

跟踪评级公告

联合[2017] 236号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持黄山旅游集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“16黄山旅游CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年二月十七日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

黄山旅游集团有限公司短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 黄山旅游 CP001	3 亿元	2016/8/17-2017/8/17	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2017 年 2 月 17 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
现金类资产(亿元)	4.63	4.05	8.78	11.23
资产总额(亿元)	70.95	72.54	80.82	59.45
所有者权益(亿元)	24.15	25.70	32.59	36.68
短期债务(亿元)	11.84	9.69	11.98	0.51
长期债务(亿元)	22.27	24.18	20.52	7.07
全部债务(亿元)	34.11	33.87	32.50	7.58
营业收入(亿元)	14.70	17.39	21.79	17.74
利润总额(亿元)	3.22	2.13	3.37	4.84
EBITDA(亿元)	7.05	6.51	7.94	--
经营性净现金流(亿元)	3.54	5.54	8.31	22.50
营业利润率(%)	44.70	43.97	39.23	43.51
净资产收益率(%)	9.97	4.76	6.48	--
资产负债率(%)	65.96	64.57	59.68	38.30
全部债务资本化比率(%)	58.54	56.86	49.93	17.12
流动比率(%)	106.44	116.59	133.68	229.72
经营现金流流动负债比(%)	14.72	24.88	31.01	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.84	5.21	4.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	2.40	3.29	--

注: 公司 2016 年前三季度财务数据未经审计。

分析师

孔祥一 刘嘉敏 黄滨

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对黄山旅游集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为黄山旅游景区的唯一经营主体,在旅游资源、经营规模、政策支持等方面具备的综合优势。跟踪期内,公司在景区范围内继续保持垄断经营权,竞争优势显著;园林开发、索道、酒店等旅游板块受益于客流量增长,收入保持良好发展态势;同时,联合资信也关注到公司旅游地产板块易受政府调控政策及地产景气度影响,未来资本支出压力大等因素可能给公司带来的负面影响。

随着京福高铁、黄杭高铁的建成通车,公司外部环境日益优化。2016年9月,公司转让黄山长江徽杭高速公路有限责任公司(以下简称“徽杭高速”)100%股权,优化了公司资本结构,有利于盈利能力的提升。

综合分析,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定,并维持“16 黄山旅游 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司在景区范围内拥有垄断经营权,竞争优势明显。
2. 受益于京福高铁、黄杭高铁等的开通,景区接待游客人数增加,公司园林开发、酒店等旅游板块收入实现较快增长。
3. 徽杭高速债务负担重,持续亏损。2016年9月,公司以5.70亿元转让徽杭高速100%股权,优化了公司资本结构,有利于盈利能力的提升。
4. 公司经营活动现金流和现金类资产对“16 黄山旅游CP001”保障能力强。

关注

1. 公司未来计划资本支出规模较大,存在一定资金压力。

2. 公司存货规模较大,且主要为旅游地产开发成本,资产流动性一般。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与黄山旅游集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与黄山旅游集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因黄山旅游集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由黄山旅游集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“16 黄山旅游 CP001”到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

黄山旅游集团有限公司短期融资券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于黄山旅游集团有限公司主体长期信用及“16黄山旅游 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

黄山旅游集团有限公司（以下简称“黄山集团”或“公司”）位于黄山风景区，是1999年5月25日经黄山市人民政府政函（1999）8号批准，由黄山旅游发展总公司改制组建设立的。公司经安徽省人民政府授权经营黄山风景区国有资产，是具有独立法人地位、资格和独立财务核算体系的国有独资公司。黄山风景区管理委员会（以下简称“管委会”）持有其100%的股权。截至2016年9月底，公司注册资本8.38亿元。

公司下属黄山旅游发展股份有限公司（以下简称“黄山股份”）是由黄山集团独家发起，并先后向境内外投资者发行B股、A股筹集资金成立的上市公司（股票代码：600054.SH）。截至2016年9月底，公司拥有其39.69%的股份，为第一大股东。

截至目前，黄山集团设有总裁办公室、战略发展中心、财务审计中心三个职能部门，经营范围涵盖景区管理、酒店、索道、旅行社服务、旅游地产、旅游食品等领域。

截至2015年底，公司合并资产总额为80.82亿元，所有者权益合计为32.59亿元（含少数股东权益18.73亿元）。2015年，公司实现营业收入21.79亿元，利润总额3.37亿元。

截至2016年9月底，公司合并资产总额为59.45亿元，所有者权益合计为36.68亿元（含少数股东权益20.51亿元）。2016年1~9月，公司实现营业收入17.74亿元，利润总额4.84亿元。

公司注册地址：安徽黄山市屯溪区天都大道天都大厦901号；法定代表人：叶正军。

三、债券与募集资金使用情况

公司存续期内的短期融资券为“16黄山旅游CP001”，发行金额3亿元。截至目前，公司上述债券募集资金已按照募集资金用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，中国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016年前三季度，中国

坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016年前三季度，中国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016年前三季度，中国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016年前三季度，中国固定资产投资完成额同比增长 8.2%，增速较上半年回落 0.8 个百分点，较 1-8 月回升 0.1 个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点，但较今年 1-8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016年前三季度，中国社会消费品零售总额同

比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016年前三季度，中国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016年前三季度，中国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度中国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016年前三季度中国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，中国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

