



湖北宜昌交运集团股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行人公司债券（第一期） 2022年跟踪评级报告

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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

湖北宜昌交运集团股份有限公司

2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
19 宜运 01	AA	AA

评级观点

- 中证鹏元维持湖北三峡旅游集团股份有限公司¹（以下简称“三峡旅游”或“公司”，股票代码：002627.SZ）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“19 宜运 01”的信用等级为 AA。
- 该评级结果是考虑到：公司在宜昌地区道路客运、旅游行业竞争力较强，收入、利润有所回升，且继续获得一定的外部支持。同时也关注到，疫情反复，公司未来业务恢复情况仍存在不确定性，未来不再获得土地一级开发业务收入，在建项目存在一定资金需求等风险因素。

未来展望

- 公司在宜昌地区道路客运、旅游行业竞争力较强，预计公司业务持续性较好，仍可获得一定的外部支持，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 6 月 22 日

联系方式

项目负责人：胡长森
huchs@cspengyuan.com

项目组成员：安晓敏
anxm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	48.98	48.08	44.31	42.09
归母所有者权益	31.42	31.27	22.25	22.08
总债务	9.70	9.94	14.26	11.94
营业收入	5.15	21.78	19.50	22.13
EBITDA 利息保障倍数	-	10.42	9.12	9.50
净利润	0.17	1.16	0.56	1.22
经营活动现金流净额	2.82	5.84	-1.65	-0.72
销售毛利率	11.83%	14.85%	11.25%	14.88%
EBITDA 利润率	-	14.61%	13.19%	14.05%
总资产回报率	-	4.34%	2.74%	4.74%
资产负债率	32.72%	31.87%	46.78%	44.69%
净债务/EBITDA	-	-0.96	3.11	1.38
总债务/总资本	22.73%	23.28%	37.69%	33.91%
FFO/净债务	-	-59.23%	22.98%	42.41%
速动比率	2.63	2.83	1.90	1.75
现金短期债务比	3.05	2.55	1.09	1.60

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

¹ 公司原名湖北宜昌交运集团股份有限公司，于 2021 年 7 月完成变更为现名

优势

- **公司在宜昌地区道路客运、旅游行业竞争力较强。**公司在宜昌地区道路客运市场已形成规模优势、网络优势、集约化优势；公司旅游业务依托长江三峡区域的旅游资源优势，形成“车、船、港、站、社、景区”一体化经营，成功打造“两坝一峡”、“长江夜游”核心旅游产品，综合竞争力较强。
- **公司资本实力提升，收入、利润有所回升。**2021年7月公司非公开发行新增股份，资本实力有所提升；同时随着疫情的缓解，2021年公司各板块业务略有恢复，营业收入和利润均有所回升。
- **公司获得一定的外部支持。**作为宜昌市重要的国有道路运输企业，2021年公司继续得到地方政府在燃油补贴、城市公交补贴、稳岗补贴等各类经营性补贴方面的支持，提升了公司的利润水平。

关注

- **疫情反复，公司未来业务恢复情况仍存在较大的不确定性。**2021年公司旅客出行服务业务毛利仍亏损，乘用车4S服务收入下降，疫情对居民消费影响较大，未来公司汽车销售业务经营前景仍有待观察；另外，2022年第一季度，公司旅游综合服务业务大幅亏损。
- **公司未来不再获得土地一级开发业务收入。**公司土地一级开发业务已经完成，土地一级开发一期应返还资金已全部回笼，二期应返还资金已部分回笼，未来不再获得相关收入。
- **公司存在一定的资金需求。**公司经营活动现金流波动较大，截至2022年3月末，公司主要在建项目尚需一定投资规模。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	强		净债务/EBITDA	6
	经营规模	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	5		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	5		FFO/净债务	6
	经营效率	4		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	4		盈利状况	中
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	3	
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		很小
指示性信用评分					aa
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa



外部特殊支持调整	0
公司主体信用等级	AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-6-21	安晓敏、王硕	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA	2019-7-19	丁楠、王硕	公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
19 宜运 01	2.00	2.00	2021-6-21	2024-09-26

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2019年9月26日发行5年期2亿元公司债券，募集资金原计划用于补充公司营运资金、偿还本息债务。截至2022年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额共3.91万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称由湖北宜昌交运集团股份有限公司变更为现名，证券代码维持不变，并于2021年7月完成变更。跟踪期内，公司非公开发行新增股份17,034.19万股，引入战略投资者三峡资本控股有限责任公司（以下简称“三峡资本”）和同程网络科技股份有限公司（以下简称“同程旅行”），公司总股本由56,780.62万股变更为73,814.81万股，注册资本由人民币56,780.62万元变更为73,814.81万元。截至2022年3月末，公司总股本73,814.81万股，控股股东仍为宜昌交通旅游产业发展集团有限公司（以下简称“宜昌交通集团”）。2022年2月，宜昌市人民政府国有资产监督管理委员会决定将宜昌交通集团100%股权无偿划转至宜昌城市发展投资集团有限公司（以下简称“宜昌城发”），本次股权划转完成后，宜昌城发成为公司间接控股股东，公司控股股东和实际控制人未发生变化，实际控制人仍为湖北省宜昌市人民政府国有资产监督管理委员会。截至2022年3月31日，公司前十大股东明细如下。

表1 截至2022年3月末公司前十大股东情况

股东名称	持股数量（股）	比例
宜昌交通旅游产业发展集团有限公司	169,531,564	22.97%
三峡资本控股有限责任公司	41,753,653	5.66%
湖北省鄂旅投创业投资有限责任公司	27,297,102	3.70%
同程网络科技股份有限公司	21,315,240	2.89%
宜昌国有资本投资控股集团有限公司	14,919,979	2.02%
宜昌高新投资开发有限公司	14,919,978	2.02%
宜昌城市发展投资集团有限公司	14,919,977	2.02%
信安成长一号私募证券投资基金	11,500,000	1.56%
宜昌道行文旅开发有限公司	11,198,000	1.52%
宜昌文旅投资开发有限公司	10,834,596	1.47%

资料来源：公司提供

跟踪期内，因上级组织部门工作安排，公司多名董事及监事辞职，高管人员变动较为频繁。2021年8月2日王联芳先生因达到法定退休年龄，申请辞去公司第五届董事会董事职务、第五届董事会提名委员会委员职务。2021年8月9日李炜先生申请辞去公司第五届监事会监事职务，因李炜先生的辞职将导致公

司监事会低于法定最低人数，在股东大会选举产生新任监事之前，李炜先生仍继续履行监事职责。2021年9月13日黄赤先生申请辞去公司第五届董事会董事、董事会战略发展委员会委员职务；胡军红先生申请辞去公司第五届董事会董事、董事会战略发展委员会委员、董事会审计与风险管理委员会委员职务。黄赤先生辞职后，仍继续担任公司党委副书记职务；胡军红先生辞职后，仍继续担任公司党委委员、副总经理、财务总监、董事会秘书职务。2022年1月25日李刚先生申请辞去公司第五届董事会董事、董事会薪酬与考核委员会委员职务，2022年4月8日谢普乐先生辞去公司总经理及第五届董事会董事、董事会战略发展委员会委员职务。2022年5月16日陈万兵先生辞去公司副总经理职务。

2021年9月8日公司召开2021年第四次临时股东大会，补选易发明先生为公司第五届董事会非独立董事。2021年10月11日，公司召开2021年第五次临时股东大会，补选胡晗先生为公司第五届董事会非独立董事、董事会战略发展委员会委员、董事会审计与风险管理委员会委员；厉亮先生为公司第五届董事会非独立董事、董事会战略发展委员会委员，郑海军先生为公司第五届监事会监事。截至2022年4月末，公司董事会成员7名，其中独立董事3名，监事会成员3名，其中职工监事1名。

2022年5月16日公司召开第五届董事会第二十二次会议，同意提名章乐先生为公司第五届董事会非独立董事候选人、董事会战略发展委员会委员候选人；同意提名胡军红先生为公司第五届董事会非独立董事候选人、董事会薪酬与考核委员会委员候选人，该事项尚需提交公司股东大会表决；经公司董事长提名，董事会提名委员会审核，董事会同意聘任章乐先生担任公司总经理职务。

