

成都文化旅游发展集团有限责任公司

2017 年度第一期中期票据

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

# 概述

编号:【新世纪债评(2017)010472】

**评级对象:** 成都文化旅游发展集团有限责任公司 2017 年度第一期中期票据 (本期中票)

**主体信用等级:** AA

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AA (未安排增级)

**评级时间:** 2017 年 9 月 14 日

**注册额度:** 15 亿元

**本期发行:** 10 亿元

**存续期限:** 3+N

**增级安排:** 无

**发行目的:** 偿还银行借款、补充流动资金

**偿还方式:** 每年付息一次,可在付息日前选择利息递延。

## 主要财务数据及指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 上半年度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司数据:</b>				
货币资金	1.56	5.33	2.46	5.38
刚性债务	50.05	49.82	44.86	43.02
所有者权益	14.08	18.92	18.93	18.79
经营性现金净流入量	-0.41	-0.37	2.32	7.15
<b>合并数据及指标:</b>				
总资产	118.41	136.52	136.32	132.28
总负债	79.95	81.16	80.65	75.56
刚性债务	65.37	70.51	70.61	66.36
所有者权益	38.47	55.37	55.67	56.72
营业收入	15.69	16.59	17.49	6.81
净利润	0.21	0.50	0.16	0.38
经营性现金净流入量	4.22	-2.39	2.03	8.38
EBITDA	3.05	3.57	3.85	—
资产负债率[%]	67.51	59.45	59.16	57.12
长短期债务比[%]	209.57	291.71	251.07	250.08
权益资本与刚性债务比率[%]	58.85	78.52	78.84	85.47
流动比率[%]	226.96	349.10	245.75	238.03
现金比率[%]	38.87	95.42	69.24	76.93
利息保障倍数[倍]	0.57	0.62	0.74	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.72	0.76	0.98	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.05	0.05	—

注:根据成都文旅经审计的 2014-2016 年度及未经审计的 2017 年上半年度财务数据整理、计算。

## 分析师

常虹 changhong@shxsj.com

施昀 shiyang@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

## 评级观点

### ➤ 主要优势/机遇:

● **外部发展环境良好。**受一系列文化及旅游产业扶持政策出台,以及居民收入提高等驱动,我国文化旅游产业发展前景良好。且成都市经济及财政实力稳步增长,是国家首批旅游综合改革试点城市之一。

● **旅游业务产业链较完善。**成都青旅划转入成都文旅后,公司旅行社业务竞争实力居成都市前列,旅游产业链得到完善。

● **政府支持力度较大。**作为成都市文化旅游资源整合和文化旅游景区开发建设的重要国有独资企业,成都文旅积累了较丰富的旅游资源,且可得到当地政府大力支持。

### ➤ 主要劣势/风险:

● **债务负担较重。**成都文旅债务规模较大,且随着后续项目持续投入,债务规模或将有所增长,公司面临的还本付息压力相对较大。

● **资金回笼较不确定。**成都文旅投入较多资金用于景区基础设施建设,该业务资金回笼易受相关土地出让进度以及政府财政资金拨付进度影响,回笼情况较不确定。

● **旅游景区工程质量及安保风险。**随着在建的景区项目逐步投入运营,成都文旅运营的文化旅游资产逐渐增多,公司将面临一定的工程质量及景区安保风险。

● **递延付息风险。**本期中票允许递延付息,递延支付无递延次数限制,存在递延付息风险。

## ➤ 未来展望

通过对成都文旅及其发行的本期中票主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司AA主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期中票还本付息安全性很高，并给予本期中票AA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 声明

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实地调查和诚信义务，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。

本信用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。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》和《城投类政府相关实体信用评级方法》，上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中票存续期内，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。

## 成都文化旅游发展集团有限责任公司

### 2017 年度第一期中期票据

# 信用评级报告

## 一、公司概况

成都文化旅游发展集团有限责任公司（简称“成都文旅”、“该公司”或“公司”）由成都市国有资产监督管理委员会（简称“成都市国资委”）全额出资，根据成都市人民政府办公厅《关于成立成都文化旅游发展集团有限责任公司通知》（成办函[2007]64号）及成都市国资委《市国资委关于同意成都文化旅游发展集团有限责任公司设立的批复》（成国资规[2007]39号），于2007年3月筹建。该公司设立时的初始注册资本为5.00亿元，实收资本为1.00亿元；2008-2009年，成都市国资委先后向公司注入货币资金0.80亿元和2.00亿元，并以资本公积转增资本1.20亿元，公司实收资本增至5.00亿元；2010年，成都市国资委分别通过货币资金和资本公积转增实收资本的方式向公司注资1.50亿元和0.50亿元，公司注册资本和实收资本均增至7.00亿元；2011年、2013年和2014年，成都市国资委先后向公司注资1.00亿元、1.00亿元和1.35亿元，公司注册资本和实收资本均增至10.35亿元。截至2017年6月末，公司注册资本和实收资本仍为10.35亿元，成都市国资委持有公司全部股权。

该公司作为成都市文化、旅游和体育产业的投融资和运营主体，主要承担了成都市文化与旅游资源的优化配置与拓展、文化与旅游营销、重大文化与旅游基础设施的建设与运营及推进成都市文化旅游资源的集约化和规模化经营等职责。公司通过文化创意来推动文化、旅游、体育三个产业的融合，从而实现对城镇和区域的综合开发和利用。

## 二、本期债项概况

### （一）债项概况

根据中国银行间市场交易商协会2015年11月11日下发的《接受注册通知书》（中市协注[2015]MTN611号），该公司申请注册的中期票

据金额为 15 亿元，公司已于 2015 年 12 月 8 日发行首期 5 亿元中期票据“15 蓉城文化 MTN001”，发行期限 5（5+N）年，票面利率 5.57%。本期中票系注册额度内续发，拟发行金额为 10 亿元。公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

图表 1. 拟发行的本期中票概况

中期票据名称:	成都文化旅游发展集团有限责任公司 2017 年度第一期中期票据
注册额度:	15 亿元人民币
本期发行规模:	10 亿元人民币
中期票据期限:	3+N
定价方式:	按面值发行
增级安排:	无

资料来源：成都文旅

本期中票本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于该公司其他待偿还债务融资工具，但在债券赎回、利率调整、利息支付等方面设置有特殊条款，区别于普通债券，具体如下：

#### 1、利率确定方式

本期中票采用固定利率计息，前 3 个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变。自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网（[www.chinabond.com.cn](http://www.chinabond.com.cn)）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

如果该公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内保持不变。当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网（[www.chinabond.com.cn](http://www.chinabond.com.cn)）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准

利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。公司已发行债券/债务融资工具情况。

## 2、利息支付条款

除非发生强制付息事件，该公司在每个利息支付日前可以自行选择将全部或部分当期利息和按照本条款已经递延的利息及其孳息推迟至下一利息支付日支付。递延支付没有递延时间以及次数的限制。在极端情况下，公司可以无限推迟利息支付，无需在任何利息支付日支付利息（包括任何递延利息及孳息）。在本条款约定下的任何利息递延都不应被视为违约行为。每笔递延利息在递延期间应按照当期票面利率累计计息。

若该公司选择递延支付利息，则直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事下列行为：1) 向普通股股东分红；2) 减少注册资本。公司在本期中期票据付息日前十二个月内发生下列行为之一的，不得递延支付当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息：1) 向普通股股东分红；2) 减少注册资本。

若发生以下情况，则该公司必须强制清偿全部递延支付的利息及其孳息：1) 公司违反发行文件中递延支付的限制；2) 破产清算方案通过或者法院判决公司进行破产清偿。

## 3、赎回方式

本期中期票据于该公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。该公司只有在满足以下三种情况时，才可以赎回本期中期票据：1) 公司按照赎回条款进行赎回；2) 公司因税务政策变更进行赎回；3) 公司因会计政策变更进行赎回。赎回价格为本期中期票据的面值、当期利息、递延支付利息及其孳息。

如在前述赎回权条款规定的时间，该公司决定行使赎回权，则于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

截至 2017 年 6 月末，该公司发行债券待偿还本金余额为 30.00 亿元。公司已按时兑付到期债券，且存续期内债券付息情况正常。

图表 2. 截至 2017 年 6 月末公司存续期内债券兑付概况

债项名称	待偿金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	到期时间	本息兑 付情况
13 蓉文旅债	5.00	7 (5+2)	(累进利率) 6.50	2020-02-19	正常
13 蓉文旅 MTN1	3.00	5	5.94	2018-02-01	正常
13 蓉城文化 MTN002	3.00	5	6.54	2018-10-31	正常
14 成都文旅 PPN002	2.00	3	7.35	2017-07-24	正常
14 成都文旅 PPN003	2.00	3	6.70	2017-10-31	正常
15 成都文旅 PPN001	2.00	3	6.50	2018-05-14	正常
15 成都文旅 PPN002	3.00	3	5.79	2018-08-04	正常
15 蓉城文化 MTN001	5.00	5 (5+N)	5.57	2020-12-10	正常
16 蓉文旅	5.00	5	4.90	2021-03-17	正常
<b>合计</b>	<b>30.00</b>	—	—	—	—

资料来源：成都文旅

注：14 成都文旅 PPN002 已于 2017 年 7 月 24 日正常兑付。

## (二) 募集资金用途

### ■ 偿还银行借款

该公司拟将本期中票募集资金中的 5.00 亿元用于偿还银行借款。

图表 3. 公司拟以募集资金偿还的银行借款安排 (单位：万元)

还款银行	还款时间	归还数额
国开行	2017.11.20	2500.00
招商银行	2017.12.23	200.00
广发银行	2018.02.07	500.00
中国银行武侯支行	2018.03.25	7500.00
渤海银行	2018.04.20	3400.00
国开行	2018.05.19	2500.00
招商银行	2018.06.23	200.00
渤海银行	2018.07.09	3400.00
兴业银行	2018.07.05	11000.00
工商银行	2018.07.19	11000.00
广发银行	2018.08.07	500.00
渤海银行	2018.10.20	3400.00
国开行	2018.11.20	1000.00
招商银行	2018.12.23	200.00
农商银行	2019.02.28	2700.00
<b>合计</b>	—	<b>50000.00</b>

资料来源：成都文旅



## ■ 补充流动资金

该公司拟将剩余的 5.00 亿元资金全部用于补充流动资金，保障各项业务的顺利开展。

## 三、宏观经济和政策环境

2017 年上半年，在消费稳定增长及外贸表现强劲带动下，我国经济整体表现出稳中向好态势，全球经济亦持续复苏，同时伴随全球流动性紧缩预期及地缘政治对全球经济增长的重大不确定性影响。随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧改革的深入推进，我国的经济结构进一步优化、产业持续升级、内需不断扩大和区域协调发展，因此我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速稳定增长态势。

2017 年上半年，全球经济持续复苏，但各经济体表现不一，全球流动性紧缩预期及地缘政治仍是影响全球经济增长的重大不确定性因素。在发达经济体中，美国经济在持续回升中存在放缓迹象，需关注美联储 6 月再次加息及即将开启缩表对美国经济快速复苏势头的影响；欧盟经济复苏势头进一步增强，其中德国经济表现强劲，法国大选尘埃落定为欧洲大选开启良好序幕；日本经济转向缓慢增长中通胀水平仍较低迷。在新兴经济体中，印度经济仍保持中高速增长，巴西经济亦在朝复苏迈进；俄罗斯经济正在逐步摆脱经济负增长状态，南非经济仍低速增长。

2017 年上半年，我国在消费稳定增长及外贸表现强劲带动下，物价水平呈温和上涨，就业规模扩大，经济整体表现出稳中向好态势。居民收入稳步增长，为消费增长提供支撑；制造业投资和民间投资回暖，基建对总体投资形成支撑；进出口贸易表现强劲，净出口对 GDP 增长贡献率回稳向好。在以“三去一降一补”为主要内容的供给侧改革的深入推进下，传统强周期性、产能过剩行业利润持续改善，高端产业及战略性新兴产业对经济增长的支撑作用明显，工业生产稳步向好。房地产调控“因城施策”，从供给侧及需求侧两方面同时出发，抑泡沫和去库存并行，调控效果明显。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略和自贸区建设等持续推进，区域协同发展效应逐步显现。

2017 年上半年，我国继续实施积极的财政政策。在全年财政赤字率维持 3% 的预算安排下，上半年我国财政赤字规模近万亿元，达到历史同期最高值，财政支出投放力度整体较去年有所加大；财政部持续推动

各省和计划单列市的地方政府债券发行和创新，有序推进地方政府债务置换，加强地方政府债务管理，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，我国地方政府债务风险总体可控。

2017 年上半年我国央行实行稳健中性的货币政策对经济平稳增长、结构调整和风险防范营造了良好的货币金融环境。随着上半年宏观经济稳中向好及资本外流压力有所下降，同时，人民币兑美元中间价报价模型中引入逆周期因子，人民币兑美元汇率稳中有升，中长期内亦将在合理区间运行。

