



陕西华山旅游集团有限公司2024年主体信用 评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

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

陕西华山旅游集团有限公司2024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	2024-09-30

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到陕西华山旅游集团有限公司（以下简称“华山旅游”或“公司”）是“大华山旅游区”的开发运营主体，华山景区知名度高，随着文旅行业复苏及在建自营项目完工投入运营，预计未来公司景区服务业务收入较有保障，旅游产业、商品销售、医养健康等业务对公司收入亦形成有益补充，且近年公司获得一定外部支持。但中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，项目建设进度及未来运营效果存在一定不确定性，同时在建项目尚需投入资金规模较大，短期债务负担较重，存在较大资金压力和偿债压力，较大规模的对外担保使得公司存在较大的或有负债风险。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.6	2023	2022	2021
总资产	122.51	117.44	103.50	104.37
所有者权益	31.21	31.18	24.90	26.09
总债务	77.84	72.57	62.56	64.88
营业收入	4.79	9.97	4.84	8.19
净利润	0.04	0.97	0.79	-2.22
经营活动现金流净额	0.10	1.07	4.12	1.06
总债务/EBITDA	164.21	22.29	22.09	258.77
EBITDA 利息保障倍数	--	0.87	0.62	0.08
总债务/总资本	71.38%	69.95%	71.53%	71.32%
经营活动现金流净额/ 总债务	0.13%	1.47%	6.59%	1.63%
EBITDA 利润率	--	32.68%	58.50%	3.06%
总资产回报率	--	2.44%	2.35%	-0.27%
现金短期债务比	0.23	0.17	0.10	0.15
销售毛利率	31.32%	28.46%	17.10%	4.68%
资产负债率	74.53%	73.45%	75.94%	75.00%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：何贺
heh@cspengyuan.com

项目组成员：李佳丽
lijl@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司职能定位较为突出，随着文旅行业复苏及在建自营项目完工投入运营，预计未来业务收入较有保障。**公司作为“大华山旅游区”的开发运营主体，主要依托华山景区资源从事景区服务、旅游客运、餐饮住宿等旅游服务业务，职能定位较为突出，华山景区作为国家 5A 级旅游景区，知名度高，随着文旅行业复苏，2023 年以来景区游客接待量大幅增长，同时公司尚有较多在建自营项目，随着项目完工投入运营，预计未来景区服务收入较有保障。此外，近年公司还拓展了旅行社、演出服务等旅游产业以及商品销售、医养健康等业务，丰富了公司收入和利润来源。
- **近年公司持续获得一定外部支持。**近年渭南市国资委将土地等资产划入至公司，有效提升了公司的资本实力。此外，当地政府在财政补贴方面给予公司一定支持，2021-2023 年及 2024 年 1-6 月公司分别收到财政补贴 0.25 亿元、2.05 亿元、1.14 亿元和 0.01 亿元。

关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要由应收款项（应收账款、其他应收款）、在建工程、无形资产和投资性房地产构成，其中应收款项回款依赖于当地政府的统筹安排，对资金形成较大占用，且部分资产受限。
- **在建项目建设进度及未来运营效果存在一定不确定性。**截至 2023 年末，公司主要在建自营项目包括潼关古城景区、蒲城县槐院里历史文化街区、华山医疗养生中心等，项目建设进度可能不及预期，受外部环境影响，未来项目运营效果亦存在不确定性，同时需关注景区的安全压力。
- **公司在建项目尚需投入资金规模较大，短期债务负担较重，存在较大资金压力和偿债压力。**截至 2023 年末，公司在建项目尚需投资规模较大，随着项目建设的推进和债务的滚续，2024 年 6 月末公司债务规模有所增加，短期债务占比较高，现金类资产对短期债务的保障程度弱，备用流动性较低，公司存在较大资金压力和偿债压力。
- **存在较大的或有负债风险。**截至 2024 年 6 月末，公司对外担保余额为 6.47 亿元，占同期末所有者权益的 20.73%，其中对民企的担保余额为 3.67 亿元，大多未设置反担保措施，公司存在较大的或有负债风险。

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间公司仍将作为“大华山旅游区”的开发运营主体，业务收入较有保障，且有望持续获得一定外部支持。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
地方产业投资（运营）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
业务状况	区域环境	5/7	财务状况	杠杆状况	2/9
	经营状况	5/7		盈利状况	强
				流动性状况	4/7
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		较大
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		4
主体信用等级		AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a-，反映了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。

外部特殊支持

- 中证鹏元认为在公司面临债务困难时，渭南市人民政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现为：一方面，公司与政府的联系非常紧密。公司实际控制人系渭南市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“渭南市国资委”），渭南市政府对公司的经营战略和业务运营有着绝对控制权，在税收方面对渭南市人民政府贡献较大，同时近年获得一定政府支持。另一方面，公司对渭南市政府较为重要。作为已发债主体，公司债务违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为渭南市人民政府提供支持的能力很强，主要体现为渭南市矿产资源丰富且农业发达，近年区域经济持续发展。

一、主体概况

公司前身为陕西华山景区旅游开发有限公司，2008年3月由华山景区管委会根据《关于组建陕西省华山景区旅游开发有限公司决定》（华管发[2008]10号）组建，初始注册资本为1,000.00万元。2008年4月，根据《华山景区管委会关于陕西华山景区旅游开发有限公司增加注册资本及变更公司名称的批复》（华管发[2008]29号），公司更名为“陕西华山景区旅游集团有限公司”，同时增加注册资本7,000.00万元。2014年3月，公司更名为现名，同时出资人由华山景区管委会变更为渭南市国资委。2021年12月，根据《渭南市人民政府国有资产监督管理委员会关于市城投、产投集团等市级监管企业国有产权无偿划转的通知》（渭国资发〔2021〕121号），将渭南市国资委持有公司的股权全部无偿划转至渭南市城市投资集团有限公司（以下简称“渭南城投”），此次划转工商变更于2022年4月完成。截至2024年6月末，公司注册资本和实收资本均为30,000万元，控股股东为渭南城投，持股比例为100.00%，实际控制人为渭南市国资委。

公司作为“大华山旅游区”的开发运营主体，主要依托华山景区资源从事景区服务、旅游客运、餐饮住宿等旅游服务业务。截至2024年6月末，公司纳入合并范围的子公司有47家，其中重要子公司有陕西华山智慧旅游商务科技有限公司（以下简称“智慧旅游”），具体的财务数据如下表所示。

表1 公司重要子公司 2023 年末主要财务数据（单位：亿元）

子公司名称	总资产	净资产	营业收入	持股比例
智慧旅游	1.68	0.10	2.31	80.00%

资料来源：公司提供

二、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年上半年经济总体平稳，结构分化；下半年以改革促发展，大力扩内需，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，同时储备增量举措

今年以来国内经济运行整体平稳，上半年实际GDP同比增长5.0%，生产需求继续恢复，结构有所分化，失业率稳中有降，物价低位运行，新动能不断培育壮大。下半年内外部环境依然复杂严峻，美国将开启降息周期，大国博弈和地缘政治持续干扰；国内有效需求不足，叠加暴雨洪涝等极端天气，经济的活力和动力仍待进一步激发。政治局会议强调“坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”，宏观政策加大逆周期调节力度，以改革促发展，落实存量和储备增量政策，双管齐下。货币政策继续保持支持性，降息降准仍可期，为实体经济创造良好的货币金融环境；结构性货币新工具有望推出，支持扩内需和促消费等；进一步疏通利率传导机制，持续完善二级市场买卖国债新机制。财政政策注重节奏，加快落实专项债和特别国债的实物工作量，支持“两新”和“两重”领域，持续化解债务风险，同时推进财税体

制改革。

详见《[可感可及的增量政策是最大预期差—2024年下半年宏观经济展望](#)》。

基于政策引导和企业内生发展的需求，基础设施投资类企业转型加速，各地围绕产业投资或城市运营布局的地方产业投资（运营）企业陆续涌现，其信用风险受其所在区域的资源禀赋和政策支持力度差异而分化