2022年2月18日公司与重庆市万州汽车运输（集团）有限责任公司、重庆市赤甲旅游文化创意开发集团有限责任公司共同签署《合资组建巅峰双峡旅游产品运营公司投资协议书》，拟共同组建合资公司，主要经营奉节至巫山水路旅游船线路及相关配套服务。

2021年公司决定出资20.00万元设立全资子公司宜昌鸿凯客运有限责任公司，截至2021年12月31日，公司尚未对宜昌鸿凯客运有限责任公司出资且其尚未实际开展经营活动。另外，2021年公司按照简易注销流程对宜昌交运集团机动车驾驶员培训学校有限公司、宜昌启运机动车检测有限公司、宜昌交运集团长阳客运有限公司和宜昌交运集团峡客行约车有限公司实施解散清算。2022年1-3月，公司合并报表范围未发生变化。

表2 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
宜昌鸿凯客运有限责任公司	100%	20.00	道路旅客运输	新设

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
宜昌交运集团峡客行约车有限公司	100%	5,000.00	网络预约出租汽车客运	解散清算
宜昌交运集团机动车驾驶员培训学校有限公司	100%	100.00	机动车驾驶员培训	解散清算

宜昌启运机动车检测有限公司	100%	500.00	机动车检测服务	解散清算
宜昌交运集团长阳客运有限公司	100%	50.00	运输企业	解散清算

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业及区域经济环境

公路基础设施建设继续完善，但受疫情影响，道路客运行业景气度仍较低

近年我国公路基础设施建设继续完善，公路建设投资持续增长。近年全国公路总里程及公路密度持续增长，截至2020年末，全国公路总里程519.81万公里，公路密度54.15公里/百平方公里。2020年公路建设完成投资24,312亿元，比上年增长11.0%；2021年1-11月，公路建设完成投资23,925.69亿元，同比增长6.0%。

未来公路基础设施建设投资仍将持续。2022年4月26日，中央财经委员会第十一次会议，研究全面加强基础设施建设问题，要加强交通、能源、水利等网络型基础设施建设，把联网、补网、强链作为建设的重点，着力提升网络效益，加快建设国家综合立体交通网主骨架，加强沿海和内河港口航道规划建设，加强综合交通枢纽及集疏运体系建设，加强农业农村基础设施建设，稳步推进建设“四好农村路”，完善农村交通运输体系。

图 1 全国公路总里程及公路密度持续增长



资料来源：2014-2020年交通运输行业发展统计公报，中证鹏元整理

图 2 2021年公路客运量及周转量大幅下滑



资料来源：中华人民共和国交通运输部，中证鹏元整理

受疫情影响，2021年客运需求持续下降。2021年完成公路客运量50.87亿人，比上年下降26.2%，完成公路旅客周转量3,627.54亿人公里，下降21.8%。2021年湖北省完成公路客运量2.1亿人，同比减少2.78%，完成公路旅客周转量128.6亿人公里，同比下降2.28%。

疫情反复导致2021年旅游市场恢复不及预期，2022年疫情仍将是影响旅游复苏最大的不确定因素

疫情已经持续了两年多的时间，随着“病毒变异”，国内外疫情反复，我国旅游业经历了严峻的挑战和漫长的恢复。随着国内科学研判、分类指导、动态调整、精准防控的机制越来越成熟，2021年旅游经济总体上有所复苏，但不及预期。2021年国内游客32.5亿人次，比上年增长12.85%；国内旅游收入29,191亿元，同比增长30.98%，与2019年同期仍有较大差距。

图3 2021年旅游行业恢复不及预期



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

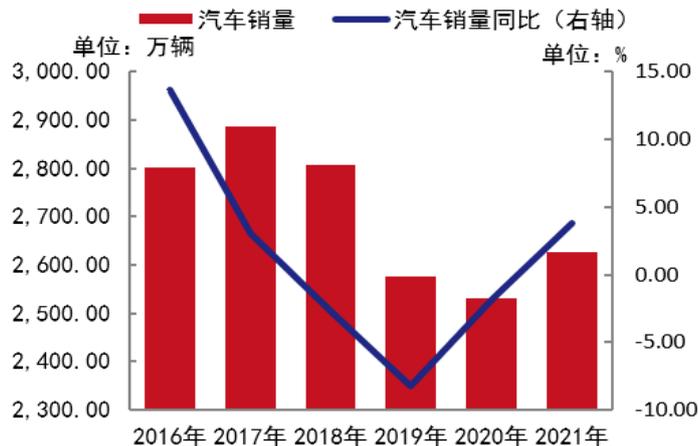
根据中国旅游研究院发布的《2021年旅游经济运行分析与2022年发展预测》，2021年入出境旅游市场全面停滞，国内刚性出行需求基本面不变，但受宏观经济下行和疫情的叠加影响，城乡居民出游潜力低于市场预期。另外，从节假日来看，2021年春节、五一、国庆长假，国内旅游客流分别恢复至疫情前同期的75.3%、103.2%、70.1%，收入恢复58.6%、77.0%、59.9%，假日市场有效支撑了全年旅游经济。但从出游距离来看，中远程旅游市场复苏缓慢，2021年国庆节假期期间，游客平均出游半径141.3公里，比2020年缩减71.7公里，减少33.66%。目的地平均游憩半径13.1公里，比去年缩减1.1公里，减少7.75%。2021年以都市休闲、近郊游为主的“本地人游本地”特征明显，而中远程观光、休闲和度假旅游规模和消费能力尚无回升迹象。

2022年元旦到春节的旅游市场呈现出稳开缓升的复苏迹象，但2月下旬开始，多点散发和局部地区规模爆发的新冠疫情，导致旅游出游人次和旅游消费等主要指标明显弱于去年同期，吉林、上海等地的旅游消费更是走出了疫情以来的新低。2022年清明节假期，全国国内旅游出游7,541.9万人次，同比减少26.2%，其中省内游客占比94.9%；实现国内旅游收入187.8亿元，同比减少30.9%；游客平均出游半径95.0公里，较去年同期减少44.9%；目的地平均游憩半径4.9公里，较去年同期减少60.4%。游客平均出游距离首次收缩到100公里以内，目的地游憩半径首次收缩到5公里以内，双双创下节假日该项指标的历史新低。未来旅游行业的恢复仍取决于疫情的控制。

2021年中国汽车销售有所复苏，但2022年汽车供需两端受疫情冲击，全年汽车销售仍有待观察

汽车工业作为国民经济重要的支柱产业，其与宏观经济、消费市场的景气度密切相关，具备较强的周期性特征。受中美经贸摩擦、环保标准切换、新能源补贴退坡等因素的影响，我国汽车行业在转型升级过程中承受了较大压力。2021年，随着宏观经济持续修复，在汽车促销费政策的带动下，中国汽车消费有所复苏，基本恢复到疫情前水平，但受制于上游成本上涨、芯片供应短缺及限电限产等不利因素，我国汽车产销增速不高。从结构上来看，乘用车销量变化趋势与汽车总销量变化趋势基本相同，新能源汽车及商用车与汽车总销量变化趋势有分化。根据中国汽车工业协会统计，全国汽车产销分别为2,608.2万辆和2,627.5万辆，同比增长3.4%和3.8%，结束了自2018年以来连续三年下降趋势：其中乘用车产销分别为2,140.8万辆和2,148.2万辆，同比分别增长7.1%和6.5%；商用车受重型柴油车国六排放法规切换、“蓝牌轻卡”政策带来的消费观望、基建和房地产投资增速下行等因素影响，产销分别为467.4万辆和479.33万辆，同比下降10.7%和6.6%。

