



CREDIT RATING REPORT

报告名称

华兴证券-运达喜来登酒店 资产支持专项计划跟踪评级报告

目录

- 结构摘要及跟踪评级观点
- 资产支持专项计划概要
- 基础资产质量及现金流分析
- 增信措施分析
- 主要参与方分析





信用等级说明

DGZX-R【2022】00647

大公国际资信评估有限公司通过对华兴证券-运达喜来登酒店资产支持专项计划的信用状况进行跟踪评级，确定优先级资产支持证券“PR 运达优”信用等级维持 AA⁺_{sf}。

特此说明。

大公国际资信评估有限公司

评审委员会主任：

席宁

二〇二二年六月二十八日



结构摘要

资产支持证券		
证券类型	优先级	次级
债券简称	PR 运达优	PR 运达次
本次信用等级	AA+ _{sf}	-
上次信用等级	AA+ _{sf}	-
发行规模(亿元)	9.00	0.50
剩余规模(亿元)	8.829	0.50
还本付息方式	季付	-
发行期限(年)	3+3+3+3+3	
上次评级日	2021年7月12日	

交易要素

基础资产	系指由原始权益人转让给管理人的享有对借款人的标的债权及其附属权益(如有),以及管理人依据相应合同享有的全部权益
基础资产跟踪基准日	2022年3月31日
归集频率	按季归集

目标项目

目标项目	长沙运达喜来登酒店 于价值时点2020年6月30日,估值为17.25亿元
------	---

主要参与方

原始权益人/初始债权人/差额补足义务人/第二顺位差额支付承诺人/回售承诺人	湖南运达实业集团有限公司 (以下简称“运达集团”或“公司”)
管理人/计划管理人	华兴证券有限公司
借款人/出质人	湖南运达酒店管理有限公司 (以下简称“酒店管理公司”)
共同还款人/抵押人/第一顺位差额支付承诺人/物业持有人	湖南运达房地产开发有限公司 (以下简称“运达房地产”)
差额支付承诺人	湖南运达房地产开发有限公司 湖南运达实业集团有限公司
监管银行	长沙银行股份有限公司开福支行
托管银行	中国民生银行股份有限公司长沙分行
登记托管机构	中国证券登记结算有限责任公司上海分公司

跟踪评级观点

华兴证券-运达喜来登酒店资产支持专项计划(以下简称“本计划”或“专项计划”)于2021年7月23日设立,大公对本计划的基础资产和主要参与方表现进行了持续关注。基于本次跟踪评级期间所获得的相关信息,大公对本计划进行了跟踪评级,维持优先级资产支持证券“PR 运达优”AA+_{sf}的信用等级。

正面

- 本次跟踪期内,标的物业喜来登酒店区位优势仍较为明显,收入结构稳定,平均房价、入住率和餐饮收入上座率基本恢复疫情以前水平,整体运营情况良好;
- 本次跟踪期内,专项计划未触发差额支付启动事件、借款提前到期事件、运营收入加速归集事件及违约事件等,优先级资产支持证券获得次级资产支持证券的信用支撑提升至5.36%,仍具有一定内部增信作用;
- 本次跟踪期内,运达房地产以其持有的标的物业进行抵押担保,酒店管理公司以其持有的标的物业运营收入提供质押担保,仍对本计划具有一定的增信作用;
- 运达集团不可撤销及无条件地对当期不足监管账户必备金额1.10倍的差额部分承担差额补足义务,并对专项计划承担第二顺位差额支付义务,仍对本计划具有较强的增信作用。

关注

- 2021年,运达集团期间费用占营业收入的比重仍较高,对利润形成一定侵蚀;
- 2021年,运达集团经营性现金流由净流入转为净流出状态,无法对债务和利息形成保障;
- 运达集团存货规模较大,仍对资金形成明显占用,其他应收款计提坏账较多,存在一定回收风险,受限资产占比很高,资产流动性仍较弱。

**原始权益人主要财务数据(单位:亿元、%)**

项目	2022.03	2021	2020	2019
资产总额	131.09	130.33	111.50	98.48
所有者权益	52.94	51.72	47.20	44.58
营业收入	8.22	31.70	29.64	31.64
净利润	1.22	4.32	3.45	4.17
经营性净现金流	2.77	-1.11	3.79	10.05
毛利率	40.70	42.27	39.95	41.79
资产负债率	59.62	60.32	57.67	54.73
经营性净现金流/总负债	3.54	-1.55	6.41	20.29

注:公司2021年及2022年1~3月财务报表来自公开资料,中审华会计师事务所(特殊普通合伙)对原始权益人2021年财务报表进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2022年1~3月财务报表未经审计。

评级方法及模型

名称	商业房地产抵押贷款资产支持证券信用评级方法
版本号	PF-ABS-CMBS-2019-V.1

评级历史关键信息

债项评级	评级时间	项目组 成员	评级 方法	评级 报告
优先级:AA ⁺ _{sf}	2021/07/12	-	商业房地产抵押贷款资产支持证券信用评级方法	未公开披露

评级小组负责人:刘晶玉

评级小组成员:郑蒙

电话:010-67413300

传真:010-67413555

客服:4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com



评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、除因本次评级事项构成的委托关系外，评级对象或其发行人与大公、大公子公司、大公控股股东及其控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性、审慎性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。

大公评级人员与评级委托方、评级对象或其发行人之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观性、独立性、公正性、审慎性的关联关系。

二、大公及评级项目组履行了尽职调查义务以及诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正、审慎的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因评级对象或其发行人和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的资料主要由评级对象或其发行人提供或为已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由评级对象或其发行人/信息公布方负责。大公对该部分资料的合法性、真实性、准确性、完整性和有效性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

由于评级对象或其发行人/信息公布方提供/公布的信息或资料存在瑕疵（如不合法、不真实、不准确、不完整及无效）而导致大公的评级结果或评级报告不准确或发生任何其他问题，大公对此不承担任何责任（无论是对评级对象或其发行人或任何第三方）。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至优先级资产支持证券到期兑付日有效，在有效期内，大公将根据《跟踪评级安排》对评级对象或其发行人进行定期或不定期跟踪评级，且有权根据后续跟踪评级的结论，对评级对象或其发行人做出维持、变更或终止信用等级的决定并及时对外公布。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、未经大公书面同意，本次跟踪评级报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。





资产支持专项计划概要

（一）交易概要

计划管理人华兴证券有限公司（以下简称“华兴证券”）于2021年7月23日设立本计划，发行规模为95,000.00万元。本次跟踪评级期间为2021年7月13日至本报告出具日，其中基础资产信息截至2022年3月31日，资产支持证券偿付信息截至2022年4月29日。

根据《华兴证券-运达喜来登酒店资产支持专项计划标准条款》（以下简称“《标准条款》”），专项计划基础资产系指由原始权益人运达集团依据《华兴证券-运达喜来登酒店资产支持专项计划资产转让协议》（以下简称“《资产转让协议》”）转让给管理人的，管理人依据《借款合同》、《资产转让协议》、《华兴证券-运达喜来登酒店资产支持专项计划债权确认协议》（以下简称“《债权确认协议》”）享有的对借款人和共同还款人的本金金额为人民币9.50亿元的标的债权¹及其附属权益（如有）以及管理人依据《华兴证券-运达喜来登酒店资产支持专项计划抵押合同》、《华兴证券-运达喜来登酒店资产支持专项计划质押合同》、《华兴证券-运达喜来登酒店资产支持专项计划差额补足承诺函》（以下分别简称“《抵押合同》、《质押合同》、《差额补足承诺函》”）等享有的全部权益²。借款/标的债权/初始资产系指管理人根据《借款合同》、《资产转让协议》、《债权确认协议》的约定对借款人和共同还款人享有的债权³。

目标项目系指由运达房地产持有的房屋所有权及其对应的土地使用权，包括位于开福区芙蓉中路一段478号运达国际广场长沙运达喜来登酒店（以下简称“运达喜来登酒店”或“喜来登酒店”），目标项目抵押登记于2021年7月12日办理完毕，并已获取编号为“湘（2021）长沙市不动产证明第0201546号”的不动产登记证明，第一顺位抵押权人为华兴证券；应收账款质押登记已于2021年7月12日办理完毕，并已获取编号为“12050184001440728459”动产担保登记证明（初始登记），质权人为华兴证券。根据深圳市戴德梁行土地房地产评估有限公司（以下简称“戴德梁行”）出具的编号为戴德梁行评报字（2020/BJ/F2）第146号的《中国湖南省长沙市开福区芙蓉中路一段478号运达国际广场长沙运达喜来登酒店房地产估价报告》（以下简称“《估价报告》”），于价值时点2020年6月30日，目标项目运达喜来登酒店市场价值为人民币17.25亿元⁴。

本计划设置了回售安排和利率调整安排，“PR运达优”持有人可根据《标准条款》，于回售日前的第54个工作日（含）至第40个工作日（含）进行回售登记，回售日为本计划设立日所在自然年度（含）起第3个、第6个、第9个、第12个和第15个自然年的7月23日；票面利率调整公告日为回售日前第55个工作日。

专项计划主要参与方如下表所示：

¹ 根据《债权确认协议》，标的债权还款期限为18年，自2021年7月9日至2039年7月31日。

² 前述债权及权益包括但不限于要求借款人和共同还款人支付本金、利息、罚息、违约金、损害赔偿金等所有收益，以及为保障和实现前述权益而享有的担保和/或要求予以差额补足和/或要求采取补救措施等所有权益。

³ 借款人偿还标的债权本息的现金流来源于运营收入，即由湖南运达酒店管理有限公司（以下简称“酒店管理公司”）合法享有的目标项目（或“标的物业”）于运营收入回收期内酒店未来运营收入，包括目标项目所产生的客房收入、餐饮收入及其他收入。

⁴ 根据《估价报告》，在房地产市场情况无较大波动时，有效使用期限为1年，自2020年7月30日至2021年7月29日，若市场情况有较大波动或超过1年时需重新进行估价。本次跟踪，未提供更新的《估价报告》。



表 1 专项计划主要参与方

项 目	主要参与方	简 称
原始权益人/初始债权人/差额补足义务人/第二顺位差额支付承诺人/回售承诺人	湖南运达实业集团有限公司	运达集团或公司
管理人/计划管理人	华兴证券有限公司	华兴证券
借款人/出质人	湖南运达酒店管理有限公司	酒店管理公司
共同还款人/抵押人/第一顺位差额支付承诺人/物业持有人	湖南运达房地产开发有限公司	运达房地产
差额支付承诺人 ⁵	湖南运达房地产开发有限公司 湖南运达实业集团有限公司	-
监管银行	长沙银行股份有限公司开福支行	长沙银行开福支行
托管银行/托管人	中国民生银行股份有限公司长沙分行	民生银行长沙分行
法律顾问	德恒上海律师事务所	德恒
会计师	中审华会计师事务所（特殊普通合伙）	中审华
评级机构	大公国际资信评估有限公司	大公
评估师	深圳市戴德梁行土地房地产评估有限公司	戴德梁行
登记托管机构	中国证券登记结算有限责任公司上海分公司	中证登上海分公司

