济增速为8.2%，回升显著。从陕西省各地级市经济总量情况来看，渭南市经济总量排名中游，2021年在全省11个地级市中排名第5位。2021年，第一产业增加值399.96亿元，同比增长6.5%，占生产总值的比重为19.2%；第二产业增加值779.60亿元，同比增长10.5%，占37.3%；第三产业增加值907.65亿元，同比增长7.2%，占43.5%。渭南市工业中，能源、冶金、化工、建材等资源类粗加工占比较高，部分行业面临产能过剩、生态环境约束趋紧以及工业产业链短等问题，全市面临较大的产业升级改造压力。

图表 4. 近三年渭南市主要经济指标及增速（单位：亿元，%）

指标	2019年		2020年		2021年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	1828.47	4.2	1866.27	0.2	2087.21	8.2

指标	2019年		2020年		2021年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
规模以上工业增加值（亿元）	/	2.6	/	0.1	2552.08	29.7
全社会固定资产投资额（亿元）	/	-1.6	/	-4.9	/	-8.2
全社会消费品零售总额（亿元）	778.87	8.2	633.58	-11.9	684.57	8.0
城镇居民人均可支配收入（万元）	3.37	8.2	3.53	4.8	3.78	7.0
农村居民人均可支配收入（万元）	1.28	9.6	1.37	7.6	1.52	10.5

资料来源：渭南市统计局（“/”：未披露）

旅游业方面，2019-2021年，渭南市分别接待游客8300万人次、5390万人次和7269万人次，实现旅游综合收入616亿元、352亿元和474亿元，2021年全国疫情防控常态化，渭南市游客接待量和旅游综合收入呈恢复性增长，分别同比增长34.86%和34.63%，但仍未恢复至疫情前水平。2021年7月，渭南市政府印发《渭南市人民政府办公室关于印发渭南市促进文化旅游产业发展奖励办法（试行）的通知》，奖励资金包括旅游发展奖励和行业补贴，实施包括“引客入渭”优惠政策、“引客留渭”奖励政策、“引客乐渭”优惠政策、品牌创建奖励和旅游商品、文创产品奖励等多项政策，该办法自2021年8月15日起实行2年。2022年以来，陕西省出台了纾困政策和利好措施，其中6月由十二部门联合印发《支持文化和旅游企业发展财税金融政策措施》，从财政资金、金融扶持、税收优惠、政府采购、要素配置、营商环境等六个方面提出多项支持措施。

华山景区是渭南市唯一一家5A级景区，位于渭南市华阴市，距离西安市120公里。华山景区门票价格由陕西省物价局制定，根据《关于降低华山风景名胜景区门票价格的通知》（陕价服发[2018]46号）文件要求，自2018年5月10日起，华山景区旺季（3-11月）门票价格由180元/人次下调至160元/人次，淡季门票价格仍为100元/人次。2018年5月以来，国内各大景区均出现不同程度门票降价，华山景区门票价格与同类型景区相比仍相对适中。华山景区主峰区核定承载量为6.78万人次/日，2019-2021年景区游客接待量分别为313.12万人次、103.00万人次和126.90万人次，其中2021年游客接待量同比增长23.20%，较疫情前水平仍有较大差距，主要系当年7月以来全国疫情呈现多点发生、局部爆发态势，加之全运会、残特奥会在陕西召开期间疫情管控措施较严格，旅游旺季复苏受损所致。2022年初以来，全国局部地区出现散发疫情并实施严格防控措施，2022年第一季度华山景区游客接待量为4.10万人次，清明、五一节假日游客量分别为1.2万人次和1.9万人次，同比降幅明显。

图表 5. 华山与同类型景区价格比较

景区名称	景区级别	门票价格
华山	AAAAA	旺季160元/人，淡季100元/人（2022.6.1-7.31 免票）
泰山	AAAAA	115元/人（2022.6.1-9.30 执行优惠价格57元/人，周末、法定节假日及连休日除外）

景区名称	景区级别	门票价格
衡山	AAAAA	旺季 110 元/人，淡季 80 元/人
黄山	AAAAA	平旺季 190 元/人，冬游 150 元/人（2022.6.9-8.31 半价优惠）
峨眉山	AAAAA	旺季 160 元/人，淡季 110 元/人
五台山	AAAAA	全票 135 元/人，半票优惠 70 元/人
九华山	AAAAA	旺季 160 元/人，淡季 140 元/人

注：根据公开资料整理

从华山景区周边交通情况来看，公路方面，西潼高速公路、310 国道、老西潼公路均途径华山景区；铁路方面，陇海铁路在华山设有三等车站（华山车站）、四等车站（华山西站）各一处，郑西高铁在华山设有华山北站，东至长三角，西至西安（西安至华山北站只需 32 分钟），出站口有免费大巴直达华山景区；机场方面，西安咸阳国际机场至华山景区车程约一个多小时。便利的交通不仅扩大了华山景区的辐射范围，也带动周边旅游业得到进一步发展。此外，渭南华山支线机场项目于 2016 年正式启动，并列入民用航空局“十三五”建设规划等，因前期选址工作难以解决而进展缓慢，2019 年 4 月该项目已被调出相关建设规划。2020 年下半年经过多次调研论证、征求意见，渭南卤阳湖现代产业开发区具备机场建设的优势条件，新址距离渭南市主城区约 35 公里，距离华山景区约 60 公里，以打造“西安第二机场”为定位目标，服务以大华山为主的陕西省东部旅游资源和提升渭南市及华山风景名胜区分达能力。该项目已于 2021 年 12 月被纳入《“十四五”民用航空发展规划》中的运输机场重点建设项目，“十四五”期间将由西北民航实施前期工作。

旅游产业发展方面，据 2022 年渭南市政府工作报告，十四五期间渭南市将加快全域旅游创建，包括实施黄河文化遗产保护等项目，建设国家黄河文化公园、黄河风情旅游带，支持韩城、临渭创建国家级全域旅游示范区；加快 310 国道景区段道路及沿线老旧厂房提升改造，推动方特主题公园落地建设，做足山下留客文章；实施“华山+”战略，创新旅游品牌营销，打造 10 条精品旅游线路，新增 4A 景区 1 个，旅游综合收入突破 500 亿元。推进国家文化和旅游消费示范城市建设，培育省市级示范步行街 15 条，建成“一刻钟便民生活圈”10 个，让城市街巷更有“烟火味”。整体来看，区域旅游产业发展仍具备潜力。

2. 业务运营

依托于华山景区的知名度，该公司以餐饮住宿、景区服务和客运为核心的旅游服务业务发展较有保障。但 2020 年以来受新冠疫情影响，公司主业经营承压。此外，公司在建项目整体资金需求量较大，部分项目计划在 2022 年实现运营，短期内面临较大的投融资压力，关注公司实际投资进展及项目投运情况。

该公司无华山景区门票收费权，目前主要依托华山景区资源从事餐饮住

宿、景区服务和客运等旅游服务业务，并拓展了旅行社、广告宣传、演出服务等旅游产业以及商品销售、水产品销售、劳务服务、物业服务等业务。2019-2021年及2022年第一季度华山景区游客接待量分别为313.12万人次、103.00万人次、126.90万人次和4.10万人次。2020年以来受新冠疫情影响，华山景区多次阶段性关停，且在疫情防控常态化要求下每日最大客流限量受制约，致景区游客接待量较2019年同期大幅下滑，公司经营因此承压。2022年6月1日-7月31日，华山景区实行免门票政策⁷，每日最大接待量调整为2万人次，且陕西省于6月2日开放跨省团队旅游及“机票+酒店”业务，但7月初区域散发疫情，后续华山景区游客量复苏情况仍受区域疫情防控形势较大影响。

2019-2021年及2022年第一季度，该公司营业收入分别6.57亿元、3.45亿元、8.19亿元和0.13亿元，其中2020年同比下滑47.49%，毛利率为-2.67%，出现亏损；2021年主要因子公司结转玉泉·山水观园房地产项目，整体营业收入同比增长137.02%，毛利率由负转正至4.63%。2022年以来据疫情防控和复工复产最新要求，华山景区于2月1日起恢复开放，但第一季度游客接待量仍有限，受此影响叠加去年同期确认房地产销售收入，公司营业收入同比大幅下滑，毛利亏损大。