根据第五次全国金融工作会议，未来五年我国金融工作将围绕服务实体经济、防控金融风险和深化金融改革三大任务开展，持续促进直接融资发展、改善间接融资结构、降低实体经济融资成本、推动经济去杠杆、加强金融监管协调、补齐监管短板、扩大金融对外开放、坚决守住不发生系统性风险的底线，无疑对我国经济金融的稳定和健康发展具有重大的积极意义。

在开放、包容、共享和合作原则下，我国对外开放水平继续提高。“一带一路”建设深入推进，我国与沿线国家经济往来明显提升，有利于发挥我国对全球经济发展的促进作用。在人民币纳入 SDR 货币篮子后，正式成为全球储备货币，人民币资产配置需求不断提升，国际地位继续增强。随着“债券通”中“北向通”正式上线，我国金融对外开放进一步扩大。

2017 年是实施“十三五”规划的重要一年，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧改革的深入推进、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速稳定增长态势。同时，在国际经济、金融仍面临较大不确定性因素的外部环境下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

## 四、公司所处行业及区域经济环境

### （一）旅游行业基本情况

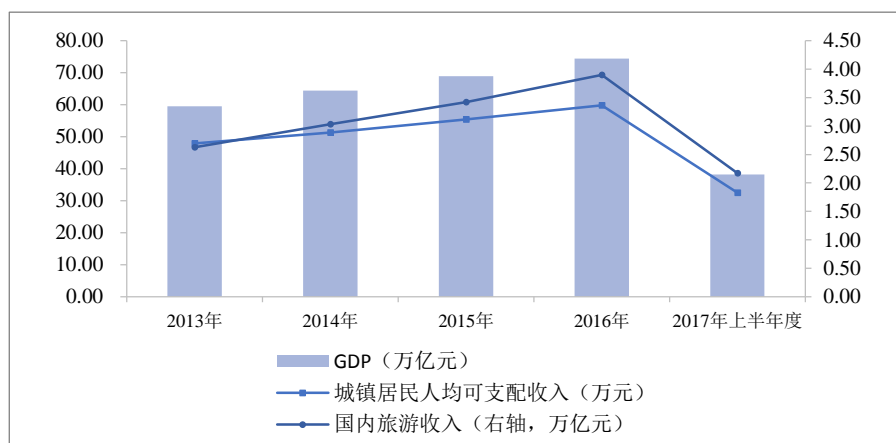
从旅游业的发展规律看，GDP 的增长和人均可支配收入的增加是

旅游业发展的根本动力，近年来我国国内旅游收入呈逐年递增趋势。但旅游业易受突发事件影响，加之宏观经济增速呈放缓趋势，近年来旅游业收入增速呈现较大波动。

旅游业是指凭借旅游资源和设施，专门或者主要从事招徕、接待游客，为其提供交通、游览、住宿、餐饮、购物和娱乐等六个环节的服务并获取经济收益的综合性产业。旅游业的发展以整个国民经济发展水平为基础并受其制约，其对外部经济、政治、社会 and 自然等条件具有较强的依赖性，属于典型的敏感型行业。

按业务种类划分，旅游业可分为组织国内游客在本国进行旅行游览活动（国内游）、组织国内游客到国外进行旅行游览活动（出境游）及接待外国人到本国进行旅行游览活动（入境游）三种。GDP 的增长和人均可支配收入的增加是旅游业发展的根本动力。国内游方面，我国 GDP 及城乡居民收入的稳定增长直接推动了旅游业的发展，近年来国内旅游业总收入总体保持增长趋势。据国家旅游局 2017 年 1 月 9 日公布数据显示，2016 年，我国国内旅游人数 44.40 亿人次，国内旅游收入 3.90 万亿元，同比分别增长 11% 和 14%，增速持续提升。2017 年上半年，我国国内旅游人数 25.37 亿人次，国内旅游收入 2.17 万亿元，同比分别增长 13.5% 和 15.8%。

图表 4. 我国 GDP、城镇居民人均可支配收入与国内旅游收入变动趋势

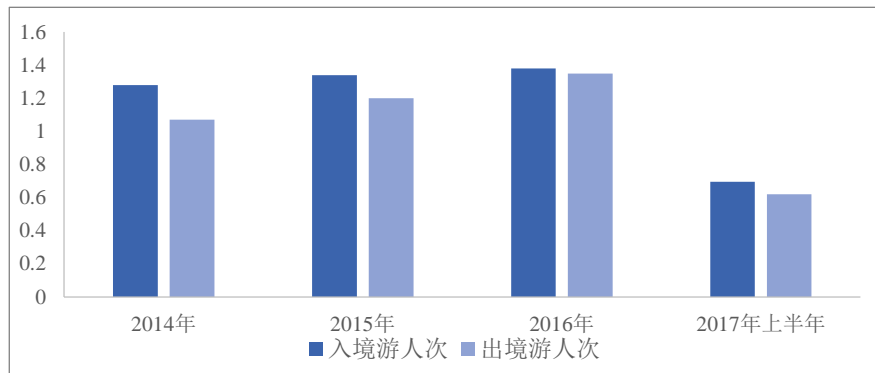


资料来源：Wind 资讯

出境游方面，我国是全球增长最快的客源输出国之一，已成为世界第一大出境旅游消费国。2014 年，我国大陆公民出境旅游人数突破 1 亿人次，2015 年上升为 1.20 亿人次，2016 年达到 1.22 亿人次，2017 年上半年为 0.62 亿人次（同比增长 5.1%）。目前我国公民出境旅游目的地已扩大到 151 个国家和地区，成为世界重要的旅游客源国。

入境游方面，我国是世界第四大旅游入境接待国。在人民币贬值、空气质量改善、外围目的地恐怖活动频发等因素推动下，近年来入境旅游发展态势较好。2016年我国入境旅游人数（含入境过夜游客，下同）为1.38亿人次，同比增长8.3%；国际旅游收入1200亿美元，同比增长5.6%。2017年上半年，我国入境旅游人数0.695亿人次，同比增长2.4%；国际旅游收入601亿美元，同比增长4.3%。

图表 5. 我国入境游及出境游人次（单位：亿人次）



资料来源：Wind 资讯

近年来，我国入境游及出境游持续保持顺差。据国家旅游局公布数据显示，为进一步推进国际旅游顺差增长，我国与入境旅游相关的签证、免税、航权、边检等便利化政策正在逐步推进。截至2016年末，已有北京等19个城市落地实施，适用对象覆盖了包括“一带一路”沿线主要国家在内的51个国家。2016年，上海等四省市实施海陆空三类口岸联动的144小时过境免签政策；购物免退税政策已在海南等18个省（直辖市、计划单列市）落地实施，有效激发了入境游客购物的积极性。据国家旅游局颁布的《外国人入境旅游市场“十三五”规划纲要》，我国将统筹实施和扩大免签证、落地签证、免税购物、购物退税、航权开放、证照互认等政策落地和适用范围，结合“一带一路”沿线国家和地区的互联互通，有效带动入出境游客的自由活动。根据“十三五”旅游业发展规划和专题测算，“十三五”期间我国将产生约14亿入出境游客，其中入境游客7.2亿人次，出境游客6.8亿人次，入境游客超出出境游客0.2亿人次，将有望继续保持国际旅游顺差。

旅游行业主要包括景区经营、酒店餐饮、旅行社及在线旅游等细分子行业。受益于景区资源尤其是自然资源的不可替代性及稀缺性等特点，景区经营类企业近年来均处于高盈利状态；2016年以来，随着民众可支配收入的提升、住宿消费需求的增长，“三公”消费限制政策对高

星级酒店的负面影响已趋弱，部分酒店业绩得到恢复性增长；旅行社行业市场竞争较为激烈，同质化现象明显，行业整体盈利水平相对较低；随着资本的大量涌入，在线旅游业实现了市场的细分和整合，目前进入高速发展阶段，但市场竞争加剧，部分龙头企业尚处于亏损阶段。

从国内旅游市场的竞争格局看，虽然我国旅游业的总体规模已经位居世界前列，但发展模式单一，多数企业旅游产业链尚未完善，现代旅游项目同质化严重等问题依然存在。仅从上市旅游公司的数量来看，据 Wind 资讯数据显示，2017 年 6 月末，我国全部 A 股上市公司共 3279 家，其中旅游行业上市公司仅有 32 家，占比 0.98%。旅游类上市公司比重较低的现象与旅游业在国民经济中的重要地位不太相称，在一定程度上也说明目前旅游类公司的整体实力偏弱。

### (1) 景区经营

1999 年，国家旅游局开始实行旅游区(点)质量等级管理，景区根据服务质量、环境质量、景观质量以及游客意见进行等级划分为 1A 到 5A 级，其中自 2007 年起开始首次评定 5A 级景区。据公开信息显示，截至 2017 年 6 月末，我国 5A 级景区数量为 247 家，其中 2017 年 2 月，据国家旅游局公布数据显示，河北省邯郸市广府古城景区、保定市白石山景区、吉林省长春市世界雕塑公园旅游景区、广西壮族自治区桂林市两江四湖·象山景区等 20 家为新晋 5A 级景区。

旅游景区作为居民休闲旅游的综合目的地，主要包括自然景区、人文景区和人造景区。其中，自然景区和人文景区的资源特征更为明显。2005 年我国建设部叫停门票经营权转让、2008 年八部委禁止门票经营权或风景区开发权打包上市，因此拥有国家最高等级景区门票经营权的景区稀缺性更加突出。从行业内主要经营业绩来看，景区经营类公司收入增长的动力主要来自客流的增长与票价的提升，而由于景区固定成本占比相对较大的特征，景区盈利一般可实现比客流更快速增长。

从行业竞争方面看，目前景区经营类企业中华侨城集团公司（简称“华侨城集团”）和中国旅游集团公司<sup>1</sup>（简称“中旅集团”）2 家为中央国有企业，均系国务院直属。因股东背景较好、业务范围涵盖旅游景区经

<sup>1</sup> 2016 年 7 月，中国港中旅集团公司（简称“港中旅集团”）与中国国旅集团有限公司（简称“国旅集团”）重组，国旅集团整体并入港中旅集团，重组后，港中旅集团更名为“中国旅游集团公司”。

营、旅行社、物流贸易、电子、旅游地产、酒店等，经营较为多元化，抗风险能力强，近年来业务规模均处于很高水平，竞争优势明显，收入规模超百亿，位列第一梯队。以黄山旅游、峨眉山及陕西华山旅游等拥有垄断性景区开发运营管理权的企业为样本，由于各企业主业构成不同，景区门票收入、酒店业务及其他业务收入占比不同，加之所经营景区知名度大小、经营酒店星级高低等不同，影响公司整体的营业收入走势。从毛利率方面看，华侨城集团、中旅集团等除旅游行业及相关产业外，还进行多元化经营的企业毛利率相对较低；而黄山旅游等仅以景区经营及旅游相关产业为主的企业，毛利率相对较高；华山旅游客运业务收入占比最高，因此毛利率较低。

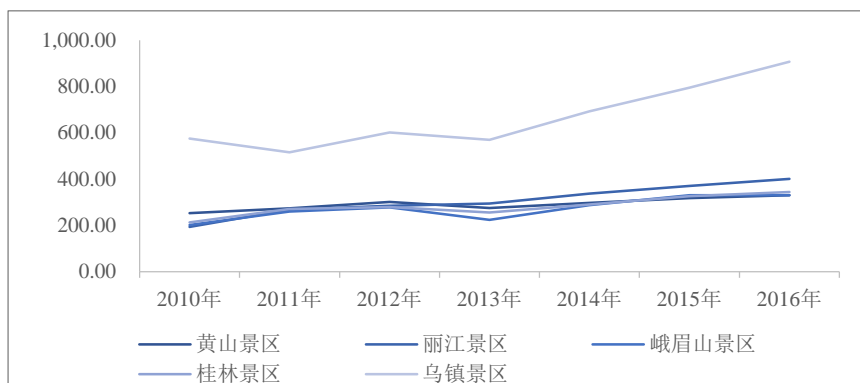
图表 6. 主要景区经营类企业财务情况

序号	企业简称	营业收入 (单位: 亿元)				毛利率 (单位: %)			
		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
1	华侨城集团	482.17	502.86	506.93	542.56	38.47	40.89	39.14	39.15
2	中旅集团	513.71	488.84	308.48	571.76	11.01	13.17	20.90	25.75
3	首旅集团	388.69	382.51	384.70	436.16	26.83	25.80	26.88	35.84
4	黄山旅游	12.94	14.90	16.65	16.69	47.24	48.77	49.88	50.52
5	峨眉山	8.26	9.93	10.66	10.42	43.25	45.27	40.67	41.22
6	华山旅游	1.92	2.02	2.45	3.23	38.07	16.19	10.42	9.40
7	重庆市武隆喀斯特	2.84	3.49	4.17	4.50	64.45	65.55	68.64	62.40