全国各地正陆续涌现出地方产业投资（运营）企业，究其原因政策引导和企业内生发展需求的综合结果。一方面，近年来政策自上而下的推动基础设施投资类企业转型。2014年，修订后的《预算法》打开了地方政府举债的限制，并明确地方政府债券为地方政府举债融资的唯一合法渠道。随后多部委陆续发布相关政策，要求融资平台合规承接政府公益性项目，实现市场化经营，自负盈亏。2021年，原银保监会发布15号文，从债务管控的角度入手，要求银行不得对隐债主体新增流贷。2023年，“35号文”后基础设施投资类企业的债务管控进一步升级，从管债务升级到管主体。另一方面，传统的基础设施投资类企业自身盈利能力难以覆盖债务本息，而在经济高质量发展新阶段中，国有企业还需承担新的使命。自此，地方基础设施投资类企业转型由可选项成为必选项，推动各地政府筹建地方产业投资（运营）企业。

表2 基础设施投资类企业转型政策概述

时间	政策概述	相关文件
2014年	划清市场和政府的边界；开正门、堵偏门；剥离平台政府融资功能	国发〔2014〕43号文
2015年	大力推动融资平台公司与政府脱钩，进行市场化改制，健全完善公司治理结构，对已经建立现代企业制度、实现市场化运营的，在其承担的地方政府债务已纳入政府财政预算、得到妥善处置并明确公告今后不再承担地方政府举债融资职能的前提下，可作为社会资本参与当地政府和社会资本合作项目	国办发【2015】42号
2015年	取消融资平台公司的政府融资职能，推动有经营收益和现金流的融资平台公司市场化转型改制	财预【2015】225号
2017年	推动融资平台公司尽快转型为市场化运营的国有企业、依法合规开展市场化融资	财预【2017】50号
2018年	分类稳步推进地方融资平台公司市场化转型，剥离政府融资职能，支持转型中的融资平台公司及转型后的公益类国企依法合规承接政府公益类项目	发改规划【2018】406号
2018年	支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏	国办发【2018】101号
2021年	对于承担地方政府隐性债务的客户，不得新提供流动资金贷款或流动资金贷款性质的融资	银保监发【2021】15号
2023年	财政部门加强全口径地方债务监管，推动融资平台转型发展，加快融资平台兼并整合	国办发【2023】35号

资料来源：公开资料、中证鹏元整理

传统的基础设施投资类企业正围绕城市的产业、生活属性向地方产业投资（运营）企业转型，通过对区域内国有资产和资源的调配和利用，以市场化的手段贯彻地方政府战略意图，承担促进区域产业发展、保障民生等职能。围绕产业发展方面，传统的基础设施投资类企业正在向园区综合服务商、产业控

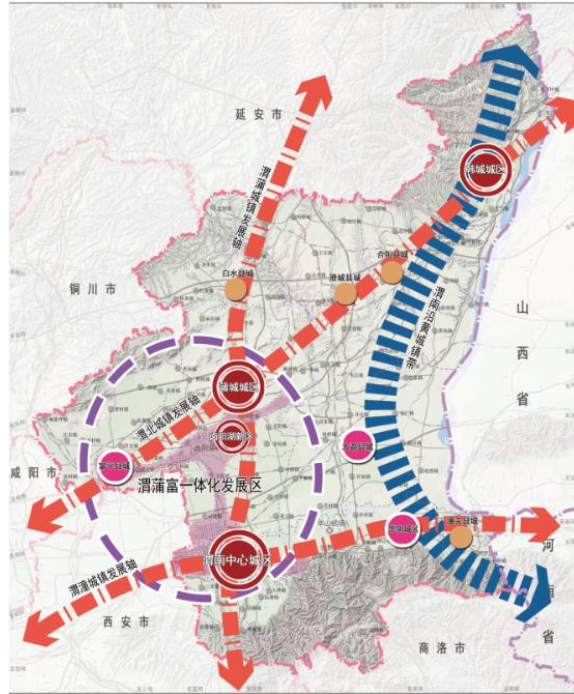
股或金融控股平台发展等转变，如建设厂房及园区配套生活设施以获取厂房租金和其他服务收入，投资入股产业园区内企业、与园区企业共发展等，发挥地方产业投资（运营）企业对地区经济发展的引领和带动作用；围绕城市运转方面，传统的基础设施投资类企业正转型为城市综合运营服务商或房地产开发商，如开展供水、供电、供气业务、污水处理、垃圾处理、高速和铁路等交通建设运营、矿产和文旅等资源建设运营等。

整体而言，基础设施投资类企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，转型过程中有望获得地方政府较大的业务和资源倾斜力度。同时，地方产业投资（运营）企业仍将继续扎根于本地，故而当地的资源禀赋和政策支持力度很大程度上影响了其盈利和自身造血能力，从而使得信用风险有所分化。

区域经济环境

渭南市位于关中平原东部，矿产资源丰富且农业发达，近年区域经济持续发展，但投资增长动力不足，工业企业中传统行业占比较大，面临一定转型压力，且财政自给率很低，债务压力较大

区位特征：渭南市位于关中平原东部，是中原与西南、西北市场的重要连接点，矿产资源丰富且农业发达。渭南市为陕西省10个地级行政区之一，位于陕西省关中平原东部，黄河中游，属于西安半小时经济圈，是中原与西南、西北市场的重要连接点。境内陇海、西南、大西高铁、郑西高铁等8条铁路纵横交错，连霍、京昆、黄渭等多条高速公路连接东西，是亚欧大陆经济带和“关中—天水经济区”的重要组成部分。渭南市矿产资源丰富，已发现矿产51种，探明储量的有33种，易于开采的20余种，其中以煤、钼、金、铜、水泥用灰岩、大理石为优势矿种，渭北煤田是陕西省的主要煤炭产地，也是全国10大煤炭产地之一。渭南为农业大市，是西北最优越的农业生态区，被命名为中国苹果之乡、葡萄之乡、酥梨之乡、花椒之乡、枣乡和柿乡、陕菜之都、国家有机蔬菜基地，有陕西“粮仓”、“棉库”之称。渭南市旅游资源丰富，拥有国家5A级景区西岳华山，另有4A景区14家。渭南市下辖2区7县，代管韩城、华阴两个省辖市，另有高新区、卤阳湖现代产业综合开发区。截至2022年末，渭南市常住人口为461.9万人，较2012年末下降70.2万人，人口净流出态势明显。

图1 渭南市城市规划图


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

经济发展水平：渭南市经济总量保持增长，在陕西省地级市中处于中等水平，近年消费复苏势头明显，但固定资产投资表现低迷。近年渭南市区域经济保持增长，2022年实现地区生产总值2,201.13亿元，在陕西省地级市中处于中等水平，三次产业结构调整为19.6:38.5:41.9。渭南市人均GDP处于较低水平，2022年人均GDP/全国人均GDP为55.53%。从拉动经济增长的主要因素来看，近年来渭南市固定资产投资表现低迷，主要系房地产开发投资持续下降所致；消费复苏势头明显，2021-2022年渭南市社会消费品零售总额保持增长态势；渭南市对外贸易持续增长，但规模较小。

2023年渭南市GDP同比增长3.3%。2023年1-11月，渭南市投资领域表现低迷，固定资产投资同比下降9.9%，其中房地产开发投资下降30.5%，下拉全市固定资产投资增速6.6个百分点；限额以上消费品零售额298.33亿元，同比增长4.9%，其中机电产品及设备类商品、新能源汽车销售额同比增长较快。

表3 2023年陕西省部分地市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
西安市	12,010.76	5.2%	9.24	951.92	1,321.44
榆林市	7,091.44	4.4%	19.59	661.88	81.26
咸阳市	2,878.26	4.3%	6.90	138.63	78.03
延安市	2,280.24	1.80%	10.05	165.13	34.22
渭南市	-	3.3%	-	106.73	39.86
铜川市	510.63	4.3%	7.19	25.14	9.05