图表 6. 最近三年一期公司营业收入及毛利率（单位：亿元，%）

项目	2019年		2020年		2021年		2022年第一季度		2021年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	6.57	100.00	3.45	100.00	8.18	100.00	0.13	100.00	3.62	100.00
景区服务	3.25	49.39	2.20	63.85	2.36	28.82	0.03	20.77	0.13	3.52
旅游客运	1.37	20.86	0.49	14.09	0.47	5.75	0.02	11.87	0.05	1.38
餐饮住宿	0.64	9.79	0.34	9.73	0.34	4.10	0.02	17.67	0.04	1.17
其他 ⁸	1.31	19.96	0.43	12.33	5.02	61.33	0.06	49.69	3.40	93.94
毛利率	21.03		-2.67		4.63		-258.91		-2.35	
景区服务	21.44		1.32		1.83		-629.95		-87.39	
旅游客运	34.12		-3.78		15.50		-581.44		-35.36	
餐饮住宿	-5.60		-67.52		-52.83		-288.86		-147.02	
其他	-0.41		29.10		15.75		-16.73		3.12	

资料来源：华旅集团（因四舍五入存在一定尾差）

（1）景区服务业务

该公司景区服务业务收入主要来源于景区基础劳务服务费和线上销售渠道两个方面。公司无华山景区门票收费权，但因景区经营管理和服务的需要，

⁷ 华山景区管委会与该公司、陕西太华旅游索道公路有限公司、陕西华山三特索道有限公司签订华山免门票促销活动协议，三家单位自愿按景区入园人数进行门票销售代收上缴（上缴比例分别为10元/张、50元/张、20元/张），约定活动及协议有效期为自2022年6月1日至2022年6月30日。虽景区门票免费，但西峰索道旺季收费标准为140元/人单程，三特索道收费标准为80元/人单程、150元/人往返，公司预计上述上缴门票后续将以财政补贴形式返还。2022年6月28日，华山景区管委会公告将景区门票免费政策延长至2022年7月31日。

⁸ 包括旅行社、广告宣传、演出服务等旅游产业，以及商品销售、水产品销售、劳务服务、物业服务等业务。

华山景区管委会与公司签订《综合服务协议》（简称“协议1”），委托公司为景区提供安保、环卫、绿化以及售检票等 10 项专业服务。根据协议约定，自 2014 年起，华山景区管委会将以 2013 年劳务服务费用为基数，按 8% 的年增长率向公司支付劳务服务费（协议约定期限为 15 年），同时协议约定将华山景区门票收入按 45% 的比例以补贴形式支付给公司，并根据《综合服务协议补充协议》，自 2017 年起，将华山景区门票收入分成比例由 45% 提高至 53%。2019 年 8 月据《关于华山景区政府购买服务有关问题的会议纪要》，景区环境卫生管理等政府职能以政府购买服务的方式继续委托公司实施，由华山景区管委会与公司签署协议（简称“协议2”），费用金额确定为 2.8 亿元（包含履行政府部分职能费用及大华山旅游建设资金），同时根据国民经济发展情况适当考虑递增比例，该协议自 2019 年签署，期限为 20 年。2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司分别确认门票分成 2.63 亿元、0.39 亿元、0.94 亿元和 18.14 万元，其中 2019-2020 年分别计入景区服务业务收入和其他收益，2021 年为门票收入全额返还，均计入业务收入，且可涵盖劳务服务费，不再单独对该项进行拆分。2022 年 6 月，公司合计获政府资金拨付 1.1 亿元，作为协议 2 约定但未返部分。此外，公司于 2022 年 5 月与携程签订景点门票合作协议，由携程总代理销售景区门票 25 万张，结算价 160 元/张，销售期限自 2022 年 5 月 23 日起至 2024 年 5 月 31 日止⁹，携程已于当月一次性提前支付 0.40 亿元。

该公司按“智慧旅游”行业发展趋势，自 2015 年起通过子公司陕西华山智慧旅游商务科技有限公司（简称“智旅科技”）开发 PC 和移动端在线旅游平台，向游客提供华山语音导游、电子地图、门票及酒店预订、导游预约、周边游线路攻略等全方位旅游服务，顺利将互联网移动技术应用于旅游业务，从而实现华山景区经营性项目的在线销售。2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司智慧旅游实现收入分别为 1.55 亿元、1.20 亿元、1.42 亿元和 0.02 亿元，2020 年以来受新冠疫情影响存在波动。

图表 7. 最近三年一期公司景区服务业务收入来源（单位：亿元）

收入来源	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度	2021 年第一季度
劳务服务	0.79	0.85	--	--	0.01
智慧旅游	1.55	1.20	1.42	0.02	0.12
景区门票分成	0.91	0.15	0.94	0.002	--
合计	3.25	2.20	2.36	0.03	0.13
门票分成补贴	1.72	0.24	--	--	0.10

资料来源：华旅集团（部分加总数与合计数不一致系四舍五入所致）

注：门票分成补贴于 2017-2020 年起由营业外收入计入其他收益。

总体来看，2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司景区服务业务收入分别为 3.25 亿元、2.20 亿元、2.36 亿元和 0.03 亿元，2020 年以来受新冠疫情影响存在较大波动，2022 年中旬按协议 2 进行资金拨付，一定程度上弥补了

⁹ 协议期内，如遇免门票或门票优惠价期间，该公司需将进山车票和索道票等项目票纳入携程预付款消化抵扣，并授权携程总代理线上销售。0 元预约票量计入此次合作 25 万张报销票内。

疫情的负面影响。2019-2021 年及 2022 年第一季度，景区服务业务毛利率分别为 21.44%、1.32%、1.83%和-629.95%，2020 年以来受疫情影响处于低水平。

(2) 客运业务

该公司拥有华山景区内及其周边的客运业务专线运营权，目前经营的专线线路共 5 条，其中景区内专线 3 条，分别由控股子公司华阴市华山旅游汽车客运有限公司（简称“华阴客运”）、全资子公司陕西华山风景名胜区长途客运管理有限公司（简称“客运管理公司”）和陕西华山旅游客运有限公司（简称“华山客运”）运营。为拓宽客运业务的路线覆盖范围，2016 年 8 月，客运管理公司投资设立渭南沿黄公路旅游客运有限公司（简称“沿黄客运”）和陕西华山风景名胜区长途客运管理有限公司黄渭水上旅游运输分公司（简称“黄渭水运”），分别负责华山景区至处女泉的陆路运营和三河口至黄河湿地的水路运营，上述 2 条线路先后于 2017 年 3 月和 7 月正式投运。

图表 8. 公司客运业务运营线路情况

运营主体	单程票价（元/人次）	投运时间	具体线路
华阴客运	20	1996 年	东线：景区游客中心—北峰索道下站
客运管理公司	40 ¹⁰	2013 年	西线：景区游客中心—西峰索道下站
华山客运	—	2013 年	景区游客中心—玉泉院
沿黄客运	30	2017 年 3 月	华山景区—处女泉
黄渭水运	70	2017 年 7 月	三河口—黄河湿地

资料来源：华旅集团

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司客运业务收入分别为 1.37 亿元、0.49 亿元、0.47 亿元和 0.02 亿元，其中 2020 年以来受新冠疫情影响，客运业务收入持续下降。同期业务毛利率分别为 34.12%、-3.78%、15.50%和-581.44%，2021 年因公司加大降本力度而由亏转盈。

(3) 餐饮住宿业务

该公司拥有金天山庄、云台山庄、五云峰饭店、景苑酒店、云水堂会馆和房车自驾露营地酒店 6 家自营酒店和华山诺富特酒店 1 家控股酒店¹¹，其中自营酒店由陕西华山旅游酒店管理有限公司（简称“酒店管理公司”）负责运营，华山诺富特酒店由公司委托第三方运营。2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司实现酒店餐饮业务收入 0.64 亿元、0.34 亿元、0.34 亿元和 0.02 亿元，业务毛利率分别为-5.60%、-67.52%、-52.83%和-288.86%，2020 年以来受新冠疫

¹⁰ 西峰索道由陕西旅游集团公司（系陕西省文化旅游产业投资和资本运营平台，由陕西省财政厅全资持股）负责投资和运营，2013 年 4 月开始投运，单向运输能力为 1500 人/小时，最大运力为 540 万人次/年。西峰索道可从西线单程票价中按 13 元/人次提成。

¹¹ 原名华山国际大酒店，原系华阴市广电大厦，隶属华阴市轩宇酒店管理服务有限公司（简称“轩宇酒店公司”），陕西新瑞置业有限公司（简称“新瑞置业”）系轩宇酒店公司全资股东。2015 年 11 月，该公司以 0.47 亿元的价格并购买新瑞置业 60.00%的股权，从而实现对华山国际大酒店的间接控股，并购款已于 2016 年 6 月付清。2019 年，公司委托新的第三方对其进行托管。