资料来源：根据各企业审计报告整理、绘制

需关注的是，旅游业易受宏观经济、天气环境、外部突发事件影响。国内游方面，以黄山景区、峨眉山景区、乌镇景区等几家国内主要上市景区 2013 年受“三公”消费限制政策的影响，游客接待量出现明显下滑，但 2014 年以来，受益于旅游消费需求的增长，游客接待量明显回升。2017 年 8 月 8 日，因九寨沟发生 7 级地震，景区出现毁损，自 8 月 9 日起景区已停止接待游客；出境游方面，2017 年，因韩国部署萨德导弹系统，我国民众自发抵制出境韩国，当年 1-7 月，访韩中国游客仅 253.42 万人，同比大幅减少 46.50%；其中 4-7 月每月均同比减少 60% 以上。

图表 7. 我国部分上市景区游客接待量 (单位: 万人次)



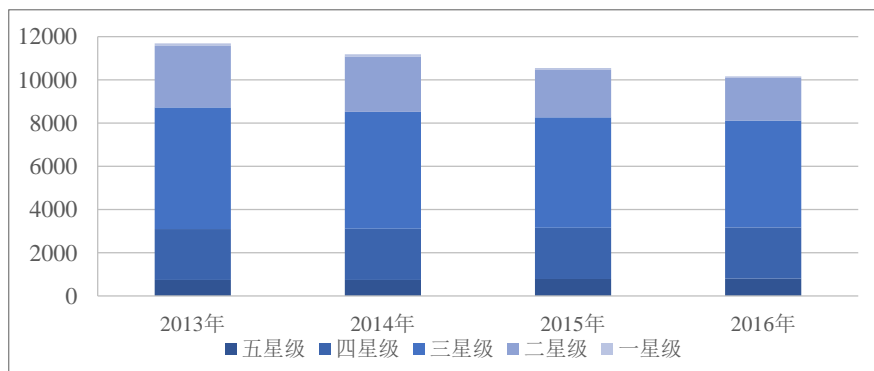
资料来源: Wind 资讯

## (2) 酒店餐饮业

星级酒店(星级饭店)是由国家(省级)旅游局评定的能够以夜为时间单位向旅游客人提供配有餐饮及相关服务的住宿设施,按不同习惯也被称为宾馆、酒店、旅馆、旅社等。根据《中华人民共和国星级酒店评定标准》,将酒店按等级标准以星级划分,分为一星级到五星级 5 个标准。星级越高,表示旅游饭店的档次越高。

2014-2016 年,我国星级酒店分别新开业 191 家、158 家和 166 家,受宏观经济形势影响新开业个数整体呈波动趋势。根据国家旅游局数据显示,2016 年末全国共有星级饭店 12213 家(填报数据的样本数量为 10157 家),较上年末减少 114 家。其中,三星级饭店超过 5000 家,近三年均占星级饭店总数的约 48%,同时因其数量众多、竞争相对激烈,近年来数量持续大幅下滑;二星级、四星级饭店占比均超过 20%,随着民众生活水平的日益提高、对旅游住宿需求的提升,四星级饭店占比逐年提高,而二星级酒店占比逐年下降;五星级饭店占比约为 6%,2013 年以来受以往行业扩张的惯性影响,增速仍保持在一定规模。

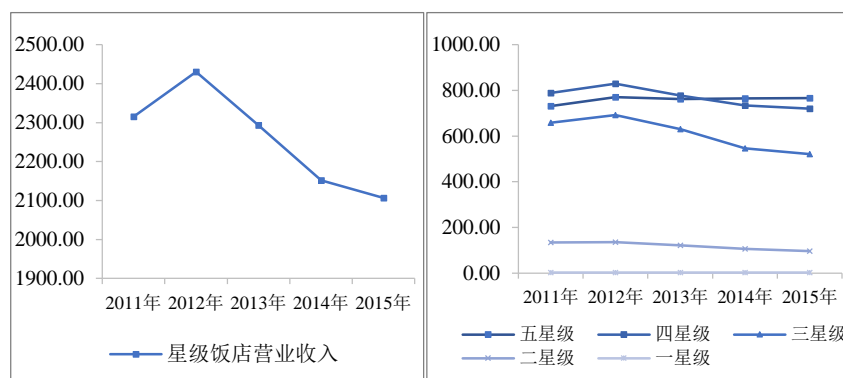
图表 8. 全国星级饭店结构 (单位: 家)



资料来源: 国家旅游局, 新世纪评级整理、绘制

从营业收入情况来看，根据国家旅游局公布数据，我国星级饭店营业收入主要包括客房收入和餐饮收入两大部分，且 2013 年以来两项收入占比均在 40% 以上，其中客房收入占比稍高。2013-2015 年及 2016 年前三季度，全国星级饭店累计实现营业收入分别为 2298.11 亿元、2138.06 亿元、2106.75 亿元和 1514.72 亿元，呈持续下滑趋势。具体来看，三星级及四星级饭店 2013 年以来营业收入逐年大幅下滑，一方面因两类酒店数量众多、竞争激烈，另一方面系受到公务消费限制政策的一定影响；五星级饭店营业收入虽呈恢复性增长，但短期内增速较慢。从长期来看，随着人民群众生活水平的日益提升以及对旅游住宿需求的提高，大众消费将成为高星级饭店消费的主要受众，公务消费限制性影响已经趋弱。

图表 9. 全国星级饭店营业收入走势（单位：亿元）



资料来源：国家旅游局，新世纪评级整理、绘制（未获取 2016 全年数据）

酒店客房出租业务有明显的季节性，第一季度受春节等节假日因素影响，客房出租率较低，之后各季度客房出租率持续上升。2012 年以来，受三公消费政策影响，酒店行业整体消费下降。但新开业星级酒店数量仍在增长，使得星级饭店的客房出租率连年下滑；2013 年以来，我国五星级酒店平均房价下滑幅度较大，但仍保持在 600 元以上，三星级和四星级酒店平均房价下滑幅度较小。整体来看，因星级酒店数量众多，在物价持续上扬的大背景下，行业限制政策及少数酒店停业等因素对行业平均房价的影响不大。2013-2015 年，全国星级饭店客房出租率分别为 55.97%、54.20% 和 54.19%，星级酒店平均房价分别为 333.08 元/间/天、334.80 元/间/天和 336.65 元/间/天。

总体看，近年来酒店餐饮业规模扩张较快，星级酒店供给已呈现相对过剩局面，行业竞争较为激烈。单体酒店受制于营销渠道与品牌影响力，竞争力日趋下降，未来酒店业将呈现品牌化、规模化和集团化的趋势。从中长期看，酒店行业受旅游产业政策推动和旅游需求的拉动，仍

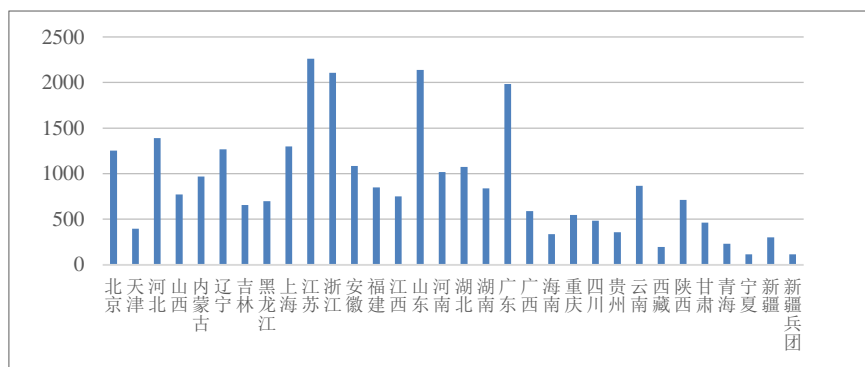


面临良好的发展机遇。

### (3) 旅行社行业

随着我国旅游业的高速发展，我国旅行社行业近二十年来规模不断扩大，从业人员不断增加，旅行社行业已经成为我国重要的服务行业之一。2016年末全国已有旅行社 28097 家，较上年末增长 1.72%，比 2000 年的 8993 家增长 212.43%。根据国家旅游局统计数据，2015 年<sup>2</sup>我国各类旅行社实现营业收入 4189.01 亿元，同比增长 3.96%；营业利润为 18.60 亿元，同比减少 29.41%；利润总额为 21.88 亿元，同比减少 34.14%。由于我国旅行社行业进入门槛低、数量多、产业集中度低、产品同质性强，众多企业为争夺市场份额，不得不进行恶性价格竞争，导致整个行业在总收入不断增加的同时，利润普遍较低。

图表 10. 截至 2016 年末我国各省旅行社数量情况



资料来源：国家旅游局，新世纪评级整理、绘制

从行业竞争方面看，据公开数据显示，目前我国的三大旅行社，即中国国际旅行社总社有限公司（简称“中国国旅”）、中国旅行社总社（简称“中国旅行社”）、中国青年旅行社（简称“中青旅”）的累计市场份额自 2000 年以来一直保持在 30% 以下。未来产业融合和业态创新将是我国旅行社业发展的核心增长点。从行业内主要经营业绩来看，目前可获得经营数据旅行社经营类企业为 4 家，均为上市公司。其中，中国国旅为国务院直属企业，系 5A 级旅行社之一，营收规模很大，属于行业内龙头企业，近年来受益于我国旅游行业的快速发展，公司营业收入逐年大幅增长；中青旅由于主业还涉及房地产行业，受该行业收入波动影响，公司整体业绩呈现一定波动，不过其旅行社业务近年来也均保持增长。从行业毛利率情况来看，旅行社行业内企业众多，中国国旅、中青旅得益于较高的行业地位，近年来毛利率较其他企业相对较高。

<sup>2</sup> 未获取 2016 年数据。

图表 11. 主要旅行社经营类企业财务情况

序号	企业简称	营业收入 (单位: 亿元)				毛利率 (单位: %)			
		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
1	西安旅游	6.71	6.99	7.60	8.00	16.38	7.53	6.37	6.28
2	众信旅游	30.05	42.17	83.70	100.93	10.00	8.77	9.16	10.35
3	中青旅	93.16	106.07	105.77	103.27	19.80	19.95	21.17	23.79
4	中国国旅	174.48	199.36	212.92	223.90	23.83	23.86	24.43	25.07

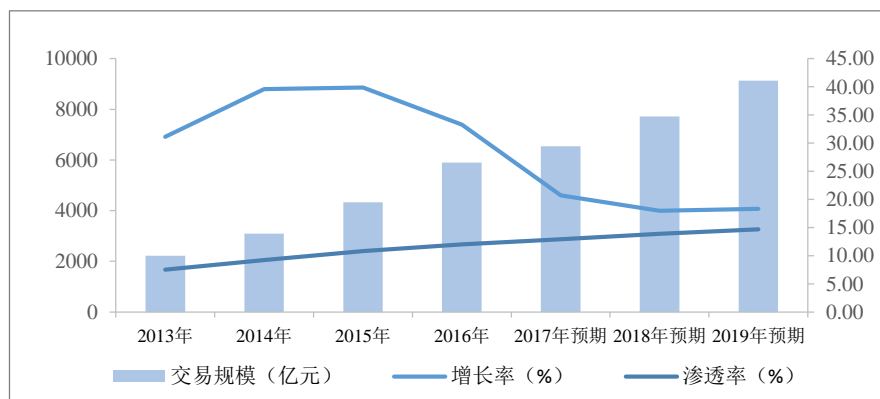
资料来源: 各企业审计报告, 新世纪评级整理、绘制

从行业发展特点来看, 近年来我国旅行社产业结构持续优化、旅行社产品设计与营销策略不断创新、诚信问题日益突出等特点。随着经济收入的增加、旅游消费水平的提高、旅游经验的丰富、旅游品位的提升, 游客已从“走马观花型”重量不重质的旅游方式, 向深度体验、个性游的方式转变。

#### (4) 在线旅游业

在线旅游 (英文全称 Online Travel Agent, 简称“OTA”) 是指依托互联网, 以满足客户信息查询、产品预定和服务评价为核心目标, 涵盖航空公司、酒店、景点、汽车租赁公司、海内外旅游局等旅游服务供应商的在线旅游平台, 与以门店销售为主的传统旅游产业存在巨大差异。随着互联网技术的日益成熟, 在消费需求以及国内政策的支持下, 在线旅游呈现井喷式发展。根据艾瑞统计数据, 2014-2016 年中国 OTA 行业市场交易规模分别 3092.70 亿元、4326.30 亿元和 5903.60 亿元, 市场渗透率分别为 9.20%、10.80% 和 12.00%, 整体呈上升趋势。