资料来源：根据《标准条款》整理

专项计划交易结构如下图所示：

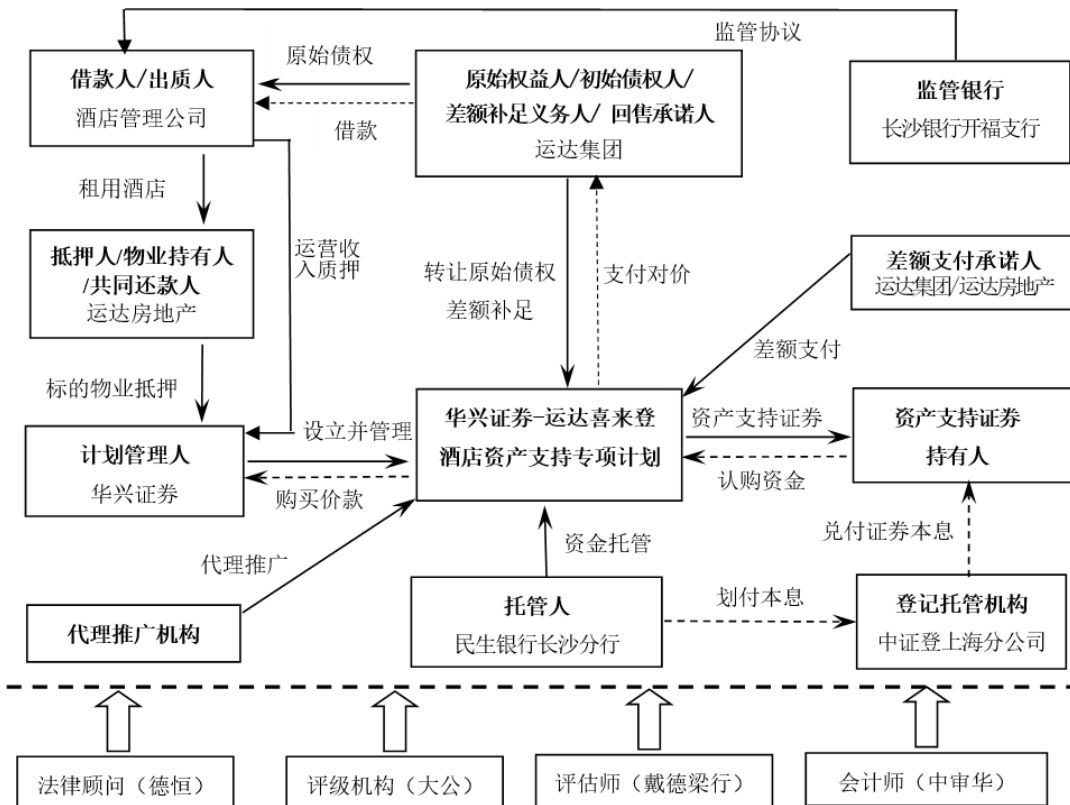


图 1 华兴证券-运达喜来登酒店资产支持专项计划交易结构

资料来源：根据《标准条款》整理

⁵ 除上下文另有特别说明外，运达房地产和运达集团任何一方不单独被称为差额支付承诺人。



(二) 资产支持证券

本计划发行总规模为 95,000 万元，其中优先级资产支持证券“PR 运达优”规模共计 90,000 万元，次级资产支持证券“21 运达次”募集规模为 5,000 万元，由原始权益人运达集团全额认购。

表 2 本计划资产支持证券基本情况（单位：万元、%）⁶

资产支持证券	PR 运达优	21 运达次
债券代码	189527.SH	189528.SH
发行规模	90,000.00	5,000.00
本金比例	94.74	5.26
发行利率	7.10	-
本息兑付方式	按季付息，固定摊还本金	
预期到期日	2039/07/22	

数据来源：根据《标准条款》整理

专项计划兑付日（T 日）系指专项计划存续期内 2021 年至 2039 年每个自然年度的 1 月、4 月、7 月、10 月最后一个工作日，且首个兑付日与基准日之间间隔应超过三个自然月，本计划首个兑付日为 2021 年 10 月 29 日，具体以《华兴证券-运达喜来登酒店资产支持专项计划资产支持证券计划说明书》（以下简称“《计划说明书》”）约定为准。

表 3 专项计划优先级资产支持证券还款安排（单位：万元）

分配日期	分配本金	分配日期	分配本金	分配日期	分配本金	分配日期	分配本金
2021/10/29	504	2026/04/30	801	2030/10/31	999	2035/04/30	1,701
2022/01/28	603	2026/07/31	801	2031/01/31	999	2035/07/31	1,701
2022/04/29	603	2026/10/30	999	2031/04/30	999	2035/10/31	1,701
2022/07/29	603	2027/01/29	999	2031/07/31	999	2036/01/25	1,998
2022/10/31	603	2027/04/30	999	2031/10/31	1,098	2036/04/30	1,998
2023/01/31	603	2027/07/30	999	2032/01/30	1,503	2036/07/31	1,998
2023/04/28	603	2027/10/29	999	2032/04/30	1,503	2036/10/31	1,998
2023/07/31	603	2028/01/24	999	2032/07/30	1,503	2037/01/30	1,998
2023/10/31	702	2028/04/28	999	2032/10/29	1,503	2037/04/30	1,998
2024/01/31	702	2028/07/31	999	2033/01/28	1,503	2037/07/31	1,998
2024/04/30	702	2028/10/31	999	2033/04/29	1,503	2037/10/30	1,998
2024/07/31	702	2029/01/31	999	2033/07/29	1,503	2038/01/29	1,998
2024/10/31	801	2029/04/30	999	2033/10/31	1,503	2038/04/30	1,998
2025/01/27	801	2029/07/31	999	2034/01/31	1,503	2038/07/30	1,998
2025/04/30	801	2029/10/31	999	2034/04/28	1,503	2038/10/29	1,998
2025/07/31	801	2030/01/31	999	2034/07/31	1,503	2039/01/31	1,998
2025/10/31	801	2030/04/30	999	2034/10/31	1,701	2039/04/29	1,998
2026/01/30	801	2030/07/31	999	2035/01/31	1,701	2039/07/22	1,971

注：根据《收益分配公告》，专项计划设置了本金分配比例，本表格中各期分配本金=优先级发行规模*各期分配比例
资料来源：根据《计划说明书》《收益分配公告》整理

⁶ 法定到期日系指专项计划最晚结束的日期，即次级资产支持证券的预期到期日往后延长两年的对应日。

中
信
证
券



本次跟踪期内，优先级资产支持证券本金及预期收益获得按时足额偿付，专项计划未触发差额支付启动事件、借款提前到期事件、运营收入加速归集事件及违约事件等

本次跟踪期间内，分配“PR 运达优”本金和收益共计 6,418.62 万元，其中分配本金 1,710.00 万元，分配利息 4,708.62 万元。跟踪期内，优先级资产支持证券本金及预期收益获得按时足额偿付，未触发差额补足启动事件、物权担保启动事件、差额支付启动事件、借款提前到期事件、运营收入加速归集事件及违约事件。本计划资产支持证券本息兑付情况见下表。

表 4 截至 2022 年 4 月 29 日本计划资产支持证券本息兑付情况（单位：万元）

项目	PR 运达优	21 运达次	合计
初始本金规模	90,000.00	5,000.00	95,000.00
第 1 期兑付金额	2,163.69	-	2,163.69
其中：本金	504.00	-	504.00
利息	1,659.69	-	1,659.69
第 2 期兑付金额	2,132.64	-	2,132.64
其中：本金	603.00	-	603.00
利息	1,529.64	-	1,529.64
第 3 期兑付金额	2,122.29	-	2,122.29
其中：本金	603.00	-	603.00
利息	1,519.29	-	1,519.29
未偿本金余额	88,290.00	5,000.00	93,290.00

注：1、第 1 期兑付日为 2021/10/29，第 2 期兑付日为 2022/01/28，第 3 期兑付日为 2022/04/29；

2、根据《收益分配公告》，每期分配资金合计=（分配本金+分配收益）*持有人份额。

数据来源：根据《收益分配公告》整理



基础资产质量分析

（一）基础资产回款、归集与划转情况

本次跟踪期内，标的物业现金流情况整体较好；标的物业运营收入按时足额归集，各账户资金正常转入、转出并能够按时、足额支付优先级应付本金及利息

本次跟踪期内，根据酒店管理公司按季提供的《物业运营报告》，自专项计划 2021 年 7 月 23 日以来，标的物业喜来登酒店 2021 年 7 月~12 月实际产生现金流 10,396.22 万元，实际 EBITDA 为 4,678.72 万元；2022 年 1 月~3 月产生现金流 4,599.52 万元，实际 EBITDA 为 1,940.75 万元。跟踪期 2021 年 7 月~2022 年 3 月，实际产生现金流 14,995.74 万元为预测现金流 15,527.04 万元的 96.58%，实际 EBITDA 现金流 6,619.47 万元为预测 EBITDA 现金流 7,427.18 万元的 89.12%，实际现金流均达预测值 80.00% 以上，标的物业现金流情况整体较好。



表 5 跟踪期内标的物业 EBITDA 实际值与预测值对比（单位：万元）

时间	项目	各项实际收入	实际收入小计 ⁷	实际 EBITDA	预测 EBITDA	实际/预测 EBITDA
2021/07	客房	774.25	1,742.22	825.12	760.67	1.08
	餐饮	828.89				
	其他	139.08				
2021/08	客房	658.11	1,541.81	662.43	741.41	0.89
	餐饮	745.77				
	其他	137.93				
2021/09	客房	825.94	1,984.21	977.90	1,049.53	0.93
	餐饮	1,014.99				
	其他	143.28				
2021/10	客房	778.88	1,779.14	899.02	847.33	1.06
	餐饮	868.95				
	其他	131.31				
2021/11	客房	750.14	1,620.66	731.35	818.44	0.89
	餐饮	734.63				
	其他	135.89				
2021/12	客房	747.51	1,728.18	582.90	895.47	0.65
	餐饮	772.38				
	其他	208.29				
2022/01	客房	721.87	1,807.14	774.34	861.39	0.90
	餐饮	886.31				
	其他	198.96				
2022/02	客房	546.40	1,481.16	537.37	684.96	0.78
	餐饮	756.28				
	其他	178.48				
2022/03	客房	484.12	1,311.22	629.04	767.99	0.82
	餐饮	678.14				
	其他	148.96				

资料来源：根据《商定程序报告》和《物业运营报告》整理

根据《计划说明书》及相关文件约定，（1）在运营收入划款日⁸，借款人向监管账户划付截至上个自然月度最后 1 个工作日的运营收入回收期全部运营收入；（2）于现金流核算日⁹，管理人将监管账户内对应每一自然月度内的现金流金额与该月度的月度必备金额比较，若当月归集现金流金额超过该月度之月度必备金额的 1.10 倍，则应将现金流金额超过月度必备金额 1.10 倍的部分划至酒店管理公司指定账户；（3）于监管账户

⁷ 为未扣除当期成本、营业费用、管理费用和税金及其附加，实际 EBITDA 即为扣除成本、费用、税金及其附加的经营净收入；

⁸ 系指借款人向监管账户划付运营收入的日期：（1）通常运营收入划款日为专项计划设立日（含该日）后每个自然月度结束后的第 1 个工作日，且不晚于每个兑付日前的第 15 个工作日（T-15）；（2）如发生运营收入加速归集事件，则为专项计划剩余存续期间每个自然周结束后的第 1 个工作日，最后一个运营收入划款日为借款合同到期日前 5 个工作日。

⁹ 系指专项计划设立日（含该日）后每个自然月度结束后的第 2 个工作日（且不晚于每个兑付日前的第 14 个工作日，T-14）。



划款日¹⁰，酒店管理公司应从监管账户中将监管账户必备金额的资金支付至专项计划账户；（4）在托管银行划款日（T-3日），托管银行划出相应款项分别支付专项计划费用，并将当期预期收益和/或本金划拨至登记托管机构指定账户；（5）登记托管机构于兑付日¹¹（T日）向资产支持证券持有人支付当期预期收益和/或本金款项。

根据华兴证券提供的监管账户对账单、超额覆盖金划款通知书、托管账户对账单，标的物业喜来登酒店运营收入按时足额归集，各账户资金正常转入、转出并能够按时、足额支付优先级应付本金及利息。

表 6 跟踪期内信托监管账户资金归集及转付情况（单位：万元）

监管账户 转入日	转入 金额	超额覆盖 转出日	转出 金额	托管账户 转入日	转入 金额	托管账户 转出日	转出 金额
2021/08/02	1,742.23	2021/08/04	929.01	2021/08/05	739.30		
2021/09/01	1,541.81	2021/09/03	773.69	2021/09/07	765.50	2021/10/26	2,163.90
2021/10/08	1,984.21	2021/10/11	1,276.49	2021/10/13	713.10		
2021/11/01	1,779.14	2021/11/03	1,048.66	2021/11/05	728.90		
2021/12/01	1,620.67	2021/12/03	891.77	2021/12/07	728.90	2022/01/25	2,132.85
2021/01/04	1,728.17	2022/01/06	999.52	2022/01/10	728.90		
2022/02/07	1,807.14	2022/02/09	1,078.46	2022/02/11	728.70		
2022/03/01	1,481.16	2022/03/03	752.46	2022/03/07	728.70	2022/04/25	2,122.50
2022/04/01	1,311.22	2022/04/07	582.75	2022/04/11	728.70		