图 4 2021 年我国汽车总体销量触底回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2022年开年，中国汽车总销量在新能源车的有力拉动下，呈现继续复苏的势头。然而2月份以来，疫情在广东、吉林、上海等地相继爆发，本轮疫情波及面广且持续时间长，打乱了汽车行业的复苏节奏，3月中国汽车总销量同比下滑11.7%，未来汽车销量仍有待观察。从长期来看，目前我国人均汽车保有量和美国等发达国家相比仍有差距，而且我国75后、80后和90后出生人口分别为0.93亿、2.2亿和2.1亿人，人口红利仍在，私家车更新换代和家庭增购的需求依然坚挺，我国汽车消费需求仍有较大发展空间。政策方面，2022年《政府工作报告》中提出继续支持新能源汽车消费，各地也陆续出台促汽车消费政策激励汽车消费。然而短期也面临以下影响汽车需求的风险因素，一是疫情多发频发给国民经济造成冲击，经济下行压力依然较大，居民消费信心修复可能不足；二是居民部门杠杆率居高不下，对汽车消费造成一定的挤出效应；三是汽车零部件供应链因疫情受阻，芯片供给不足等问题仍然存在，进而影响汽车的生产、交付和销售。

五、经营与竞争

公司在宜昌地区道路客运市场已形成规模优势、网络优势、集约化优势；公司旅游业务依托长江三峡区域的旅游资源优势，形成“车、船、港、站、社、景区”一体化经营，成功打造“两坝一峡”、“长江夜游”核心旅游产品，综合竞争力较强。2021年公司将商贸物流服务归类在综合交通服务，随着疫情的缓解，2021年公司各板块业务略有恢复，营业收入和销售毛利率均略有回升。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
一、综合交通服务	4.64	6.05%	18.63	5.49%	17.23	4.04%
1.旅客出行服务	0.45	-3.28%	1.95	-8.47%	1.90	-16.19%
2.乘用车4S服务	2.64	5.80%	10.64	5.89%	10.67	5.64%
3.车辆延伸服务	0.13	14.69%	0.38	23.38%	0.31	34.67%
4.商贸物流	1.41	8.72%	5.66	8.32%	4.35	6.74%
二、旅游综合服务	0.09	-145.72%	2.33	19.49%	1.17	-4.86%
1.旅游交通服务	0.02	-174.73%	0.20	-19.28%	0.15	-30.40%
2.观光游轮服务	0.02	-305.66%	0.70	33.19%	0.34	-5.39%
3.旅游港口服务	0.02	-254.58%	0.27	7.47%	0.14	-60.17%
4.旅行社业务	0.03	25.31%	1.05	19.62%	0.49	22.36%
5.旅游景区业务	0.00	-87.69%	0.10	33.53%	0.05	-38.86%
三、土地一级开发	0.40	100.00%	1.64	100.00%	1.26	100.00%
内部交易抵销	-0.06	-	-1.06	-	-0.55	-
主营业务合计	5.07	10.82%	21.53	14.21%	19.11	9.68%
其他业务合计	0.08	72.66%	0.25	70.55%	0.39	87.29%
总计	5.15	11.83%	21.78	14.85%	19.50	11.25%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）综合交通服务

2021年公司旅客出行服务业务收入同比略有增加，但毛利依然亏损，2022年疫情反复，该业务恢复情况仍存在不确定性

公司综合交通服务主要包括旅客出行服务、乘用车4S服务、车辆延伸服务。其中旅客出行服务业务涵盖了道路班线客运、汽车客运站站务服务、出租车客运，公司是中国道路客运一级企业，已连续17年入选中国道路运输百强诚信企业，2021年公司位列中国道路运输百强诚信企业第10位。

道路班线客运经营业务是指公司的营运客车在获得交通主管部门核定的客运线路经营权后，按照固定的线路、时间、站点、班次，为社会公众提供服务、具有商业性质的道路客运活动，包括直达班线客运和普通班线客运。加班车客运是班线客运的一种补充形式，在客运班车不能满足需要时，临时增加或者调配客车按客运班车的线路、站点运行的方式。班线客运根据线路不同采用公车经营与责任经营并行的经营模式。受宜汉高铁开通，顺风车及铁路等公共交通的冲击，公司客运线路受到较为严重的市场挤

压。另外，随着疫情的反复，客运需求恢复不稳定，2021年公司将县内客运班线转出，县内线路大幅下降。

表4 公司运营道路客运线路情况（单位：条）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	线路数	公车公营模式线路数	线路数	公车公营模式线路数	线路数	公车公营模式线路数
省际线路	22	8	17	5	17	5
市际线路	61	20	56	19	56	16
县际线路	54	35	49	32	47	20
县内线路	29	14	61	9	89	37

资料来源：公司提供

2021年随着疫情缓解，公司客运周转量略有提升，道路客运收入也有所增加，但收入及客运量恢复不及预期。从经营模式来看，公车公营模式收入占比较大。

表5 公司道路客运业务运营情况（不含城乡及城市公交）

项目	2022年3月/2022年1-3月	2021年	2020年
车辆总数（台）	371	385	563
期末座位总数（个）	12,516	13,074	17,086
实际客运量（万人次）	274.86	1,408.56	1,225.29
客运周转量（万人次公里）	15,941.88	87,330.72	71,586.3
公车公营模式收入（万元）	3,544.87	13,866.18	12,602.35
责任经营模式收入（万元）	392.33	1,865.54	1,555.93

资料来源：公司提供

从公司车辆采购情况来看，2021年客运需求恢复不稳定，公司车辆采购支出也大幅下降。

表6 公司旅客运输业务车辆采购情况

年份	采购车辆（台）	品牌	采购金额（万元）
2022年1-3月	0	-	-
2021年	2	宇通	69.68
2020年	15	上汽大通	254.7

资料来源：公司提供

客运站经营是公司客运经营业务的重要组成部分，是公司开展道路、水路客运业务经营的支点和依托。公司的客运站经营除为公司所属的营运车辆提供站务服务外，也同时面向具有道路运输经营权的其他企业，为其所属营运车辆提供客运代理、安检服务、清洁清洗、停车服务、进站服务等各类站务服务，并根据物价主管部门的核定，收取相关费用，确认为站务收入。截至2021年末，公司三级及以上客运站8座，其中一级站1座，二级站3座。主要分布在宜昌及周边地区，在当地汽车运输业中发挥着重要的枢纽作用。

出租车客运业务是指公司在获得交通主管部门的出租车运输经营许可权后，依法经营的出租车业务，目前公司开展出租车运营业务因经营权和所有权“两权分离”的历史原因，采取承包经营为主，公车经营为辅的经营模式。其中承包经营模式，车辆所有权归属于出租车司机，公司将出租车经营权出租获取租金收入。截至2021年末，公司出租车运营业务中承包经营车辆587台，公车经营15台。2021年子公司宜昌交运集团峡客行约车有限公司解散清算，公司不再从事网络预约出租汽车客运业务，“峡客行”网络约车平台终止运营。

整体来看，2021年公司旅客出行服务业务收入有所增长，但受疫情影响，毛利率仍亏损。2022年疫情反复，一季度旅客出行服务业务仍然亏损，未来该业务恢复情况仍存在较大的不确定性。

2021年公司乘用车4S服务收入略有下降，未来公司汽车销售业务经营前景仍有待观察

公司作为区域性的汽车经销商，在宜昌及恩施地区开展授权汽车品牌的4S服务。公司为宜昌及恩施地区主要的汽车经销商之一，2021年乘用车4S服务收入占公司营业收入的比重为48.85%。截至2021年末，公司拥有经营门店13家，其中宜昌7家，恩施6家，经营包括东风日产、上汽大众、上汽斯柯达、东风标致、东风启辰、上汽荣威、长城哈弗等汽车品牌。公司盈利主要来自于供应商对销售业绩的奖励、车辆销售利润以及售后服务等。整车销售价格以供应商相应销售指导价格作为参考，按照市场公允的价格进行销售，每家4S店根据自身的成本及盈利对最低价格进行授权控制。2021年公司乘用车4S服务收入略有下降，毛利率略有提升。

2021年以来，汽车行业上游芯片短缺不确定性因素增大，另外，疫情使居民出行受限，对汽车消费影响较大；疫情的出现也很大程度上影响了人们的消费心态，居民消费信心下滑，汽车这类可选耐用品消费也受到影响，未来公司汽车销售业务经营前景仍有待观察。