图表 12. 2013-2019 年 OTA 行业市场交易规模及渗透率



资料来源: 艾瑞咨询, 新世纪评级整理、绘制

从市场角度分析, OTA 行业分机票市场、住宿市场和度假市场三大板块。其中, 机票市场占比最大且发展趋于成熟, 2016 年交易额为

3453.60 亿元，同比增长 36.93%，随着在线度假等其他业务的完善，该板块交易额在 OTA 行业交易额的占比较上年提高 0.20 个百分点至 58.50%；同年，住宿市场交易额为 1186.62 亿元，同比增长 35.11%，占 OTA 行业总体交易额的 20.10%，同比下降 0.20 个百分点，随着游客对出游品质要求的提升，快捷酒店等低端产品销量受到一定冲击；在线度假市场 2016 年交易额为 974.40 亿，同比增长 44.38%，市场份额较上年提高 0.90 个百分点至 16.50%。

总体来看，由于目前在线旅游行业处于高速发展期，各龙头企业加大资本投入、频频进行价格战，以便争夺市场份额，导致各企业出现大额经营亏损。预计中短期内行业竞争仍将白热化，行业格局将持续进行整合，各企业经营状况大幅好转的可能性较小。

**旅游业作为第三产业的主要支柱行业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。**

2016 年 12 月，国务院印发《“十三五”旅游业发展规划》。《规划》提出，“十三五”期间我国旅游业发展要实现四大目标。一是旅游经济稳步增长。城乡居民出游人数年均增长 10% 左右，旅游总收入年均增长 11% 以上，旅游直接投资年均增长 14% 以上。到 2020 年，旅游市场总规模达到 67 亿人次，旅游投资总额 2 万亿元，旅游业总收入达到 7 万亿元。二是综合效益显著提升。旅游业对国民经济的综合贡献度达到 12% 以上。三是人民群众更加满意。旅游交通更为便捷，旅游公共服务更加健全，带薪休假制度加快落实，市场秩序显著好转，文明旅游蔚然成风，旅游环境更加优美，“厕所革命”取得显著成效。四是国际影响力大幅提升。入境旅游持续增长，出境旅游健康发展，与旅游业发达国家的差距明显缩小。

2017 年 1 月，全国旅游工作会议在长沙召开，会议总结了“515 战略”实施以来的全国旅游工作并明确发展目标方向，确定 2017 年将“加快由粗放型旅游大国向比较集约型旅游大国转变”作为中心任务，并部署实施 15 项重点行动。国家旅游局局长李金早在会上进行了题为《积极实施“三步走”战略奋力迈向我国旅游发展新目标》的工作报告，指出据联合国世界旅游组织测算，2016 年中国旅游业对国民经济综合贡献达 11%，与世界平均水平持平，人均出游近 3.4 次。

2017年8月，国家旅游局发布《2017年全域旅游发展报告》，“全域旅游”战略应运而生。作为一项中长期国家战略和国策，国家各部委将加大对全域旅游的政策和资金支持力度。

总体来看，中央和地方政府近年来一直持续推动旅游发展，各项旅游刺激方案存在积极意义，能够平缓因外部不利经济环境而带来的负面影响，最大限度地保持旅游产业相对平稳的发展。

## （二）四川省及成都市旅游基本情况

**四川省旅游资源丰富，成都是全国重要旅游城市之一和首批旅游综合改革试点城市之一，当地政府对文化旅游产业的支持力度较大，为该公司提供了较好的业务发展环境。**

2016年，成都市实现地区生产总值12170.2亿元，按可比价格计算，同比增长7.7%。其中，第一产业实现增加值474.9亿元，同比增长4.0%；第二产业实现增加值5232.0亿元，同比增长6.7%；第三产业实现增加值6463.3亿元，同比增长9.0%。按常住人口计算，人均地区生产总值76960元，同比增长6.2%。一、二、三产业增加值比例为3.9:43.0:53.1。截至2016年末，成都市常住人口共计1591.8万人，城镇化率达70.6%。2016年城镇居民人均可支配收入为35902元，同比增长8.1%；农村居民人均可支配收入为18605元，同比增长9.4%。2017年上半年度，成都市实现地区生产总值6111.4亿元，同比增长8.2%。其中第一、二、三产业增加值分别为177.6亿元、2574.5亿元和3359.3亿元，同比分别增长3.5%、7.4%和9.0%，三次产业结构调整为2.9:42.1:55.0。

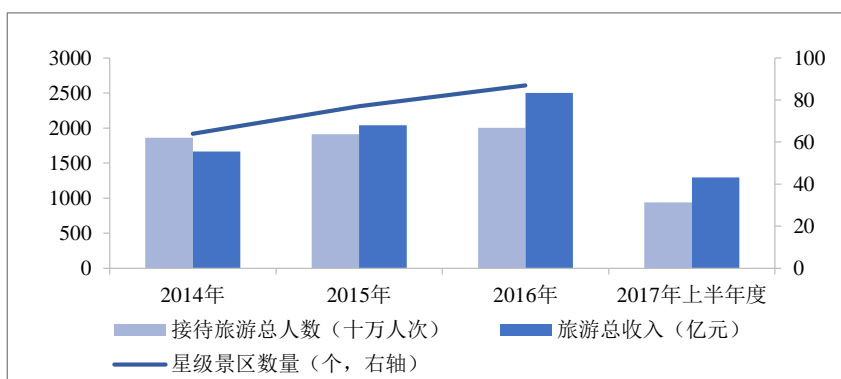
从财政情况来看，2016年成都市一般公共预算收入为1175.4亿元，同比增长7.0%。其中，税收收入为842.1亿元，同比增长4.8%；当年一般公共预算支出1597.2亿元，同比增长9.5%。此外，2016年成都市政府性基金收入完成790.6亿元，同比下降2.9%，加上级补助收入、专项债券转贷收入、上年结余等604.4亿元，收入总计1395亿元；政府性基金支出完成881.2亿元，同比增长13.5%。其中，旅游发展基金支出为28.0万元，占政府性基金支出预算的11.2%。2017年上半年度，成都市一般公共预算收入为693.0亿元，同比增长9.8%。

四川省自然景色秀丽，历史文化悠久，民族风俗独特，旅游资源丰富，其周边省市良好的休闲旅游文化氛围进一步促动了当地居民的出游热情，加上慕名而来的国内外游客，使得以成都为核心的四川旅游行业

多年来持续快速发展。

2016年，成都市接待游客总人数达到2.00亿人次，位居副省级城市第二位，同比增长4.68%。其中接待国内游客1.98亿人次，同比增长4.52%；接待入境游客272.31万人次，同比增长17.78%。2016年，成都市实现旅游总收入2502.25亿元，位居副省级城市第三位，同比增长22.65%。其中，国内旅游收入2425.58亿元，同比增长22.10%；旅游外汇收入12.42亿美元，同比增长15.77%。当年成都市旅游总收入、接待游客总人数在全省同口径指标中占比分别为32.47%和31.64%。其中，入境游占全省绝对比重，接待入境游人次占比为88.19%。

图表 13. 2014年以来成都市旅游经济情况



资料来源：2016年成都市人民政府公开数据，新世纪评级整理、绘制（未获取2017年上半年度星级景区数量）

截至2016年末，成都市共有A级景区87个。其中，5A级景区1个，4A级景区39个，3A级景区29个，2A级及以下景区18个。与上年末相比，4A级景区新增2个、3A级景区新增7个、2A级及以下景区新增1个。其中，纳入收报统计的77个景区全年实现主营业务收入157.92亿元，同比增长24.38%；实现门票收入13.34亿元，同比增长3.36%。

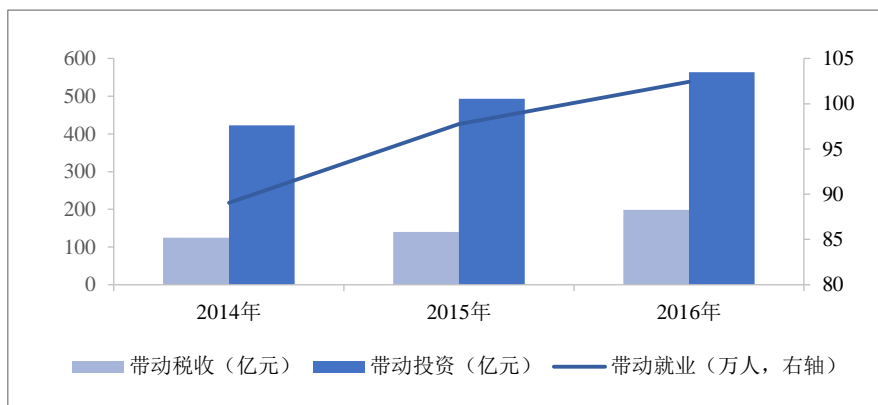
截至2016年末，成都市共有星级饭店113家。其中，五星级旅游饭店18家，四星级旅游饭店34家，三星级及以下旅游饭店61家。随着星级饭店运营管理水平的不断提升，当年纳入统计的128家住宿设施（含部分非星级饭店）实现营业收入80.84亿元，同比增长2.37%；实现税金及附加值4.86亿元，同比增长3.34%；营业利润为29.81亿元，同比增长8.72%。截至同年末，成都市共有旅游社466家，较上年末增加60家。其中，纳入统计的旅行社2016年实现营业收入90.02亿元，同比增长11.42%。

2017年上半年度，成都市接待游客总人数为9383.20万人次，同比

增长 5.20%。其中接待国内游客 8268.20 万人次，同比增长 5.12%；同期实现旅游总收入 1295.10 亿元，同比增长 19.91%。其中国内旅游收入为 1257.06 亿元，同比增长 19.62%；纳入统计的 A 级景区累计接待 8753.6 万人次，同比增长 20.26%，实现门票收入 7.39 亿元，同比增长 20.21%。

从经济效益来看，成都旅游业的迅速发展对国民经济的带动起到了良好作用，旅游业作为全市国民经济战略性支柱产业的地位得到进一步巩固和提升。2016 年，成都旅游业实现增加值 1169.44 亿元，同比增长 18.98%，较上年提高 7.48 个百分点；在全市 GDP 中占比达 9.61%，较上年提高 0.51 个百分点；在全市第三产业增加值中的占比达 18.09%，较上年提高 0.86 个百分点；旅游业对 GDP 的直接贡献率为 13.63%，较上年提高 0.02 个百分点。当年纳入成都市旅游项目库的在建项目共 81 个，其中 20 亿元以上的项目 16 个，综合性旅游项目（集旅游、度假、休闲、娱乐为一体的大型旅游综合体）共 23 个。上述项目累计实现旅游直接投资 273.3 亿元，超额完成成都市当年旅游投资计划的 40.15%。此外，旅游业带动投资 563.35 亿元，同比增长 14.25%；带动税收 198.56 亿元，同比增长 41.65%；带动直接和间接就业 102.42 万人，同比增长 4.77%。

图表 14. 2014-2016 年成都市旅游对税收、投资及就业的带动作用



资料来源：2014-2016 年成都旅游经济运行分析报告，新世纪评级整理、绘制

**四川省旅游业面临良好的发展机遇，成都平原城市群同城化发展、成渝城市群一体化发展为成都旅游业创造了新的机会。2017 年联合国世界旅游组织第 22 届大会将在成都举行，为成都提供展示其经济、旅游、文化等各方面的平台，可进一步拉动成都旅游业的发展。**

目前，四川省旅游业面临着重大机遇交汇叠加的有利发展环境。《四川省国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》提出要大力发展现代旅游业。根据规划，四川要加快旅游资源开发和产品打造，促进旅游与

三次产业整合发展，积极发展旅游新业态，构建现代旅游产业体系，加快建设旅游经济强省和世界重要旅游目的地，四川省的旅游规划将进一步促进成都旅游业的发展。此外，“1+7”成都平原城市群同城化发展、成渝城市群一体化发展为旅游业创造了新机会。成都市利用影响全球发展的共享经济，在“互联网+”方面开辟旅游“新天地”，致力于提高资源利用率和综合效益。成都互联网宽带建设覆盖城乡率的提升、航空及路网的不断完善、OTA企业网上经营、导游自由执业、打车软件的普及等多因素将进一步激发和推动国内旅游热潮。

2017年，联合国世界旅游组织第22届大会将在成都举行，为成都提供了向世界展示成都的平台，这将助力实现成都旅游发展的规范化、标准化、特色化的目标和深化国际旅游交流与合作，对建设旅游经济强市和世界旅游目的地城市具有重大意义。综合当前经济形势，成都市预计2017年将实现旅游总收入3000亿元，接待游客2.1亿人次，接待入境游客300万人次，规划将全域旅游发展与建设国家中心城市有机结合起来，打造国家级旅游度假区、国家级及省级生态旅游示范区。

## 五、公司自身素质

### （一）公司产权状况

**作为成都市国资委出资设立的国有独资企业，该公司股权结构清晰，控股股东地位稳定。**

自成立以来，成都市国资委一直为该公司唯一股东和实际控制人。公司作为成都文化旅游业重要的国有独资企业，可在货币增资及旅游资源等方面得到政府大力支持。公司产权状况详见附录一。