情冲击，加之较重的酒店折旧和人工成本，业务毛利持续较大额亏损。

图表 9. 截至 2022 年 3 月末公司主营宾馆概况

酒店名称	开业时间	星级	所处位置	客房数	房型及挂牌价
金天山庄	2009 年 7 月	三星以下	山上西峰	211 个床位	十人间 100-150 元/床/日 四人间 1040-1280 元/日 二人间 720-1040 元/日
云台山庄	2009 年 6 月	三星以下	山上北峰	58 个床位	
五云峰饭店	2009 年 6 月	三星以下	山上五云峰	89 个床位	
景苑酒店	2009 年 7 月	三星	山下集灵路中段	58 间客房	标间 480 元/日 单间 518 元/日 套间 1080 元/日
云水堂会馆	2013 年 3 月	三星以下	山下玉泉路南段	10 间客房	标间和单间均为 120 元/日
华山诺富特酒店	2016 年 9 月	四星	山下华岳/东岳路交叉	229 间客房	标间 1088 元/日 单间 1088 元/日 普通套间 1080 元/日 豪华套间 2888 元/日
房车自驾露营地酒店	2015 年 6 月	没有专业评定	华山游客中心	69 间客房	标准间 1098 元/日 山景大床房 1198 元/日 双标别墅 2098 元/日 山景家庭套 2698 元/日 商务别墅 9888 元/日 法式帐篷 1598 元/日 房车 2698 元/日 茶室 1098 元/日

资料来源：华旅集团

从酒店经营情况来看，2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司自营酒店入住率分别为 43%、17%、20%和 2%，华山诺富特酒店入住率分别为 61%、48%、60%和 10%。公司自营酒店中金天山庄、云台山庄和五云峰饭店均位于华山上，且目前华山上仅有上述 3 家宾馆可供游客住宿，故具有一定的垄断性。但山上酒店建造标准较低，房间多为通铺，整体住宿条件较差，因此入住率偏低；景苑酒店、云水堂会馆和房车自驾露营地酒店位于山下，建造标准相对较高，但受华山景区周边 7 天阳光华阴华山景区店、华山富润酒店、华山宜家宾馆和渭南华山东府山庄等多家经济型酒店的竞争影响，上述酒店入住率同样偏低；华山诺富特酒店系华阴市高档酒店，公司聘请第三方对其进行规范化管理，由于该酒店周边同等级酒店较少，故该酒店入住率远高于酒店管理公司经营的自营酒店。

图表 10. 最近三年一期公司酒店入住率情况（单位：%）

酒店名称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
金天山庄	43	17	20	2	19
云台山庄					
五云峰饭店					
景苑酒店					
云水堂会馆					
华山诺富特酒店	61	48	60	10	55
房车自驾露营地酒店	52	14	30	5	17

资料来源：华旅集团

注：公司自营酒店由酒店管理公司统一运营，未获取各酒店入住率。

目前，华山景区周边高星级酒店匮乏，无法满足游客需求，该公司主要计划投资建设喜来登温泉度假酒店以弥补市场空缺。该项目以合资形式建设，公

司持股比例 49%，目前该项目处于装修收尾阶段，预计于年底进入试运营。

(4) 其他业务

该公司其他业务包括旅行社、广告宣传、演出服务、拓展游戏及商品销售、水产品销售、劳务服务、物业服务等业务，涉及范围较广，但仍主要依托于大华山景区开展。2019-2021 年及 2022 年第一季度，上述业务合计分别实现收入 1.31 亿元、0.43 亿元、0.78 亿元和 0.06 亿元。

细分来看，该公司旅行社业务由子公司中旅华山旅游有限责任公司（简称“华山旅社”）运营，2019-2021 年分别实现业务收入 0.68 亿元、0 亿元和 0.37 亿元，2020 年受新冠疫情影响未实现收入。广告宣传、演出服务和拓展游戏分别由全资子公司渭南华山国际文化传播有限公司（简称“文化传播公司”）、控股子公司陕西中互华旅文化发展有限公司和全资子公司渭南市华山景区华升实业有限责任公司等公司运营，服务包括景区内展现当地风土民情的表演、游客体验娱乐、青少年素质拓展、企事业团队拓展培训等，2019-2021 年分别实现业务收入 0.04 亿元、0.02 亿元和 0.06 亿元。此外，华山医养中心一期体检中心项目已于 2017 年 10 月投运，2019-2021 年分别实现业务收入 0.10 亿元、0.08 亿元和 0.09 亿元，2020 年受疫情期间体检预约与错峰等条件限制，接待能力有所下降，业务收入同比下降 16.72%。

此外，该公司通过其控股子公司陕西华山玉泉房地产开发有限公司（持股比例为 60%）从事房地产开发销售业务，主要在开发项目为玉泉·山水观园项目。该项目合计总投资 9.86 亿元，其中一期总投资 4.81 亿元，预售期为 2017 年 8 月至 2021 年 1 月，主要面向公司员工销售，销售均价约 3700 元/平方米，截至 2022 年 3 月末已累计回笼金额 4.20 亿元，已累计确认收入 4.30 亿元。二期项目总投资约 5.05 亿元，目前 19-29 号楼已全面封顶，预期销售均价约 4800 元/平方米，预售时间 2021 年 8 月至 2022 年 6 月，截至 2022 年 3 月末已累计投资 1.87 亿元，计划 2022 年 4-12 月投资 1.20 亿元，截至 2022 年 3 月末该项目尚未确认收入，且无资金回笼，预计将于年底开始结转收入。

(5) 项目建设

近年来，该公司投资建设项目较多，截至 2022 年 3 月末主要在建项目概算总投资 59.53 亿元，已累计投资 34.17 亿元，并计划在 2022 年投入 7.14 亿元，公司短期内面临较大的投融资压力。因项目计划在 2022 年实现运营，关注实际投资进展及项目投运情况。

图表 11. 截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目概况（单位：亿元）

工程项目名称	计划总投资	筹资方式	开工时间	计划完工时间	累计投资	2022 年计划投资额	持股比例
潼关古城景区*	22.04	自有资金 银行贷款	2013.09	2022.12	11.08	4.00	55%
蒲城县槐院里历史文化街区*	8.47	自有资金 银行贷款	2016.05	2022.12	6.60	1.44	55%

工程项目名称	计划总投资	筹资方式	开工时间	计划完工时间	累计投资	2022年计划投资额	持股比例
华山医疗养生中心	9.96	自有资金 银行贷款	2015.11	2022.12	5.01	0.40	100%
华山休闲旅游养生苑项目	8.00	自有资金 银行贷款	2017.05	2022.12	2.40	0.30	100%
华山冰雪仙境乐园项目	4.00	自有资金 银行贷款	2017.12	2022.05	3.02	--	100%
古柏行景观恢复（南段）项目	7.06	自有资金 银行贷款	2017	2022.10	6.06	1.00	100%
合计	59.53	--	--	--	34.17	7.14	--

资料来源：华旅集团

注 1：上述处于在建状态的项目均为该公司控股项目，其中标*项目均系公司非全资持股投资项目，表中项目计划投资额为公司需投资部分。公司按照对项目公司的持股比例设定项目预算，实际投资额将根据项目建设情况进行调整。

注 2：华山医疗养生中心和华山休闲旅游养生苑项目在完成投资计划后预计暂不再追加投入。

a. 潼关古城景区项目

潼关古城景区项目建设主体原为潼关县天翼旅游文化有限责任公司（简称“潼关天翼”），为扩大华山旅游辐射圈并带动区域旅游发展，该公司下属控股子公司陕西华山旅游集团潼关有限公司（公司持股比例为 55%）于 2018 年以 2.23 亿元¹²收购潼关天翼 70% 股权，所涉资产主要为 7 块土地使用权¹³和其上附属建设项目¹⁴以及 2 家子公司。潼关古城景区项目位于陕西省潼关县潼关古城，建设用地面积 1.38 平方公里，项目总建筑面积 2.75 万平方米，主要包含古城核心区、水岸人家主题区和云潼关汉文化主题区，核心建设项目包括山河一览楼、河伯酒店、钟楼、商业街、娲皇宫、女娲酒店、女娲温泉度假区、军事演习场、黄金探秘游、花海园林等，后续主要通过门票收费及景区二次消费实现收入，其中女娲酒店已于 2019 年初投入运营，但营收规模很小。该项目于 2013 年 9 月动工建设，目前计划总投资约 40 亿元，其中公司按照持股比例拟投入 22.04 亿元。根据项目可研预测，该项目投资回收期约为 9 年，投资回收期长。截至 2022 年 3 月末，该项目一期工程已经累计投资 11.08 亿元，并计划于 2022 年投资 4.00 亿元。

b. 蒲城县槐院里历史文化街区

蒲城历史文化街区改造项目位于蒲城县城关镇老城区，规划范围东至人民路，西到重泉路，北起延安街，南抵东风街沿街，占地 40 平方公里。该公司与蒲城县文物旅游局共同出资设立陕西华山旅游集团蒲城有限公司（简称“蒲城公司”，公司持股比例为 55%）对项目进行建设，计划将蒲城遗存的历史文化街区作为蒲城的城市客厅，并整合蒲城其他旅游资源，积极推进蒲城的旅游发展。该项目计划总投资 15.40 亿元，公司按照持股比例拟投入 8.47 亿