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：各市经济运行报告、财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表4 渭南市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	-	3.3%	2,201.13	4.0%	2,087.21	8.2%
固定资产投资	-	0.3%	-	-7.8%	-	-8.2%
社会消费品零售总额	-	-	739.03	8.0%	684.57	8.0%
进出口总额（亿美元）	25.40	12.0%	22.68	37.3%	16.52	1.9%
人均GDP（万元）	-	-	-	4.76	-	4.51
人均GDP/全国人均GDP	-	-	-	55.53%	-	55.70%

注：“-”表示数据未公告。

资料来源：2021-2022年渭南市国民经济和社会发展统计公报、渭南市人民政府网站，中证鹏元整理

产业情况：渭南市工业以传统行业为主导，面临一定转型压力。渭南是国家重要的能源化工和有色金属基地，形成了有色冶金工业、能源工业、化工工业、装备制造、食品工业和非金属矿物制品业六大主导产业，拥有上市公司2家，分别为陕西黑猫焦化股份有限公司（股票代码：601015.SH）和陕西美邦药业集团股份有限公司（股票代码：605033.SH）。2022年渭南市工业生产平稳运行，全市规模以上工业增加值同比增长6.7%，其中能源工业贡献突出，全年能源工业增加值同比增长19.3%，对规模以上工业增加值的贡献率达94.1%，拉动规模以上工业增加值增长6.3个百分点。

2023年1-11月，渭南市规模以上工业增加值同比下降3.9%，主要是由于钢焦煤产业链发展乏力，钢材生产企业增加值同比下降4.6%，下拉规上工业增加值增速0.5个百分点；焦炭生产企业同比下降2.9%，下拉0.3个百分点；洗精煤企业同比下降20.7%，下拉2.6个百分点。

发展规划及机遇：根据规划，十四五期间，渭南市将更加深度融入共建“一带一路”和西部大开发新格局，深化晋陕豫黄河金三角区域合作，参与西安国家中心城市都市圈分工协作；优化产业结构，加快建成区域绿色有机农产品、装备制造、新能源、新材料、生物医药等产业重要基地；坚持“工业强市”战略，全面实施“工业倍增”计划，把调整优化工业结构作为主攻方向，并以开发区为载体构建“3+5+3”现代工业体系（“3”即做优钢铁及金属制品业、食品工业、新材料三大主导产业；“5”即做强装备制造、精细化工、能源工业、工业资源综合利用、新能源五大产业；“3”即做大生物医药、航空航天、电子信息三个战略性新兴产业），但面临一定转型压力。

财政及债务水平：渭南市一般公共预算收入近年有所波动，财政自给率很低，且地方政府债务余额增长较快，债务压力较大。2023年渭南市非税收入大幅增加带动一般公共预算收入恢复增长，主要是由于个别县耕地开垦费补缴收入较多、部分县（市、区）盘活国有资源资产收入增加较多。税收收入由于财政体制调整市县分成收入减少而同比下降4.81%，因此税收收入占比进一步下滑。2023年，渭南市增值税同比增长49.69%，主要系2022年实施大规模增值税留抵退税政策，收入基数较低；企业所得税、

个人所得税及资源税等下降幅度较大。渭南市财政自给率一直处于较低水平，2023年仅为18.91%。近年来渭南市政府性基金收入持续大幅下滑，主要是受房地产市场低迷等因素影响，国有土地使用权出让收入减少所致。区域债务方面，近年地方政府债务余额持续较快增长，债务压力较大。

表5 渭南市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	106.90	93.19	95.37
税收收入占比	55.14%	66.35%	76.21%
财政自给率	18.91%	17.49%	20.37%
政府性基金收入	39.86	67.60	104.34
地方政府债务余额	651.35	553.44	481.31

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：渭南市 2021-2023 年预算执行情况，中证鹏元整理

三、经营与竞争

公司职能定位为“大华山旅游区”的开发运营主体，主要依托华山景区资源从事景区服务、旅游客运、餐饮住宿等旅游服务业务，随着出行恢复及在建自营项目完工投入运营，预计未来景区服务收入较有保障，同时商品销售、旅游产业、医养健康等业务对公司收入利润亦形成有益补充

公司作为“大华山旅游区”的开发运营主体，主要依托华山景区资源从事景区服务、旅游客运、餐饮住宿等旅游服务业务，并拓展了旅行社、演出服务等旅游产业以及商品销售、医养健康等业务。近年受景区服务收入波动的影响，公司营业收入有所波动。毛利率方面，景区服务业务系公司主要的利润来源，近年该业务毛利率持续提升，2021-2022年公司餐饮住宿业务持续亏损，2023年恢复盈利，旅游产业、医养健康等业务对公司利润形成一定补充。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-6月			2023年			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
景区服务	2.90	60.52%	37.03%	5.99	60.07%	37.32%	1.95	40.18%	33.46%	2.36	28.77%	1.83%
旅游客运	0.43	9.06%	20.42%	0.81	8.18%	9.29%	0.36	7.33%	-8.75%	0.47	5.74%	15.50%
餐饮住宿	0.27	5.55%	13.34%	0.73	7.29%	12.26%	0.34	6.94%	-31.07%	0.34	4.09%	-52.83%
商品销售	0.64	13.41%	29.17%	1.20	12.00%	17.57%	1.64	33.78%	7.72%	4.36	53.16%	7.89%
旅游产业	0.35	7.40%	7.46%	0.82	8.18%	5.64%	0.25	5.24%	9.38%	0.43	5.24%	5.84%
医养健康	0.05	1.11%	25.28%	0.10	1.01%	15.23%	0.10	2.07%	19.89%	0.09	1.13%	8.43%
其他	0.14	2.95%	53.07%	0.33	3.27%	51.02%	0.22	4.47%	65.82%	0.15	1.86%	44.62%
合计	4.79	100.00%	31.32%	9.97	100.00%	28.46%	4.84	100.00%	17.10%	8.19	100.00%	4.68%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表附注，中证鹏元整理

（一）景区服务业务

公司景区服务业务主要包括华山景区运营管理业务和智慧旅游业务，受益于文旅行业复苏，2023年该业务收入规模和盈利水平均有所提升；同时，公司尚有较多在建自营项目，随着项目完工投入运营，预计将对公司收入或利润形成一定补充，但项目尚需投入资金规模较大，公司面临较大的资金压力，项目建设进度及未来运营效果亦存在不确定性，同时需关注景区的安全压力

公司景区服务业务主要包括华山景区运营管理业务和智慧旅游业务。华山景区管委会与公司签订《综合服务协议》，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，根据协议规定，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）；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按53%的比例以补贴形式支付给公司；2019年，公司与华山景区管委会重新签订了期限为20年的《华山景区购买服务协议》（以下简称“购买协议”），约定公司提供华山景区公共设施维护、卫生清洁及安全保卫等十一项服务，华山景区管委会将景区公共设施维护、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2.80亿元（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时考虑递增比例。

公司负责管理运营华山风景区，华山景区管委会负责收取门票收入，华山景区门票价格区分为旺季（3月1日到11月30日）和淡季（12月1日到次年2月底），旺季门票价格为160元/人，淡季为100元/人，自2018年5月10日开始执行。渭南财政局支付门票收入分成作为综合服务费用，公司确认为景区运营管理收入。2021年以来华山景区管委会未按照购买协议约定向公司支付综合服务费，为保障景区运营，华山景区管委会在扣除必要支出后将线下销售的门票收入全额返还给公司。2021-2023年及2024年1-6月，公司分别确认景区运营管理收入0.94亿元、1.41亿元、2.09亿元和1.60亿元，均计入景区服务业务收入。