表7 公司整车销售情况（单位：台、万元）

品牌	2022年1-3月		2021年		2020年	
	台数	金额	台数	金额	台数	金额
东风日产	1,110	13,484.66	5,097	62,029.37	5,558	68,250.33
东风启辰	88	898.73	214	2,700.92	278	2,245.84
东风标致	34	419.09	123	1,554.38	80	1,041.99
东风雪铁龙	0	0.00	8	89.34	91	385.86
上海大众	415	5,157.44	1,839	22,220.77	1,835	22,839.09
郑州日产	85	636.06	187	834.62	19	351.61
东风雷诺	0	0.00	0	0.00	46	833.27
上汽荣威	107	783.18	303	2363.09	184	1,710.68
长城哈弗	235	2,326.6	382	3,826.85	0	0.00
合计	2,074	23,705.76	8,153	95,619.34	8,091	97,658.67

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司车辆延伸服务是除乘用车4S服务之外，利用公司加油站、检测站、驾培学校、汽车后市场等资源，开展的车辆加油加气充电、机动车安全及环保检测、机动车驾驶培训、汽车后市场多元服务等与车辆相关的各项延伸服务业务，毛利率相对较高。2021年车辆延伸服务收入增长，但毛利率下降，主要系成品油销售价格上涨，成品油销售收入增长，但由于油品进价较高利润空间降低，带动整体毛利率下降。

2021年公司商贸物流收入增长，毛利率提高

公司商贸物流业务主要由子公司湖北天元物流发展有限公司（以下简称“天元物流”）和湖北天元物业管理有限公司等公司负责，天元物流作为宜昌东站物流中心项目的实施主体，负责项目建设与物流业务经营。公司依托自有铁路专用线、仓库货场，提供仓储、水公铁多式联运、物业租赁、大宗物资贸易、物流总包服务、质押监管等商贸物流服务业务。2021年公司与宜昌港务集团有限责任公司签订十年期云池货场经营合同，天元物流恩施公铁联运库正式投入运营，以恩施铁路货场为起点，沿长江航道和货运铁路加速布局“宜荆荆恩”，2021年公司将此项业务归类为综合交通服务。

公司商贸物流收入主要来源于钢材贸易业务收入，2021年疫情缓解，全年没有因疫情而出现明显停业情况，另外2021年4月公司新签恩施铁路货场，物流中转区增加为3个，收入增加明显。

表8 钢材贸易业务情况

项目	2022年 1-3月	2021年	2020年
贸易量（吨）	71,134.10	366,449.70	312,341.67
收入（万元）	11,409.09	46,831.53	36,243.46

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

物业租赁及物业服务为公司将天元公铁连云港内仓库、客运车站、汽车贸易城等物业出租，提供物业服务并收取租金。公司商超业务主要由子公司宜昌交运集团石油有限公司负责，主要销售客运站内商超的预包装食品、日用品、卷烟、润滑油等，业务规模不大。

（二）旅游综合服务

2021年旅游业务客运量有所提升，旅游综合服务收入增长，毛利扭亏为盈；但随着疫情反复，2022年第一季度，旅游综合服务业务大幅亏损，未来业务恢复情况仍存在较大的不确定性

公司旅游综合服务业务主要包括旅游交通服务、观光游轮服务、旅游港口服务、旅行社业务及旅游景区运营。

（1）旅游交通业务

公司旅游客运业务主要包括旅游景区客运、旅游包车服务等业务。旅游景区客运是指以运送旅游观光旅客为目的，在旅游景区内运营或者其线路至少有一端在旅游景区（点）的一种客运方式。公司旅游景区客运系通过公车经营的经营模式，提供固定乘车点到旅游景区的客运服务。截至2021年末，公司共有景区直通车线路十余条。旅游包车服务是指以运送团体旅客为目的，将客车包租给用户安排使用，提

供驾驶劳务，按照约定的起始地、目的地和路线行驶，按行驶里程或者包用时间计费并统一支付费用的一种客运方式。包车客运全部采取公车经营的模式。受疫情影响，2021年公司仅承接宜昌市内旅游包车业务，单车收益下滑，全年车辆利用率仅有48.40%，且2021年更新50台大巴车辆，折旧费用大幅提升，较上年增加55.59%，仅依靠市内短线业务收入难以弥补高额的人力成本，2021年旅游交通服务收入略有增长，但毛利依然亏损。

（2）观光游轮服务

公司“两坝一峡”观光游轮服务的经营模式为，以公司新型观光游轮为载体，以旅游港口、旅游车、旅行社等为配套，以相关旅游景点及其历史文化为依托组织开展游客乘坐游轮观光体验过葛洲坝船闸，欣赏西陵峡秀美风光，游览三峡大坝等景区。截至2021年末，公司共有6艘两坝一峡豪华观光游轮、7艘普通游船。目前公司水路旅游客运产品主要为以“两坝一峡”、“长江夜游”观光线路为主，开发出多样的游船产品，系公司重点投入的旅游项目。

2021年公司完成非公开发行股票募集资金8.16亿元，引入优质战投三峡资本和同程旅行，加速转型旅游；公司参股投资的南京长江行游轮有限公司，经营南京城区滨江游船旅游业务，投入运营的首艘观光游轮“长江传奇”于2021年5月1日开航，2021年共接待游客4.42万人；2022年3月29日，公司与中国长江三峡集团有限公司共同投资建造的全球载电量最大的纯电动游轮长江三峡1成功首航，未来旅游产业是公司转型发展的重要方向。2021年观光游轮服务收入及毛利均大幅提升，但实际客运量与设计运量差距仍较大。

（3）旅行社

旅行社业务分地接业务和组团业务。对于地接业务，由公司旅行社和上游旅行社合作开展为游客提供本地旅游服务；对于组团业务，为公司旅行社与旅游单位或个人直接约定服务内容，并提供旅游服务。截至2021年末，公司拥有2家旅行社，共设立门市部16个。较2020年相比，2021年停航时间短，游客接待量增加。另外，借助惠游湖北政策的大力推广之势，公司在4-7月迎来了接待量小高峰，使得全年旅行社组团业务和地接业务人次均有所增加。

（4）旅游港口服务

旅游客运港服务主要是为公司旅游船舶和其他公司的客船提供靠泊与离泊、代理服务，并为乘客提供候船与上下船服务。客运港业务中的服务项目主要包括船舶代理服务和船舶靠泊服务。截至2021年末，公司拥有旅游客运港口8个。2021年旅游港口服务收入同比大幅增长，毛利率扭亏为盈，但受疫情影响各旅游港口的实际日均客流量和设计日均客流量差距较大。

（5）旅游景区经营

2019年，公司通过发行股份方式收购湖北三峡九凤谷旅游开发有限公司（以下简称“三峡九凤

谷”），新增九凤谷景区运营业务，延伸在旅游综合服务方面的产业布局。九凤谷景区定位为体验式旅游景区发展模式，收入来源主要为门票收入和二次消费。根据公司与宜昌道行文旅开发有限公司、裴道兵签署的相关购买资产及盈利预测补偿协议，宜昌道行文旅开发有限公司和裴道兵承诺，三峡九凤谷在2019年、2020年、2021年各年度分别实现的归属于母公司所有者净利润扣除非经常性损益和募集配套资金投入对目标公司的净利润所产生的影响额后的金额分别不低于800.00万元、950.00万元、1,150.00万元；若业绩承诺未达成，则宜昌道行文旅开发有限公司和裴道兵应对公司进行补偿。2022年5月27日公司召开2021年度股东大会，审议通过了《关于九凤谷2021年度业绩承诺实现情况及业绩补偿方案的议案》。经审计后的三峡九凤谷2021年度归属于母公司所有者的净利润为人民币108.31万元，扣除非经常性损益和募集配套资金投入对目标公司的净利润所产生的影响额后归属于母公司所有者的净利润为人民币-40.07万元，未达到2021年度的业绩承诺，宜昌道行文旅开发有限公司和裴道兵合计需向公司补偿股份726.07万股。

随着疫情缓解，2021年公司旅游服务业务各个板块的客运量均有所增加，旅游综合服务收入有所增长，毛利扭亏为盈；但旅游交通服务仍然亏损，且2022年随着疫情反复，防疫政策趋紧，2022年一季度旅游综合服务大幅亏损。