### （二）公司法人治理结构

**该公司已设立有董事会及监事会等决策及监督机构，经营及财务管理较为独立，法人治理情况良好。**

根据《公司法》等法律法规和公司章程，该公司与成都市国资委在业务、资产、财务和机构等方面分开，具有较好的经营独立性。公司不设股东会，由成都市国资委行使股东会的各项职权。公司设有董事会及监事会，其中董事会是公司经营管理的最高决策机构<sup>3</sup>，共有5名成员，

<sup>3</sup> 该公司合并、分立、解散、增减资本、资产转让和发行公司债券等事项须经由成都市国资委

其中 4 人由出资人委派，1 人由职工代表担任；监事会共有 5 名成员，其中 3 人由出资人委派，2 人由职工代表担任。公司设总经理 1 人，总理由董事长提名，由董事会决定聘任或者解聘，对董事会负责。2016 年 6 月，公司免去公司原党委副书记、董事、总经理苗伟的相关职务，由高润强接任。本次人员变动属于成都市干部的正常调整，对公司日常管理、生产经营无较大影响。

该公司根据自身业务特点，设置了董事会办公室、纪检监察室、人力资源部、计划财务部、投资管理部、采购管理部、项目管理部等 12 个职能部门，各部门职责分工明确，并各司其职，可满足公司日常经营管理需要。公司组织架构详见附件二。

截至 2017 年 6 月末，该公司拥有成都文化旅游发展股份有限公司（简称“文旅股份”）、成都西岭雪山旅游开发有限责任公司（简称“西岭雪山公司”）、成都宽窄巷子投资管理有限责任公司（简称“宽窄巷子公司”，原名为“成都少城建设管理有限责任公司”，2016 年更为现名）、成都文化旅游开发建设有限责任公司（简称“开发建设公司”）、成都中国青年旅行社（简称“成都青旅”）、成都市灯会办公室（简称“灯会办”）、成都文旅酒店投资管理有限公司（简称“酒店公司”，原名为“成都文旅资产运营管理有限责任公司”，2016 年更为现名）、成都体育产业有限责任公司（简称“体产公司”）、成都市兴文投资发展有限公司及成都文旅旅游营销管理有限公司（简称“营销公司”，原名为“成都文旅东村文化创意发展有限公司”，2016 年更为现名）等 19 家控股公司。公司主要子公司概况见附录三。

该公司子公司文旅股份（834833.OC）于 2015 年 12 月 15 日在新三板挂牌，截至 2017 年 6 月末，总股本 7500 万股，公司以 66.67%（含体产公司持有的 3.33% 的股份）的持股比例（股份未质押）仍为第一大股东。

截至 2017 年 6 月末，该公司暂不涉及与关联方的往来交易。

### （三）公司管理水平

自成立以来，该公司逐步建立健全内控制度，组织架构设置可满足其现阶段经营管理的需要。但公司近年来业务规模快速扩大，存在一定的管理压力。



该公司在分、子公司架构设计上，实行分级管理制度；集团本部是战略决策中心、资金运营中心和协调中心，下属企业在集团本部授权范围内按照市场原则自主经营。公司逐步建立健全内部管理制度，较好地适应了业务发展需要。

在对下属企业管理方面，该公司制订了《成都文旅集团子公司管理办法（试行）》、《成都文旅集团委派下属公司股东代表、董事授权体系（试行）》、《成都文旅集团分、子公司会计信息报告管理规定》、《分、子公司财务管理纲要》和《分、子公司人力资源管理纲要》等制度，对分、子公司的财务会计报告编制及报送、财务管理和人力资源体系管理等进行了规范。

在资金管理方面，该公司制订了《财务预算管理制度》、《货币资金管理规定》和《资金支付流程》等制度，对财务预算和资金支付等工作加强管理，提高了资金的使用效率。

在项目发包和合同管理方面，该公司制订了《限额以下项目发包管理办法》和《合同授权委托管理办法》等制度，规范了公司项目发包流程，并建立了签订合同的授权管理体系。

#### （四）公司经营状况

作为成都市文化旅游行业重要的国有独资企业，该公司负责整合该市文化旅游资源，并获得了政府的大力支持。近年来公司工程劳务代建和景区运营板块发展较快，但旅行社业务受相关市场影响收入逐年下降，景区运营业务相对平稳。此外，公司在建工程较多，基础设施建设项目受政府回购进程的影响较大，资金回笼情况存在不确定性，对公司业绩及现金流影响较大。

该公司核心板块业务主要包括旅游景区运营、工程劳务代建和旅行社业务，同时公司还涉及文化创意及旅游营销和体育产业等其他旅游相关附属业务。2014-2016年，公司分别实现营业收入15.69亿元、16.59亿元和17.49亿元，近年来营业收入呈稳定增长趋势，且三大核心业务的地位较为稳定，合计收入在营业总收入中的占比维持在90.00%左右。其中，工程劳务代建业务收入随着项目建设的逐渐完工，政府回购不断推进而逐年增加；旅行社业务因自驾游游客增多，以团队游为主的旅行社业绩不断缩减，该业务收入逐年下降，使得公司核心业务收入结构近年来不断变化。2016年，公司三项核心板块业务收入在主营业务收入中

的占比分别为 17.51%、41.02%和 29.85%，工程劳务代建业务的收入比重首次超过旅行社业务，成为公司最重要的收入和盈利来源。

2014-2016 年，该公司营业综合毛利率分别为 20.83%、21.75%和 28.39%，呈逐年上升趋势，主要受工程劳务代建业务收入规模扩大、毛利率波动上升拉动所致。公司旅游景区运营业务的毛利水平最高，虽然收入占比不及其他两大核心业务板块，但整体仍占有一定比重（约为 17.51%左右），因此该业务也是公司主要的盈利来源之一。2017 年上半年度，公司实现营业收入 6.81 亿元，综合毛利率为 44.64%，较上年同期略有提高。

图表 15. 2014-2016 年及 2017 年上半年度公司业务状况（单位：亿元，%）

业务类型	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年上半年度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
旅游景区运营	2.78	59.59	2.89	54.96	3.06	52.35	2.22	70.27
工程劳务代建	4.32	21.24	6.04	14.13	7.18	21.22	0.78	100.00
旅行社业务	7.12	2.70	6.22	6.07	5.22	6.53	2.21	3.44
文化创意及旅游营销	0.75	15.08	0.55	32.20	0.52	41.28	0.06	81.08
体育产业	0.22	86.25	0.26	87.83	0.19	72.16	0.00	6.38
其他业务	0.50	39.51	0.64	60.48	1.32	86.79	1.52	37.09
合计	15.69	20.83	16.59	21.75	17.49	28.39	6.81	44.64

资料来源：成都文旅

注 1：加总数与合计数不一致系四舍五入所致。

注 2：2017 年上半年度体育产业收入实际为 7.05 万元，表中 0.00 亿元系四舍五入所致。

## 1. 旅游景区运营

该公司目前拥有西岭雪山、宽窄巷子、平乐古镇、安仁古镇、西来古镇、三岔湖、大熊猫国际生态园度假区和金堂县五凤古镇等优质旅游资源，分别由公司与旅游景区所在地政府合资成立的项目公司负责运营，公司均系相关项目公司的控股股东。

该公司旅游景区运营业务收入主要来源于景区门票、索道、景区酒店、景区资产及场地的租赁等。公司目前建成投运的景区主要为西岭雪山风景区和宽窄巷子景区，上述两大景区运营时间较长，景区培育较为成熟。2014-2016 年，公司分别实现旅游景区运营收入 2.78 亿元、2.89 亿元和 3.06 亿元，呈逐年增长趋势，主要系宽窄巷子景区游客人数逐年增长较多所致；同年，该业务毛利率分别为 59.59%、54.96%和 52.35%，由于景区折旧费用较高，加之人工及维护等费用逐年增长，使得业务毛利率逐年下降。2017 年上半年度，公司实现旅游景区运营收入 2.22 亿

元，占主营业务收入的 32.65%，毛利率为 70.27%，主要由于第一季度是西岭雪山的传统旅游旺季，当期业务利润较高，使得相应的收入和毛利均高于年平均水平。未来随着公司现有景区客流量逐步增长以及在建旅游项目逐步投入运营，公司旅游景区运营业务的业绩有望逐步提升。

图表 16. 公司旅游景区运营收入情况（单位：亿元）

项目名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年上半年度
西岭雪山景区	2.19	2.17	2.11	1.75
宽窄巷子景区	0.56	0.68	0.74	0.38
其他景区运营	0.03	0.04	0.22	0.09
合计	2.78	2.89	3.06	2.22

资料来源：成都文旅

注：加总数与合计数不一致系四舍五入所致。

### (1) 西岭雪山

西岭雪山风景区位于成都市大邑县境内，距成都市区 95 公里，总面积 482.8 平方公里，于 2011 年 1 月被国家旅游局评为 AAAA 级旅游景区。随着滑雪基地、滑雪度假村和索道游览等旅游项目陆续竣工，西岭雪山已成为集观光游览、户外运动和度假休闲等为一体的大型综合性景区。

西岭雪山风景区的索道、滑雪场和酒店餐饮等业务由该公司下属控股子公司文旅股份（公司持股 66.67%）负责运营；风景区的门票业务和基础设施建设、维护则由全资子公司西岭雪山公司（公司持股 100.00%）经营。上述两家子公司均拥有西岭雪山风景区独家经营权至 2049 年 12 月 31 日，期满后可与西岭雪山管委会商议决定是否延长。

目前西岭雪山风景区门票执行价格为夏季（3 月至 11 月）60 元/人，分别于 2016 年和 2017 年初各上调 10 元/人，冬季（12 月至次年 2 月）120 元/人，其中元旦、春节为 160 元/人；上山索道执行价格夏季和冬季均为 120 元/人往返，单程 70 元/人，其中夏季上山索道价格较 2015 年增长 40 元/人往返，冬季增长 20 元/人往返。

西岭雪山风景区营业收入主要来源于门票、索道（两项收入合计占比约为 70.00%）及滑雪等娱乐项目、酒店客房餐饮等。2014-2016 年，西岭雪山风景区分别实现营业收入 2.19 亿元、2.17 亿元和 2.11 亿元，呈逐年下降趋势。主要受成温邛高速施工、年末雪季到来时间延后等因素影响，西岭雪山风景区接待游客人次逐年下滑所致，同年分别为 81 万人次、76 万人次和 68 万人次。

虽然目前该景区收入在旅游景区运营业务总收入中的占比最高，2014-2016 年分别为 78.90%、75.22%和 68.79%，但随着其他景区业绩的不断增长，在建景区的逐渐完工投运，该景区业务收入占比或将下降。2017 年上半年度，西岭雪山风景区接待游客 56 万人次，约占 2016 年接待游客总数的 82.35%，主要系第一季度为该景区传统旅游旺季，游客多集中在该段期间游览所致。同期该景区实现营业收入 1.75 亿元，较上年同期小幅增长。

图表 17. 公司西岭雪山风景区运营情况

项目名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年上半年度
游客数量 (万人次)	81	76	68	56
营业收入 (亿元)	2.19	2.17	2.11	1.75

资料来源：成都文旅

## (2) 宽窄巷子旅游项目

宽窄巷子景区为国家旅游局评定的 AA 级景区，地处成都市三大历史文化名城保护区之一的少城片区，距市中心“天府广场”约 1 公里，由该公司全资子公司宽窄巷子公司运营。宽窄巷子由平行排列的宽巷子、窄巷子和井巷子三条历史文化街区及 45 个四合院落组成，2008 年 6 月正式对外营业，2009 年获得“中国特色商业街”称号。

宽窄巷子景区属开放式景区，目前景区收入主要来源于院落出租及管理费用。为提升整个宽窄巷子的景区档次，2008 年以来该公司先后出售了 3 个院落以及 1 个酒店以引进高端业态和知名品牌，可供出租面积有所减少，截至 2017 年 6 月末，宽窄巷子可出租的院落和铺面面积分别为 2.10 万平方米和 0.07 万平方米，已全部出租。随着物价的上涨，院落和铺面的月租金也逐年增加，同期末分别达到 225 元/平方米和 718 元/平方米。2014-2016 年，宽窄巷子接待游客数量分别为 1913 万人次、1968 万人次和 1989 万人次，游客接待数处于稳步增长状态，故景区营业收入也逐年增加，同年分别为 0.56 亿元、0.68 亿元和 0.74 亿元，在旅游景区运营总收入中的占比分别为 20.07%、23.51%和 24.05%。公司未来将随着国民经济的发展和物价水平的提升而逐步提高宽窄巷子景区内院落、铺面的租金价格和管理费，该景区的收入水平有望进一步增加。2017 年上半年度，宽窄巷子景区接待游客 952 万人次，实现营业收入 0.38 亿元，占旅游景区运营总收入的 17.07%，较上年同期略有增长。

图表 18. 公司宽窄巷子景区运营情况

项目名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年上半年度
游客数量 (万人次)	1913	1968	1989	952
营业收入 (亿元)	0.56	0.68	0.74	0.38