此外，公司自2015年起通过子公司智慧旅游开发PC和移动端在线旅游平台，向游客提供门票及酒店预订、华山语音导游、电子地图、导游预约、周边游线路攻略等全方位旅游服务，实现华山景区经营性项目的在线销售。公司向景区购买门票，通过电商平台销售门票的全额收入确认为公司的智慧旅游收入。2021-2023年及2024年1-6月，公司分别实现智慧旅游业务收入1.42亿元、0.53亿元、3.89亿元和1.31亿元，2022年该业务收入大幅下降主要系2022年6-7月华山景区开展华山免门票促销活动，线上预定门票人数减少所致；2023年该业务收入快速增长，主要受益于文旅行业快速复苏。

2021-2023年及2024年1-6月，华山景区游客接待量分别为127万人次、154万人次、325万人次和174万人次，当期公司分别确认景区服务业务收入2.36亿元、1.95亿元、5.99亿元和2.90亿元，2022年以来业务毛利率大幅增加，主要系景区接待客流量增加、控制景区运维管理费以及人员成本所致。

表7 2021-2023年及2024年1-6月公司景区服务业务收入构成（单位：万元）

项目	2024年1-6月		2023年		2022年		2021年	
	收入	成本	收入	成本	收入	成本	收入	成本

景区运营管理	15,959.62	6,062.00	20,916.88	6,861.83	14,118.01	7,314.95	9,352.02	9,228.87
智慧旅游	13,056.25	12,208.14	38,943.97	30,660.42	5,334.10	5,628.33	14,225.61	13,918.48
合计	29,015.87	18,270.14	59,860.85	37,522.25	19,452.11	12,943.28	23,577.63	23,147.35

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，古柏行景观恢复（南段）项目已完工，公司主要在建自营项目包括潼关古城景区、蒲城县槐院里历史文化街区、华山医疗养生中心等，预计总投资合计70.35亿元，累计已投资合计30.72亿元，尚需投资39.63亿元。其中潼关古城景区项目总建筑面积2.75万平方米，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、女娲酒店等，后续主要通过门票收费及景区二次消费实现收入。随着在建自营项目完工投入运营，预计将对公司收入形成一定补充，同时项目尚需投入资金规模较大，公司面临较大资金支出压力，此外需关注的是，项目建设进度可能不及预期，受外部环境影响，未来项目运营效果亦存在不确定性。

表8 截至 2023 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	收益实现方式
潼关古城景区	40.03	11.81	门票收费及景区二次消费
蒲城县槐院里历史文化街区	15.46	9.54	主要系商铺出租
华山医疗养生中心	9.96	6.72	医养健康收入
华山休闲旅游养生苑	4.90	2.65	剧场演出门票收入
合计	70.35	30.72	-

注：1、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（以下简称“潼关天翼”），公司下属子公司陕西华山旅游集团潼关有限公司（公司持股 55%）于 2018 年收购潼关天翼 70% 股权，该项目预计总投资 40.03 亿元（其中公司按持股比例出资 22.02 亿元）；蒲城历史文化街区改造项目规划范围占地 40 平方公里，公司与蒲城县文化旅游局共同出资设立陕西华山旅游集团蒲城有限公司（公司持股比例为 77.55%）对该项目进行建设，该项目预计总投资 15.46 亿元（其中公司按持股比例出资 11.99 亿元）；2、潼关古城景区和华山休闲旅游养生苑累计已投资较上次评级减少主要系公司重新核实相关数据所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）旅游客运业务

公司依托华山景区开展旅游客运业务，目前该收入规模较小，随着出行恢复，2023年以来该业务收入规模和盈利水平均有所提升

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、全资子公司陕西华山风景名胜区客运管理有限公司（简称“客运管理公司”）和陕西华山旅游客运有限公司运营。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和陕西华山风景名胜区客运管理有限公司黄渭水上旅游运输分公司，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。

表9 公司客运业务运营线路情况明细表

运营主体	线路	单程票价	投运时间	具体线路
华阴市华山旅游汽车客运有限公司	景点内客运 专线 3 条	20	1996 年	东线：景区游客中心-北峰 索道下站

陕西华山风景名胜区客运管理有限公司		40	2013年	西线：景区游客中心-西峰索道下站
陕西华山旅游客运有限公司		-	2013年	景区游客中心-玉泉院
渭南沿黄公路旅游客运有限公司	瓮峪专线	30	2017年3月	华山景区-处女泉
陕西华山风景名胜区客运管理有限公司（黄渭分公司）	黄渭水运	70	2017年7月	三河口-黄河湿地

资料来源：公司提供

2021-2023年及2024年1-6月，公司分别实现客运业务收入0.47亿元、0.36亿元、0.81亿元和0.43亿元，同期毛利率分别为15.50%、-8.75%、9.29%和20.42%，毛利率波动较大。2022年业务毛利率由正转负，主要系受外部环境冲击影响业务收入减少，但人工成本和车辆折旧未相应减少所致；随着出行恢复，游客数量增长，2023年公司旅游客运业务盈利水平得到有效改善。

（三）餐饮住宿业务

公司自营酒店入住率整体偏低，近年餐饮住宿业务收入规模较小且持续亏损

公司餐饮住宿业务主要来自下属子公司陕西华山旅游酒店管理有限公司（以下简称“酒店管理公司”）和华阴市轩宇酒店管理服务有限公司（以下简称“轩宇酒店公司”）。目前公司拥有金天山庄、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¹，其中自营酒店由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。

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；景苑酒店、云水堂会馆位于山下，建造标准相对较高；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。随着国内文旅行业的复苏，2023年公司旗下酒店入住率大幅提升。

目前，华山景区周边高星级酒店匮乏，为满足游客需求，公司以合资形式投资建设喜来登温泉度假酒店（项目公司为陕西华山华瑞实业有限公司，以下简称“华瑞实业”），目前规划酒店房间数为150间，公司持股比例为49%，待项目整体建成后，公司回购剩余51%股权，该项目由公司全额投资，截至2024年6月末，该项目总投资7.06亿元，已投资3.80亿元，因项目暂缓问题，该项目仍处于装修收尾阶段。

表10 公司旗下酒店的基本情况

名称	位置	星级	客房种类
金天山庄	山上西峰	三星以下	床位
云台山庄	山上北峰	三星以下	床位
五云峰饭店	山上五云峰	三星以下	床位
景苑酒店	山下集灵路中段	三星	标间+单间+套间

¹原名华山国际大酒店，原系华阴市广电大厦，隶属轩宇酒店公司，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，轩宇酒店公司以0.47亿元的价格并购新瑞置业60.00%的股权，从而实现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。

云水堂会馆	玉泉路南段	三星以下	标间+单间
华山诺富特酒店	山下华岳/东岳路交叉	四星级	标间+单间
房车自驾露营地酒店	华山游客中心	-	标间+单间+帐篷

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 2021-2023年公司酒店入住率情况

酒店名称	2023年	2022年	2021年
金天山庄			
云台山庄			
五云峰饭店	72%	30%	20%
景苑酒店			
云水堂会馆			
华山诺富特酒店	83%	61%	60%
房车自驾露营地酒店	85%	42%	30%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021-2023年及2024年1-6月，公司分别实现酒店餐饮业务收入0.34亿元、0.34亿元、0.73亿元和0.27亿元，受外部环境冲击及较重的酒店折旧、人工成本影响，2021-2022年该业务呈较大亏损状态，随着出行恢复，游客数量增长，2023年该业务开始盈利。

（四）其他业务

公司商品销售、旅游产业、医养健康等业务对公司收入利润形成一定补充

公司商品销售业务包括房地产销售、水产品销售和旅游商品销售，其中主要是房地产销售。公司通过子公司陕西华山玉泉房地产开发有限公司从事房地产开发销售业务，主要开发项目为玉泉·山水观园项目，项目计划总投资9.86亿元，主要面向公司员工销售，其中一期总投资4.81亿元，销售均价约3,700元/平方米，一期项目可销售面积11.67万平方米，目前该项目已销售完毕，截至2024年6月末已累计回笼金额4.87亿元；二期项目总投资约5.05亿元，截至2024年6月末，二期累计已投资4.61亿元，可销售面积12.23万平方米，已销售面积4.32万平方米，销售均价约4,500元/平方米，二期项目累计已回款3.33亿元。此外，公司2022年还确认了潼关古城商业街商铺销售收入，该业务仅于2022年进行，预计剩余商铺将转为公司自持，后续不再产生销售收入。