资料来源：根据监管账户对账单、划款通知书、托管账户对账单整理

综合来看，本次跟踪期内，本计划现金流归集及转付情况均按照《标准条款》等约定执行，保障了专项计划的顺利实施。

（二）标的物业运营情况

本次跟踪期内，标的物业喜来登酒店区位优势仍较为明显；收入结构稳定，平均房价、入住率和餐饮收入上座率基本恢复疫情以前水平，整体运营情况良好

标的物业喜来登酒店为五星级酒店，于2007年3月26日开业，截至本次跟踪期已开业运营15年；跟踪期内，标的物业区位优势仍较为明显，周边配套完善，交通便捷程度较高，为标的物业提供了成熟的运营条件。本次跟踪期内《估价报告》未作更新，截至价值时点2020年6月30日，标的物业市场价值为人民币17.25亿元。

根据《资产管理报告》、《物业运营报告》和公司提供资料，本次跟踪期内，酒店营业收入仍包括客房收入、餐饮收入和其他收入三部分，其中餐饮收入包含餐厅、宴会及会议收入，其他收入包含但不限于商务中心、SPA、健身、茗棋等收入。2021年，喜来登酒店实现营运收入20,395.46万元，其中客房收入、餐饮收入和其他收入各自占比分别为42.98%、48.59%、8.43%，营业收入基本恢复至2019年疫情前水平；2022年1~3月，喜来登酒店实现营运收入1,940.75万元，其中客房收入、餐饮收入和其他收入各自占比分别为38.10%、50.45%、11.45%，营业收入同比基本持平。

¹⁰ 系指借款人将监管账户内相当于监管账户必备金额的资金转入专项计划账户之日，即每个现金流核算日后的第3个工作日。

¹¹ 系指专项计划存续期内2021年至2039年每个自然年度的1月、4月、7月、10月最后一个工作日，且首个兑付日与基准日之间间隔应超过三个自然月，本计划首个兑付日为2021年10月29日，具体以《认购协议》为准。

**表 7 长沙运达喜来登酒店历史营业收入及 EBITDA 情况（单位：万元、%）**

项目	2022 年 1~3 月		2021		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
客房	1,752.39	38.10	8,765.93	42.98	5,791.51	38.09	8,127.91	40.01
餐饮	2,320.43	50.46	9,909.71	48.59	7,743.73	50.93	9,799.43	48.24
其他	526.41	11.44	1,719.82	8.43	1,669.64	10.98	2,385.25	11.74
合计	4,599.23	100.00	20,395.46	100.00	15,204.88	100.00	20,312.59	100.00
EBITDA	1,940.75	-	9,001.89	-	6,293.29	-	9,698.68	-

数据来源：根据《资产管理报告》、《物业运营报告》和公司提供资料整理

客房收入方面，2021 年实现客房收入 8,765.93 万元，同比增长 51.36%；其中喜来登酒店每晚每间客房平均房价约为 799.75 元，平均入住率约为 86.79%，较 2019 年疫情前增长 7.5 个百分点。2022 年 1~3 月，喜来登酒店每晚每间客房平均房价约为 772.49 元，平均入住率约为 72.85%，同比小幅下降。

表 8 长沙运达喜来登酒店客房历史收入情况（单位：间、万元）

项目	2022 年 1~3 月 ¹²	2021 年	2020 年	2019 年
客房数	346	346	346	346
入住率（%）	72.85	86.79	59.03	79.29
平均房价（元/间/天）	772.49	799.75	776.85	811.73
客房收入	1,752.39	8,765.93	5,791.51	8,127.91

数据来源：根据公司提供资料整理

餐饮收入方面，仍主要包括西餐厅收入、中餐厅收入和宴会/会议收入，2021 年餐饮收入为 9,909.71 万元，西餐厅和中餐厅上座率分别为 74.89%和 56.75%，整体水平能够达到 2019 年疫情以前的水平。2022 年 1~3 月，喜来登酒店餐饮收入为 2,320.43 万元，同比增长 1.69%。

表 9 长沙运达喜来登酒店餐饮历史收入情况（单位：万元）

	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
餐饮收入	2,320.43	9,909.71	7,743.73	9,799.42
西餐厅收入	748.03	3,406.84	2,586.06	3,394.57
人均消费（元）	187	190	191	189
上座率（%）	67.75	74.89	56.39	75.01
中餐厅收入	974.92	3,104.34	2,830.62	2,997.60
人均消费（元）	150	152	148	146
上座率（%）	73.24	56.75	53.00	57.05
宴会/会议收入	597.78	3,398.53	2,327.05	3,407.25
宴会收入	473.16	2,660.09	1,953.84	2,686.87
会议室收入	124.62	738.44	373.21	720.38

数据来源：根据公司提供资料整理

综上所述，跟踪期内，标的物业喜来登酒店收入结构稳定，平均房价、入住率和餐饮收入上座率基本恢复疫情以前水平，整体运营情况良好。

¹² 2021 年 1~3 月，喜来登酒店每晚每间客房平均房价约为 790.55 元，平均入住率约为 72.96%。



现金流分析

（一）基准情景分析

依据《商定程序报告》，基准情景下，在考虑每个兑付期间保证金的情况下，扣除相关费用后，目标物业的运营收入对优先级证券本息的覆盖倍数均在 1.61 倍以上

根据中审华出具的《湖南运达实业集团有限公司拟设立华兴证券-运达喜来登酒店资产支持专项计划中审华会计师事务所（特殊普通合伙）针对净现金流量预测执行商定程序的报告》（以下简称“《商定程序报告》”），基于主要假设，对目标物业 2020 年 7 月~2038 年 12 月产生的现金流进行预测。由于专项计划预计到期日为 2039 年 7 月 22 日，本次跟踪期间测算时，2039 年 1~6 月各月现金流入选取 2038 年 1~6 月的测算值。本次跟踪测算中，费用包括专项计划税费和托管费；其中，每个兑付日应付的托管费=当个计息期间期初证券未偿本金余额×【0.02%】×计息期间实际天数/365；每个兑付日应付的税费=当个计息期间应付利息/（1+3.00%）*3.36%，兑付兑息费率 0.005%，根据财税【2017】56 号文，采用简易计税方法，增值税率 3.00%，附加税率 12.00%，综合税率=3.00%×（1+12.00%）=3.36%。

基于标的物业基本资料、《商定程序报告》以及本计划的交易结构设置等，大对专项计划存续期间标的物业净现金流入与优先级证券应付本息的保障程度进行测算。结果显示，基准情景下，标的物业预测现金流入（EBITDA）在扣除相关费用后，考虑每个兑付期间 1,000.00 万元保证金的情况下，标的物业 EBITDA 对于优先级应付本息及税费的覆盖倍数均不小于 1.61 倍。

表 10 基准情景下标的物业预计现金流入对专项计划优先级本息覆盖倍数（单位：万元、倍）

期间	EBITDA	当期本息	税费	覆盖倍数	期间	EBITDA	当期本息	税费	覆盖倍数
T4	2,553.04	2,170.15	17.46	1.63	T39	3,650.22	2,029.87	11.58	2.29
T5	2,750.22	2,159.44	17.35	1.73	T40	4,026.70	2,012.13	11.39	2.49
T6	2,760.60	2,148.74	17.23	1.74	T41	4,337.71	2,093.40	11.19	2.54
T7	2,461.62	2,138.04	17.11	1.61	T42	4,354.07	2,478.91	10.98	2.16
T8	2,715.50	2,127.33	16.99	1.74	T43	3,738.94	2,452.23	10.69	1.93
T9	2,925.24	2,215.63	16.88	1.76	T44	4,124.57	2,425.56	10.40	2.11
T10	2,936.28	2,203.17	16.74	1.78	T45	4,443.14	2,398.88	10.10	2.26
T11	2,592.14	2,190.71	16.60	1.63	T46	4,459.90	2,372.20	9.81	2.30
T12	2,859.49	2,178.25	16.47	1.76	T47	3,797.90	2,345.52	9.52	2.04
T13	3,080.34	2,264.79	16.33	1.79	T48	4,189.61	2,318.84	9.23	2.23
T14	3,091.97	2,250.57	16.18	1.81	T49	4,513.20	2,292.17	8.93	2.40
T15	2,760.53	2,236.35	16.02	1.67	T50	4,530.23	2,265.49	8.64	2.44
T16	3,045.24	2,222.14	15.86	1.81	T51	3,873.97	2,238.81	8.35	2.17
T17	3,280.45	2,207.92	15.71	1.93	T52	4,273.52	2,212.13	8.05	2.38
T18	3,292.83	2,193.70	15.55	1.95	T53	4,603.59	2,383.45	7.76	2.35
T19	2,950.59	2,179.48	15.39	1.81	T54	4,620.96	2,353.26	7.43	2.39
T20	3,254.91	2,165.27	15.24	1.96	T55	3,951.56	2,323.07	7.10	2.13
T21	3,506.31	2,349.05	15.09	1.91	T56	4,359.12	2,292.87	6.77	2.33
T22	3,519.54	2,331.32	14.89	1.93	T57	4,695.80	2,262.68	6.44	2.51





T23	3,151.21	2,313.58	14.70	1.79	T58	4,713.52	2,529.49	6.11	2.26
T24	3,476.23	2,295.85	14.50	1.94	T59	4,047.60	2,494.02	5.72	2.02
T25	3,744.72	2,278.12	14.31	2.08	T60	4,465.06	2,458.56	5.33	2.22
T26	3,758.85	2,260.39	14.11	2.10	T61	4,809.93	2,423.09	4.94	2.40
T27	3,377.15	2,242.65	13.92	1.95	T62	4,828.08	2,387.63	4.55	2.44
T28	3,725.47	2,224.92	13.72	2.12	T63	4,111.43	2,352.17	4.16	2.17
T29	4,013.21	2,207.19	13.53	2.27	T64	4,535.48	2,316.70	3.77	2.39
T30	4,028.35	2,189.46	13.33	2.29	T65	4,885.78	2,281.24	3.38	2.58
T31	3,508.28	2,171.72	13.14	2.07	T66	4,904.22	2,245.77	3.00	2.63
T32	3,870.12	2,153.99	12.94	2.25	T67	4,193.77	2,210.31	2.61	2.35
T33	4,169.03	2,136.26	12.75	2.41	T68	4,626.32	2,174.84	2.22	2.59
T34	4,184.76	2,118.53	12.55	2.44	T69	4,983.63	2,139.38	1.83	2.80
T35	3,578.55	2,100.80	12.36	2.17	T70	5,002.44	2,103.91	1.44	2.85
T36	3,947.63	2,083.06	12.16	2.37	T71	4,193.77	2,068.45	1.05	2.51
T37	4,252.53	2,065.33	11.97	2.54	T72	4,626.32	2,005.99	0.66	2.80
T38	4,268.58	2,047.60	11.78	2.57	-	-	-	-	-

注：1、T4 期间现金流入包括 2022 年 4 月~6 月，以后各期均按季计算现金流入，以此类推；

2、专项计划覆盖倍数=（EBITDA+保证金-税费-托管费-兑付兑息费）/优先级应付本息；

3、优先级资产支持证券采用实际发行利率 7.10%。

数据来源：根据《商定程序报告》、《标准条款》等整理

（二）压力情景分析

压力测试情景下，大公对标的物业客房平均房价、入住率及餐饮及其他收入增长率加压，结果显示，在考虑每个兑付期间保证金的情况下，扣除相关费用后，目标物业的运营收入对优先级证券应付本息的覆盖倍数均在 1.40 倍及以上；若不可控因素发生，或将导致专项计划基础资产经营产生的现金流入与预测存在一定偏差

大公根据专项计划现金流预期偿付情况构建现金流分析模型，通过压力测试评估压力条件下本计划兑付状况。本计划压力测试包括 3 个因素：压力因素 1 为对标的物业平均房价增长率的加压，压力因素 2 为对标的物业入住率的加压，压力因素 3 为对标的物业餐饮及其他收入增长率的加压，每个压力因素均在前述压力因素预测条件下进行，加压情况假设具体如下。