资料来源：成都文旅

从市场竞争看，宽窄巷子周边与其功能、定位较为相似的景区主要有锦里古街和文殊坊街群，三者同处成都市青羊区，且均为以文化内涵为依托形成的旅游商业街。但宽窄巷子采取差异化经营策略，定位于中高档休闲消费市场，着重实现商业街休闲娱乐功能。为进一步凸显宽窄巷子的旅游地位，该公司计划进行景区文化保护街区周边环境整治，并通过建设宽窄巷子精品商业、文化演艺和商务配套区实现对景区的提档升级。上述规划已处于土地拆迁准备中，但项目（宽窄巷子二期工程）尚未立项实施。预计未来项目实施建设后，客流量及经营业绩均有望得到提高。

### (3) 其他景区

该公司尚有大熊猫生态园国际度假区三期和平乐古镇（一期）等景区项目初步投运，总投资额分别为 4.02 亿元和 1.10 亿元。2014-2016 年及 2017 年上半年度，其他投运的景区合计实现旅游景区运营收入分别为 0.03 亿元、0.04 亿元、0.22 亿元和 0.09 亿元，主要来自于商业租金收入。因投运时间较短，收入水平很低。

该公司在建的文化旅游项目主要分布于安仁古镇风景区、五凤古镇风景区等。上述景区建设内容大致分为两部分，一是景区基础设施、配套设施建设、土地整治、环境整治等，该部分采用代建模式，即由公司下属子公司完成项目建设后，地方政府或其派出机构支付相关建设成本（详细情况见工程劳务代建业务描述）；二是景区经营性资产运营部分，由公司下属子公司以自有资金投入项目建设，形成旅游产品后通过运营景区管理获取收益，同时在约定年限内，项目所在地政府会给予增量部分税收返还补贴。截至 2017 年 6 月末，公司主要在建项目合计计划总投资约 43.56 亿元，已投资约 19.07 亿元，2017 年内尚需投资约 1.77 亿元，未来仍面临一定的投资压力。但随着各项目建设的完成，公司景区运营业务收入有望得到提升。

图表 19. 截至 2017 年 6 月末公司主要在建经营性项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	计划投资	已投资	剩余投资	投资周期
宽窄巷子	6.00	4.66	1.34	2009-2018
大熊猫生态园国际度假区 (四期)	8.50	3.98	4.52	2007-2018
龙池项目	3.46	1.00	2.46	2010-2018
安仁古镇内文化交流中心等项目	6.29	5.50	0.79	2009-2017
新声剧场项目	1.16	1.24	—	2010-2017
金沙剧场项目	5.50	0.68	—	2011-2018
五凤古镇 (二期)	9.60	0.56	9.04	2017-2021
道路及设备等大修工程	3.05	1.44	1.61	2016-2021
<b>合计</b>	<b>43.56</b>	<b>19.07</b>	<b>19.75</b>	—

资料来源: 成都文旅

注 1: 加总数与合计数不一致系四舍五入所致

注 2: 道路及设备大修等项目费用系总体预估, 未有详细划分

## 2. 工程劳务代建 (基础设施代建)

该公司工程劳务业务主要是对旅游景区进行综合开发, 包括规划区域的旅游配套资源土地整治、景区设计、景观建造、旅游设施和配套基础设施建设。近年来, 公司分别与成都市政府等机构签订多项景区合作开发协议, 获得多处文化旅游景区规划区域的独家开发经营权。此外, 对于成都下属县市项目, 公司多代表成都市政府与当地政府合资成立项目公司进行相关景区的开发建设, 项目公司负责融资, 以减轻当地政府的资金压力。

该公司多采用代建模式进行相关景区项目的基础设施建设, 当地政府及其下属的国有资产经营公司或城投建设公司向公司支付代建款项等, 并以封闭区域内指定的土地出让收入作为支付代建款项的保障, 同时实现基础设施代建服务费收入。

该公司在建的景区旅游基础设施建设项目包括三岔湖基建项目、安仁古镇基建项目、平乐古镇基建项目、西来古镇基建项目和五凤古镇基建项目。其中五凤古镇于 2012 年 6 月动工, 其他 4 个景区均于 2009 年动工。2017 年 6 月末, 安仁古镇、西来古镇及五凤古镇基建项目已基本完工, 处于竣工决算及清付尾款阶段, 三岔湖和平乐古镇基建项目预计将在 2017 年末完工。上述项目计划总投资 54.83 亿元, 其中安仁古镇和西来古镇后期调整了建设规划, 实际投资额较计划总投资有所减少。截至 2017 年 6 月末, 上述项目已投资 43.40 亿元, 累计回笼资金 18.91 亿元。

图表 20. 截至 2017 年 6 月末公司景区基建项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	计划投资	已投资	已回笼	(预计)完工时间	2017 年预计收款
三岔湖景区基建项目	12.00	12.00	8.10	2017.12	1.00
安仁古镇景区基建项目	23.50	16.00	2.48	2017.03	2.00
平乐古镇景区基建项目	10.00	7.00	3.32	2017.12	1.50
西来古镇景区基建项目	5.00	4.00	0.78	2016.12	1.00
五凤古镇景区基建项目	4.33	4.40	4.23	2016.12	0.17
合计	<b>54.83</b>	<b>43.40</b>	<b>18.91</b>	—	<b>5.67</b>

资料来源: 成都文旅

2014-2016 年及 2017 年上半年度, 该公司工程劳务代建业务分别实现收入 4.32 亿元、6.04 亿元、7.18 亿元和 0.78 亿元, 占营业总收入的比重分别为 27.54%、36.41%、41.02% 和 11.53%, 随着项目的逐渐完工结转, 公司收到的土地返还金及税收增量收入逐渐增加, 该业务在主营业务中所占比重也逐年攀升。其中, 2016 年公司工程劳务收入主要来自前期 1098 项目<sup>4</sup>出让 119 亩地所返还的 6.67 亿元。当年公司工程劳务代建业务的毛利率为 21.22%, 较上年提高 7.10 个百分点, 主要系当年土地结算所确认的收入较多所致。但受土地出让进度及项目所在景区整体规划和拆迁进度等影响, 公司承担的代建项目进度具有不确定性, 该业务利润波动较大。2017 年上半年度, 公司工程劳务代建项目结算确认收入 0.78 亿元, 主要来源于公司当期代建的农迁房, 其项目资金成本由政府承担。公司对景区后续发展重新规划, 当期景区基建项目未有资金支出, 故业务毛利率为 100.00%。

总体看, 随着代建项目建设的不断推进, 该公司资金投入不断增加。但受项目所在景区整体规划和拆迁进度等影响, 项目代建进度具有不确定性, 加之资金回笼期较长, 公司未来融资压力较大。为保障建设进度和资金平衡, 公司通过获取景区封闭区域内的土地返还金及出售经营性资产实现资金回笼, 公司未来工程劳务代建收入和其他业务收入或将进一步增加。此外, 上述项目完工投运后也将促进旅游景区运营业务收入增长, 为公司整体业绩的增长提供了可持续性的助力。

### 3. 旅行社业务

成都青旅是国家特许经营的我国公民出境游的组团社之一, 也是成

<sup>4</sup> 根据《成都市人民政府关于变更大熊猫生态园项目借款人主体有关事宜的通知》(成府函[2007]147 号), 经成都市政府授权, 该公司于 2007 年承接了原配置给成都市兴蓉投资公司的 1098 亩土地收益权(简称 1098 项目), 由公司负责代建整理, 土地拍卖收入的 70% 支付给公司, 作为公司的整理成本收回和代建投资收益。

都市主要的旅行社之一。2012年，成都市国资委将其100%股权划入该公司，并负责公司旅行社业务。成都青旅的划入使得公司旅游业务产业链更加完整，可与公司景区建设与经营等业务协同发展。截至2017年6月末，公司旅行社下属网点营业部达到119个，其中2016年和2017年上半年度分别新增18个和6个。

2014-2016年，成都青旅接待游客人次分别为25.80万人次、23.22万人次和21.75万人次，其中国内游人数占比较大，同年分别为17.61万人次、14.18万人次和13.56万人次。由于市场竞争不断加剧，加之自驾游热潮不断升温，导致成都青旅接待游客数量呈逐年下降趋势。2014-2016年，该公司旅行社业务分别实现营业收入7.12亿元、6.22亿元和5.22亿元，受游客数量下降的影响，营业收入不断减少；同年，该业务毛利率分别为2.70%、6.07%和6.53%，呈逐年增长态势，主要系成都青旅近年来积极与各相关领域的龙头公司进行合作，在航空、酒店、餐饮及各地合作景区等方面获得了较大折扣，使得营业成本有所降低所致。2017年上半年度，成都青旅接待游客15.76万人次，实现旅行社业务收入2.21亿元，占营业总收入的32.51%，当期业务毛利率为3.44%。总体看，该公司旅行社业务收入规模相对较大，但激烈的行业竞争使得其业务毛利率较低，盈利能力偏弱。

#### 4. 文化创意及旅游营销

该公司文化创意及旅游营销业务收入主要来源于灯会展览收入、景区营销、管理收入等。2014-2016年及2017年上半年度，公司文化创意及旅游营销业务分别实现收入0.75亿元、0.55亿元、0.52亿元和0.06亿元，毛利率分别为15.08%、32.20%、41.28%和81.08%。其中，2016年以来，因公司未举办毛利率水平较低的灯会活动，因此营业收入虽有所缩减，但毛利率却有所增长。

成都灯会历史悠久，是成都历史文化名城内涵的重要组成部分，也是四川省非物质文化遗产保护对象。该公司下属灯会办负责灯会的管理，为充分体现市场化原则、助力民营企业发展，成都市政府授权民营企业承办了2016年及2017年灯会展览。公司未来是否继续承办灯会尚不确定，由于该业务收入占比较小，对公司经营影响不大。

该公司全资子公司营销公司负责营销业务的开展，该业务将以城市旅游目的地营销推广为主，将文化、旅游、体育等多个领域进行整合营销，为公司自有项目提供营销宣传方面的支持。此外，公司也在积极寻求通过管理模式输出的方式，实现宽窄巷子景区管理模式输出的服务收



入。同时，通过服务外包形式承接成都市旅游局境外营销的服务，实现营销收入。

## 5. 体育产业

该公司体育产业主要由下属子公司体产公司运营，收入来源主要包括体育赛事举办收入、成都体育中心场馆运营收入、体育中心场地租赁收入、大型演艺活动收入等。受承办的活动规模及数量的影响，业务收入和利润都具有较大的不确定性。2014-2016年，公司分别实现体育产业收入0.22亿元、0.26亿元和0.19亿元，毛利率分别为86.25%、87.83%和72.16%。

2016年，该公司承办了“友情岁月一起兄弟”、“陈奕迅”、“好妹妹乐队”、“五月天”、“张杰”等明星艺人演唱会，以及“2016南美VS欧洲全明星足球盛宴”、“2016中国足球乙级联赛半决赛”等体育赛事，当年实现收入0.19亿元。但2017年因成都体育中心场馆进行改造，影响了相关赛事、文艺演出的举办，使得2017年上半年度公司体育产业仅实现收入7.05万元，较上年同期大幅减少。

整体来看，该公司文化创意及旅游营销、体育产业业务收入占比偏小，各年收入规模波动相对较大，但由于利润占比较小，对公司整体盈利状况影响不大。

## 6. 其他业务

该公司其他业务中主要的收入来源为旅游景区经营性资产转让，该业务主要为引入高端业态和知名品牌来提升景区的档次，通过知名品牌和专业管理实现景区聚集效应。目前，公司在建景区有6个，为大熊猫生态园国际度假区、平乐古镇风景区、安仁古镇风景区、西来古镇风景区、三岔湖风景区和金堂县五凤古镇风景区等，未来公司将根据旅游总体规划及公司资金运营需要适当性选择景区内部分经营性资产进行转让，上述景区的培育建设都将为公司持续取得景区资产转让收入提供有力保障。2014-2016年及2017年上半年度，公司其他业务总收入分别为0.50亿元、0.64亿元、1.32亿元和1.52亿元，公司计划于2017年转让2000-4000平方米的院落，预计可实现收入0.40-0.80亿元。

### （五）公司财务质量

中准会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司2014-2016年财务报表进行了审计，并出具标准无保留意见的审计报告。公司按照《企业会计准

则第 33 号-合并财务报表》及相关规定的要求编制。

截至 2016 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 136.32 亿元，所有者权益为 55.67 亿元(其中归属于母公司所有者权益为 39.04 亿元)；2016 年实现营业收入 17.49 亿元，实现净利润 0.16 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.07 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为 2.03 亿元。

截至 2017 年 6 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 132.28 亿元，所有者权益为 56.72 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 40.02 亿元）；2017 年上半年度，公司实现营业收入 6.81 亿元，实现净利润 0.38 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.31 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为 8.38 亿元。