表9 公司旅游服务业务情况

项目	2022年1-3月	2021年	2020年
观光游轮服务			
船舶总数（艘）	15	14	13
座位总数（个）	7,048	5,748	5,547
设计运量（万人次/年）	402	414	399
实际客运量（万人次）	3.33	94.09	40.17
旅游交通服务			
期末旅游客运车辆（台）	148	154	163
期末座位总数（个）	5,456	5,490	5,449
实际客运量（万人次）	6.60	77.49	50.72
旅行社			
组团业务（人次）	1,270	16,723	10,904
地接业务（人次）	30,412	1,356,154	530,388
公司旅行社数量（家）	2	2	2
设立门市部（个）	16	16	15
旅游港口服务			
旅游客运港口	8	8	8

注：2020年以前组团和地接业务区分标准模糊，现在按照2021年的区分标准重新核算了2020年的组团和地接人数。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）土地一级开发业务

公司土地一级开发业务已完成，未来不再获得该业务收入

公司土地一级开发业务为子公司湖北宜昌长江三峡游轮中心开发有限公司开展的长江三峡游轮中心土地一级开发项目，项目规划用地总面积约645亩，共两宗地。其中一宗地位于西陵区夜明珠一带，面积约261亩；一宗地位于夷陵区虾子沟一带，面积约384亩。公司与宜昌市土地储备中心签署了《长江三峡游轮中心项目土地一级开发合同》，约定：项目内容为完成集体土地的征收拆迁、国有土地上房屋征收以及其他开发建设任务，达到土地出让条件；项目收益分为固定收益及浮动收益两部分，具体计算公式如下表所示；市财政每半年根据测算的资金成本支付固定收益，土地一级开发成本将在土地收储完成后审计确认并支付，项目增值收益将在土地招拍挂流程后结算确认。2021年公司获得土地一级开发收入1.64亿元。截至2022年3月末，长江三峡游轮中心土地一级开发项目已完成，累计拨付土地征收拆迁款102,258.41万元，其中土地一级开发一期应返还资金51,961.47万元，已全部回笼；土地一级开发二期应返还资金93,869.41万元，目前已回笼资金42,000万元，同时确认土地增值收益4,269.72万元，未来不再获得该业务相关收入。

表10 土地一级开发收益计算公式

项目	收益计算公式	
固定收益	$12.00\% \times (\sum \text{按月核算结存的累计开发支出} \times \text{开发成本结存月数} / 12)$	
增值收益	增值率 < 0	0
	0 < 增值率 ≤ 50%	地块增值收益 × 70%
	增值率 ≥ 50%	地块增值收益 × 60% + (地块土地开发总成本 + 应计提专项资金及相关规费 + 地块固定收益) × 5%

注：地块增值收益 = 地块土地出让收入 - (地块土地开发总成本 + 应计提专项资金及相关规费 + 地块固定收益)；增值率 = 地块增值收益 / (地块土地开发总成本 + 应计提专项资金及相关规费 + 地块固定收益)

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要在建项目存在一定的资金需求

跟踪期内，因规划调整等因素影响，部分项目未来建设不再由公司负责，截至2022年3月末，公司主要在建项目为长江三峡省际度假型游轮项目等项目，计划总投资9.91亿元，尚需投资9.75亿元，存在一定的资金需求。

表11 截至2022年3月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资
长江三峡省际度假型游轮项目	78,080	179.42
西陵峡旅游观光游船线路升级项目	16,000	36.29
宜昌交运三峡人家专线游船置换运力项目	5,000	1,370.77
合计	99,080.00	1,586.48

注：注之前年度的在建项目部分建设完成，部分因规划调整不再由公司建设。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得一定的外部支持

公司作为宜昌市重要的国有道路运输企业，为当地居民提供的公路客运服务具有一定公益性特征，公司得到地方政府在燃油补贴、城市公交补贴、稳岗补贴等各类经营性补贴方面的支持，2021年计入公司当期损益的补助、补贴为0.47亿元，是公司利润来源的重要补充，可在一定程度上增强公司的盈利能力。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020审计报告、经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021审计报告及未经审计的2022年第一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并报表范围新增子公司1家，减少子公司4家；2022年1-3月，公司合并报表范围无变化。

2021年公司重要的会计政策变更主要为3项，具体如下：

（1）公司自2021年1月1日起执行新租赁准则。根据修订后的准则，对于首次执行日前已存在的合同，公司选择在首次执行日不重新评估其是否为租赁或者包含租赁；公司作为承租人，调整首次执行新租赁准则当年年初留存收益及财务报表其他相关项目金额，不调整可比期间信息；公司作为出租人，对于首次执行日前划分为经营租赁且在首次执行日后仍存续的转租赁，公司在首次执行日基于原租赁和转租赁的剩余合同期限和条款进行重新评估，并按照新租赁准则的规定进行分类。

（2）财政部于2021年2月2日发布了《企业会计准则解释第14号》（财会〔2021〕1号），对于2020年12月31日前开始实施且至施行日尚未完成的有关PPP项目合同应进行追溯调整，追溯调整不切实可行的，从可追溯调整的最早期间期初开始应用，累计影响数调整施行日当年年初留存收益以及财务报表其他相关项目，对可比期间信息不予调整。

（3）财政部于2020年6月19日发布了《新冠肺炎疫情相关租金减让会计处理规定》（财会〔2020〕10号）、于2021年5月26日发布了《关于调整<新冠肺炎疫情相关租金减让会计处理规定>适用范围的通知》（财会〔2021〕9号），公司对适用范围调整前符合条件的租赁合同已全部选择采用简化方法进行会计处理，对适用范围调整后符合条件的类似租赁合同也全部采用简化方法进行会计处理，并对通知发布前已采用租赁变更进行会计处理的相关租赁合同进行追溯调整，但不调整前期比较财务报表数据；对2021年1月1日至通知施行日之间发生的未按照该通知规定进行会计处理的相关租金减让，根据通知进行调整。

表12 公司会计政策变更影响的报表项目情况（单位：元）

受影响的报表项目	2020年末余额	2021年初余额	调整数
预付账款	139,312,535.27	138,970,589.77	-341,945.50
长期待摊费用	12,105,029.08	10,380,044.19	-1,724,984.89

使用权资产	0.00	9,873,546.18	9,873,546.18
租赁负债	0.00	5,652,677.67	5,652,677.67
一年到期的非流动负债	0.00	2,153,938.12	2,153,938.12

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

跟踪期内公司定向增发股票，资产规模略有增长，资产整体质量仍较好

跟踪期内，公司资产规模略有增长，其中流动资产占比提升，2021年末达到54.98%。

公司货币资金主要为银行存款，2021年末公司货币资金同比大幅增加主要系定向增发股票募集资金净额8.04亿元，其中受限货币资金0.44亿元，为银行承兑汇票保证金及旅游质量保证金。公司预付款项主要为预付钢材、汽车采购款等，账龄主要在一年以内。2022年3月末，预付款项大幅增加，主要系子公司天元物流供应链业务预付给钢材厂家的订货款大幅增加，尤其是3月以来钢材价格趋于稳定，钢材交易量增加幅度较大。公司其他应收款主要系应收土地一级开发项目款，2021年公司收回土地一级开发一期土地项目款5.19亿元；2022年一季度收回二期土地款4.20亿元，其他应收款大幅下降。公司存货主要为汽车销售业务的库存车辆，受疫情影响及上游芯片短缺，2021年公司继续降低库存车量，存货规模有所下降。2022年3月末存货账面价值增长较多，主要系天元物流供应链业务新增钢材储备以及汽车销售业务新增整车库存。

公司投资性房地产主要系东站物流中心项目，跟踪期内变化不大，2021年末账面价值4.00亿元的房屋建筑物尚未办妥产权证书。公司固定资产主要包括运输车辆及建筑物，2021年末账面价值0.65亿元的房屋及建筑物尚未办妥产权证。2021年末公司在建工程主要为三峡游轮中心码头工程等项目，无形资产主要系土地使用权和线路经营权，其中账面价值1,510.66万元的土地使用权尚未办妥产权证书。