**表 11 压力情景下加压情况假设（单位：%）**

各年平均房价增长率				
情景	2021~2028 年	2029 年	2030~2038 年	
基准	5.00	3.00	2.00	
压力	4.00	2.00	1.00	
各年客房入住率				
情景	2021 年	2022 年	2023~2038 年	
基准	76.00	78.00	79.00	
压力	75.00	77.00	77.00	
各年餐饮收入及其他收入增长率				
情景	2023 年	2024~2028 年	2029 年	2030~2038 年
基准	6.00	5.00	3.00	2.00
情景	2023~2025 年	2026~2028 年	2029 年~2033 年	2034~2038 年
压力	5.00	4.00	2.00	1.00

数据来源：根据《商定程序报告》整理

压力情景测试结果显示，在考虑每个兑付期间保证金的情况下，扣除相关费用后，目标物业的运营收入对优先级证券应付本息的覆盖倍数均在 1.40 倍及以上；若不可控因素发生，或将导致专项计划基础资产经营产生的现金流入与预测存在一定偏差。

表 12 压力情景下标的物业预计现金流入对专项计划优先级本息覆盖倍数（单位：万元、倍）

期间	EBITDA	当期本息	税费	覆盖倍数	期间	EBITDA	当期本息	税费	覆盖倍数
T4	2,152.71	2,170.15	17.46	1.44	T39	2,678.34	2,029.87	11.58	1.81
T5	2,318.98	2,159.44	17.35	1.53	T40	2,954.59	2,012.13	11.39	1.96
T6	2,327.73	2,148.74	17.23	1.54	T41	3,182.79	2,093.40	11.19	1.99
T7	2,005.49	2,138.04	17.11	1.40	T42	3,194.80	2,478.91	10.98	1.69
T8	2,212.34	2,127.33	16.99	1.50	T43	2,721.50	2,452.23	10.69	1.51
T9	2,383.21	2,215.63	16.88	1.52	T44	3,002.19	2,425.56	10.40	1.65
T10	2,392.20	2,203.17	16.74	1.53	T45	3,234.07	2,398.88	10.10	1.76
T11	2,093.40	2,190.71	16.60	1.40	T46	3,246.27	2,372.20	9.81	1.79
T12	2,309.32	2,178.25	16.47	1.51	T47	2,739.37	2,345.52	9.52	1.59
T13	2,487.68	2,264.79	16.33	1.53	T48	3,021.91	2,318.84	9.23	1.73
T14	2,497.07	2,250.57	16.18	1.55	T49	3,255.30	2,292.17	8.93	1.85
T15	2,236.32	2,236.35	16.02	1.44	T50	3,267.59	2,265.49	8.64	1.88
T16	2,466.97	2,222.14	15.86	1.55	T51	2,731.29	2,238.81	8.35	1.66
T17	2,657.51	2,207.92	15.71	1.65	T52	3,012.99	2,212.13	8.05	1.81
T18	2,667.53	2,193.70	15.55	1.66	T53	3,245.70	2,383.45	7.76	1.78
T19	2,348.69	2,179.48	15.39	1.53	T54	3,257.95	2,353.26	7.43	1.81
T20	2,590.94	2,165.27	15.24	1.65	T55	2,722.42	2,323.07	7.10	1.60
T21	2,791.05	2,349.05	15.09	1.61	T56	3,003.21	2,292.87	6.77	1.74
T22	2,801.58	2,331.32	14.89	1.62	T57	3,235.16	2,262.68	6.44	1.87
T23	2,465.68	2,313.58	14.70	1.49	T58	3,247.37	2,529.49	6.11	1.68
T24	2,719.99	2,295.85	14.50	1.61	T59	2,714.98	2,494.02	5.72	1.49





T25	2,930.07	2,278.12	14.31	1.72	T60	2,995.00	2,458.56	5.33	1.62
T26	2,941.13	2,260.39	14.11	1.74	T61	3,226.32	2,423.09	4.94	1.74
T27	2,589.83	2,242.65	13.92	1.59	T62	3,238.49	2,387.63	4.55	1.77
T28	2,856.94	2,224.92	13.72	1.73	T63	2,702.23	2,352.17	4.16	1.57
T29	3,077.60	2,207.19	13.53	1.84	T64	2,980.93	2,316.70	3.77	1.72
T30	3,089.21	2,189.46	13.33	1.86	T65	3,211.17	2,281.24	3.38	1.84
T31	2,618.79	2,171.72	13.14	1.66	T66	3,223.29	2,245.77	3.00	1.88
T32	2,888.89	2,153.99	12.94	1.80	T67	2,690.86	2,210.31	2.61	1.67
T33	3,112.02	2,136.26	12.75	1.92	T68	2,968.39	2,174.84	2.22	1.82
T34	3,123.76	2,118.53	12.55	1.94	T69	3,197.66	2,139.38	1.83	1.96
T35	2,648.39	2,100.80	12.36	1.73	T70	3,209.72	2,103.91	1.44	2.00
T36	2,921.54	2,083.06	12.16	1.88	T71	2,690.86	2,068.45	1.05	1.78
T37	3,147.19	2,065.33	11.97	2.00	T72	2,968.39	2,005.99	0.66	1.98
T38	3,159.06	2,047.60	11.78	2.03	-	-	-	-	-

注：1、T4 期间现金流入包括 2022 年 4 月~6 月，以后各期均按季计算现金流入，以此类推；

2、专项计划覆盖倍数=（EBITDA+保证金-税费-托管费-兑付兑息费）/优先级应付本息；

3、优先级资产支持证券采用实际发行利率 7.10%。

数据来源：根据《商定程序报告》、《标准条款》等整理

若优先级资产支持证券持有人选择回售，当期目标物业的运营收入可能无法覆盖当期应付优先级资产支持证券本息，或将触发差额支付启动事件，存在一定流动性风险；标的物业的公允价值可能会受到不动产业市场景气度的影响，售价出现波动，但考虑到标的物业所处区位，标的物业处置变现金额存在一定保障

根据《标准条款》，专项计划存续期间的回售登记期内，若优先级证券持有人有权选择将持有优先级证券份额全部或部分回售给回售承诺人，当期目标物业的运营收入可能无法覆盖当期应付优先级资产支持证券本息，或将触发差额支付启动事件，存在一定流动性风险；若需要通过标的物业处置获得的价款支付对价，届时标的物业的公允价值或将会受到不动产业市场景气度的影响，导致售价出现大幅下降，从而影响本计划标的物业处置收入，影响优先级本息按时足额兑付。

假设专项计划存续期的第 12 个兑付日，优先级证券持有人选择将所持有优先级份额全部或部分申请回售，根据标的物业价值压力测试结果显示：当物业资产价值下跌 40% 的时候，处置物业资产（不含处置物业资产产生的相关税费）对剩余未偿优先级资产支持证券本金和当期应付利息的覆盖倍数为 1.17 倍。考虑到标的物业所处区位，大公认认为物业资产价值下跌 40% 的可能性很小，标的物业处置的变现金额存在一定保障。此外，根据《标准条款》，若专项计划存续期间内任一时点，抵押物评估价值低于办理抵押登记时抵押物评估价值的 80%，则将触发专项计划终止。

表 13 物业价值压力测试下标的物业处置收入对优先级证券本息的覆盖情况（单位：亿元、倍）

下跌比例	物业资产价值	相应优先级资产支持证券本息	覆盖倍数
5%	16.39	8.83	1.86
10%	15.53	8.83	1.76
20%	13.80	8.83	1.56
40%	10.35	8.83	1.17

数据来源：《估价报告》、《标准条款》及大公预测





若有不可控因素发生，如国家现行方针政策发生重大改变、或国家现行的利率发生重大变化等可能导致本计划基础资产经营产生的现金流与评估预测存在一定偏差。

增信措施分析

专项计划采用优先级/次级结构分层设计，其中优先级资产支持证券获得次级资产支持证券的信用支撑提升至 5.36%，仍具有一定内部增信作用

专项计划资产支持证券分为优先级资产支持证券和次级资产支持证券，根据专项计划设定的现金流偿付顺序，次级资产支持证券先行吸收资产池的损失，为优先级资产支持证券提供损失保护。优先级/次级结构分层设计，使优先级资产支持证券获得次级资产支持证券 5.36% 的信用支撑，仍具有一定的内部增信作用。

运达房地产以其持有的标的物业提供抵押担保，酒店管理公司以其持有的标的物业运营收入供质押担保，对本计划具有一定的增信作用

根据《抵押合同》，运达房地产以其持有的标的物业作为抵押物，为标的债权项下全部义务提供抵押担保。根据《质押合同》，酒店管理公司出质的财产权利为其拥有的喜来登酒店运营收入，包括客房收入、餐饮收入和其他收入。

目标资产评估价值对优先级资产支持证券本金的覆盖倍数为 1.92 倍，因此，运达房地产以其持有的抵押物提供抵押担保，酒店管理公司以其持有的应收账款提供质押担保，对本计划具有一定的增信作用。

运达集团不可撤销及无条件地对当期不足监管账户必备金额 1.10 倍的差额部分承担差额补足义务，并对专项计划承担第二顺位差额支付义务，对本计划具有较强的增信作用

根据《差额补足承诺函》，运达集团不可撤销及无条件地承诺：专项计划存续期间，若截至每一现金流核算日，经管理人将监管账户内对应每一自然月度内的现金流金额与该月度的月度必备金额进行比较，低于月度必备金额的 1.10 倍，则运达集团应就前述不足部分承担差额补足义务。同时，根据《差额支付承诺函》，运达集团对专项计划分配资金不足以支付优先级资产支持证券的各期预期收益和未偿本金的差额部分承担第二顺位差额支付义务。对本计划具有较强的增信作用。

主要参与方分析

(一)原始权益人/初始债权人/差额补足义务人/第二顺位差额支付承诺人：运达集团

运达集团前身为湖南运达电子有限公司，成立于 1996 年 5 月 8 日，由自然人高云安和马念军共同出资组建，初始注册资本为 500 万元。1997 年 4 月，公司更名为湖南运达实业有限公司；2003 年 3 月公司更名为现名。经多次增资和股权变更，截至 2022 年 3 月末，公司注册资本仍为 30,000.00 万元，自然人高云安和高颖分别持有公司 90.20% 和 9.80% 的股权，两人为父女关系，高云安仍为公司的实际控制人。根据公司提供的企业信用报告，截至 2022 年 5 月 16 日，公司本部无未结清关注及不良类信贷事件；已结清信贷业务中存在 2 笔关注类短期借款和 2 笔关注类贴现¹³。

公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律、法规的规定，建立了股东

¹³ 上述 4 笔业务均为农业银行长沙天心区支行业务，造成五级分类为关注类原因属系统原因，上述业务均已在贷款到期日前正常收回。





会、董事会、监事会等制度。为加强对不同类型公司的管理，公司总部整合了相关职能，组织体系进一步优化，形成了集管控、协调、服务于一体的新型管理架构，设立了酒店综合管理部、财务部、融资部、法务部、市场营销部等职能部门，对公司各个板块进行分工管理，提高管理效率。

跟踪期内，公司业务板块仍较多，各板块之间关联性仍较低，可以在一定程度上分散经营风险，但不利于公司协同管理；2021年，公司营业收入、毛利润和毛利率均同比小幅增长

公司业务仍包括园艺园林、房地产开发、现代服务、工业、零售、装饰等多个板块，其中园艺园林、房地产开发、现代服务及工业板块仍是收入和利润的主要来源；现代服务业务主要包含酒店管理业务和物业管理业务。由于各板块之间关联性较低，可以在一定程度上分散经营风险，但不利于公司协同管理。2021年，公司营业收入、毛利润和毛利率均同比小幅增长。