2016 年 11 月，该公司和成都体育产业有限责任公司、成都金控金融发展股权投资基金有限公司共同出资成立了成都金控文旅股权投资基金管理有限公司(简称“金控基金”)。公司对金控基金持有 51.00%的股权，为其控股股东，当年金控基金被纳入公司合并报表范围内。截至 2017 年 6 月末，公司合并报表范围内子公司共计 19 家。

近年来，随着文化旅游项目的集中投入，该公司债务规模增长较快，但股东增资及经营积累在一定程度上减缓了资产负债率的上升压力，财务杠杆仍控制在合理范围。公司总体运营较为平稳，收入规模和盈利水平变化不大，旅游景区运营业务资金回笼情况良好，但经营性现金净流入受景区资产转让及代建项目回购速度影响而存在一定的波动。

## （六）公司抗风险能力

作为成都市文化旅游运营的重要主体，该公司拥有较丰富的文化旅游资源，并可获得成都市政府等大力支持；受益于居民可支配收入增长等因素，公司旅游景区运营主业发展情况良好，景区基础设施建设及增量税收返还可带来持续的资金流入，总体抗风险能力很强。

### 1、文化旅游项目资源丰富

四川省以及成都市文化旅游资源丰富，作为成都市文化旅游产业重要的国有独资企业，该公司主要负责该市文化与旅游资源的配置与开发，在相关政府支持下，先后获得成都及周边地区多处旅游项目开发权，其中“西岭雪山景区”被评为成都十景，“宽窄巷子”“安仁古镇”“平乐古镇”属成都新十景，公司所开发及运营的文化旅游资源较丰富。

## 2、地方政府的支持力度较大

该公司是成都市优化文化旅游资源配置和推动文化旅游产业发展的主要执行主体，受到市委和市政府的较大支持，自成立以来多次获得成都市国资委资本金拨付和资产划拨，权益资本实力明显增强。2007年公司成立时实收资本为1亿元，截至2017年6月末，公司实收资本增至10.35亿元。

作为成都市文化旅游及体育项目的重要运营主体，该公司享有成都市旅游营销专项资金等政策扶持。成都市本级财政建立旅游产业扶持资金，2014-2016年公司每年分别获得1.49亿元、1.44亿元和0.54亿元。同时，包括“三镇一湖”等项目所在地政府还通过税收封闭等方式支持公司长期发展。

## 3、景区基础设施建设及增量税收返还可带来持续的资金流入

该公司先后投入大量资金用于景区基础设施建设，包括三岔湖风景区环湖路一期、安仁古镇景区基础设施、平乐古镇景区环境整治、大熊猫生态园环境整治等。目前公司已与景区所在地相关政府机构签订了委托代建合同，由政府或其派出机构、授权的下属支付公司代建的旅游基础设施及土地整理款项等。公司目前在旅游基础设施及土地整理方面已投入建设尚未结算的金额较大，有望逐步实现资金流入。

# 六、公司盈利能力及偿债能力

## （一）公司盈利能力

近年来，该公司业务规模呈现一定波动，但利润来源逐步多元化。因项目折旧及利息负担较重，公司主业盈利能力偏弱，目前盈利主要依赖于政府补助。但随着旅游景区项目逐步运营成熟，公司整体盈利能力有望得到一定提升。

该公司目前的经营业务主要包括旅游景区运营、工程劳务代建、旅行社业务、文化创意及旅游营销业务及体育产业经营等。2014-2016年及2017年上半年度，公司分别实现营业收入15.69亿元、16.59亿元、17.49亿元和6.81亿元，呈逐年稳定增长态势；综合毛利率分别为20.83%、21.75%、28.39%和44.64%。其中随着景区客流量的持续增长，公司景区运营收入呈现了较好的成长性，但游客增量不大，收入增速有

限；工程劳务收入随代建项目的建设推进逐年增长，收入占比一直保持在较高水平；旅行社业务受自驾游人数增加的冲击，业务收入逐年缩减，加之市场竞争较为激烈，该业务毛利水平很低。总体看，旅游景区运营、工程劳务业务和旅行社业务是公司收入和盈利的主要来源。

随着业务规模扩大，该公司期间费用逐步增长，2014-2016年及2017年上半年度分别为3.93亿元、4.19亿元、4.85亿元和2.48亿元，期间费用率分别为25.03%、25.26%、27.75%和36.44%。公司期间费用主要为管理费用及财务费用，其中管理费用主要为人工工资，因人均工资水平的提升而逐年增长；财务费用随刚性债务规模扩大而逐年增加（部分利息支出予以资本化）。总体看，公司资产折旧、人工及利息负担较重，影响了公司的盈利水平。

2014-2016年，该公司投资净收益分别为-365.82万元、4183.87万元和584.93万元。其中2015年投资收益较多主要系当期获得较多可供出售金融资产收益所致，不具有可持续性；2016年实现的投资收益主要来自公司投资的绵竹浦发村镇银行有限责任公司（公司持股比例为5.40%）分配股利所得。以政府补助收入（专项资金补贴）为主的营业外收入是公司盈利的重要组成部分，2014-2016年公司营业外收入分别为1.93亿元、1.66亿元和0.59亿元，其中公司收到的政府补助分别为1.49亿元、1.44亿元和0.54亿元，由于政府补助主要依据公司所建项目情况进行审定，因此具有一定的不稳定性。但公司作为成都市政府文化、旅游营销工作的执行主体，地位较为稳固，加之成都市建立了旅游产业扶持基金，政府补助尚具有一定的可持续性。

总体看，近年来该公司营业收入呈现稳定增长趋势，但期间费用也随着业务规模的扩大而不断增长，公司主业盈利能力偏弱，目前盈利主要依赖于政府补助。2014-2016年，公司净利润分别为0.21亿元、0.50亿元和0.16亿元；净资产收益率分别为0.55%、1.07%和0.29%，盈利水平较低。但随着公司所建设的景区逐步运营成熟，公司盈利能力有望得到提升。

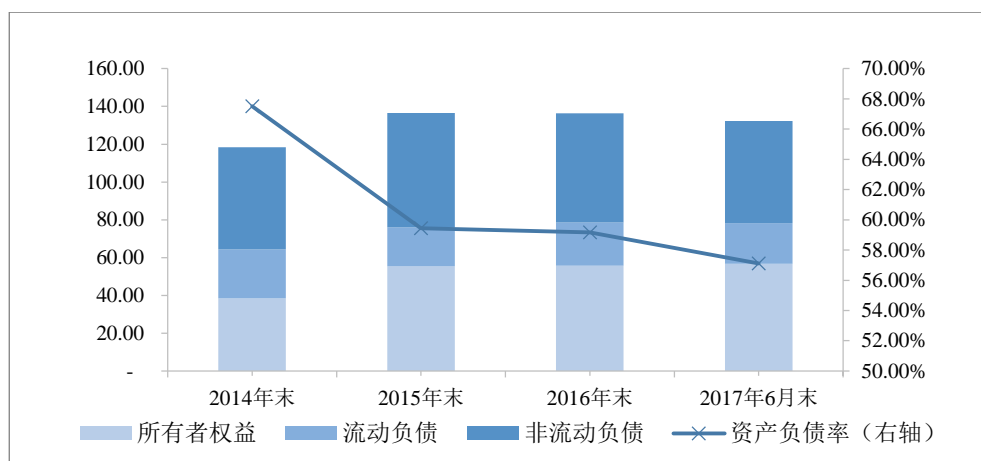
## （二）公司偿债能力

旅游项目的集中投入使得该公司近年来负债规模相对较大，债务负担相对较重，但经营积累以及永续债的发行在一定程度上缓解了财务杠杆的上升速度，且刚性负债期限结构较为合理。长期看，公司偿债能力仍将取决于公司的旅游景区经营能力以及代建项目的及时资金回笼。

## 1. 债务分析

近年来，该公司在建项目较多，导致负债规模较大，2014-2016年末，公司负债总额分别为79.95亿元、81.16亿元和80.65亿元。但得益于公司自身积累以及永续债（“15蓉城文化MTN001”）的发行（计入所有者权益），公司财务杠杆有所下降，同年末资产负债率分别为67.51%、59.45%和59.16%（将永续债计入应付债券后，同年末资产负债率分别为67.51%、63.11%和62.83%），公司负债经营程度合理。截至2017年6月末，公司负债总额小幅减少至75.56亿元，资产负债率小幅降至57.12%。中短期内公司在建工程等项目仍将继续投入，若旅游基础设施代建业务资金回笼情况不如预期，公司债务杠杆水平或将上升。

图表 21. 公司资金来源构成（单位：亿元）



资料来源：成都文旅，新世纪评级整理、绘制

从负债期限结构看，2014-2016年末及2017年6月末，该公司长短期债务比分别为209.57%、291.71%、251.07%和250.08%，期限结构较为合理，短期偿债压力可控。

该公司负债以刚性债务为主，因在建项目投入较多，公司外部融资规模较大，2014-2016年末及2017年6月末刚性债务分别为65.37亿元、70.51亿元、70.61亿元和66.36亿元，分别占负债总额的81.77%、86.88%、87.56%和87.82%。从刚性债务构成看，2016年末公司短期刚性债务余额为14.63亿元，在刚性债务余额中占比为20.72%，主要由6.00亿元一年内到期的中长期债券、4.08亿元一年内到期长期借款、2.49亿元短期借款、1.06亿元应付利息及1.00亿元其他短期借款构成；长期刚性债务余额为55.98亿元，占比为79.28%，主要为31.17亿元的银行借款（以抵押和保证借款为主）、20.93亿元的应付债券及3.88亿元的融资租赁款、借款利息等。此外，年末公司负债中预收款项余额为2.12

亿元，主要是预收的项目合作款以及预收的基础设施回购款；其他应付款余额为 5.26 亿元，主要为应付征地拆迁成本以及收取的履约保证金。2017 年 6 月末，公司偿还部分到期借款，使得一年内到期的长期借款较上年末下降 49.08% 至 2.08 亿元，长期借款较上年末下降 9.06% 至 28.35 亿元，同期末刚性债务较上年末下降 6.02%。

总体而言，随着在建项目的集中投入，该公司债务负担相对较重。但公司负债以中长期负债为主，符合文化旅游项目资金回笼周期较长的特征。公司外部融资渠道较为多样，即期债务偿付压力较小。因 2020 年永续中票利率或将调整，基准利率+初始利差+300 个基点的成本可能提高，还款概率较大。杠杆率下降只是财务表现，实际偿债压力仍然较大。

截至 2017 年 6 月末，该公司及其纳入合并报表范围内的子公司无对外担保事项。

## 2. 现金流分析

受工程劳务代建项目资金回笼进度的影响，该公司经营活动产生的现金流量净额近年来呈现出一定的波动性，2014-2016 年及 2017 年上半年度，公司营业收入现金率分别为 119.16%、76.85%、69.74% 和 202.22%，其中 2016 年受资金回笼较慢的工程劳务收入占比上升以及资金回笼较快的旅行社收入下降影响，公司营业收入现金率较上年持续下降。同期公司经营性现金净流量分别为 4.22 亿元、-2.39 亿元、2.03 亿元和 8.38 亿元，其中 2016 年公司基建等非经营性项目投资进度减缓，当期经营性现金流体现为净流入。2017 年上半年度，因政府加快了前期工程劳务的结算进度，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 13.77 亿元，使得当期经营活动产生的现金净流量为 8.38 亿元。

2014-2016 年，该公司投资性现金流量净额分别为-3.51 亿元、-2.97 亿元和-0.52 亿元，呈逐年净流出状态。其中 2015 年虽然因在建工程投入较多，投资活动现金流出同比增长 31.43%，但同年取得投资收益收到的现金增加 1.80 亿元，使得投资性现金净流出仍较 2014 年有所减少。2017 年上半年度，公司投资性现金流量净额为-0.45 亿元，主要系公司持续推进在建项目建设所致。

2014-2016 年及 2017 年上半年度，该公司筹资活动现金净流量分别为-1.58 亿元、15.09 亿元、-5.37 亿元和-7.23 亿元。其中 2015 年因部分子公司吸收少数股东投资款增加以及外部融资规模扩大，当年筹资活动现金净流量大量增加。2016 年以来，公司因还本付息支付现金较多，导

致当年筹资性现金流体现为净流出。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和列入财务费用的利息支出构成，2014-2016 年，公司 EBITDA 分别为 3.05 亿元、3.57 亿元和 3.85 亿元。但由于公司刚性债务规模较大，利息负担较重，因此 EBITDA 对利息支出的保障略显不足。

整体看，该公司近年来大量文化旅游项目的投入对其资金产生了一定压力。但随着文化旅游项目的陆续建成及投入运营，其资金回笼情况有望好转，而相对畅通的融资渠道也可在一定程度上减轻其资金压力。

图表 22. 公司现金流量分析

项目	2014 年	2015 年	2016 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.72	0.76	0.98
EBITDA/刚性债务(倍)	0.05	0.05	0.05
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	17.01	-10.28	9.31
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	5.40	-2.97	2.51