截至2021年末，包括货币资金、存货、投资性房地产、固定资产、无形资产在内的共计2.13亿元的资产受限，占公司总资产的4.43%。

总体来看，公司货币资金占比较高，受业务特征影响，应收账款规模较小，存货主要为库存车辆、钢材，周转能力仍然较强，整体资产质量较好。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.37	31.38%	13.39	27.86%	6.73	15.19%
预付款项	3.03	6.18%	1.20	2.50%	1.39	3.14%
其他应收款	5.64	11.51%	9.39	19.54%	11.48	25.91%
存货	2.27	4.63%	1.69	3.51%	2.50	5.65%
流动资产合计	27.17	55.48%	26.43	54.98%	22.99	51.89%

投资性房地产	6.21	12.69%	6.28	13.06%	6.33	14.30%
固定资产	8.90	18.18%	8.59	17.86%	8.30	18.73%
在建工程	1.37	2.79%	1.46	3.03%	1.32	2.99%
无形资产	4.45	9.09%	4.49	9.34%	4.40	9.93%
非流动资产合计	21.80	44.52%	21.64	45.02%	21.32	48.11%
资产总计	48.98	100.00%	48.08	100.00%	44.31	100.00%

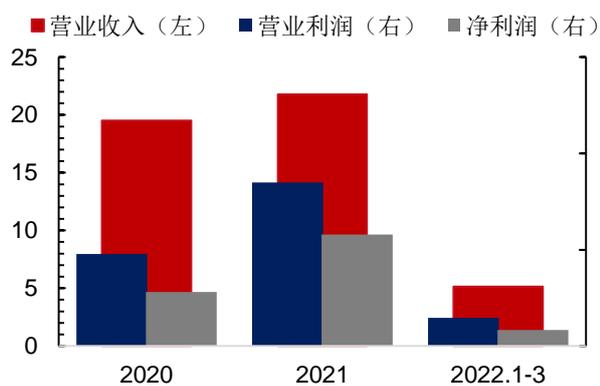
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

盈利能力

2021年公司收入、利润回升，政府补贴对公司利润贡献仍较大，但受疫情等因素影响，未来公司经营业绩面临较大的压力

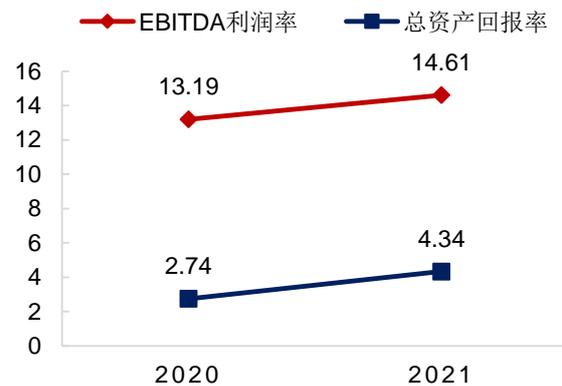
随着疫情缓解，2021年公司综合交通服务和旅游综合服务业务收入和毛利率均有所增加，尤其是旅游综合服务业务毛利率提升较快，另外2021年公司获得土地一级开发收入1.64亿元，同比增长30.16%，带动公司营业收入及利润回升。2021年公司获得的各类补助、补贴共计0.47亿元，对公司利润贡献仍较大。随着疫情反复，2022年一季度旅游综合服务业务毛利亏损较大，未来业务恢复情况受疫情影响存在较大的不确定性；乘用车4S服务方面，居民消费信心下降，叠加芯片短缺、停工停产等因素，汽车销售业务经营前景有待观察；另外，公司土地一级开发业务已完成，未来不再获得相关收入，公司经营业绩面临一定压力。

图 5 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



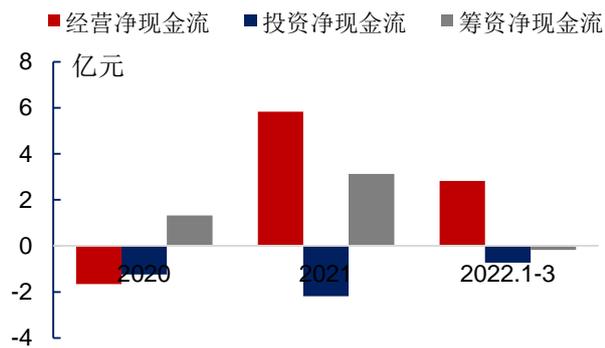
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

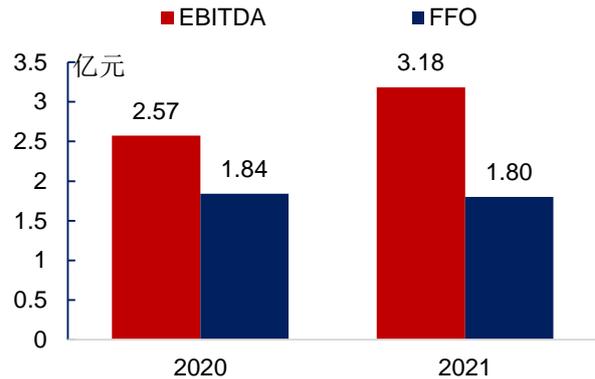
跟踪期内公司收回土地一级开发款项，使得公司经营活动现金流呈净流入，但在建项目存在一定的融资需求

2021年及2022年1-3月公司收到土地一级开发业务款项，同时疫情影响小于2020年同期，道路客运

业务、旅游服务业务等业绩同比增长，公司经营活动现金流呈净流入，EBITDA也有所增加。2021年公司用于理财的闲置资金小于2020年，到期收回的理财金额较小，投资活动现金流入同比减少，投资活动现金净流出规模扩大。因项目投资和生产经营需要，2021年公司定向增发股票，筹集资金净额8.04亿元，筹资活动现金净流入。考虑到目前在建项目尚需一定投资规模，公司未来将继续保持一定的筹资规模。

图 7 公司现金流结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

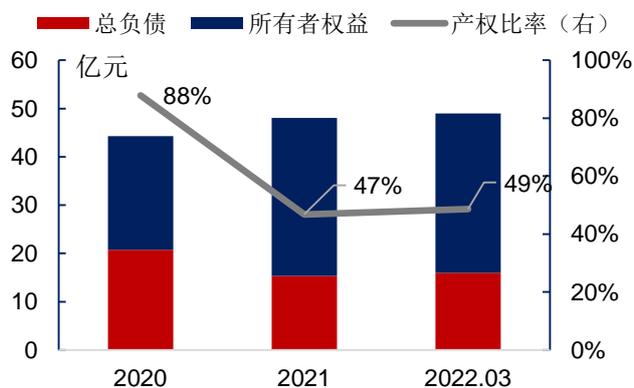
图 8 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

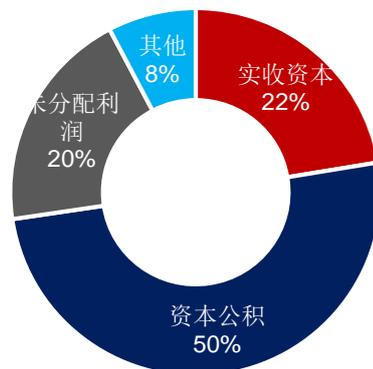
资本结构与偿债能力

跟踪期内，公司偿还债务规模较大，债务压力减小

2021年随着到期债务偿还，公司总负债有所下降，而公司所有者权益持续增长，2022年3月末公司产权比率有所下降，所有者权益对负债的保障程度较好。

图 9 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

图 10 2022 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

2021年末公司短期借款大幅下降主要系借款归还所致。公司应付票据为银行承兑汇票，应付账款主要为应付工程进度款和应付各线路票款，预收款项为预收租赁款，合同负债为供应链业务钢材订购款，