表 14 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司营业收入及毛利润情况¹⁴（单位：亿元、%）

项目	2022 年 1~3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	8.22	100.00	31.70	100.00	29.64	100.00	31.64	100.00
园林园艺	2.35	28.57	9.10	28.72	9.02	30.44	9.59	30.31
房地产开发	2.21	26.88	7.94	25.04	7.79	26.27	7.85	24.82
现代服务	1.53	18.56	6.57	20.74	4.89	16.50	5.69	17.98
工业	1.35	16.45	5.09	16.05	5.42	18.28	4.76	15.06
零售	0.36	4.36	1.10	3.47	0.83	2.81	0.96	3.04
装饰	0.43	5.18	1.90	5.99	1.17	3.96	2.18	6.89
其他业务	-	-	-	-	0.52	1.74	0.60	1.90
毛利润	3.34	100.00	13.40	100.00	11.84	100.00	13.22	100.00
园林园艺	1.02	30.41	4.20	31.34	3.95	33.35	4.20	31.77
房地产开发	0.81	24.35	3.00	22.40	2.81	23.74	2.79	21.11
现代服务	1.04	31.16	4.42	33.01	3.30	27.85	3.95	29.84
工业	0.19	5.80	0.82	6.13	0.77	6.50	0.82	6.17
零售	0.18	5.25	0.50	3.76	0.39	3.26	0.46	3.50
装饰	0.10	3.04	0.45	3.37	0.26	2.23	0.57	4.27
其他业务	-	-	-	-	0.36	3.07	0.44	3.34
毛利率		40.70		42.27		39.95		41.79
园林园艺		43.31		46.12		43.76		43.81
房地产开发		36.86		37.80		36.10		35.54
现代服务		68.31		67.28		67.42		69.34
工业		14.36		16.16		14.20		17.11
零售		49.00		45.81		46.42		48.05
装饰		23.87		23.79		22.56		25.93
其他业务		-		-		70.45		73.54

数据来源：根据公司提供资料整理

¹⁴ 表格中单项数据加总金额与合计值可能存在尾差，均系计算过程中四舍五入造成，全文同。



分板块来看,2021年,公司园林园艺实现收入同比基本持平,毛利润同比增长6.35%,毛利率同比增加2.36个百分点,主要是承接外部的高端园林项目所致;房地产开发收入主要来源于运达中央广场商业一期、运达公寓、澧县运达城一二期和运达锦绣广场,收入增长幅度很小,毛利润小幅增长,毛利率小幅上升;2020年酒店业务受疫情较大,2021年随着疫情的有效控制,酒店业务有所恢复,致使公司现代服务收入和毛利润大幅增长,毛利率小幅下降;工业收入小幅下降,毛利润和毛利率均小幅上升;工业收入小幅下降,毛利润和毛利率均小幅上升;零售业务因运达汇商场二期开业,收入和毛利润同比增长30%以上,毛利率小幅下降;装饰业务收入收入和毛利润均大幅增长,毛利率小幅提升。同期,公司其他业务仍主要包括包装公司废纸、机电公司废铁等收入、物业公司除物管收入外的其他收入(保洁、工程、其他服务等),当年未产生相关收入。

2022年1~3月,公司实现营业收入8.22亿元,同比下降2.45%,实现毛利润3.34亿元,同比下降0.88%,毛利率同比增长0.64个百分点。其中工业收入和毛利润均大幅下降,装饰业务收入和毛利润同比增长较多,其他各版块营业收入和毛利润同比变化不大。

公司园林园艺业务以湖南省内为主,2021年新签合同额小幅增长,为公司提供稳定的收入和利润来源

公司园林园艺业务范围仍以湖南省内为主,涵盖园林工程施工、园林景观设计、建筑设计、苗木种植生产、园林养护、环保工程及环保工程工艺设计等业务领域,经营主体为湖南运达园林景观工程有限公司。公司仍主要是作为分包商开展湖南省内的园林园艺施工项目,通过招投标程序获取园艺园林工程。

表 15 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月园林工程项目情况表 (单位: 万元)

项目	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
新签合同额	18,850	91,561	91,180	99,184
新签合同个数(个)	8	31	40	48
新签亿元以上项目合同金额	-	10,160	32,300	49,500
新签亿元以上项目个数(个)	-	1	2	3
结算收入金额	23,483	91,042	90,216	95,904

数据来源: 根据公司提供资料整理

2021年,公司新签合同额同比增长,为公司提供稳定的收入和利润来源,但亿元以上项目合同金额数量大幅下降。公司园林园艺项目基本模式为:公司在进场施工时垫付前期款和部分材料款,约占工业总额的比重约为10%左右,再根据工程进度每个月申报,按节点施工之后支付当期款项,项目全部完工后支付90%~95%,5%~10%是质保金,一年后结算。

在建项目已投入资金主要来源仍为自有资金,截至2022年3月末,在建园林园艺项目共计2个,合同金额共计1.41亿元,已投入金额0.44亿元,仍需投入金额0.97亿元,金额较小,在建园林园艺项目情况有待关注。

表 16 截至 2022 年 3 月末公司在建园林园艺项目情况 (单位: 万元、%)

项目名称	合同金额	已投入金额	已结转收入	项目所在地
三一三湘一品项目景观工程	10,160	3,424	6,215	长沙
兴旺科技总部基地项目室外园林景观工程	3,930	963	1,829	长沙
合计	14,090	4,387	8,044	

数据来源: 根据公司提供资料整理



公司房地产销售业务仍主要为商业广场的配套房屋销售，主要销售区域为在长沙市，存在一定区域集中风险

公司房地产开发销售业务运营主体仍为控股子公司运达房地产和澧县运达城置业有限公司，房地产项目销售收入在资产负债表日按完工百分比法结转，公司继续立足于高端项目的开发，在规模、效益、管理等多方面一直推进升级。

表 17 截至 2022 年 3 月末公司房地产在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	资金来源	总建筑面积	开工时间	完工时间	预计投资	已投资
绿盾云端城项目	自有资金	31.46	2020/01	2025/01	26.00	16.46
运达滨河广场	自有资金+银行贷款	25.20	2022/01	2025/12	25.00	12.12
运发会展湾一号项目	自有资金+银行贷款	37.36	2021/11	2026/12	37.00	12.57
合计	-	94.02	-	-	88.00	41.15

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2022 年 3 月末，公司在建项目主要为绿盾云端城项目、运达滨河广场和运发会展湾一号项目，预计总投资额为 88.00 亿元，已完成投资 41.15 亿元，尚需投资 38.85 亿元，资金来源主要为自有资金和银行贷款。

表 18 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月房地产销售情况

	项目	2022年1~3月	2021年	2020年	2019年
运达中央广场商业一期、运达公寓	新开工面积（万平方米）	-	-	-	-
	竣工面积（万平方米）	-	-	-	-
	合同销售面积（万平方米）	0.11	0.82	1.95	2.98
	合同销售金额（万元）	4,060.71	30,269.00	71,881.26	100,924.00
	结算收入面积（万平方米）	0.05	1.22	1.16	1.59
	结算收入金额（万元）	1,653.13	44,639.96	42,653.75	53,356.43
	结算均价（元）	36,736.12	36,590.13	36,518.20	33,550.00
	签约均价（元）	36,915.50	36,913.41	36,862.18	33,867.11
澧县运达城一二期	新开工面积（万平方米）	-	-	-	-
	竣工面积（万平方米）	-	-	-	1.53
	合同销售面积（万平方米）	0.03	0.10	0.10	2.13
	合同销售金额（万元）	183.93	613.28	615.54	13,116.54
	结算收入面积（万平方米）	0.09	0.38	0.5	2.96
	结算收入金额（万元）	542.26	2,293.61	3,051.65	17,996.92
	结算均价（元）	6,025.12	6,035.82	6,087.05	6,080.04
签约均价（元）	6,131.15	6,132.83	6,155.43	6,158.00	
运达锦绣广场	新开工面积（万平方米）	-	-	4.44	7.92
	竣工面积（万平方米）	-	-	-	-
	合同销售面积（万平方米）	0.88	1.67	9.6	6.10
	合同销售金额（万元）	11,981.53	22,717.90	133,945.16	78,580.00
	结算收入面积（万平方米）	0.75	2.47	2.35	0.56
	结算收入金额（万元）	9,755.34	32,457.53	32,149.04	7,182.65
	结算均价（元）	13,007.12	13,129.60	13,658.50	12,800.00
签约均价（元）	13,615.37	13,603.53	13,823.03	12,881.97	

数据来源：根据公司提供资料整理



目前公司在售房地产项目主要为运达中央广场商业一期、运达公寓、澧县运达城一二期和运达锦绣广场，均取得预售证。截至 2022 年 3 月末，运达公寓剩余可售面积为 0.1 万平方米，去化率 98.32%，剩余可售货值约为 0.37 亿元，已售未结算收入 6.48 亿元，总投 16.06 亿元，整体回款 17.48 亿元。运达锦绣广场剩余可售面积为 1.55 万平方米，商铺 0.05 万平方米，车位 1,756 个，去化率 92.21%，剩余可售货值约为 4.29 亿元，已售未结算收入金额 16.57 亿元，总投 20 亿元，整体回款 22.16 亿元。澧县运达城二期剩余可售面积为 0.35 万平方米，商铺 0.62 万平米，剩余可售货值约为 0.84 亿元，去化率 96.51%，已售已全部结算收入，总投 4 亿元，整体回款 6.39 亿元。

公司酒店经营以五星级长沙运达喜来登酒店、瑞吉酒店和澧县瑞高酒店的运营为主，酒店业务受疫情影响较大，2021 年，随着疫情得到有效控制，公司酒店业务有所好转，此外随着 W 酒店开业运营，公司酒店业务板块进一步扩大，竞争力进一步增强

公司通过自主取得地块，自行建造星级酒店和购物中心，并进行自主经营管理。其运营主体仍主要为公司下属控股子公司运达房地产、酒店管理公司和湖南运达贸易有限公司。公司星级酒店业务板块主要为上述长沙市运达国际广场项目中的长沙运达喜来登酒店、长沙瑞吉酒店、长沙 W 酒店和和澧县运达城项目中的湖南澧县瑞高酒店的运营管理业务。2021 年，随着 W 酒店试营业，公司酒店业务板块进一步扩大，竞争力进一步增强。

表 19 公司酒店项目情况

项目名称	酒店冠名	酒店管理方	购物中心冠名	购物中心冠名每年支付费用甲方名称	拿地成本和建造时间
长沙市“运达国际广场”项目	喜来登酒店	喜来登酒店	运达美美购物中心	香港俊思集团旗下的连锁式高级奢侈品购物中心“美美百货”	长沙市中央金融商务区核心地段松桂园地块 11,854 平方米土地使用权（楼面地价均价 2,856 元/平方米） 建造时间 2003 年
长沙市“运达中央广场”项目	瑞吉酒店/W 酒店	瑞吉酒店/W 酒店	中央广场购物中心	无	长沙市武广商圈核心地段取得 85,248 平方米土地使用权（楼面地价均价 2,437 元/平方米） 建造时间 2009 年
澧县“运城”项目	瑞高酒店	湖南运达	无	无	湖南省常德市澧县取得 223,110 平方米土地使用权（楼面地价 805 元/平方米） 建造时间 2010 年

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年，瑞吉酒店餐饮总收入 9,265.68 万元，疫情导致上座率同比下降，进而造成公司餐饮总收入同比下降。2022 年 1~3 月，瑞吉酒店餐饮总收入 1,988.46 万元，中餐厅上座率下降明显。



**表 20 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月瑞吉酒店餐饮收入构成情况（单位：万元）**

项目	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
餐饮总收入	1,988	9,266	10,781	12,077
其中：西餐厅收入	357	1,519	1,931	2,671
座位数（个）	147	147	147	147
人均消费（元）	490	492	493	492
上座率（%）	27.52	28.77	36.40	50.60
其中：中餐厅收入	1,132	4,991	5,902	4,997
座位数（个）	422	422	422	422
人均消费（元）	253	256	253	252
上座率（%）	58.88	63.28	75.53	64.36
其中：宴会会议收入	500	2,756	2,948	4,409
1、宴会收入	354	1,929	2,234	3,104
宴会厅数量	1	1	1	1
座位数	1,200	1,200	1,200	1,200
人均消费（元）	482	487	480	486
上座率（%）	3.40	4.52	5.30	7.29
2、会议室收入	146	827	714	1,305
会议室数量	7	7	7	7

数据来源：根据公司提供资料整理

客房经营方面，瑞吉酒店 2021 年客房数保持 188 间，入住率同比小幅增长，客房收入同比增长但尚未恢复至疫情前水平。

表 21 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月瑞吉酒店客房经营情况表

项目	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
客房数	188	188	188	188
入住率（%）	49.51	66.44	64.64	72.55
平均房价（元/间/天）	1,185	1,437	1,426	1,432
客房收入（万元）	992	6,552	6,438	7,130