¹² 以截至 2018 年 3 月末净资产规模及受让比例确认。

¹³ 土地使用权分别为潼国用 2014 第 8 号、潼国用 2014 第 9 号、潼国用 2014 第 10 号、潼国用 2015 第 032 号、潼国用 2016 第 005 号、潼国用 2016 第 006 号、潼国用 2016 第 007 号。

¹⁴ 潼关古城项目在该公司收购前已经开始建设，在建或者建完的项目包括但不限于娲皇宫、娲皇宫、钟楼、商业街和女娲酒店等。

元，2016年5月该项目正式开工。截至2022年3月末，公司已累计投资6.60亿元，并计划于2022年投资1.44亿元。

c. 华山医疗养生中心项目

华山医养中心项目系该公司与省级医院合作建立的病后康复疗养基地，该项目南侧紧邻华山主景区，西侧紧邻玉泉院道教景区，北侧为华山游客中心，同时位于北起西岳庙南至玉泉院的古柏行景观恢复带之中，周边景观、文化资源丰富且城区交通便捷。该项目计划投资额为9.96亿元，于2015年11月动工，后主要建设医疗中心服务区部分，其中一期体检中心已于2017年10月投运，并已实现医养健康收入。截至2022年3月末，公司已累计投资5.01亿元，并计划于2022年投资0.40亿元用于室外景观建设，预计后续暂不再追加投资。目前该项目主体工程已完成，计划今年明年上半年开业拓客。

d. 华山休闲旅游养生苑项目

华山休闲旅游养生苑项目北临310国道，西、南临规划温泉小镇，东临韩式风情街，总用地面积约350亩，建设内容包括华山文化艺术中心项目及华山悦苑温泉酒店项目，其中华山文化艺术中心项目占地面积5.53万平方米，由一座大剧场、一座小型多功能厅及部分商业配套组成，以打造华山景区标志性的文化高地为目的。该项目计划总投资8.00亿元，于2017年5月正式开工，其中华山文化艺术中心项目总投资2.09亿元，截至2022年3月末已累计投资2.40亿元，该公司计划于2022年投资0.30亿元，计划今年年底完工投运，预计后续暂不再追加投资；华山悦苑温泉酒店项目暂不启动建设。

e. 华山冰雪仙境乐园项目

华山冰雪仙境乐园项目（室内冰雪项目）是为顺应“体育+旅游”趋势所打造的景区功能性项目，项目建成后将填补西部室内滑雪场市场的空白、带动渭南体育旅游事业的发展。该项目计划总投资4.00亿元，截至2022年3月末已累计投资3.02亿元。该项目于2022年5月1日试运营，并委托第三方运营，设计日接待游客3000人，节假日客流量达2000多人，日均约500人次，演绎产品定价为298元/人/次，滑雪项目门票根据时长、设备、节假日及组合服务等不同定价为148-578元/人/次，滑雪设备租赁服务定价为20-100元。

f. 古柏行景观恢复（南段）项目

古柏行景观恢复（南段）项目北邻G30连霍高速公路，西邻华岳路、南邻G310国道，占地面积300亩，建筑面积约6.26万平方米，主要建设内容包括旅游文化步行街、景观走廊、啤酒街等，拟打造以古柏行景观恢复龚恒为核心的集商贸、文化、餐饮、旅游等多位一体的综合服务体。该项目计划总投资7.06亿元，截至2022年3月末已累计投资6.06亿元，并计划于2022年投资1.00亿元。该项目一期工程目前已完成，二期工程预计今年10月完工，目前计划委托统一招商，并计划于2023年下半年开始运营。

整体来看，该公司在建项目较多，项目主要位于华山景区周边，建成后将推动华山景区旅游产业链的形成，进一步提高华山景区的游客数量。但短期来看，公司资金投入量较大，存在较大的投融资压力，加之旅游产业链的形成需要一定的培育期，整体项目投资回收期较长，中短期内增益作用尚不明确，公司现金流状况或将受到一定影响。

管理

跟踪期内，因渭南市政府对市县融资平台企业整合升级，2021年12月渭南市国资委将所持公司全部股权无偿划转至渭南城投，公司唯一股东变更为渭南城投，实际控制人未发生变化，仍系渭南市国资委。同时，公司根据自身经营管理以及业务发展的需要设置了相关职能部门，各部门之间权责明确，基本能够满足公司日常经营管理的需要。

根据2021年5月渭南市人民政府《关于印发渭南市市县融资平台公司整合升级实施方案的通知》（渭政发[2021]16号），渭南市将按照“两层五级”的构架进行整合升级¹⁵，其中以该公司为基础，华阴市政府和公司通过国有资产资源及业务整合，打造以旅游及相关配套服务设施为主业的文化旅游集团，作为渭南市城市投资集团有限公司（简称“渭南城投”）一级子公司，主要服务于全市的文化体育旅游产业。目前，公司与华阴市政府的资源及业务整合尚未正式启动。

2021年12月据渭国资发【2021】121号，渭南市国资委持有的该公司全部股权无偿划转至渭南城投。截至2022年3月末，公司实收资本为3.00亿元，实际控制人仍为渭南市国资委，公司于2022年4月1日办理了工商变更备案。公司产权状况详见附录一。

根据该公司最新章程，股东对发行债券或上市等资本市场融资做出决定，除此之外无重大变化，仍由渭南市国资委对公司进行日常管理。

渭南城投是渭南市重要的投融资和基础设施建设主体，平台整合后职能定位为城市综合运营商，主要负责区域内基础设施及保障房、土地一级开发整理、文化旅游等业务。2021年渭南城投实现营业收入13.43亿元，收入主要来源于基础设施及保障房建设业务和土地整理业务，净利润1.74亿元；同期经营活动现金流净额为-14.47亿元；同期末总资产为583.67亿元，资产负债率为63.12%。近年来渭南城投获得较大力度的外部支持，2021年收到渭南市财政局注入资本金14.22亿元，取得包括公司在内的4家渭南市国有企业100%股权。

2021年1月，根据渭政任字[2021]15号，高江宏任公司董事长，免去其该公司总经理职务，由张霞担任公司总经理、董事。

关联往来方面，近年来该公司向华山景区管委会拆出较多资金，2021年

¹⁵ 上述整合升级将按调研摸底（清产核资）、方案制定、方案实施、整合运营四个阶段推进。

末余额为 7.75 亿元，根据华山景区管委会出具的《关于偿还陕西华山旅游集团有限公司其他应收款项的专项说明》，上述款项将于 2024 年前分期偿还。此外，同期末公司分别向新瑞置业和陕西华山华瑞实业有限公司（简称“华瑞实业”）拆出资金余额为 0.35 亿元和 1.90 亿元。由于关联资金占用规模较大，对公司自身资金周转和现金流产生了一定的不利影响。

根据该公司提供的征信报告，截至 2022 年 6 月 14 日，已结清的不良和关注类贷款共 2 笔，其中 1 笔于 2010 年 6 月到期的 490.00 万元借款逾期未还，根据贷款方华阴市农村信用合作联社 2012 年 10 月出具的证明，该笔借款系华山景区管委会实际用款，已于 2011 年 12 月结清；另外 1 笔于 2010 年 6 月到期的 440.00 万元借款欠息两笔，均系华阴市信用合作社系统原因所致。

图表 12. 公司不良行为记录列表

信息类别	信息来源	查询日期	公司本部
欠贷欠息	银行征信系统	2022.06.14	2 笔
各类债券还本付息	公开信息披露	2022.07.02	正常
工商	国家工商总局	2022.07.02	无
诉讼	天眼查	2022.07.02	多笔财产损害赔偿纠纷、侵害作品信息网络传播权纠纷

资料来源：根据华旅集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内，随着项目建设推进，该公司资金需求增加，刚性债务规模持续上升，同时 2020 年以来受新冠疫情冲击，公司主业经营承压，净利润大幅亏损持续削弱权益，综合致资产负债率攀升。因短期内部分项目计划实现运营，公司投融资压力较大且预计投资回收期较长，此外关联方占用资金较多，进一步加大资金平衡压力。

1. 公司财务质量

希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2019-2021 年度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。公司执行企业会计准则及其补充规定。

2020 年，该公司新增设立全资子公司陕西华山旅游集团西安有限公司，当年末公司纳入合并范围的子公司共 27 家，其中全资子公司 16 家。2021 年末及 2022 年 3 月末，公司合并范围较上年末无变化。