表12 公司房地产销售收入成本明细情况（单位：万元）

项目	2024年1-6月		2023年		2022年		2021年	
	收入	成本	收入	成本	收入	成本	收入	成本
玉泉·山水观园项目	5,757.74	4,125.88	10,175.44	8,657.48	8,085.08	7,540.80	42,450.52	39,240.04
潼关古城商业街商铺	-	-	-	-	7,171.36	6,673.13	-	-
合计	5,757.74	4,125.88	10,175.44	8,657.48	15,256.44	14,213.93	42,450.52	39,240.04

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021-2023年及2024年1-6月，公司分别实现商品销售业务收入4.36亿元、1.64亿元、1.20亿元和0.64亿元，2023年以来该业务毛利率有所增长，主要系玉泉·山水观园项目二期售价更高所致。截至2023年末，玉泉·山水观园项目尚有3.09亿元房屋销售款待确认收入，计入合同负债，预计未来可对公司收入和利润形成一定补充。

公司旅游产业业务系依托于华山景区开展的旅行社业务和演出服务，其中旅行社业务由公司下属子公司中旅华山旅游有限责任公司运营，演出服务由公司下属子公司陕西中互华旅文化发展有限公司运营，服务包括景区内展现当地风土民情的表演等。2021-2023年及2024年1-6月，公司分别实现旅游产业收入0.43亿元、0.25亿元、0.82亿元和0.35亿元，对公司收入形成一定补充。

公司医养健康业务由下属子公司陕西华山医养发展有限公司运营的华山医疗养生中心项目构成，该项目系公司与省级医院合作建立的病后康复疗养基地，计划投资额为9.96亿元，于2015年11月动工，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2024年6月末，该项目主体工程已完成，项目已投资7.20亿元，工程建设后续无需进一步投入，但购买相关设备还需进一步的资金投入。目前公司医养健康业务收入规模较小，2021-2023年及2024年1-6月分别实现医养健康收入0.09亿元、0.10亿元、0.10亿元和0.05亿元。

近年公司获得一定外部支持

近年，渭南市国资委将土地等资产划入至公司，有效提升了公司的资本实力。此外，为提高公司持续经营能力，保障公司的项目建设与运营发展，当地政府在财政补贴方面给予公司一定支持。2021-2023年及2024年1-6月，公司分别收到财政补贴0.25亿元、2.05亿元、1.14亿元和0.01亿元，主要来自于蒲城县政府。

表13 公司资本公积主要变动情况（单位：万元）

具体事项	金额	文件
华阴市安置小区北侧土地	35,711.94	《渭南市人民政府国资委关于增加陕西华山风景名胜区旅游集团有限公司授权资产的通知》（渭国资发【2011】36号）
游客中心土地	67,053.22	《渭南市人民政府国资委关于增加陕西华山风景名胜区旅游集团有限公司授权资产的通知》（渭国资发【2011】52号）
清心温泉土地	6,418.20	《渭南市人民政府国资委关于增加陕西华山风景名胜区旅游集团有限公司授权资产的通知》（渭国资发【2011】54号）
生态农业土地	12,171.85	《渭南市人民政府国资委关于增加陕西华山风景名胜区旅游集团有限公司授权资产的通知》（渭国资发【2012】17号）
华阴市智华停车服务有限公司55%的股权	24,166.11	《股权划转协议书》
合计	145,521.32	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告、利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告、亚太（集团）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年审计报告以及未经审计的2024年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021-2023年，公司合并报表范围变化情况见下表。2024年1-6月公司合并范围未发生变化，截至2024年6月末，公司纳入合并范围的子公司有47家。

表14 2021-2023年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况				
年份	子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式
2023年	华阴市智华停车服务有限公司	55.00%	5,000.00	股权划拨
	陕西华山畅游旅游服务有限公司	100.00%	100.00	新设立
	陕西景尚雅苑酒店有限公司	100.00%	500.00	新设立
	陕西添意众创企业管理有限责任公司	100.00%	60.00	新设立
2022年	陕西槐院里历史文化街区商业运营管理有限公司	77.55%	100.00	投资设立
	蒲城县甘北景区运营管理有限公司	77.55%	100.00	投资设立
2、不再纳入公司合并范围的子公司情况				
年份	子公司名称	持股比例	注册资本	不再纳入的原因
2022年	陕西华山绿色建筑科技有限公司	60.00%	1,300.00	注销
	陕西华山首创商务有限公司	100.00%	300.00	注销
	陕西西岳旅游开发建设有限公司	55.00%	500.00	注销

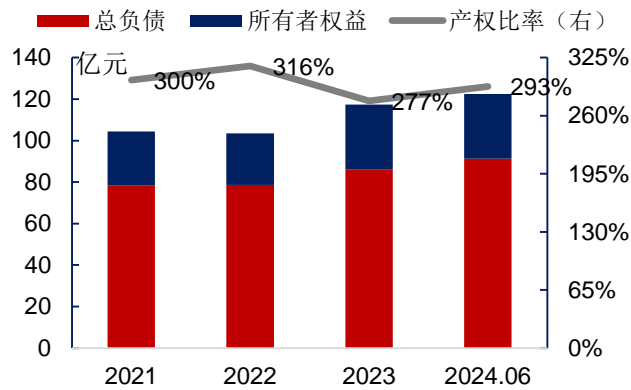
注：2021年和2024年1-6月合并范围未发生变化。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

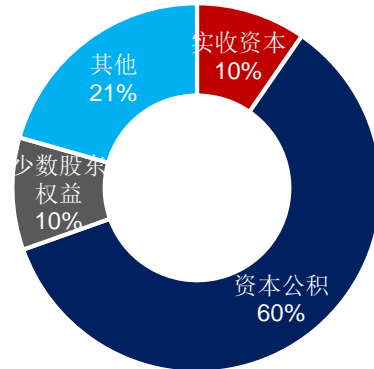
资本实力与资产质量

公司资产以自营项目开发成本、土地使用权以及应收当地政府及国有企业的经营性款项为主，自营项目建设进度及建成后实际运营效果存在一定不确定性，应收款项回款依赖于当地政府的统筹安排，对资金形成较大占用，且部分资产受限，资产流动性较弱

受2022年政府收回土地资产和2023年华阴市政府将华阴市智华停车服务有限公司55%股权划入的影响，近年公司所有者权益有所波动。同时公司融资规模有所增加，综合影响下，近年公司产权比率有所波动，截至2024年6月末，产权比率约为293%，所有者权益对负债的保障程度较弱。从所有者权益结构来看，主要为近年政府拨付的资金、划转的股权以及土地资产等形成的资本公积。

图2 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图3 2024年6月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产规模存在一定波动，资产主要以应收款项（应收账款、其他应收款）、在建工程、无形资产和投资性房地产构成，2024年6月末上述资产占公司总资产比重为76.79%。