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年，瑞高酒店实现餐饮收入 3,348.65 万元，西餐厅上座率和宴会会议上座率均同比有所下降。2022 年 1~3 月，瑞高酒店实现餐饮收入 811.12 万元，各餐厅上座率基本维持上年水平。

**表 22 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月瑞高酒店餐饮收入构成情况（单位：万元）**

项目	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
餐饮总收入	811.12	3,348.65	3,089.31	3,660.11
其中：西餐厅收入	95.25	372.62	343.77	533.68
座位数（个）	126	126	126	126
人均消费（元）	90.43	90.37	87.75	84.70
上座率（%）	47.63	46.58	50.36	68.50
其中：中餐厅收入	556.20	2,296.23	2,118.40	2,342.71
座位数（个）	578	578	578	578
人均消费（元）	114.73	115.21	113.37	110.40
上座率（%）	46.62	47.28	38.85	50.29
其中：宴会会议收入	159.67	679.15	780.56	783.72
宴会厅数量	1	1	1	1
座位数（个）	500	500	500	500
人均消费（元）	80.54	88.54	87.89	76.10
上座率（%）	21.96	21.31	24.33	28.22

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年，瑞高酒店实现客房收入为 1,264.87 万元，入住率同比下降但客房收入同比增长，主要系平均房价同比增长所致。2022 年 1~3 月，瑞高酒店实现客房收入 316.35 万元，入住率基本维持 2021 年水平。

表 23 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月瑞高酒店客房经营情况表

项目	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
客房数（间）	251	251	252	252
入住率（%）	33.51	33.70	42.46	48.48
平均房价（元/间/天）	418.22	415.36	307.10	326.92
客房收入（万元）	316.35	1,264.87	1,199.50	1,446.29

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年 9 月，公司新建的运达中央广场的五星级酒店 W 酒店试营业，并于 2022 年 1 月进行正式营业。公司原定于 2020 年 11 月进行试营业，但因酒店设计方案变更，装修调整，因此开业时间较原计划有所推迟。2022 年一季度，公司 W 酒店收入 2,118 万元。截至 2022 年 3 月末，公司拥有四家五星级酒店，其中三家位于长沙市内，一家位于湖南省常德市澧县，在当地均具有一定优势。

公司工业业务仍涵盖综合型纸制品包装生产和汽车制动系统生产领域，2021 年工业板块收入同比下降；零售业务仍主要为商场运营，2021 年随着运达汇商场二期开业，收入有所增长

公司工业业务涵盖综合型纸制品包装生产和汽车制动系统生产领域，生产基地全部位于湖南省常德市澧县“运达城”工业园区内。2021 年，公司工业板块收入同比下降，其中实现包装收入 2.44 亿元，毛利率 16.20%，小幅下降，主要系原材料成本增长所致；机电业务实现收入 2.65 亿元，毛利率 16.12%，毛利率小幅增长。2022 年 1~3 月，实现工业板块收入 1.35 亿元，毛利率同比有所下降。

**表 24 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月工业收入和毛利率情况（单位：万元、%）**

项目	2022 年 1~3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
包装	6,474	14.50	24,365	16.20	22,733	17.07	24,449	16.29
机电	7,042	14.20	26,504	16.12	31,452	14.58	23,190	17.77
合计	13,516	-	50,869	-	54,183	-	47,639	-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司零售主要包含运达美美商场（位于运达国际广场，2018 年租赁给美克美家）、运达汇商场（位于运达中央广场 1-2 楼及负一楼地铁商业）、运达美生活精品超市（位于运达中央广场负一楼，2020 年 4 月停业），主要经营名品服装、箱包、儿童乐园、美容美体、超市用品等。2021 年，公司名品商场、精品超市实现收入 1.07 亿元，主要系运达汇商场二期开业带来的收入增长。

表 25 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月零售业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2022 年 1~3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
名品商场、精品超市	3,538	98.77	10,730	97.66	8,231	98.86	9,472	98.37
汽车经销	44	1.23	257	2.34	95	1.14	157	1.63
合计	3,582	100	10,987	100.00	8,327	100.00	9,629	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

汽车经销方面，公司原有一家东风标致 4S 店，位于长沙星沙镇。2020 年 12 月，公司与湖南华爵汽车销售服务有限公司签署租赁合同，租金为 180 万元/年，每五年递增 5%，租金每半年支付一次，租赁期 10 年。2021 年，因延迟收取 2020 年部分租金，汽车经销收入增长较多。

2021 年以来，公司资产规模持续增长，流动资产占比仍相对较高，但与非流动资产的占比差别不大；存货规模较大，仍对资金形成明显占用，其他应收款中计提坏账较多，存在一定回收风险；受限资产占比很高，资产流动性仍较弱

2021 年以来，公司资产规模持续增长，同比增长 16.88%，资产中流动资产占比继续上升，2022 年 3 月末，资产中流动资产占比 56.85%，流动资产和非流动资产较为均衡。

表 26 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司资产结构（单位：亿元、%）

项目	2022 年 3 月末		2021 年末		2020 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.10	13.04	14.83	11.38	10.49	9.41	7.03	7.14
应收账款	3.10	2.37	3.52	2.70	5.73	5.14	7.26	7.37
存货	45.78	34.92	45.20	34.68	23.35	20.94	15.34	15.58
其他应收款	5.16	3.93	4.45	3.51	5.07	4.54	5.37	5.45
流动资产合计	74.52	56.85	72.79	55.85	56.05	50.27	42.55	43.20
固定资产	54.40	41.50	54.90	42.12	42.84	38.42	44.47	45.15
非流动资产合计	56.58	43.15	57.53	44.15	55.44	49.73	55.94	56.80
资产合计	131.09	100.00	130.32	100.00	111.50	100.00	98.48	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理



公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货等构成。2021年末，公司货币资金同比增长较多，主要是发行ABS产品所致；存货主要由开发成本、工程施工和库存商品等构成，2021年存货同比增长了93.58%，主要是新增运达滨河广场和运发会展湾一号项目所致；应收账款同比减少2.21亿元，坏账计提比例6.59%，按账龄来看1年以内占比91.98%，前五大应收款集中度较低，且前五大计提坏账准备比率超过10%，存在一定回收风险。

表 27 截至 2021 年末应收账款前五名情况（单位：万元、%）

单位名称	是否关联	账面余额	占比	坏账准备
山东蓬翔汽车有限公司	否	1,148.94	3.05	57.45
湖南中联重科车桥有限公司	否	1,111.52	2.95	55.58
东风德纳车桥有限公司	否	1,074.54	2.85	53.73
陕西汉德车桥有限公司	否	841.36	2.23	42.07
中国建筑第五工程局有限公司	否	687.71	1.82	294.39
合计	-	4,864.07	12.90	503.22

数据来源：根据公司提供资料整理

同期，公司其他应收款仍主要为往来款、押金和保证金以及代收代付款项，2021年末同比有所下降，累计计提坏账准备1.23亿元，账龄在1年以内占比60.94%，1~2年占比为10.28%，2~3年占比为3.43%，3~4年占比为14.39%，4年以上占比10.96%，整体来看存在一定回收风险；前五大其他应收款中第一大仍主要为长沙中体房地产开发有限公司（以下简称“中体地产”）的临时借款，公司对湖南共和实业发展有限公司的应收款主要是公司对外担保的代偿款及资金利息，对方暂未归还，被担保人及企业法人名下合法所有的全部资产进行反担保，湖南共和多次被列入失信被执行人；周训根为公司并表项目绿盾云端城项目的股东，公司对其应收款账龄在1年以内；华兴证券有限公司为公司ABS产品的承销商，公司对其应收款包含产品季度归集资金和1,000万元保证金；公司对长沙市雨花区黎托街道大桥社区筹建委员会应收资金为旧改项目保证金，因账龄较长，公司按照账龄计提坏账准备。

2022年3月末，公司流动资产中货币资金有所增长，其他主要科目较2021年末变动不大。

表 28 截至 2021 年末其他应收款前五名情况（单位：万元、%）

单位名称	款项性质	账面余额	账龄	占比	坏账准备
长沙中体房地产开发有限公司	往来款	9,102.44	1年以内	16.03	455.12
湖南共和实业发展有限公司	往来款	5,509.77	2~3年、3~4年、4~5年	9.70	3,833.11
周训根	往来款	5,003.53	1年以内	8.81	250.18
华兴证券有限公司	保证金、往来款	2,517.34	1年以内	4.43	125.87
长沙市雨花区黎托街道大桥社区筹建委员会	保证金	1,000.00	3~4年	1.76	500.00
合计	-	23,133.08	-	40.73	5,164.28

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动资产主要由固定资产构成。2021年，公司固定资产为54.90亿元，同比





增长 28.15%，主要为房屋和建筑物，增长主要是运达中央广场三期等在建工程在 2021 年全部转入固定资产所致。2022 年 3 月末，公司非流动资产变动不大。

表 29 截至 2022 年 3 月末公司受限资产情况（单位：万元、%）

科目名称	受限金额	占总资产比	受限原因
货币资金	66,635.76	5.08	保证金及质押
其他流动资产	15,000.00	1.14	质押
固定资产	516,033.24	39.36	抵押
无形资产	765.00	0.06	抵押
合计	598,434.00	45.64	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2022 年 3 月末，公司受限资产占总资产的比重为 45.64%，占净资产比重 113.04%，整体来看，公司存货规模较大，其他应收款中计提坏账较多且存在一定回收风险，受限资产规模很高，对资产流动性影响明显。

2021 年以来，公司负债规模逐年增加，且流动负债占比较高，债务负担加重

2021 年以来，公司负债规模持续增加，且流动负债占比较高；同期，公司资产负债率为 60.32%，同比有所增长，债务负担有所加重。

表 30 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司负债结构（单位：亿元、%）

项目	2022 年 3 月末		2021 年末		2020 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	9.83	12.57	9.95	12.65	2.94	4.56	7.99	14.81
应付票据	3.28	4.19	2.63	3.34	3.92	6.09	4.65	8.63
应付账款	3.17	4.06	3.94	5.02	6.39	9.94	4.64	8.61
存货	45.78	34.92	45.19	34.68	23.35	20.94	15.34	15.58
其他应付款	3.39	4.34	2.87	3.65	1.71	2.66	1.89	3.51
一年内到期的非流动负债	2.92	3.73	4.20	5.34	11.18	17.38	4.75	8.81
合同负债	16.60	21.24	16.13	20.52	-	-	-	-
流动负债合计	40.99	52.44	42.33	53.85	40.03	62.26	31.65	58.73
长期借款	37.17	47.56	36.28	46.15	24.27	37.74	22.25	41.27
非流动负债合计	37.17	47.56	36.28	46.15	24.27	37.74	22.25	41.27
负债合计	78.15	100.00	78.61	100.00	64.30	100.00	53.90	100.00
短期有息债务	16.02	20.50	16.77	21.34	18.03	28.04	17.38	32.25
长期有息债务	37.17	47.56	36.28	46.15	24.27	37.74	22.25	41.27
总有息债务	53.18	68.05	53.05	67.49	42.30	65.78	39.63	73.53
资产负债率		59.62		60.32		57.67		54.73
债务资本比率		50.12		50.64		47.26		47.06

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、应付票据、预收款项、一年内到期的非流动负债和其他应付款等构成。2021 年末，公司合同负债为 16.13 亿元，由房款和贷款构成，占总负债的 38.11%；短期借款大幅增长 7.01 亿元，主要为抵押及保证借款和质押借款，其中信用借款 0.39 亿元；应付账款同比下降 38.25%，应付货款和应付设备及



工程款均有所减少；公司应付票据全部为银行承兑汇票，2021 年同比下降 32.98%，无已到期未支付的应付票据；一年内到期的非流动负债同比大幅下降，主要是偿还到期债务所致；其他应付款包括保证金及押金、代收代付款项、预提费用和其他往来款，2021 年同比增长 67.54%，主要是其他往来款大幅增加所致。2022 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债较 2021 年末明显下降，其他主要流动负债较 2021 年末无明显变化。