2. 公司偿债能力

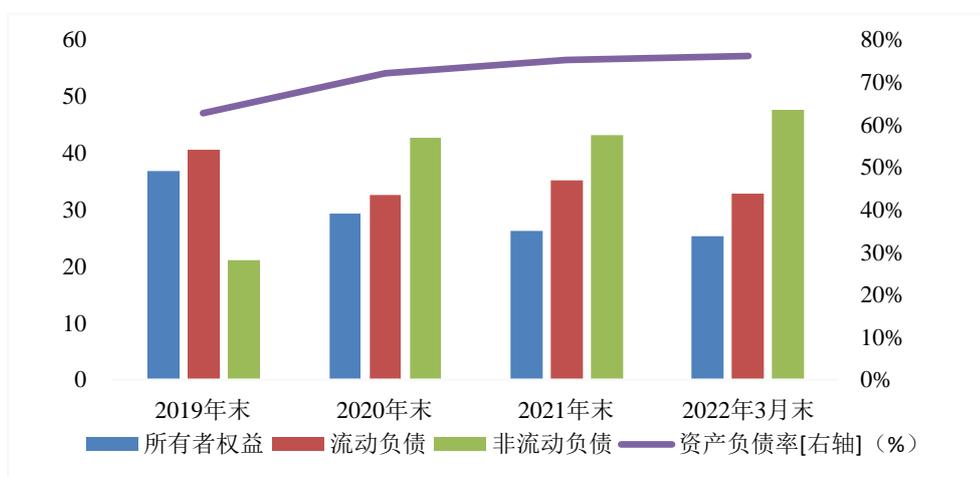
(1) 债务分析

A. 债务结构

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 36.76 亿元、29.22 亿元、26.09 亿元和 25.17 亿元，所有者权益规模持续下降，主要系近年来新冠疫情影响下经营持续亏损所致，同期末未分配利润分别为 3.19 亿元、-0.37 亿元、-2.67 亿元和 -3.63 亿元。同期末资本公积分别为 22.45 亿元、18.88 亿元、18.24 亿元和 18.24 亿元，占所有者权益比重分别为 61.70%、64.60%、69.89% 和 72.46%，其中 2020 年末较上年末减少 15.91%，系经华阴市人民政府[阴政发(2020)43 号]，无偿收回公司位于安置小区北侧、商业用途的 17.42 万平方米的出让土地，减少资本公积 3.57 亿元所致。

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司负债总额分别为 61.56 亿元、74.93 亿元、78.27 亿元和 80.34 亿元，负债规模持续增长，主要系在建项目持续推进下，外部融资规模不断扩大。同期末资产负债率分别为 62.61%、71.94%、75.00% 和 76.15%，负债经营压力攀升，目前财务杠杆处于较高水平。

图表 13. 公司债务结构情况（单位：亿元）



资料来源：华旅集团，新世纪评级整理、绘制

从债务期限结构来看，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 51.69%、131.18%、122.75% 和 145.64%，债务结构趋于长期。

该公司负债主要集中于刚性债务，2019-2021 年末占负债总额的比重分别为 81.61%、83.66% 和 84.33%，另由合同负债、其他应付款、应付账款和递延所得税负债等构成。2021 年公司执行新收入准则，期初将符合条件的预收款项 4.10 亿元调整至合同负债，2021 年末合同负债为 1.92 亿元，降幅主要系结转玉泉·山水观园项目收入所致。其他应付款主要包括工程质量保证金、工程待结算款项等，同期末较上年末增长 0.91% 至 2.43 亿元，其中前五大余额所占比重为 36.81%；应付账款余额较上年末减少 2.37% 至 1.79 亿元，主要为应

付的工程未结款，其中账期3年以上款项金额占比为67.19%；递延所得税负债2.02亿元，主要系公司于2017年度将阴国用（2016）第16、20、22号三宗地块转入投资性房地产后评估增值8.14亿元，其中2.04亿元计入递延所得税负债科目所致。此外2021年末递延收益3.41亿元，较上年末大幅增长，主要系收到征迁补助资金2.98亿元。

2022年3月末，该公司债务结构较上年末未发生重大变化，其中合同负债较上年末增长24.06%至2.39亿元，主要预收款项增加所致；应付账款较上年末增长1.38亿元至3.17亿元，主要系在建项目未结算款项增加所致；其他应付款较上年末增长53.74%至3.73亿元，增幅系往来款未抵消所致。此外2022年5-6月，公司收到留抵税额退税款共0.51亿元，并冲抵应交税费。

B. 刚性债务

2019-2021年末及2022年3月末，该公司刚性债务余额分别为50.24亿元、62.68亿元、66.01亿元和68.01亿元，在建工程持续投入致融资需求随之增长。从债务期限来看，公司刚性债务以中长期债务为主，同期末中长期刚性债务分别为18.81亿元、40.34亿元、37.70亿元和45.28亿元，占比分别为37.44%、64.36%、57.12%和66.58%，2021年末占比较上年末下降7.24个百分点，主要系长期债务临近偿付期转入一年内到期的非流动负债所致。

2021年末，该公司短期刚性债务较上年末增长26.70%，其中短期借款较上年末增长27.62%至14.12亿元，包括信用借款12.51亿元、保证借款1.50亿元；一年内到期流动负债较上年末增长40.68%至13.69亿元。2022年3月末，随着债务到期偿付，短期刚性债务降至22.73亿元，短期刚性债务现金覆盖率为19.05%，处于较弱水平。

2021年末，该公司中长期刚性债务较上年末下降6.55%，其中应付债券较上年末下降52.73%至4.48亿元，系中期票据（19华山旅游MTN001）将于一年内到期转出所致；长期借款较上年末增长14.56%至22.31亿元；长期应付款10.91亿元，基本为融资租赁款，较上年末变化不大。2022年3月末，中长期刚性债务较上年末增长20.10%，主要系一年内到期债券未重分类及新增融资租赁款所致。

图表 14. 最近三年一期末公司刚性债务结构分析（单位：亿元）

刚性债务种类	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
短期借款	17.37	11.06	14.12	9.74
应付票据	--	1.50	0.50	2.00
一年内到期非流动负债	14.00	9.73	13.69	12.49
其中：一年内到期的长期借款	1.02	1.28	5.31	4.11
一年内到期的应付债券	11.67	5.94	5.70	5.70
一年内到期的长期应付款	1.31	2.51	2.68	2.68
应付利息	0.06	0.05	--	--
短期刚性债务小计	31.43	22.34	28.31	22.73
长期借款	12.23	19.48	22.31	21.71
应付债券	4.78	9.48	4.48	10.00
长期应付款	1.80	11.39	10.91	13.57
中长期刚性债务小计	18.81	40.34	37.70	45.28

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
合计	50.24	62.68	66.01	68.01

资料来源：华旅集团

从构成上来看，该公司刚性债务主要由银行借款、应付债券和融资租赁款构成。2021 年末，公司银行借款 41.74 亿元，占刚性债务的比例为 63.24%，期限以长期为主，构成上包括信用借款 19.66 亿元、质押借款 8.34 亿元、抵押借款 7.95 亿元和担保借款 5.74 亿元。资金成本方面，2021 年以来公司新增银行借款成本介于 3.85-6.30%，新增融资租赁成本介于 6.5-7.5%。

C. 或有负债

截至 2022 年 3 月末，该公司对外担保余额 11.17 亿元，担保比率 44.37%，对外担保规模尚可，其中对渭南城投合计担保 7.40 亿元，对华瑞实业担保 5.90 亿元，对合资建设酒店项目另一股东方喜来登酒店担保 1.13 亿元。