2022年3月末大幅增加主要系天元物流供应链业务新增客户，预收下游客户的钢材订购款增加。公司其他应付款主要为保证金、押金等。

2021年末公司长期借款大幅下降，应付债券为“19宜运01”。公司递延收益为码头建设、宜昌汽车中心站等项目的政府补助，2021年末有所增加。

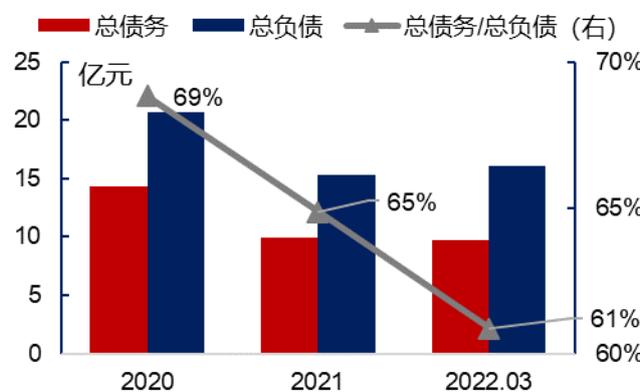
表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.50	3.12%	0.50	3.26%	3.30	15.92%
应付票据	2.06	12.88%	2.17	14.17%	2.38	11.46%
应付账款	0.77	4.81%	0.79	5.16%	1.50	7.23%
预收款项	0.35	2.19%	0.37	2.45%	0.37	1.77%
合同负债	1.62	10.13%	0.32	2.11%	0.57	2.75%
其他应付款	1.20	7.47%	1.22	7.99%	1.20	5.78%
一年内到期的非流动负债	2.54	15.82%	2.66	17.39%	0.55	2.66%
流动负债合计	9.45	59.00%	8.73	57.01%	10.76	51.91%
长期借款	2.58	16.10%	2.58	16.84%	6.05	29.17%
应付债券	1.99	12.44%	1.99	13.01%	1.99	9.60%
递延收益	1.92	12.01%	1.93	12.58%	1.88	9.05%
非流动负债合计	6.57	41.00%	6.59	42.99%	9.97	48.09%
负债合计	16.02	100.00%	15.32	100.00%	20.73	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

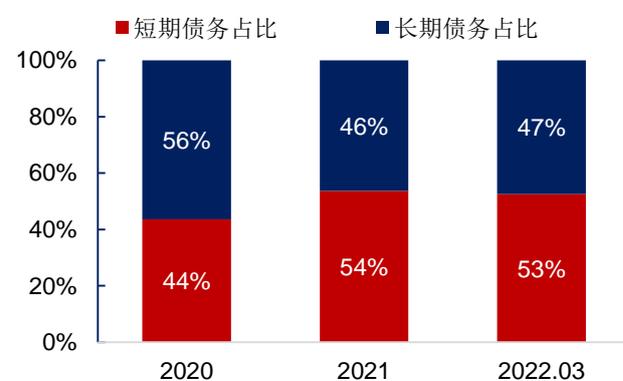
2021年公司偿还到期债务，年末总债务占总负债比重下降，从公司债务结构来看，短期债务占比上升。

图 11 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

图 12 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

从公司偿债指标来看，随着负债规模的下降，公司资产负债率水平降低，2021年净债务为负，且2021年公司利润回升，EBITDA增长，EBITDA及FFO对债务的保障程度提升。

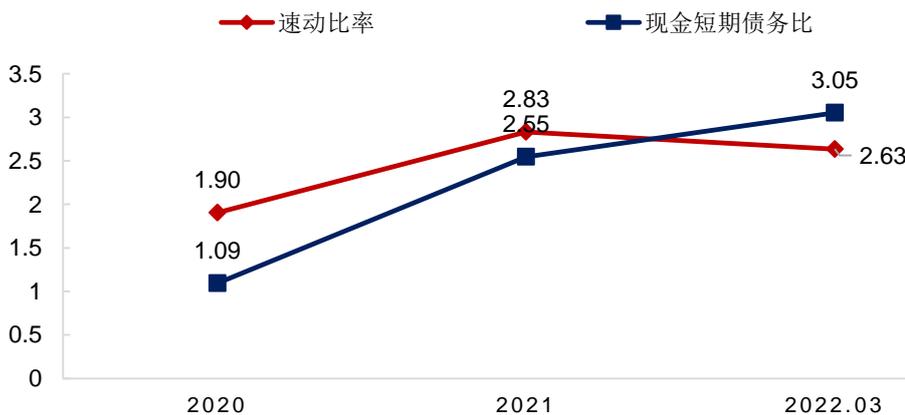
表15 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	32.72%	31.87%	46.78%
净债务/EBITDA	-	-0.96	3.11
EBITDA 利息保障倍数	-	10.42	9.12
总债务/总资本	22.73%	23.28%	37.69%
FFO/净债务	-	-59.23%	22.98%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

从公司流动性比率来看，2021年公司非公开发行股票，货币资金大幅增加，速度比率和现金短期债务比均有所提升。截至2022年3月末，公司获得的银行授信额度为12.00亿元，剩余可使用额度9.31亿元，公司具有一定的融资弹性。

图 13 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年4月13日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部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。

八、抗风险能力分析

受疫情影响，2021年客运需求持续下降，道路客运行业景气度仍较低，且疫情反复导致2021年旅游市场恢复不及预期，未来旅游行业的恢复仍取决于疫情的控制。汽车销售方面，2021年中国汽车销售有所复苏，但2022年汽车供需两端受疫情冲击，全年汽车销售仍有待观察。

从公司业务来看，公司在宜昌地区道路客运市场已形成规模优势、网络优势、集约化优势，公司旅游业务依托长江三峡区域的旅游资源优势，形成“车、船、港、站、社、景区”一体化经营，成功打造“两坝一峡”、“长江夜游”核心旅游产品，综合竞争力较强。随着疫情的缓解，2021年公司各板块业务略有恢复，随着非公开发行股票，资本实力有所提升，营业收入和销售毛利率均略有增加，仍获得一定的外部支持。但疫情反复，公司未来业务恢复情况仍存在较大的不确定性，公司土地一级开发业务已经完成，未来不再获得该业务相关收入，未来公司经营业绩面临较大的压力。从公司偿债能力来看，2021年公司偿还债务规模较大，债务压力减小，偿债指标整体表现较好。综合来看，公司抗风险能力较好。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“19宜运01”的信用等级为AA。