公司应收账款主要包括因景区服务业务产生的应收华山风景名胜区管理委员会的款项。截至2024年6月末，公司其他应收款主要包括华山风景名胜区管理委员会（10.29亿元）、华瑞实业（民企，2.09亿元）、华阴市交通运输局华山旅游景观大道项目资金专户（0.50亿元）、陕西省渭南市华阴市财政局（0.41亿元）和潼关县国有资产经营管理有限公司（0.35亿元）的款项。2023年公司其他应收款账面价值有所增长，主要系应收华瑞实业的用于建设喜来登酒店的款项增加所致。公司应收款项整体规模较大，回款依赖于当地政府的统筹安排，对公司营运资金形成较大占用，同时存在部分应收民企款项，有一定回收风险。截至2024年6月末，投资性房地产为房屋及建筑物（11.97亿元）和土地使用权（7.64亿元），土地使用权的用途为商服用地，按公允价值计量，取得方式为出让。2023年投资性房地产增加主要系房屋及建筑物增加，系自建商铺（之前计入存货，后规划改为出租）和滑雪场主体工程已完工转入至该科目，以及2023年度华阴市华岳路南段东侧项目（古柏行景观恢复（南段）项目）已完工，前述项目由投资性房地产中的部分土地使用权和在建工程转入至房屋及建筑物，评估报告中将该项目按房屋建筑物整体评估，采用公允价值的方法进行评估，增值1.81亿元。公司在建工程主要包括潼关古城景城、蒲城县槐院里历史文化街区、医疗养生中心和华山休闲旅游养生苑项目等自营项目，近年在建工程有所波动。截至2024年6月末，公司无形资产主要包括土地使用权（15.41亿元）和特许经营权（6.24亿元），土地使用权多为出让方式取得，用途多为商服用地、旅游用地等。2022年无形资产减少主要系政府调整土地规划而收回土地；2023年无形资产增加主要系华阴市人民政府将其持有华阴市智华停车服务有限公司的55%股权划入至公司，公司新增停车场经营权所致。

其他资产方面，截至2024年6月末，公司货币资金主要为银行存款，其中受限规模为1.36亿元，占货币资金总额的比重为19.94%，主要为存单借款质押所致。公司预付款项主要系预付项目工程款，受项

目建设和新签合同额的影响，公司预付款项账面价值逐年下降。公司存货主要系下属子公司玉泉房地产开发的玉泉·山水观园项目开发成本。公司固定资产主要由房屋及建筑物构成，包括生态广场项目等。公司长期股权投资系公司对陕西华山旅游滑道有限责任公司、陕西太华旅游索道公路有限公司、华瑞实业及陕西华山传奇文化传媒集团有限公司的股权投资。

受限资产方面，截至2024年6月末，公司受限资产包括货币资金、无形资产、投资性房地产和在建工程等，账面价值合计18.70亿元，占同期末总资产的比重为15.26%。

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

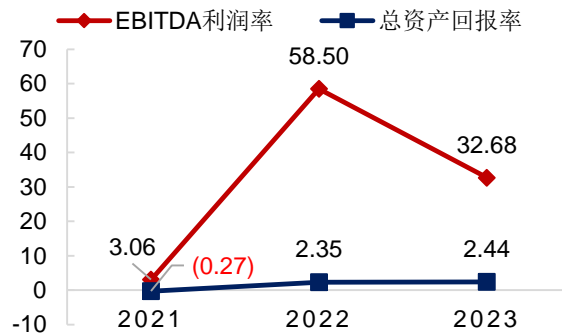
项目	2024年6月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.82	5.57%	4.66	3.97%	2.42	2.34%	4.20	4.03%
应收账款	1.22	1.00%	0.83	0.71%	0.77	0.74%	0.32	0.31%
预付款项	4.42	3.61%	3.71	3.16%	4.74	4.58%	4.91	4.71%
其他应收款	14.77	12.06%	14.69	12.51%	12.22	11.81%	12.41	11.89%
存货	3.89	3.18%	3.87	3.29%	3.92	3.79%	3.61	3.46%
流动资产合计	31.56	25.76%	28.16	23.98%	24.42	23.60%	26.40	25.30%
长期股权投资	3.19	2.61%	3.43	2.92%	3.21	3.11%	2.62	2.51%
投资性房地产	19.61	16.01%	19.61	16.70%	13.53	13.07%	13.51	12.94%
固定资产	8.96	7.31%	9.30	7.92%	8.99	8.69%	9.56	9.16%
在建工程	36.86	30.09%	34.32	29.23%	36.38	35.15%	32.21	30.87%
无形资产	21.66	17.68%	21.97	18.70%	16.33	15.78%	19.43	18.61%
非流动资产合计	90.95	74.24%	89.28	76.02%	79.07	76.40%	77.97	74.70%
资产总计	122.51	100.00%	117.44	100.00%	103.50	100.00%	104.37	100.00%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司EBITDA利润率快速下降，且总资产回报率较低；2022-2023年政府补贴有效提升了当期的利润水平

2021-2023年公司EBITDA持续增加，但营业收入受文旅市场整体表现的影响波动较大，其中2022年收入大幅下降，导致近年公司EBITDA利润率波动较大。近年公司景区运营成本较高，叠加销售、管理、财务费用等期间费用对公司利润的侵蚀，公司总资产回报率处于较低水平。整体来看，公司当前盈利能力一般。2021年受旅游市场表现整体处于低谷影响，公司净利润为负；2022年公司净利润由负转正，主要受益于政府补贴，2022-2023年公司分别收到政府补贴2.05亿元、1.14亿元，较大程度提升了当期盈利水平。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司债务规模较大，资产负债率维持在较高水平，现金短期债务比指标表现较弱，公司面临较大的偿债压力

由于项目建设资金持续投入，叠加债务滚续的需要，2024年6月末公司总债务增长至77.84亿元，债务规模较大。从品种结构来看，公司债务主要包括银行借款及非标融资，银行借款大多设有保证、质押、抵押、抵押质押、质押保证等措施；截至2024年6月末，公司应付债券包括“23华山旅游CP001短融”、“23华旅V1”、“24华旅01”和“24华山旅游CP001短融”，发行规模合计20.00亿元，发行利率为2.8%-6.5%；截至2024年6月末，公司长期应付款主要系融资租赁款，利率为6.5%-9.5%。从债务到期分布来看，公司债务以长期债务为主，但截至2024年6月末，公司短期债务占总债务的比重为38.73%，面临较大的集中兑付压力。

近年公司其他应付款有所波动，主要由借款及往来款、工程待结算款项等构成，2022年末其他应付款增长主要系公司对渭南城投和渭南市产业投资开发集团有限公司的拆借款增加所致；2023年其他应付款减少，主要原因为当期偿还渭南城投部分拆借款。2023年末公司应付账款主要系应付中煤地建设工程有限公司、西安协和装饰工程有限公司、西安市秦户建筑总公司、陕西煤业化工建设（集团）有限公司韩城分公司和北京良业环境技术股份有限公司等的宣传费、工程款和货款等，其中中煤地建设工程有限公司被列为被执行人，存在诸多被执行信息。合同负债主要系预收的房屋预售款，近年持续增长。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年6月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.03	7.70%	6.84	7.93%	9.18	11.69%	14.12	18.04%
应付账款	2.92	3.20%	2.30	2.66%	1.99	2.53%	1.79	2.29%
合同负债	3.16	3.46%	3.09	3.58%	2.24	2.85%	1.92	2.46%

其他应付款	1.76	1.92%	2.93	3.40%	6.09	7.74%	2.44	3.11%
一年内到期的非流动负债	23.12	25.33%	20.25	23.48%	14.06	17.89%	13.69	17.48%
流动负债合计	39.15	42.88%	36.47	42.28%	34.44	43.82%	35.14	44.89%
长期借款	33.35	36.53%	34.26	39.72%	32.36	41.17%	22.31	28.51%
应付债券	9.85	10.79%	4.90	5.68%	0.00	0.00%	4.48	5.72%
长期应付款	5.95	6.52%	7.62	8.83%	8.09	10.29%	10.92	13.95%
非流动负债合计	52.15	57.12%	49.79	57.72%	44.15	56.18%	43.13	55.11%
负债合计	91.30	100.00%	86.26	100.00%	78.59	100.00%	78.27	100.00%
总债务	77.84	85.26%	72.57	84.13%	62.56	79.60%	64.88	82.89%
其中：短期债务	30.15	33.02%	27.09	31.41%	23.25	29.58%	28.31	36.16%
长期债务	47.69	52.24%	45.48	52.73%	39.31	50.02%	36.58	46.73%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