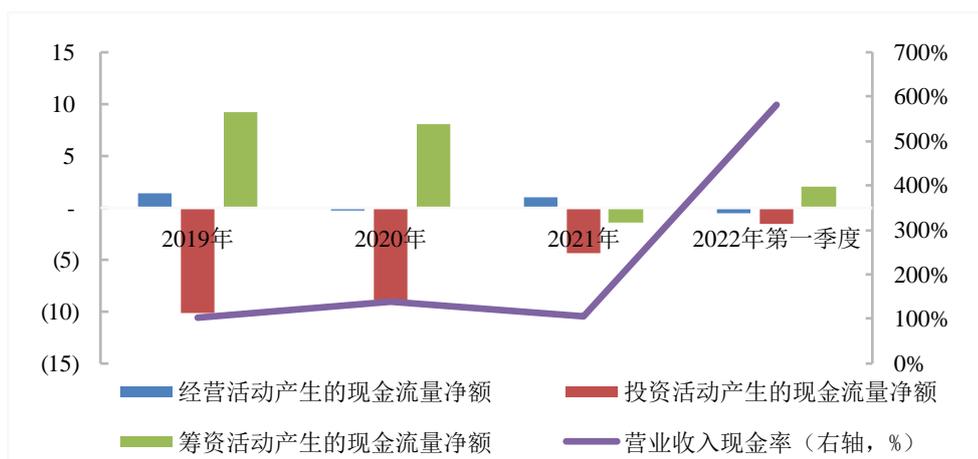
(2) 现金流分析

该公司餐饮住宿、客运业务以现金结算为主，旅游相关业务收现情况尚可。2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 104.25%、139.84%、106.63%和 580.81%，同期经营活动现金流入净额分别为 1.39 亿元、-0.24 亿元、1.06 亿元和-0.52 亿元，其中 2021 年主要因收到往来款净额 1.69 亿元及政府补助 0.36 亿元致经营活动现金流呈净流入。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司投资环节产生的现金净流出分别为 10.09 亿元、8.87 亿元、4.41 亿元和 1.51 亿元，一方面系多个项目集中建设，同期购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产分别流出 7.55 亿元、6.34 亿元、4.69 亿元和 0.99 亿元，此外 2020 年支付票据保证金 1.50 亿元，2021 年收到票据保证金 1.00 亿元，分别计入支付/收到其他与投资活动有关的现金科目。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司筹资活动现金流量净额分别为 9.17 亿元、8.12 亿元、-1.48 亿元和 2.10 亿元，其中 2021 年呈净流出状态主要系当期偿还较多债务，以及因分配股利、利润与偿付利息支付 3.13 亿元。整体来看，公司在建项目较多，随着各项目的持续建设及短期内投运计划，公司面临较大的资金平衡压力。

图表 15. 最近三年一期公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：华旅集团，新世纪评级整理、绘制

2019-2021 年，该公司 EBITDA 分别为 3.67 亿元、-0.67 亿元和 0.81 亿元，2020 年以来公司经营在疫情冲击下持续承压，2021 年 EBITDA 转为正值，但对债务及利息支出的覆盖程度仍弱。

图表 16. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.57	-0.22	0.21
EBITDA/刚性债务(倍)	0.08	-0.01	0.01
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	3.49	-0.65	3.13
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	3.10	-0.42	1.64
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-21.89	-24.95	-9.91
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-19.42	-16.13	-5.20

资料来源：华旅集团

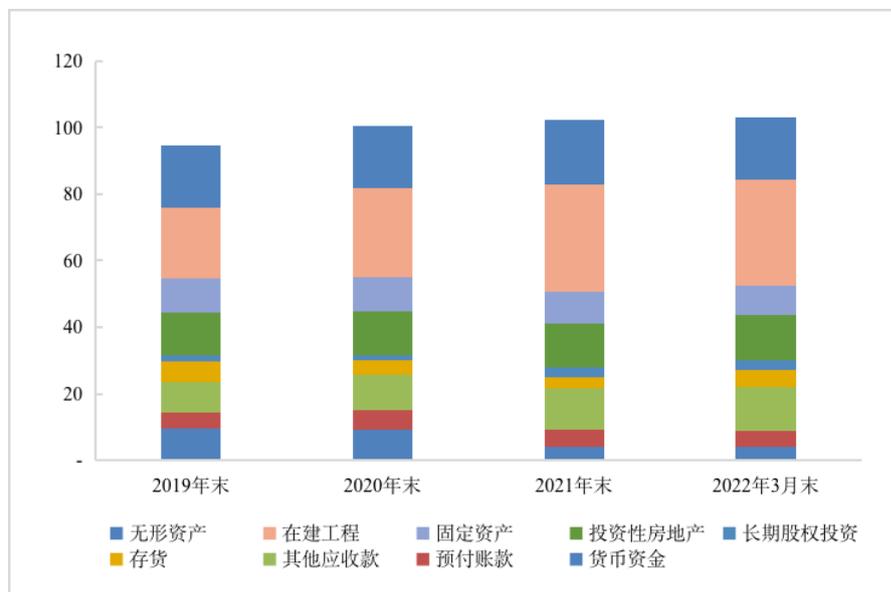
(3) 资产质量分析

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司资产总额分别为 98.32 亿元、104.15 亿元、104.37 亿元和 105.51 亿元，主要由非流动资产构成，同期末分别为 66.37 亿元、72.41 亿元、77.97 亿元和 76.54 亿元，占总资产比重分别为 67.50%、69.53%、74.70%和 72.54%。

该公司非流动资产以在建工程、无形资产、投资性房地产和固定资产为主，2021 年末合计 74.70 亿元，占非流动资产比重为 95.81%。同期末在建工程为 32.21 亿元，较上年末增长 19.59%，主要系潼关古城景区、蒲城县槐院里历史文化街区和滑雪场项目等持续投入；无形资产为 19.43 亿元，主要为渭南市国资委注入的景区周边多项土地资产，较上年末小幅增长 3.21%，公司储备土地均为出让用地，可用作商业、旅游开发；投资性房地产为 13.51 亿元，较上年末增长 2.62%，包括土地使用权 10.12 亿元和古柏行景观恢复工程项目 3.39 亿元；固定资产净额为 9.56 亿元，较上年末减少 5.11%。此外，同期末长期股权投资较上年末增长 78.85%至 2.62 亿元，主要系对华瑞实业增资 0.93 亿元及对华山传奇增资 0.10 亿元。2022 年 3 月末，公司非流动资产结构较上年末无重大变化。

该公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货和预付款项构成，2021年末合计 25.13 亿元，占流动资产总额的 95.17%。2021 年末，货币资金余额为 4.20 亿元，其中受限货币资金为 1.60 亿元（包括银行承兑汇票保证金 0.50 亿元与贷款保证金 1.10 亿元）。同期末其他应收款为 12.41 亿元，主要包括与华山景区管委会的往来款 7.75 亿元，占其他应收款总额的 62.44%，根据华山景区管委会出具的《关于偿还陕西华山旅游集团有限公司其他应收款项的专项说明》，上述款项将于 2024 年以前分期偿还（未约定利息）；其他应收款较上年末增长 18.46%，主要系与华山景区管委会和华瑞实业的往来款增加。同期末存货为 3.61 亿元，较上年末减少 21.32%，主要为房地产开发成本 3.36 亿元；预付款项为 4.91 亿元，较上年末减少 18.88%，主要为预付项目工程款。2022 年 3 月末，流动资产较上年末增长 9.73%至 28.97 亿元，其中存货较上年末增长 49.56%至 5.40 亿元，主要系房地产开发成本增长所致。

图表 17. 最近三年一期公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：华旅集团，新世纪评级整理、绘制。

(4) 流动性/短期因素

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司流动比率分别为 78.74%、97.92%、75.13%和 88.58%，由于存货和预付款项在流动资产中占比较大，同期末速动比率分别为 50.93%、65.09%、50.89%和 57.62%，其中 2022 年 3 月末流动资产中其他应收款占比 44.50%，主要为与管委会的往来款，对公司资金形成占用，实际资产流动性弱于指标反映。2022 年 3 月末，现金比率为 13.24%，对流动负债的覆盖程度偏弱。

图表 18. 公司资产流动性指标（单位：%）

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率	78.74	97.92	75.13	88.58
速动比率	50.93	65.09	50.89	57.62

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
现金比率	23.25	27.96	11.96	13.24

资料来源：华旅集团

截至 2021 年末，该公司受限资产合计 11.90 亿元，合计占总资产的比重为 11.41%，其中受限货币资金为 1.60 亿元，占当期末货币资金余额的 38.11%，主要为汇票保证金与贷款保证金。此外，公司以收费权质押获银行借款 7.66 亿元。

3. 公司盈利能力

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司营业收入分别为 6.57 亿元、3.45 亿元、8.19 亿元和 0.13 亿元，营业毛利分别为 1.38 亿元、-0.09 亿元、0.38 亿元和 -0.33 亿元，其中 2021 年公司收入同比增长 137.42%，主要系当年子公司房地产项目实现确认大额收入所致，但该房地产业务毛利率不高，对公司盈利水平的贡献度有限。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司期间费用分别为 2.89 亿元、3.67 亿元、3.35 亿元和 0.80 亿元，其中 2021 年同比下降 8.64%，主要系公司采取减少人力成本和日常费用开支等成本管控措施。2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司管理费用分别为 1.30 亿元、1.49 亿元、1.33 亿元和 0.38 亿元，主要为人工成本、固定资产折旧及无形资产摊销等，其中 2021 年同比下降 10.52%；销售费用主要为广告宣传费，2019-2021 年及 2022 年第一季度分别为 0.31 亿元、0.39 亿元、0.17 亿元和 0.02 亿元，2021 年同比下降 55.26% 主要系广告宣传费大幅减少所致。2019-2021 年及 2022 年第一季度，财务费用分别为 1.28 亿元、1.79 亿元、1.84 亿元和 0.40 亿元，受刚性债务规模持续上升、利息支出不断增加而呈逐年上升态势。公司期间费用对经营收益侵蚀较大，同期公司分别经营亏损 1.59 亿元、3.75 亿元、3.01 亿元和 1.15 亿元，2020 年以来受疫情冲击亏损较大。