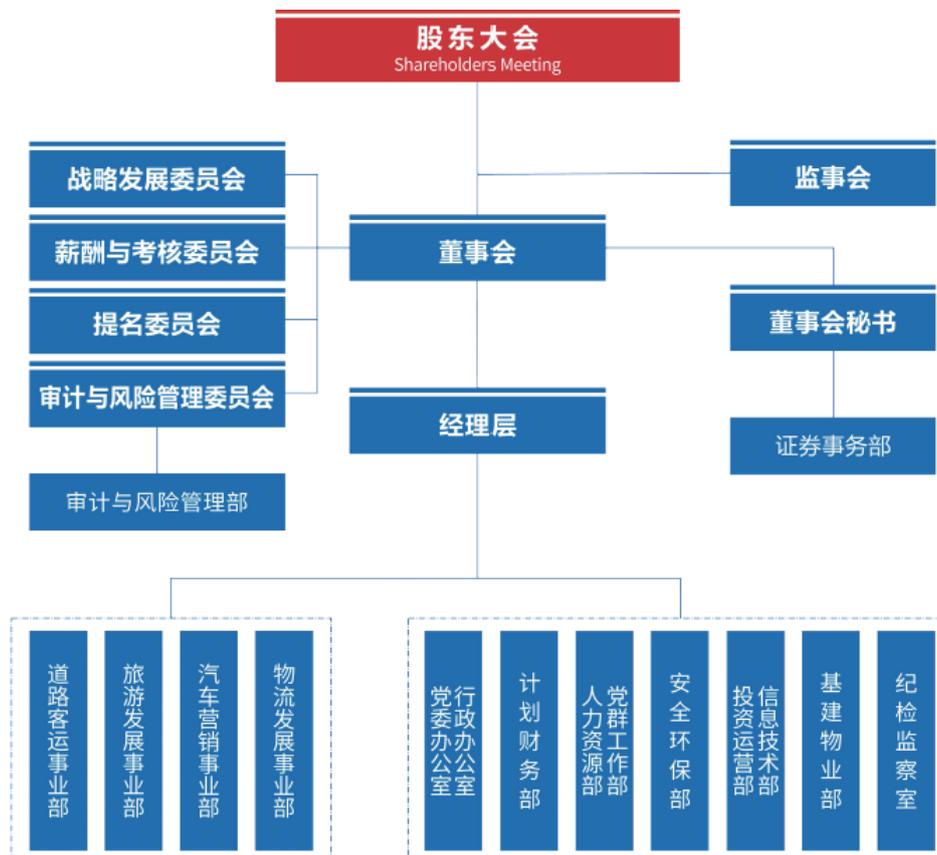
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	15.37	13.39	6.73	8.28
其他应收款	5.64	9.39	11.48	6.81
流动资产合计	27.17	26.43	22.99	20.40
投资性房地产	6.21	6.28	6.33	3.77
固定资产	8.90	8.59	8.30	7.66
非流动资产合计	21.80	21.64	21.32	21.70
资产总计	48.98	48.08	44.31	42.09
短期借款	0.50	0.50	3.30	2.70
应付票据	2.06	2.17	2.38	2.21
合同负债	1.62	0.32	0.57	0.00
一年内到期的非流动负债	2.54	2.66	0.55	0.25
流动负债合计	9.45	8.73	10.76	10.10
长期借款	2.58	2.58	6.05	4.80
应付债券	1.99	1.99	1.99	1.99
长期应付款	0.01	0.01	0.00	0.01
递延收益-非流动负债	1.92	1.93	1.88	0.87
非流动负债合计	6.57	6.59	9.97	8.71
负债合计	16.02	15.32	20.73	18.81
总债务	9.70	9.94	14.26	11.94
归属于母公司的所有者权益	31.42	31.27	22.25	22.08
营业收入	5.15	21.78	19.50	22.13
净利润	0.17	1.16	0.56	1.22
经营活动产生的现金流量净额	2.82	5.84	-1.65	-0.72
投资活动产生的现金流量净额	-0.73	-2.19	-1.24	-0.09
筹资活动产生的现金流量净额	-0.17	3.12	1.33	0.33
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	11.83%	14.85%	11.25%	14.88%
EBITDA 利润率	-	14.61%	13.19%	14.05%
总资产回报率	-	4.34%	2.74%	4.74%
产权比率	48.63%	46.77%	87.90%	80.80%
资产负债率	32.72%	31.87%	46.78%	44.69%
净债务/EBITDA	-	-0.96	3.11	1.38
EBITDA 利息保障倍数	-	10.42	9.12	9.50
总债务/总资本	22.73%	23.28%	37.69%	33.91%
FFO/净债务	-	-59.23%	22.98%	42.41%
速动比率	2.63	2.83	1.90	1.75

现金短期债务比	3.05	2.55	1.09	1.60
---------	------	------	------	------

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

附录二 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 2022年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

序号	子公司全称	主营业务	成立日期	注册资本	持股比例 (%)
1	湖北天元物流发展有限公司	物流业	2012.11.29	89,182.00	100.00
2	湖北宜昌长江三峡游轮中心开发有限公司	港口经营企业	2009.09.25	55,977.82	88.97
3	宜昌交运长江游轮有限公司	水路运输企业	2012.05.22	35,159.38	98.89
4	湖北宜昌交运松滋有限公司	运输企业	2016.01.26	5,000.00	70.00
5	宜昌交运集团宜都客运有限公司	运输企业	2013.01.22	5,000.00	70.00
6	恩施麟达汽车销售服务有限公司	汽车销售企业	2010.01.07	800.00	100.00
7	宜昌交运集团麟觉汽车销售服务有限公司	汽车销售企业	2003.11.04	800.00	100.00
8	宜昌交运集团石油有限公司	石油销售企业	1999.06.17	300.00	100.00
9	宜昌交运集团夷陵客运有限公司	运输企业	2008.07.16	50.00	100.00
10	宜昌交运集团宜都旅行社有限公司	旅游企业	2008.11.07	30.00	70.00
11	恩施麟轩汽车销售服务有限公司	汽车销售企业	2017.08.04	500.00	100.00
12	恩施麟昌汽车销售服务有限公司	汽车销售企业	2017.02.06	600.00	100.00
13	湖北天元物业管理有限公司	物业管理	2016.11.14	500.00	100.00
14	宜昌交运集团秭归客运有限公司	运输企业	2016.05.12	50.00	100.00
15	宜昌交运集团出租汽车客运有限公司	出租车营运企业	2008.12.16	350.00	100.00
16	恩施麟泰汽车销售服务有限公司	汽车销售企业	2016.11.03	500.00	100.00
17	恩施麟盛汽车销售服务有限公司	汽车销售企业	2014.06.24	600.00	100.00
18	宜昌交运集团麟汇汽车销售服务有限公司	汽车销售企业	2011.09.26	800.00	100.00
19	宜昌交运集团麟辰汽车销售服务有限公司	汽车销售企业	2011.09.26	600.00	100.00
20	宜昌交运集团兴山客运有限公司	运输企业	2007.12.21	80.00	100.00
21	恩施麟觉汽车销售服务有限公司	汽车销售企业	2009.05.21	1,000.00	100.00
22	宜昌交运集团麟远汽车销售服务有限公司	汽车销售企业	2009.09.10	500.00	100.00
23	宜昌交运集团麟至汽车销售服务有限公司	汽车销售企业	2004.02.20	600.00	100.00
24	宜昌交运集团汽车销售维修有限公司	汽车销售企业	1999.08.03	500.00	100.00

25	宜昌交运集团汽车运输服务有限公司	汽车租赁	2015.09.14	2,000.00	100.00
26	宜昌茅坪港旅游客运有限公司	港口经营企业	2003.04.22	7,240.00	100.00
27	宜昌太平溪港旅游客运有限公司	港口经营（限许可范围）客运站经营	2001.06.07	2,300.00	100.00
28	宜昌交运国际旅行社有限公司	旅游运输企业	1999.06.17	1,000.00	100.00
29	宜昌长江国际旅行社有限公司	国内旅游业务、入境旅游业务	2002.03.20	1,000.00	100.00
30	宜昌三斗坪旅游港埠有限公司	港口经营	2014.08.25	2,500.00	100.00
31	宜昌长江三峡旅游客运有限公司	客运站经营	2007.07.16	1,000.00	100.00
32	松滋市金安汽车运输有限公司	运输企业	2002.09.16	50.00	70.00
33	松滋市通达公共汽车有限公司	运输企业	1999.05.20	60.00	70.00
34	五峰安晟客运有限公司	运输企业	2002.11.08	83.00	100.00
35	宜都好运机动车检测有限公司	车辆检测	2010.03.22	50.00	70.00
36	宜昌交运集团宜都广告有限公司	广告设计	2008.09.23	30.00	70.00
37	宜昌交运集团麟宏汽车销售服务有限公司	汽车销售企业	2017.12.12	600.00	100.00
38	湖北三峡九凤谷旅游开发有限公司	旅游景区	2014-08-19	6,500.00	100.00
39	宜昌交运三峡游轮有限公司	水上运输	2019-08-01	5,000.00	100.00
40	宜都行运机动车检测有限公司	机动车检测	2019-08-29	100.00	100.00
41	宜昌交运集团旅游客运有限公司	道路运输业	2019-07-24	3,000.00	100.00
42	宜昌交运集团客运有限公司	道路运输业	2019-07-26	5,000.00	100.00
43	宜昌恒运伍家机动车检测有限公司	机动车检测服务	2020-08-07	500.00	100.00
44	宜昌夷陵鸿运机动车检测有限公司	机动车检测服务	2020-08-11	500.00	100.00
45	宜昌交运盛景游轮有限公司	内河旅客运输及相关配套服务	2020-07-02	1,000.00	51.00
46	宜昌交运三峡人家专线船有限公司	休闲观光旅游服务	2020-12-29	1,000.00	55.00
47	宜昌鸿凯客运有限责任公司	道路旅客运输	2021-02-19	20.00	100.00

资料来源：公司提供

附录四 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+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
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+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)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
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%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

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。