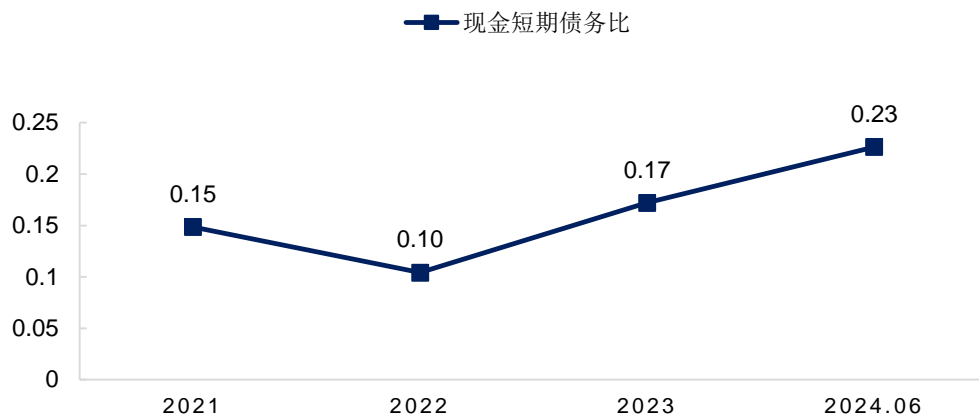
偿债指标方面，近年公司资产负债率维持在较高水平，2024年6月末为74.53%。2021-2023年，公司 EBITDA 利息保障倍数持续提升，但 EBITDA 对利息支出的覆盖程度仍不足。近年公司经营活动现金流净额波动较大且流入规模较小，经营活动现金流净额对总债务的覆盖能力较低。

表17 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年6月	2023年	2022年	2021年
经营活动现金流净额（亿元）	0.10	1.07	4.12	1.06
资产负债率	74.53%	73.45%	75.94%	75.00%
总债务/EBITDA	164.21	22.29	22.09	258.77
EBITDA 利息保障倍数	--	0.87	0.62	0.08
总债务/总资本	71.38%	69.95%	71.53%	71.32%
经营活动现金流净额/总债务	0.13%	1.47%	6.59%	1.63%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司现金短期债务比有所波动，但整体处于较低水平，2024年6月末现金短期债务比仅为0.23，现金类资产对短期债务保障能力不足。截至2024年6月末，公司获得主要银行授信额度为37.30亿元，剩余授信额度为6.95亿元，流动性储备较少，同时项目建设尚需投入资金规模较大，未来仍需通过再融资平衡资金缺口，且公司短期债务占比较高，整体来看，公司面临较大的偿债压力。

图5 公司现金短期债务比指标


资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

五、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境因素

根据公司提供的说明，公司未因环境因素受到相关政府部门的处罚。

社会因素

根据公司提供的说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

目前公司依据《公司法》及有关法律、法规的规定制定了《公司章程》并建立了法人治理结构。公司不设股东会。公司设董事会，成员为 5 人，其中职工代表董事 1 名，由公司职工代表大会选举产生，其他董事由股东按法定程序任命和更换，董事会设董事长 1 人，由股东从董事会成员中指定。公司不设监事会，设监事一人，由相关监管单位委派或更换。公司管理方面，公司设有办公室、人力资源部、计划财务部和经营管理部等 8 个职能部门。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2021 年 1 月 1 日至报告查询日（公司本部：2024 年 9 月 25 日，控股股东渭南城投：2024 年 7 月 1 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司公开发行的各类债券均

按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。但公司本部未结清信贷中存在两笔关注类账户，根据华阴市农村信用合作联社出具的说明，公司于2023年3月10日在陕西信合联社办理社团贷款6,600万元，因跨期节假日，没有及时对账，导致2024年9月21日未足额支付利息，欠息1.93万元，公司于次日进行补足，目前该事项在人行征信系统被列为关注类贷款账户；已结清信贷信息中存在一笔关注类账户和不良类账户，根据公司提供的说明，前述两笔业务实际用款人均均为华山景区管委会，因华阴市农村信用合作联社系统原因造成逾期。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至查询日（2024年9月27日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

截至2024年6月末，公司对外担保余额为6.47亿元，占同期末总资产的比例为5.28%，其中对民企的担保余额为3.67亿元，大多未设置反担保措施，存在较大或有负债风险。

表 18 截至 2024 年 6 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保余额	担保到期日	是否有反担保
渭南市城市投资集团有限公司	国企	21,000.00	2027.03.28	否
渭南市城市投资集团有限公司	国企	3,000.00	2027.03.28	否
渭南市水务集团有限公司	国企	2,000.00	2025.05.27	否
渭南城投能源有限公司	国企	2,000.00	2025.05.23	否
陕西华山华瑞实业有限公司	民企	36,734.51	2030.10.08	是
合计	-	64,734.51	-	-

资料来源：公司提供

六、外部特殊支持分析

公司控股股东为渭南城投，持股比例为100.00%，实际控制人为渭南市国资委。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，渭南市人民政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司与渭南市人民政府的联系非常紧密。渭南城投（渭南市国资委全资子公司）持有公司100.00%股权，渭南市人民政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制权，公司大部分收入来自华山景区管委会，同时近年公司获得一定政府支持，展望未来，公司与渭南市人民政府的联系将比较稳定。

（2）公司对渭南市人民政府较为重要。公司在税收方面对渭南市人民政府贡献较大，且公司公开发行过债券，违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

七、结论

公司作为“大华山旅游区”的开发运营主体，主要依托华山景区资源从事景区服务、旅游客运、餐饮住宿等旅游服务业务，并拓展了旅行社、演出服务等旅游产业以及商品销售、医养健康等业务。截至2023年末，公司尚有较多在建自营项目，项目建设尚需投入较大规模资金，公司总债务规模有所扩张，面临较大的资金支出压力和偿债压力，且短期流动性缺口凸显。但随着文旅行业复苏以及在建项目完工投入运营，预计公司未来景区服务业务收入较有保障，同时商品销售、旅游产业、医养健康等业务对公司收入或利润亦形成有益补充，且近年公司持续获得一定规模的政府补助，整体来看，公司抗风险能力较强。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定。

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。

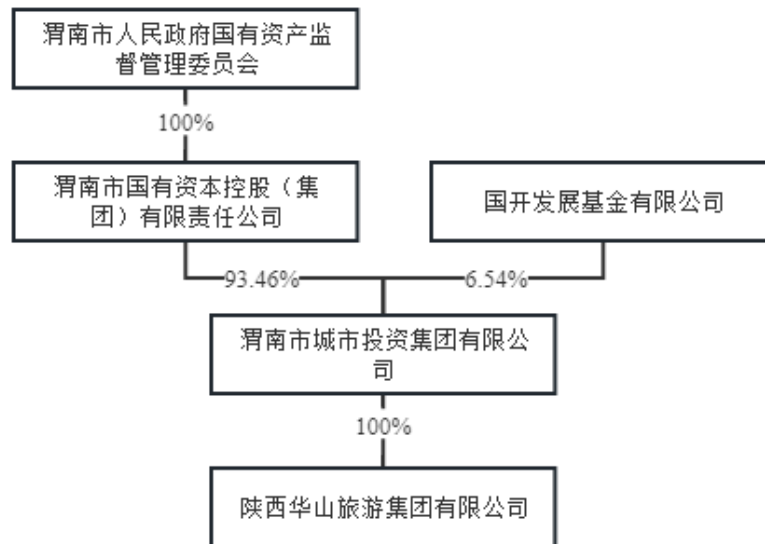
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年6月	2023年	2022年	2021年
货币资金	6.82	4.66	2.42	4.20
应收账款	1.22	0.83	0.77	0.32
其他应收款	14.77	14.69	12.22	12.41
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	31.56	28.16	24.42	26.40
投资性房地产	19.61	19.61	13.53	13.51
在建工程	36.86	34.32	36.38	32.21
无形资产	21.66	21.97	16.33	19.43
非流动资产合计	90.95	89.28	79.07	77.97
资产总计	122.51	117.44	103.50	104.37
短期借款	7.03	6.84	9.18	14.12
应付账款	2.92	2.30	1.99	1.79
其他应付款	1.76	2.93	6.09	2.44
一年内到期的非流动负债	23.12	20.25	14.06	13.69
流动负债合计	39.15	36.47	34.44	35.14
长期借款	33.35	34.26	32.36	22.31
应付债券	9.85	4.90	0.00	4.48
长期应付款	5.95	7.62	8.09	10.92
非流动负债合计	52.15	49.79	44.15	43.13
负债合计	91.30	86.26	78.59	78.27
总债务	77.84	72.57	62.56	64.88
其中：短期债务	30.15	27.09	23.25	28.31
长期债务	47.69	45.48	39.31	36.58
所有者权益	31.21	31.18	24.90	26.09
营业收入	4.79	9.97	4.84	8.19
营业利润	0.09	1.06	0.52	-2.24
净利润	0.04	0.97	0.79	-2.22
经营活动产生的现金流量净额	0.10	1.07	4.12	1.06
投资活动产生的现金流量净额	-0.67	-2.32	-2.62	-4.41
筹资活动产生的现金流量净额	2.73	3.25	-3.25	-1.48
财务指标	2024年6月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	0.47	3.26	2.83	0.25
销售毛利率	31.32%	28.46%	17.10%	4.68%
EBITDA 利润率	--	32.68%	58.50%	3.06%
总资产回报率	--	2.44%	2.35%	-0.27%
资产负债率	74.53%	73.45%	75.94%	75.00%