公司非流动负债为长期借款，2021 年长期借款同比增长 49.51%，为抵押借款、抵押及保证借款和资产证券化借款，2022 年 3 月末变动很小。

公司有息债务规模继续上升，占总负债的比重仍较高，债务相对集中，存在一定的债务集中支付压力

2021 年以来，公司有息债务规模继续上升，且有息债务占总负债的比重较高，其中短期有息债务规模小幅下降，长期有息债务增长较多。从期限结构来看，截至 2022 年 3 月末，公司 2 年以内到期有息债务规模较大，非受限货币资金无法完全覆盖短期有息债务，存在一定的债务集中支付压力。

表 31 截至 2022 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	>5 年	合计
金额	16.02	19.37	3.08	1.43	3.65	9.64	53.18
占比	30.12	36.42	5.79	2.69	6.86	18.12	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司对外担保（扣除按揭担保后）规模很小，担保比率很低

截至 2021 年末，公司为湖南世阳机电设备有限公司和长沙县锦绣广场项目商品房承购人提供担保，对外担保余额 12,763.24 万元，扣除按揭担保后，对外担保比率为 0.12%。

表 32 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	担保余额	担保起止时间	是否执行完毕
个人住房商业贷款	12,118.90	2019.9.1~2051.7.23	否
湖南世阳机电设备有限公司	644.34	2020.2.27~2030.2.12	否
合计	12,763.24	-	-

资料来源：根据公司提供资料整理

2021 年末，受未分配利润增加的影响，公司所有者权益继续上升

公司所有者权益包括实收资本、未分配利润和少数股东权益，2021 年末，所有者权益同比增长 9.56%；其中实收资本均为 3.00 亿元；未分配利润为所有者权益的主要构成部分，2021 年末同比增长 8.65%至 43.68 亿元；归属于母公司的少数股东权益为 46.68 亿元，少数股东权益为 5.03 亿元，继续上升。2022 年 3 月末，所有者权益较 2021 年末增加 1.22 亿元，主要是未分配利润转入所致。

2021 年，公司营业收入和毛利率均小幅上升，期间费用占营业收入的比重继续增加，占营业收入的比重仍较高，对利润形成一定侵蚀

2021 年，公司营业收入和毛利率均小幅上升。公司期间费用占营业收入的比重继续增加，主要是管理费用的增长所致，对利润形成一定侵蚀。

**表 33 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司收入及盈利情况（单位：亿元、%）**

项目	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	8.22	31.70	29.64	31.64
毛利率	40.70	42.27	39.95	41.79
期间费用/营业收入	20.48	23.72	22.08	21.63
销售费用	0.47	1.86	1.86	2.13
管理费用	0.98	4.74	3.78	3.72
研发费用	0.03	0.10	0.19	0.12
财务费用	0.20	0.82	0.71	0.88
资产减值损失	-	0.05	0.11	0.42
营业利润	1.49	5.33	4.37	5.05
利润总额	1.54	5.30	4.31	5.05
净利润	1.22	4.32	3.45	4.17
总资产报酬率	1.33	4.81	4.48	6.01
净资产收益率	2.31	8.35	7.30	9.34

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年，公司新增 971.27 万的信用减值损失，全部为坏账损失；资产减值损失同比下降 54.07%，为存货跌价损失及合同履约成本减值损失；其他收益为政府补助；投资收益为其他权益工具投资分红，规模较小。2021 年营业外收支净额仍为负值，但支出规模较 2020 年相比有所下降，营业外支出主要由补偿金、罚款滞纳金等构成。整体看，非经常性损益对公司利润影响有限。同期，公司营业利润、利润总额和净利润分别同比增长 22.05%、23.01%和 25.27%，归属于母公司的净利润为 3.93 亿元，有所上升，总资产报酬率和净资产收益率小幅增长，盈利能力有所增强。

2022 年 1~3 月，公司营业收入小幅下降，毛利率小幅上升，营业利润、利润总额和净利润同比基本持平。

2021 年，公司经营性现金流由净流入转为净流出状态，无法对债务和利息形成保障；公司投资性现金流保持净流出状态且流出规模有所增长

2021 年，公司经营性净现金流由净流入转为净流出状态，无法对债务和利息形成保障，主要是房地产项目新增运达滨河广场和运发会展湾一号项目所致；投资性现金流仍为净流出状态，且流出规模大幅增长，主要是 2020 年理财产品赎回较多所致。2021 年，公司现金回笼率为 166.42%，大幅上升且仍处于较高水平。截至 2021 年末，公司在建工程全部转入固定资产。

表 34 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司现金流及偿债指标情况（单位：亿元、倍）

项目	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
经营性净现金流	2.77	-1.11	3.79	10.05
投资性净现金流	-	-10.62	-3.00	-9.09
经营性净现金流利息保障倍数	4.99	-0.49	2.18	5.35
经营性净现金流/流动负债（%）	6.65	-2.70	10.58	32.76
经营性净现金流/总负债（%）	3.54	-1.55	6.41	20.29

数据来源：根据公司提供资料整理

2022 年 1~3 月，公司经营性现金流仍为净流入，且净流入规模增长，主要是经营





获现增加所致；公司无投资性现金流入和流出，主要是在建项目全部转固所致。

2021年，公司筹资性净现金流入同比大幅增加，其中银行借款融资规模占比极高，极少部分为收到的投资款，债务偿还对债务收入的依赖仍较高

2021年，公司筹资性净现金流仍为净流入且流入规模大幅增长，主要是发行9.50亿元ABS产品所致。从筹资性现金流入来源来看，借款融资规模占比极高，其次为收到的投资款；筹资性现金流出主要为偿还债务所支付的现金，同比小幅增长。2022年1~3月，公司筹资性现金流转为小幅净流出，主要是融资减少所致。

表35 2019~2021年及2022年1~3月公司债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2022年1~3月	2021年	2020年	2019年
筹资性现金流入	2.05	35.98	22.78	22.49
借款所收到的现金	2.05	35.71	22.78	21.44
筹资性现金流出	2.61	25.16	21.15	20.43
偿还债务所支付的现金	2.39	22.64	19.38	18.53
筹资性净现金流	-0.56	10.82	1.63	2.07

数据来源：根据公司提供资料整理

公司与国内多家银行保持良好合作关系，截至2022年3月末，公司合并口径获得的综合授信为49.79亿元，较2021年3月末减少3.48亿元，其中已使用额度44.29亿元。2020年，公司发行9.50亿元专项计划，拓宽了融资渠道。整体来看，债务偿还对债务收入的依赖仍较高。

综合来看，跟踪期内，公司业务结构基本稳定，园艺园林、房地产开发、现代服务及工业板块仍是营业收入和利润的主要来源；2021年，公司营业收入和毛利率均继续增长；公司期间费用仍对利润形成一定侵蚀；有息债务规模继续上升，债务期限结构以短期为主，但公司存在一定的剩余授信规模。公司作为本计划的差额补足义务人和第二顺位差额支付承诺人，能够为履行差额补足及差额支付义务提供较强的保障。

（二）物业持有人/共同还款人/抵押人/第一顺位差额支付承诺人：运达房地产

运达房地产成立于2001年10月，由自然人高云安出资组建，初始注册资本为人民币2,000.00万元。经过多次股权变更及增资，截至2022年3月末，运达房地产注册资本为1.00亿元，运达集团持股比例为100%，实际控制人为自然人高云安。运达房地产经营范围主要包括房地产开发、经营；钢材及其他建筑装饰材料的销售；酒类零售；以自有合法资产开展城镇化建设项目投资、开发建设及相关服务等。

运达房地产提供了2021年及2022年1~3月财务报表，湖南天昊会计师事务所有限公司对运达房地产2021年财务报表进行了审计并出具了标准无保留意见的审计报告；2022年1~3月财务报表未进行审计。

2021年末，运达房地产资产规模继续增长，流动资产与非流动资产基本持平，其中流动资产仍主要由货币资金和存货构成。2021年末，运达房地产货币资金为5.06亿元，同比增长12.63%，仍主要由于公司新增理财资金和结构性存款导致的其他货币资金增加所致；同期，存货为41.31亿元，主要包括运达公寓、运达锦绣广场和澧县运达城项目等项目，2021年末同比大幅增长主要由于绿厝云端城等项目开发成本继续增加所致。运达房地产非流动资产仍主要由固定资产构成，2021年末，运达房地产固定资产为47.75亿元，同比增长29.71%，主要为房屋和建筑物，增长主要是运达中央广场三期等在建工程在2021年全部转入固定资产所致。2022年3月末，运达房地产总资产为100.73亿元，资产规模继续增长，资产构成逐步转变成以流动资产为主。2021年末，运达房地产负债





规模继续增长，负债结构仍以流动负债构成，流动负债占比为 90.09%，其他应付款是流动负债的主要构成。2021 年末，运达房地产其他应付款为 61.34 亿元，主要为运达集团内部往来款项。同期，非流动负债全部为长期借款共计 9.10 亿元。2021 年末，运达房地产资产负债率为 91.75%，资产负债率继续增长且仍处于很高水平。2022 年 3 月末，运达房地产负债继续增长，以往来款为主的其他应付款占比仍很大。公司未提供截至 2022 年 3 月末有息债务规模。

表 36 2019~2021 年（末）及 2022 年 1~3 月（末）运达房地产主要财务指标（单位：万元、%）

项 目	2022 年 1~3 月（末）	2021 年（末）	2020 年（末）	2019 年（末）
总资产	1,007,285.07	1,000,699.70	807,999.14	705,604.16
货币资金	63,034.92	50,612.15	44,934.87	47,991.20
存货	415,303.73	413,123.32	193,221.43	113,522.44
固定资产	473,930.41	477,493.43	368,136.14	379,638.76
总负债	923,068.55	918,143.16	732,524.12	626,503.94
其他应付款	625,077.66	613,428.17	447,302.60	414,092.87
长期借款	88,150.00	90,980.00	78,000.00	101,728.21
所有者权益	84,216.52	82,556.54	75,475.02	79,100.22
资产负债率	91.64	91.75	90.66	88.79
营业收入	22,096.28	79,391.10	77,854.44	78,536.55
净利润	1,659.99	4,831.52	4,590.42	5,213.38
经营性净现金流	17,864.36	-1,664.09	42,055.99	6,942.05
投资性净现金流	-	-35,194.52	-32,128.80	-74,232.90
筹资性净现金流	-5,139.65	33,209.33	2,702.47	91,119.75

数据来源：运达房地产 2019~2021 年审计报告及 2022 年 1~3 月财务报表

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，运达房地产受限资产共计 446,863.22 万元，占总资产比重的 44.36%，受限资产主要为用于银行承兑汇票的保证金及抵押于专项计划的固定资产。

表 37 截至 2022 年 3 月末运达房地产受限资产情况（单位：万元、%）

受限资产名称	账面价值	受限原因	占资产总额比例
货币资金	10,320.53	借款质押、保证金等	1.02
固定资产	436,542.69	抵押	43.34
合计	446,863.22	-	44.36

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年，运达房地产实现营业收入 7.93 亿元，同比增长 1.97%，主要由于在售项目导致营业收入的增长；同期，实现净利润 0.48 亿元，同比小幅增长。2022 年 1~3 月，运达房地产实现营业收入 2.21 亿元，同比增长 3.74%，实现净利润 0.17 亿元，同比增长 18.57%。

2021 年，运达房地产经营性现金流表现为净流出，主要系当年存货中房地产项目开发产生的购买商品、接受劳务服务支付的现金增加所致；投资性现金流表现为净流出，主要由构建固定资产导致的现金支出；筹资性净现金流大幅增长，仍主要系集团资金实行统一资金池管理，集团根据子公司资金需求情况统筹安排资金和利息，因此收到的和支付的其他与筹资活动有关的现金都是集团与运达房地产的资金往来。

根据运达房地产征信报告，截至 2022 年 5 月 16 日，运达房地产未结清信贷业务五



级分类均为正常类；已结清业务中存在 1 笔关注类短期借款。根据中国农业银行股份有限公司长沙天心区支行提供的说明，该笔贷款系 2002 年 11 月 8 日至 2003 年 8 月 8 日的流动资金贷款，进入关注类贷款金额为 1,000 元，主要由于银行系统原因造成，该笔贷款在到期日正常还款。