2019-2021 年，该公司分别取得投资收益 0.51 亿元、-0.22 亿元、0.54 亿元，主要来自于按权益法核算的长期股权投资和银行理财产品，其中长期股权投资权益法下确认的投资收益主要来自于太华旅游，2020 年受疫情影响西峰索道游客接待量减少，以西峰索道运营为核心业务的太华旅游经营效益随之下降，2021 年游客接待量恢复性增长，公司对太华旅游确认投资收益 0.52 亿元，对营业利润形成了较好补充。2022 年第一季度取得投资收益 3.35 万元，同比增长 36.19%。

图表 19. 截至 2021 年末公司对外投资情况（单位：亿元）

被投资单位名称	初始投资成本	2021 年末账面价值	持股比例 (%)	核算方法
陕西华山旅游滑道有限责任公司	0.04	0.09	40.00	权益法
陕西太华旅游索道公路有限公司	0.30	1.22	30.00	权益法
陕西华山华瑞实业有限公司	1.18	1.12	49.00	权益法

被投资单位名称	初始投资成本	2021 年末账面价值	持股比例 (%)	核算方法
陕西华山传奇文化传媒集团有限公司	0.20	0.19	49.00	权益法
合计	1.71	2.62	--	--

资料来源：华旅集团

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司分别实现其他收益为 1.77 亿元、0.24 亿元、0.34 亿元和 0.22 亿元，根据公司与华山景区管委会签订的《综合服务协议》，公司每年可按照一定的比例获取华山门票收入补贴，2019-2020 年公司将该部分补贴收入计入其他收益，2021 年主要来自获得的其他补贴等。

总体来看，2020 年以来该公司受新冠疫情冲击较大，2021 年收入规模虽有所增长，但主要来源于盈利能力较低的房地产业务，加之较重的期间费用对经营收益的侵蚀较大，导致业绩持续亏损，政府补助和投资收益带来的补充较为有限。2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司净利润分别为 0.67 亿元、-3.63 亿元、-2.22 亿元和 -0.92 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 储备土地丰富

该公司作为大华山旅游区开发运营主体，在开发华山景区的同时，将逐步整合大华山旅游区的旅游资源。为支持大华山旅游区建设，2011-2015 年，渭南市政府多次通过注资方式向公司注入土地使用权（用途未定）。截至 2021 年末，公司土地使用权账面价值合计 19.41 亿元。公司储备土地均为出让用地，可用作商业、旅游开发，地块大多位于华山景区内及周边，具备一定的区位优势，转让及开发价值相对较高，可为债务偿付提供一定保障。

2. 外部支持因素

该公司作为大华山旅游区的开发运营主体，受到当地政府部门的支持力度较大。为提升公司的整体实力，渭南市政府多次通过土地资产注入等方式提高其资本实力，并在业务方面向公司提供专线运营权，使得客运业务有所保障。华山景区管委会与公司签订协议 1，以景区门票收入作为补贴返还至公司，且 2017 年分成比例由前期的 45% 上调至 53%；2019 年新签协议 2 约定，景区环境卫生管理等政府职能以政府购买服务的方式继续委托公司实施，费用金额确定为 2.8 亿元（包含履行政府部分职能费用及大华山旅游建设资金），同时根据国民经济发展情况适当考虑递增比例，期限为 20 年。2019-2021 年，公司分别确认门票分成 2.63 亿元、0.39 亿元和 0.94 亿元，并于 2022 年 6 月合计获政府资金拨付 1.1 亿元。

该公司与多家银行保持了良好的合作关系，截至 2022 年 6 月末，公司获得的银行授信总额为 60.62 亿元，剩余未使用授信额度为 15.05 亿元，剩余授

信额度可为债务偿付提供必要的支持。

附带特定条款的债项跟踪分析

20 华山旅游 MTN001：外部担保

20 华山旅游 MTN001 由陕西信用增进有限责任公司（简称“陕西增信”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。陕西增信前身为西安经金融资担保公司，成立于 2013 年，初始注册资本为 15 亿元；2017 年控股股东变更为陕西金融资产管理股份有限公司（简称“陕西金资”），实际控制人为陕西省人民政府。后经多次股权变动和增资，截至 2022 年 3 月末，陕西增信注册资本增至 47.84 亿元，第一大股东陕西金资持股 21.26%，对陕西增信实施控制。

图表 20. 2022 年 3 月末陕西增信股权结构情况（单位：亿元、%）

序号	股东名称	性质	出资额	占比
1	陕西金融资产管理股份有限公司	国有企业	10.17	21.26
2	陕西财金投资管理有限责任公司	国有企业	8.72	18.24
3	榆林市榆阳区国有资产运营有限公司	国有企业	6.00	12.54
4	西安经发控股（集团）有限责任公司	国有企业	5.74	12.00
5	陕西省水务集团有限公司	国有企业	3.00	6.27
6	榆林市财金投资管理有限公司	国有企业	3.00	6.27
7	西安经开金融控股有限公司	国有企业	2.11	4.40
8	陕西延长石油资本控股有限公司	国有企业	2.11	4.40
9	陕西粮农集团有限责任公司	国有企业	1.05	2.20
10	陕西建工集团有限公司	国有企业	1.05	2.24
11	宝鸡市金融控股有限公司	国有企业	1.05	2.24
12	西咸新区秦汉新城投资控股有限公司	国有企业	1.00	2.10
13	西安航天基地创新投资有限公司	民营企业	1.00	2.09
14	深圳开源证券投资咨询有限公司	国有企业	0.84	1.77
15	天津骏泰企业管理有限公司	民营企业	0.50	1.04
16	西安陕鼓动力股份有限公司	国有企业	0.49	1.03
	合计	-	47.84	100.00

资料来源：陕西增信

截至 2021 年末，陕西增信经审计的资产总额为 76.26 亿元，所有者权益为 56.21 亿元；当年实现营业收入 6.99 亿元，其中信用增进服务收入 2.15 亿元，净利润 4.23 亿元。

陕西增信已取得银行间市场交易商协会信用风险缓释工具一般交易商、上海证券交易所信用保护凭证创设机构和沪深证券交易所信用保护合约核心交易商的资质，主要从事债券增信、信用保护、债券投资、债券交易及处置业务，以及自有资金对外债权投资等。2021 年以来，陕西增信的债券增信业务取得快速发展，其中城投企业占比高，区域方面主要集中于陕西省内；其资金运用以信用债、北金所产品及底层为标准化债券的资管产品为主，主要投向省内企业。

整体来看，陕西增信提供的担保进一步增强了本期中票的安全性。

跟踪评级结论

跟踪期内，因渭南市政府对市县融资平台企业整合升级，2021年12月渭南市国资委将所持公司全部股权无偿划转至渭南城投，公司唯一股东变更为渭南城投，实际控制人未发生变化，仍系渭南市国资委。同时，公司根据自身经营管理以及业务发展的需要设置了相关职能部门，各部门之间权责明确，基本能够满足公司日常经营管理的需要。

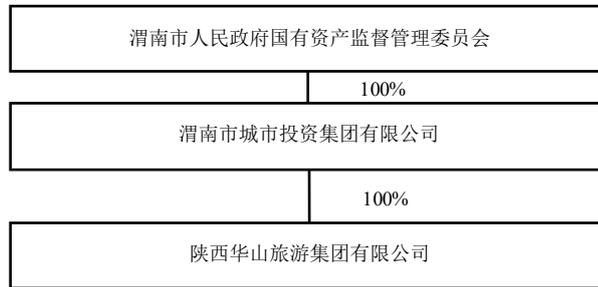
依托于华山景区的知名度，该公司以餐饮住宿、景区服务和客运为核心的旅游服务业务发展较有保障。但2020年以来受新冠疫情影响，公司主业经营承压。此外，公司在建项目整体资金需求量较大，部分项目计划在2022年实现运营，短期内面临较大的投融资压力，关注公司实际投资进展及项目投运情况。

跟踪期内，随着项目建设推进，该公司资金需求增加，刚性债务规模持续上升，同时2020年以来受新冠疫情冲击，公司主业经营承压，净利润大幅亏损持续削弱权益，综合致资产负债率攀升。因短期内部分项目计划实现运营，公司投融资压力较大且预计投资回收期较长，此外关联方占用资金较多，进一步加大资金平衡压力。