总债务/EBITDA	164.21	22.29	22.09	258.77
EBITDA 利息保障倍数	--	0.87	0.62	0.08
总债务/总资本	71.38%	69.95%	71.53%	71.32%
经营活动现金流净额/总债务	0.13%	1.47%	6.59%	1.63%
现金短期债务比	0.23	0.17	0.10	0.15

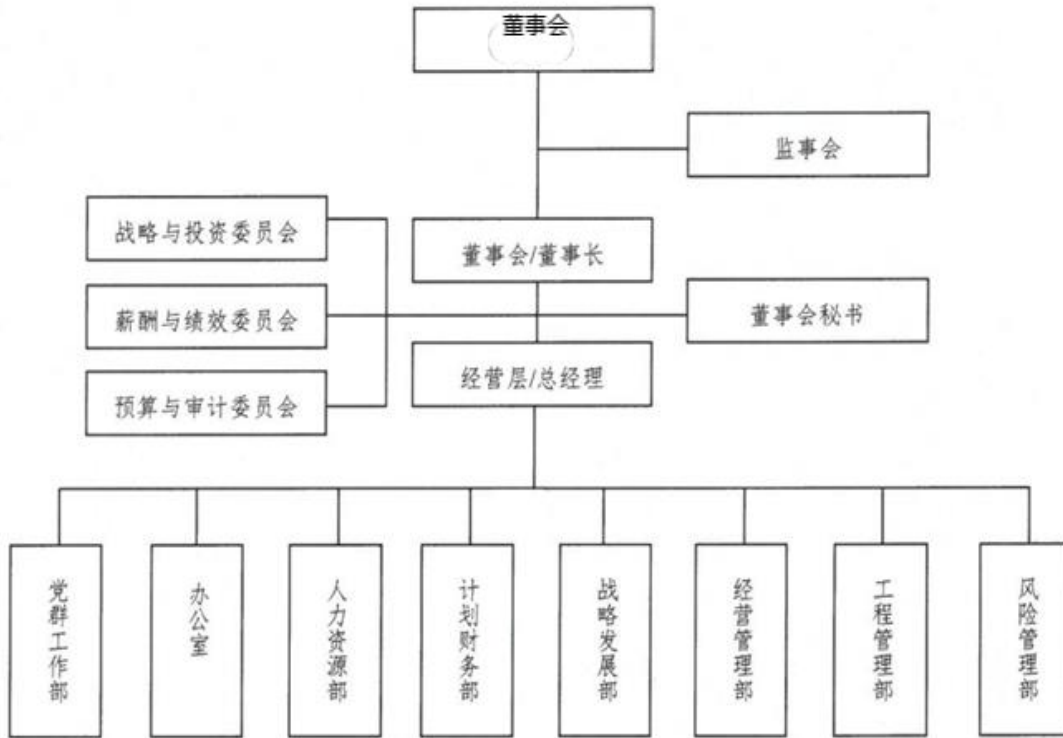
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2024年6月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

序号	企业名称	级次	持股比例 (%)	取得方式
1	陕西华山旅游集团蒲城有限公司	一级	77.55	设立
2	陕西华山旅游集团蒲城唐帝陵景区经营管理有限公司	二级	100.00	设立
3	陕西槐院里历史文化街区商业运营管理有限公司	二级	100.00	设立
4	华阴市轩宇酒店管理服务有限公司	一级	60.00	收购
5	陕西华典民间艺术开发有限责任公司	一级	100.00	收购
6	陕西铭隆实业有限公司	一级	100.00	收购
7	陕西华山玉泉房地产开发有限公司	一级	60.00	设立
8	陕西华迈创源房地产开发有限公司	二级	100.00	设立
9	陕西华山旅游产品开发有限公司	一级	100.00	设立
10	渭南铭隆实业有限公司	二级	100.00	收购
11	陕西华山户外运动产品开发有限公司	二级	60.00	收购
12	陕西华山医养发展有限公司	一级	100.00	设立
13	华阴弘康海诗特医院有限公司	二级	100.00	设立
14	陕西华山风景名胜区客运管理有限公司	一级	100.00	设立
15	渭南沿黄公路旅游客运有限公司	二级	61.00	设立
16	华阴市华山旅游汽车客运有限公司	二级	51.00	设立
17	陕西华山旅游集团西安有限公司	一级	100.00	设立
18	陕西华山自驾房车露营发展有限公司	一级	100.00	设立
19	陕西华麓置业有限公司	二级	100.00	设立
20	陕西华山智慧旅游商务科技有限公司	一级	80.00	设立
21	陕西西岳华山园林科技有限公司	一级	80.00	设立
22	陕西华山旅游集团潼关有限公司	一级	55.00	设立
23	潼关县天翼旅游文化有限责任公司	二级	70.00	收购
24	潼关成城旅游管理有限公司	三级	100.00	收购
25	潼关女娲泉度假酒店有限责任公司	三级	100.00	收购
26	潼关县杨震文化研学有限公司	二级	100.00	设立
27	陕西华山户外运动基地开发有限公司	一级	100.00	设立
28	陕西华山旅游客运有限公司	一级	100.00	设立
29	陕西西岳华山物业服务有限公司	一级	100.00	设立
30	陕西华景文化创意有限公司	一级	80.00	设立
31	陕西华山风景名胜区投资管理有限公司	一级	100.00	设立
32	陕西华山景区管理服务服务有限公司	一级	100.00	划拨
33	陕西华山旅游酒店管理有限公司	一级	100.00	设立
34	中旅华山旅游有限责任公司	一级	70.00	设立
35	渭南走四方旅游有限公司	二级	100.00	收购
36	陕西华山风景名胜区资产管理有限公司	一级	100.00	设立

37	渭南华山国际文化传播有限公司	一级	100.00	划拨
38	华阴市华山自来水厂	一级	100.00	划拨
39	渭南市华山景区玉井莲天然泉水有限公司	二级	100.00	设立
40	渭南市华山景区华盛市政工程有限公司	二级	100.00	设立
41	蒲城县甘北景区运营管理有限公司	二级	100.00	设立
42	华阴市智华停车服务有限公司	二级	55.00	设立
43	陕西景尚雅苑酒店有限公司	二级	100.00	设立
44	陕西添意众创企业管理有限责任公司	二级	100.00	设立
45	蒲城景华房地产开发有限责任公司	二级	100.00	设立
46	陕西华山畅游旅游服务有限公司	二级	100.00	设立
47	陕西华山首创商务有限公司	一级	100.00	设立

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
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+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+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+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录六 信用等级符号及定义

一、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。

二、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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。