总体来说，2021 年以来，运达房地产负债规模继续增长，资产负债率仍处于很高水平；但营业收入与净利润继续增长，具备一定的盈利能力。

（三）借款人/出质人：酒店管理公司

酒店管理公司成立于 2005 年 3 月，初始注册资本为 2,800.00 万元，由运达房地产出资设立。经股权变更及增资后，截至 2022 年 3 月末，酒店管理公司注册资本为 3,800.00 万元，运达集团持股比例为 100.00%，实际控制人为自然人高云安。酒店管理公司经营范围主要包括预包装食品零售（限分支机构）；广告设计；房屋租赁；棋牌服务；住宿；餐饮管理；餐饮服务（限分支机构）；会议服务；KTV 歌厅娱乐服务（限分支机构）；游泳馆（限分支机构）；健身服务（限分支机构）；美容服务（限分支机构）；理发服务（限分支机构）等。

酒店管理公司提供了 2021 年及 2022 年 1~3 月财务报表，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对酒店管理公司 2021 年财务报表进行了审计并出具了标准无保留意见的审计报告；2022 年 1~3 月财务报表未进行审计。

表 38 2019~2021 年（末）及 2022 年 1~3 月（末）酒店管理公司主要财务指标（单位：万元、%）

项 目	2022 年 1~3 月（末）	2021 年（末）	2020 年（末）	2019 年（末）
总资产	190,207.94	188,957.97	121,834.51	118,046.57
货币资金	3,965.31	7,776.73	10,834.12	4,914.81
其他应收款	177,036.79	170,768.56	99,556.97	96,161.57
总负债	131,016.02	132,072.55	74,846.23	77,346.46
一年内到期非流动负债	6,009.00	10,212.00	16,600.00	11,400.00
长期借款	104,684.00	100,884.00	40,100.00	48,800.00
所有者权益	59,191.93	56,885.42	46,988.29	40,700.11
资产负债率	68.88	69.90	61.43	65.52
营业收入	9,890.52	40,459.29	33,643.01	40,815.57
净利润	2,306.50	9,897.13	6,288.18	9,988.53
经营性净现金流	3,237.05	15,642.56	15,845.10	16,423.01
投资性净现金流	-	-	150.93	-1,576.64
筹资性净现金流	-7,048.46	-18,700.00	-11,076.72	-12,369.78

数据来源：酒店管理公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 1~3 月财务报表

2021 年末，酒店管理公司资产规模继续增长，流动资产在资产总额中占比仍很高，为 97.42%，流动资产仍主要由货币资金和其他应收款构成。2021 年末，酒店管理公司货币资金为 0.78 亿元，仍主要由库存现金和银行存款构成。同期，其他应收款为 17.08 亿元，主要为集团内部往来款，账龄主要为 1 年以内及 2 至 3 年。2022 年 3 月末，酒店管理公司总资产为 19.02 亿元，资产规模继续上升，仍以流动资产为主。2021 年 3 月末，酒店管理公司受限资产 500.00 元，系 POS 机押金。

2021 年末，酒店管理公司负债规模继续增长，负债仍主要由一年内到期非流动负债和长期借款为主，其中长期借款的增长是负债规模增长的主要原因。2022 年 3 月末，酒店管理公司负债规模为 13.10 亿元，酒店管理公司资产负债率为 68.88%，小幅下降。



2021年，酒店管理公司实现营业收入4.05亿元，基本恢复至疫情前水平，同比增长明显；同期，实现净利润0.99亿元。2022年1~3月，酒店管理公司实现营业收入0.99亿元，同比增长1.96%，净利润0.23亿元，同比下降3.90%。

2021年，酒店管理公司经营性现金流继续表现为净流入，筹资性现金流表现为净流出，当期未产生投资性现金流。

根据酒店管理公司征信报告，截至2022年5月16日，酒店管理公司未结清与已结清信贷业务五级分类均为正常类。

总的来说，2021年以来，酒店管理公司资产规模继续增长，经营性现金流继续表现为净流入，资产负债率继续增长；营业收入及净利润同比增长，具备一定的盈利能力。

（四）其他主要参与方

本次跟踪期内，未触发计划管理人、监管银行、托管银行解任事件。本计划计划管理人华兴证券、监管银行长沙银行开福支行、托管银行民生银行长沙分行经营和财务状况良好，仍有利于保障专项计划的顺利实施。

结论

综上所述，本次跟踪期内，标的物业喜来登酒店区位优势仍较为明显，收入结构稳定，平均房价、入住率和餐饮收入上座率基本恢复疫情以前水平，整体运营情况良好；优先级资产支持证券获得次级资产支持证券的信用支撑提升至5.36%，仍具有一定内部增信作用；运达房地产以其持有的标的物业进行抵押担保，酒店管理公司以其持有的标的物业运营收入提供质押担保，仍对本计划具有一定的增信作用；运达集团不可撤销及无条件地对当期不足监管账户必备金额1.10倍的差额部分承担差额补足义务，并对专项计划承担第二顺位差额支付义务，仍对本计划具有较强的增信作用。但同时，2021年，运达集团期间费用占营业收入的比重仍较高，对利润形成一定侵蚀；2021年，运达集团经营性现金流由净流入转为净流出状态，无法对债务和利息形成保障；运达集团存货规模较大，仍对资金形成明显占用，其他应收款计提坏账较多，存在一定回收风险，受限资产占比很高，资产流动性仍较弱。

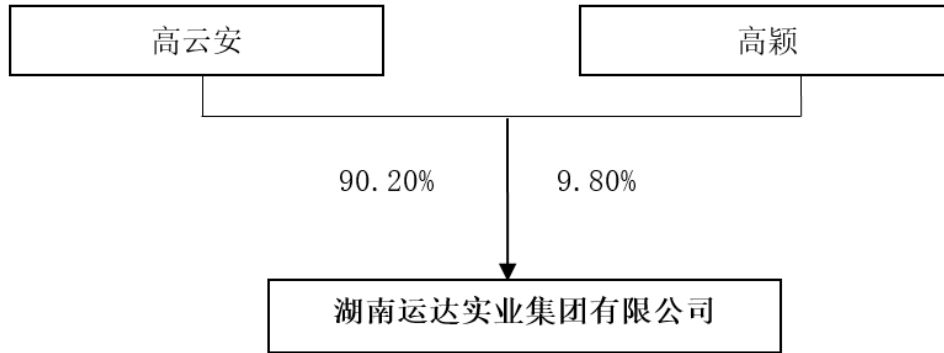
大公认为，本计划优先级资产支持证券“PR 运达优”违约风险仍很低，大公维持本计划“PR 运达优”AA+_{sf}的信用等级。

大
公
信
用
评
级

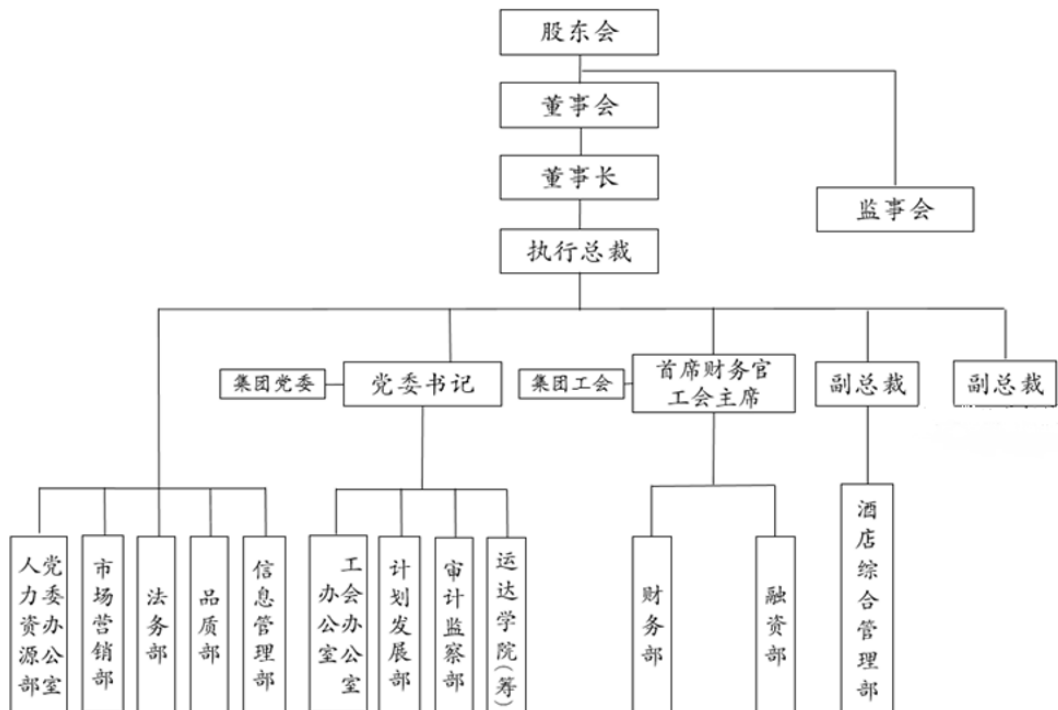


附件 1 公司治理

1-1 截至 2022 年 3 月末湖南运达实业集团有限公司股权结构图



1-2 截至 2022 年 3 月末湖南运达实业集团有限公司组织结构图



资料来源：根据公司提供资料整理



附件 2 主要财务指标

湖南运达实业集团有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2022 年 1~3 月（末） （未经审计）	2021 年（末）	2020 年（末）	2019 年（末）
货币资金	170,994	148,326	104,934	70,342
存货	457,820	451,950	233,469	153,434
其他流动资产	22,354	34,171	48,180	61,509
流动资产合计	745,231	727,914	560,546	425,453
固定资产	543,967	548,969	428,387	444,672
在建工程	-	-	98,562	87,547
非流动资产合计	565,675	575,338	554,441	559,379
资产合计	1,310,906	1,303,251	1,114,987	984,832
短期借款	98,250	99,480	29,350	79,850
应付票据	32,750	26,260	39,180	46,500
应付账款	31,727	39,446	63,879	46,390
一年内到期的非流动负债	29,174	41,997	111,775	47,494
流动负债合计	409,868	423,311	400,310	316,544
长期借款	371,657	362,787	242,654	222,460
非流动负债合计	371,657	362,787	242,654	222,460
负债合计	781,525	786,098	642,964	539,004
总有息债务	531,831	530,524	422,959	396,303
短期有息债务	160,174	167,737	180,305	173,844
长期有息债务	371,657	362,787	242,654	222,460
所有者权益	529,381	517,153	472,023	445,829
营业收入	82,190	317,019	296,377	316,405
净利润	12,228	43,167	34,460	41,659
毛利率（%）	40.70	42.27	39.95	41.79
经营活动产生的现金流量净额	27,714	-11,107	37,911	100,536
投资活动产生的现金流量净额	-	-106,430	-30,012	-90,915
筹资活动产生的现金流量净额	-5,572	108,239	16,278	20,655
总资产报酬率（%）	1.33	4.81	4.48	6.01
净资产收益率（%）	2.31	8.35	7.30	9.34
债务资本比率（%）	50.12	50.64	47.26	47.06
资产负债率（%）	59.62	60.32	57.67	54.73
EBITDA 利息保障倍数（倍）	3.14	3.58	4.09	4.07



附件 3 各项指标的计算公式

指标名称	计算公式
毛利率 (%)	$(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
EBITDA 利润率 (%)	$\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产报酬率 (%)	$\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
现金回笼率 (%)	$\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
债务资本比率 (%)	$\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
总有息债务	短期有息债务 + 长期有息债务
短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
经营性净现金流/流动负债 (%)	$\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
经营性净现金流/总负债 (%)	$\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
存货周转天数 ¹⁵	$360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
应收账款周转天数 ¹⁶	$360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
流动比率	$\text{流动资产} / \text{流动负债}$
速动比率	$(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
现金比率 (%)	$(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
扣非净利润	净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)
可变现资产	总资产 - 在建工程 - 开发支出 - 商誉 - 长期待摊费用 - 递延所得税资产
EBIT 利息保障倍数 (倍)	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	$\text{经营性现金流量净额} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

¹⁵ 一季度取 90 天。

¹⁶ 一季度取 90 天。





附件 4 信用等级符号和定义

资产支持证券信用等级符号和定义

信用等级	定义
AAA_{ef}	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_{ef}	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_{ef}	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_{ef}	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_{ef}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B_{ef}	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_{ef}	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_{ef}	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_{ef}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{ef} 级，CCC_{ef} 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。