本评级机构仍将持续关注：（1）渭南市经济发展情况，区域市县融资平台公司整合升级进展及对该公司经营状况和财务表现等方面的影响；（2）华山风景区经营恢复及周边旅游配套设施开发情况，公司主业恢复情况；（3）公司债务即期偿付安排及资金来源；（4）公司与华山景区管委会签署协议的执行情况；（5）公司在建项目投融资和建设进展，项目投运情况；（6）公司往来款回收情况。

附录一：

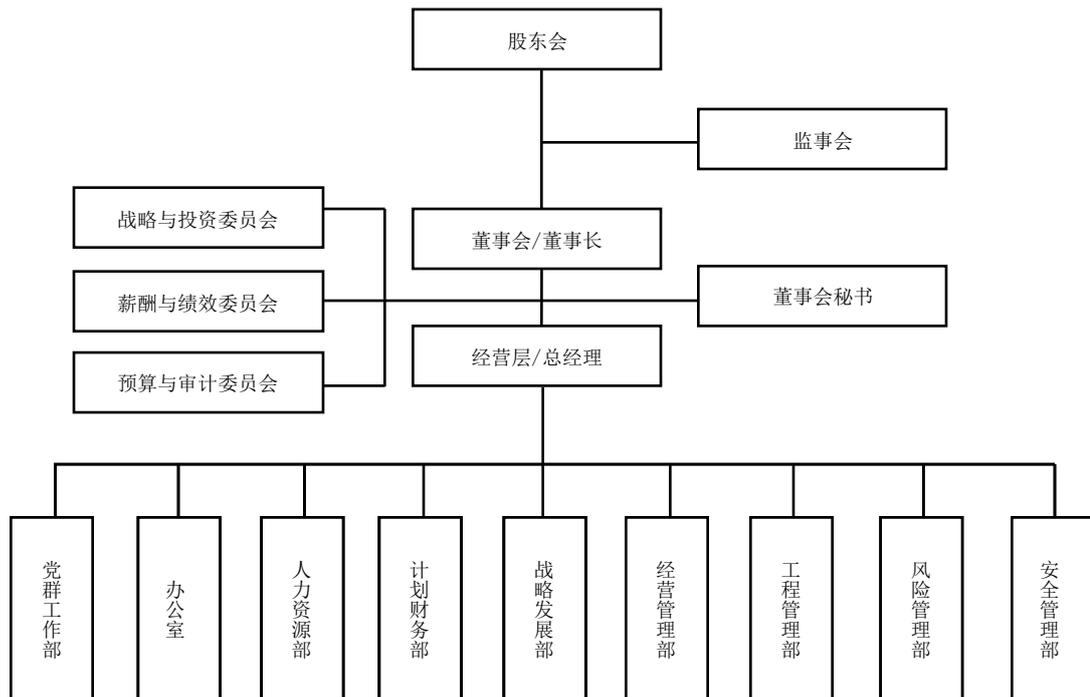
公司与实际控制人关系图



注：根据华旅集团提供的资料绘制（截至 2022 年 4 月 1 日）

附录二：

公司组织结构图



注：根据华旅集团提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2021 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称			刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
陕西华山旅游集团有限公司	华旅集团	本部	旅游服务	55.42	24.83	0.44	-1.95	-1.15	母公司口径
陕西华山旅游酒店管理有限公司	酒店管理公司	100.00	酒店	--	-0.22	0.15	-0.06	0.22	--
华阴市轩宇酒店管理服务有限公司	轩宇酒店公司	60.00	酒店	--	0.52	0.16	-0.12	0.005	--
陕西华山智慧旅游商务科技有限公司	智旅科技	80.00	旅游服务	0.10	0.05	1.42	-0.01	-0.01	--
陕西华山旅游客运有限公司	华山客运	100.00	客运	--	-0.18	0.004	-0.02	0.01	--
陕西华山风景名胜区客运管理有限公司	客运管理公司	100.00	客运	0.16	1.11	0.47	0.0007	-0.16	--
中旅华山旅游有限责任公司	华山旅社	70.00	旅行社	0.10	0.02	0.37	0.0003	-0.10	--
华阴市华山自来水厂	自来水公司	100.00	水产品销售	--	-0.04	0.03	-0.008	-0.005	--
陕西华山旅游集团蒲城有限公司	蒲城公司	55.00	景区运营	1.75	2.62	0.006	-0.03	2.30	--
陕西华山旅游集团潼关有限公司	华旅潼关公司	55.00	景区运营	6.29	0.65	0.07	-0.16	-1.62	--
陕西铭隆实业有限公司	铭隆实业	60.00	旅游及配套服务	--	0.77	--	-0.002	-0.04	--

注：根据华旅集团提供资料整理

附录四：
发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	98.32	104.15	104.37	105.51
货币资金 [亿元]	9.44	9.06	4.20	4.26
刚性债务[亿元]	50.24	62.68	66.01	68.01
所有者权益 [亿元]	36.76	29.22	26.09	25.17
营业收入[亿元]	6.57	3.45	8.19	0.13
净利润 [亿元]	0.67	-3.63	-2.22	-0.92
EBITDA[亿元]	3.67	-0.67	0.81	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.39	-0.24	1.06	-0.52
投资性现金净流入量[亿元]	-10.09	-8.87	-4.41	-1.51
资产负债率[%]	62.61	71.94	75.00	76.15
长短期债务比[%]	51.69	131.18	122.75	145.64
权益资本与刚性债务比率[%]	73.18	46.62	39.53	37.01
流动比率[%]	78.74	97.92	75.13	88.58
速动比率[%]	50.93	65.09	50.89	57.62
现金比率[%]	23.25	27.96	11.96	13.24
短期刚性债务现金覆盖率[%]	30.03	40.57	14.85	19.05
利息保障倍数[倍]	0.88	-0.58	-0.07	—
有形净值债务率[%]	342.90	737.08	1,214.75	1,275.88
担保比率[%]	14.96	6.72	32.70	44.37
毛利率[%]	21.03	-2.67	4.68	-258.91
营业利润率[%]	10.97	-105.95	-27.30	-726.57
总资产报酬率[%]	2.23	-1.78	-0.27	—
净资产收益率[%]	1.81	-10.99	-8.02	—
净资产收益率*[%]	1.97	-11.25	-8.07	—
营业收入现金率[%]	104.25	139.84	106.63	580.81
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.49	-0.65	3.13	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	3.10	-0.42	1.64	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-21.89	-24.95	-9.91	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-19.42	-16.13	-5.20	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.57	-0.22	0.21	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	-0.01	0.01	—

注：表中数据依据华旅集团经审计的 2019-2021 年及 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

陕西增信主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标	2019年	2020年	2021年
实收资本（亿元）	30.00	40.00	47.08
股东权益（亿元）	33.18	45.25	56.21
总资产（亿元）	34.41	51.98	76.26
货币资金（亿元）	7.59	1.70	5.65
风险准备金（亿元）	0.70	0.93	2.13
营业总收入（亿元）	2.19	3.42	6.99
增信业务收入（亿元）	0.09	0.61	2.15
营业利润（亿元）	1.96	2.65	4.96
净利润（亿元）	1.60	2.31	4.23
平均资本回报率（%）	4.89	5.89	8.35
风险准备金充足率（%）	7.01	4.06	2.64
融资性担保责任放大倍数（倍）	0.30	0.50	1.44
增信发生额（亿元）	12.20	17.30	75.30
融资性担保责任余额（亿元）	9.96	22.84	80.88
近三年累计代偿金额（亿元）	0.79	0.64	0.00
累计担保代偿率（%）	-	-	0.00
累计代偿回收率（%）	120.89	152.62	不适用
累计代偿损失率（%）	-	-	-

注1：表中数据依据陕西增信经审计的2019-2021年度财务数据整理、计算。

注2：融资性担保责任放大倍数=期末融资性担保责任余额/期末股东权益。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	6
		盈利能力	10
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	5
		会计政策与质量	1
		现金流状况	9
		负债结构与资产质量	10
		流动性	9
	个体风险状况		6
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		6
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告链接
主体评级	历史首次评级	2014年12月24日	AA/稳定	李兰希、毕庆澜、陈溢文	新世纪评级方法总论（2012）	报告链接
	评级结果变化	2016年5月30日	AA/稳定	常虹、单玉柱	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021年7月28日	AA/稳定	楼雯仪、林赞婧	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年7月29日	AA/稳定	楼雯仪、林赞婧	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-
20 华山旅游 MTN001	首次评级	2020年6月24日	AAA	楼雯仪、林赞婧	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015）	报告链接
	前次评级	2021年7月28日	AAA	楼雯仪、林赞婧	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015）	报告链接
	本次评级	2022年7月29日	AAA	楼雯仪、林赞婧	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录八：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1.上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2.刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3.EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录九：
评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、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。