资料来源：成都文旅

### 3. 资产质量分析

随着各旅游项目建设进程的持续推进，近年来该公司资产规模持续增长。2014-2016 年末，公司资产总额分别为 118.41 亿元、136.52 亿元和 136.32 亿元，同期流动资产分别为 58.61 亿元、72.33 亿元和 56.45 亿元，在资产总额中的占比分别为 49.50%、52.98%和 41.41%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货组成，2016 年末分别为 15.90 亿元、9.32 亿元、2.83 亿元和 26.29 亿元。公司货币资金存量尚可（无受限资金），年末现金比率为 69.24%，可对流动负债和短期刚性债务偿付提供一定保障；应收账款主要是应收成都市国土局等旅游项目基础设施代建收入，账龄在一年内的占比达 96.28%；其他应收款主要包括对参股旅游项目开发主体的借款、国有资产权益转让应收款项等，因部分款项收回，2016 年末较上年末减少 27.97%；存货主要系开发成本，集中在三岔湖项目和平乐、安仁、西来三个古镇以及 1098 基建项目上。其中平乐、安仁、西来三个古镇部分转固，资金回笼较少。1098 基建项目因完工时间较早，公司 2016 年确认的工程劳务代建收入主要来自于 1098 项目。年末公司开发成本为 26.16 亿元，较上年末下降 30.81%，占存货的 99.49%。

2014-2016 年末，该公司非流动资产分别为 59.80 亿元、64.19 亿元和 79.86 亿元，在资产总额中的占比分别为 50.50%、47.02%和 58.59%。

公司非流动资产主要由长期应收款、投资性房地产、固定资产、在建工程 and 无形资产构成，2016 年末分别为 13.52 亿元、10.93 亿元、20.28 亿元、16.49 亿元和 13.98 亿元，合计占非流动资产的 94.17%。长期应收款系应收大邑县财政局安仁古镇基建项目完工结算款 13.52 亿元（2016 年 11 月签订《世界级博物馆小镇（成都安仁）投资合作协议》补充协议），该款项的收款日期不确定，因此计入该科目，合同约定按大邑县财政局付款时的当期基准利率上浮 50%收取资金利息；投资性房地产主要为宽窄巷子和平沙落雁项目，账面价值分别为 9.72 亿元和 1.21 亿元，其中受限资产为 7.75 亿元（主要系邛州文化公司平沙落雁房地产贷款抵押 1.21 亿元和宽窄巷子商业配套服务用房地产贷款抵押 6.54 亿元）；固定资产主要为房屋建筑物及西岭雪山索道所有权等，2016 年因安仁公司旗下福朋酒店等资产转固，年末固定资产账面余额较上年末增长 36.63%；在建工程主要由大熊猫生态园四期项目、宽窄巷子二期项目及安仁古镇等经营性项目的建设成本构成，短期内仍需持续投入；无形资产主要为土地使用权，主要是位于成都市中心天府广场附近约 40 余亩的可开发用地以及西岭雪山附近的雪山小镇开发用地，其中受限的无形资产为 0.44 亿元，占比为 3.04%。

2016 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 245.75%和 122.51%，指标显示公司流动资产对流动负债的保障程度较高。公司流动资产中可动用货币资金存量较充裕，且公司刚性债务主要集中于长期，总体看，公司资产流动性较好，可对即期刚性债务偿付提供一定保障。

2017 年 6 月末，该公司资产总额合计 132.28 亿元，较上年末减少 2.96%。因公司收回对成都市国土局的代建工程款 6.67 亿元用于偿还银行借款，期末应收账款较上年末下降 73.55%至 2.46 亿元，流动资产较上年末减少 8.99%至 51.38 亿元；同期末，因公司景区项目持续建设，在建工程较上年末增长 6.70%至 17.60 亿元，非流动资产较上年末小幅增长 1.31%至 80.91 亿元。

### （三）外部支持

该公司为成都市文化及旅游基础设施运营的重要平台，可获得成都市政府在旅游资源配置、旅游营销基金及增资等方面的大力支持。

该公司与多家银行保持着较密切的合作关系，融资渠道较为畅通。截至 2017 年 6 月末，公司已获得银行授信总额为 119.39 亿元，其中已使用 67.57 亿元，尚余授信 51.82 亿元。



## 七、公司过往债务履约情况

根据该公司提供的 2017 年 9 月 10 日的《企业信用报告》，近三年公司本部无不良借款和欠息记录。

## 八、结论

该公司是经成都市人民政府及成都市国有资产监督管理委员会批准，由成都市国有资产监督管理委员会全资组建的国有独资公司。公司初始注册资本为 1.00 亿元人民币，经多次增资后，截至 2017 年 6 月末，公司注册资本和实收资本均为人民币 10.35 亿元，由成都市国资委全资持股。公司内控制度、组织架构设置及人力资源配置较为健全，可满足其现阶段经营管理所需。但公司近年来业务规模快速扩大，存在一定的管理压力。

该公司负责整合成都市文化旅游资源，积累了较丰富的文化旅游项目资源。近年来公司旅游景区运营和工程劳务代建业务发展较快，但旅行社业务受市场竞争激烈的影响业绩不断下滑。此外，公司在建旅游项目较多，各旅游项目基础设施建设项目政府回购进程等对公司业绩及现金流影响较大，未来能否实现预期项目收益存在较大的不确定性。

近年来，该公司在建旅游项目较多，各旅游项目基础设施建设项目政府回购进程等对公司业绩及现金流影响较大，加之项目折旧及利息负担较重，导致公司主业盈利能力偏弱，公司目前盈利主要依赖于政府补助。随着旅游景区项目逐步运营成熟，公司整体盈利能力有望得到提升。

旅游项目的集中投入使得该公司债务负担相对较重，但公司刚性负债期限结构较为合理，且经营积累以及永续债的发行在一定程度上降低了公司财务杠杆，使得公司负债经营程度仍在合理范围内。长期看，公司偿债能力仍将取决于公司的旅游景区经营能力以及代建项目资金回笼的及时性，此外政府的持续支持和较畅通的融资渠道也可为到期债务偿付提供一定保障。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后3个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

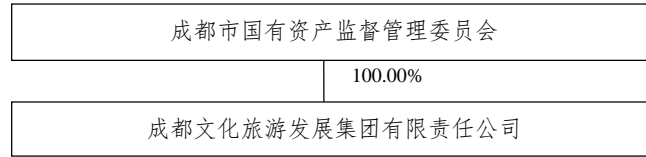
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

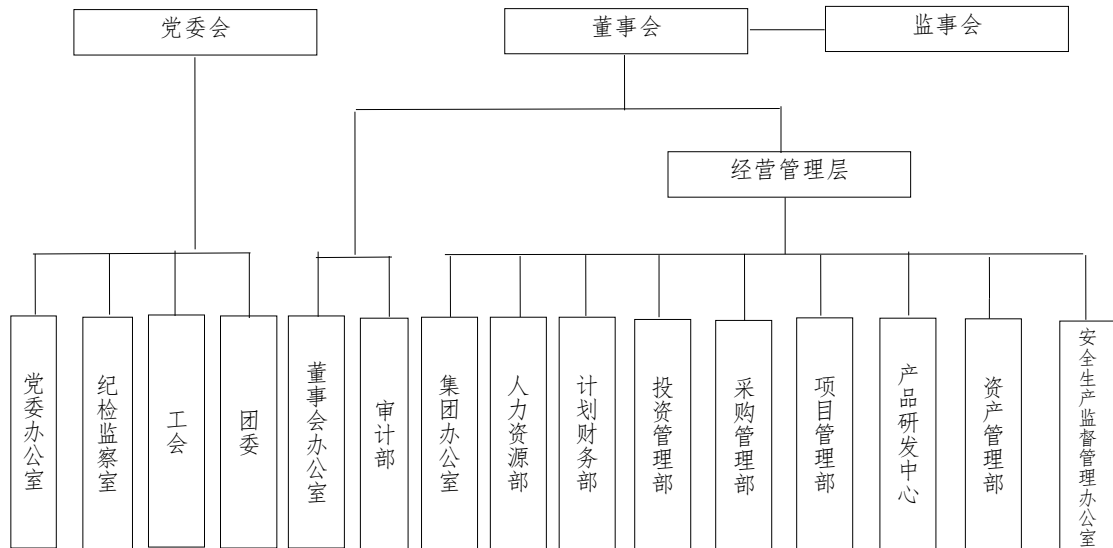
## 公司与实际控制人关系图



注：根据成都文旅提供的资料绘制（截至 2017 年 6 月末）

附录二：

## 公司组织结构图



注：根据成都文旅提供的资料绘制（截至 2017 年 6 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	2017年6月(末)主要财务数据(亿元)				
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
成都文化旅游发展集团有限责任公司	母公司	—	景区基础设施建设及景区运营	43.02	18.79	0.80	-0.14	7.15
成都宽窄巷子投资管理有限责任公司	宽窄巷子公司	100.00	房地产开发经营；项目投资等	—	11.58	0.45	-0.09	0.52
成都西岭雪山旅游开发有限责任公司	西岭雪山公司	100.00	景区基础设施建设及景区运营	1.62	7.30	0.60	0.24	0.33
成都文化旅游开发建设有限责任公司	开发建设公司	100.00	景区基础设施建设及景区运营	2.76	17.17	0.70	0.09	-0.35
成都文旅五凤溪投资经营管理有限公司	五凤溪公司	51.00	旅游项目投资、旅游景点策划等	—	3.26	0.03	-0.02	-0.00*
四川三岔湖建设开发有限公司	三岔湖公司	40.00	景区基础设施建设及景区运营	1.00	7.61	0.00*	-0.05	-0.02
成都文旅邛州文化产业开发有限责任公司	邛州文化公司	60.00	景区基础设施建设及景区运营	2.09	7.07	0.05	-0.0	0.68
成都安仁文博旅游发展有限公司	安仁公司	83.33	景区基础设施建设及景区运营	10.09	24.32	0.64	-0.05	1.89
成都文旅西来古镇开发建设有限责任公司	西来公司	60.00	景区基础设施建设及景区运营	1.00	4.10	0.00*	-0.02	2.35
成都文旅龙门山旅游投资有限公司	龙门山公司	50.00	文化与旅游项目投资	—	2.40	—	-0.00*	-0.08
成都文化旅游发展股份有限公司	文旅股份	66.67*	索道运营、建设与管理、高山滑雪、销售旅游纪念品	—	7.23	1.16	0.49	0.74
成都中国青年旅行社	成都青旅	100.00	旅行社服务	—	1.25	2.21	-0.03	-0.14

资料来源：成都文旅

\*：文旅股份持股比例中含体产公司持有的3.33%的股份，2017年上半年度，三岔湖公司、西来公司和龙门山公司营业收入实际分别为23.70万元、5.84万元和28.15万元；五凤溪公司经营环节现金净流入量实际为2.00万元。

附录四：

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年	2017年 上半年度
资产总额 [亿元]	118.41	136.52	136.32	132.28
货币资金 [亿元]	10.04	19.77	15.91	16.61
刚性债务[亿元]	65.37	70.51	70.61	66.36
所有者权益 [亿元]	38.47	55.37	55.67	56.72
营业收入[亿元]	15.69	16.59	17.49	6.81
净利润 [亿元]	0.21	0.50	0.16	0.38
EBITDA[亿元]	3.05	3.57	3.85	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.22	-2.39	2.03	8.38
投资性现金净流入量[亿元]	-3.51	-2.97	-0.52	-0.45
资产负债率[%]	67.51	59.45	59.16	57.12
长短期债务比[%]	209.57	291.71	251.07	250.08
权益资本与刚性债务比率[%]	58.85	78.52	78.84	85.47
流动比率[%]	226.96	349.10	245.75	238.03
速动比率 [%]	72.07	155.94	122.51	105.04
现金比率[%]	38.87	95.42	69.24	76.93
利息保障倍数[倍]	0.57	0.62	0.74	—
有形净值债务率[%]	326.38	196.29	194.59	177.70
担保比率[%]	13.52	—	—	—
毛利率[%]	20.83	21.75	28.39	44.64
营业利润率[%]	-6.03	-3.22	-0.17	6.66
总资产报酬率[%]	2.07	2.27	2.14	—
净资产收益率[%]	0.55	1.07	0.29	—
净资产收益率*[%]	0.09	1.52	0.17	—
营业收入现金率[%]	119.16	76.85	69.74	202.22
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.01	-10.28	9.31	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.40	-2.97	2.51	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.86	-23.03	6.91	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.91	-6.65	1.87	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.72	0.76	0.98	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.05	0.05	—

注：表中数据依据成都文旅经审计的 2014-2016 年度及未经审计的 2017 年上半年度财务数据整理、计算。

附录五:

## 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%
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%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
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%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/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负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/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负债总额比率(%)	(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)/[(期初负债合计+期末负债合计)/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+长期借款+应付利息+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

附录六：

## 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。