五、行业及区域经济环境

1. 旅游行业

中国旅游业自 1978 年作为一个经济产业起步以来，经过 30 多年的发展，产业形象日益

鲜明，规模不断壮大，已成为国民经济中发展速度最快、最具国际竞争优势的产业之一。

“十二五”期间，国内旅游和出境旅游保持快速增长态势，入境旅游受多重因素影响持续低迷。2015年，国内旅游人数达到40亿人次，成为全球最大的国内旅游市场。入境旅游约1.33亿人次，出境旅游约1.2亿人次。旅游直接就业2798万人，旅游直接和间接就业7911万人，占全国就业总人口的10.2%。

近十年，随着国民经济健康快速的增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场呈逐步放大趋势。2013年，受政府抑制“三公消费”政策影响，公务旅游消费急剧下降，商务旅游消费明显放缓，而国民休闲旅游消费则表现出强劲的增长势头；2014年，随着居民消费能力的提升以及城市化进程的持续加快，中国居民旅游潜力继续释放，国内旅游收入达到30312亿元，同比增长15.4%；2015年，中国旅游业继续保持迅猛发展，国内旅游收入达到34195亿元，同比增长13.1%。

2013~2015年，中国国内游客分别为32.6亿人次、36.1亿人次和41.20亿人次，同比分别增长10.3%、10.7%和14.13%，中国国内旅游业增速持续增长，国内居民出游欲望仍较为强烈，出游消费已呈现出一定的惯性。根据国家旅游局发布的数据，2016年，中国国内旅游、入境旅游稳步增长，出境旅游理性发展，旅游经济继续领先宏观经济增速，成为稳增长、调结构、惠民生的重要力量；预计全年国内旅游44.4亿人次，同比增长11%；国内旅游总收入3.9万亿元，同比增长14%。

2. 区域经济环境

公司经营的业务主要集中在黄山市。根据《黄山市2015年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2015年黄山市实现地区生产总值530.9亿元，按可比价格计算，比上年增长6.1%。其中，第一产业增加值55.1亿元，增长3.9%；第二产业增加值219.7亿元，增长5.1%；

第三产业增加值256.1亿元，增长7.7%。人均GDP38793元(折合6229美元)，比上年增长1488元。

2015年，黄山市全年社会消费品零售总额281.1亿元，比上年增长11.0%。按经营地统计，城镇消费品零售额235.7亿元，增长10.7%；乡村消费品零售额45.4亿元，增长12.1%。按消费形态统计，商品零售225.6亿元，增长10.4%；餐饮收入55.5亿元，增长13.1%。按单位规模统计，限额以上单位零售额98.0亿元，增长0.8%；限额以下单位零售额183.2亿元，增长15.5%。网上零售势头强劲，全年限上单位实现网上零售额2.7亿元，增长83.1%。

2015年，黄山市入境旅游人数195.1万人次，比上年增长10.3%，其中外国人122.9万人次，增长16.7%，港澳台72.2万人次，增长0.8%。国内游客4470.8万人次，增长12.1%。旅游总收入400.7亿元，增长13.1%。其中，旅游外汇收入6.04亿美元，增长11.3%；国内旅游收入363.4亿元，增长13.3%。年末全市有A级及以上旅游景点(区)50家，比上年减少5家(由于达不到国家标准规定被取消等级)；星级饭店64家，其中四星级以上饭店29家；旅行社164家，比上年增加8家。

总体看，黄山市旅游资源丰富，旅游产品较为成熟，政府相关政策支持力度大，作为皖南国际旅游文化示范区的核心，黄山市旅游行业将获得新的发展机遇。目前黄山市经济保持持续快速增长，产业结构不断优化，公司经营面临的外部环境良好。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司经安徽省人民政府授权经营黄山风景区国有资产，是具有独立法人地位、资格和独立财务核算体系的国有独资公司。黄山风景区管理委员会持有其100%的股权。截至2016年9月底，公司注册资本8.38亿元。

2. 竞争优势

公司是黄山市最大的旅游企业，拥有黄山景区内旅游资源的垄断经营权。公司具有如下竞争优势：

(1) 资源优势。在旅游方面，公司主要的景区资源是黄山旅游风景区。黄山位于安徽省黄山市境内，总面积1200平方公里，“黄山风景区”是黄山的精华景区部分，其总面积160.6平方公里，距离黄山市区37公里，以自然景观奇特、动植物资源丰富和文化底蕴深厚等特点闻名于世。黄山景区是全国重点风景名胜区、全国文明旅游区、中国十大风景名胜之一、国家“5A”级旅游景区、“ISO14000国家示范区”，也是全国唯一一个同时拥有世界文化遗产、自然遗产和世界地质公园等称号的景区。除黄山旅游风景区外，公司还拥有花山谜窟景区，该景区位于黄山市东郊，是国家级重点风景名胜区、国家AAAA级旅游风景区，是一个集青山、绿水、田园景致、千年谜窟、奇峰怪石、摩崖石刻、石窟、庙宇、古建筑等自然景观和人文景观之大成，是一个内容丰富、品味高，适宜各层次游客观赏的综合景区。在2000年5月，其所有权及经营权划归黄山集团。公司拥有的旅游资源具有不可复制性，竞争优势较为明显。

在旅游地产板块方面，截至2016年9月底，公司拥有土地储备401.2亩，均为黄山市内的优质地段，未来面临一定的升值空间。

在下属经营实体方面，截至2016年9月底，公司拥有旅游商务酒店19家，其经营地点除旅游景区之外，还遍布于黄山市内，是黄山市最大的旅游商务酒店管理企业。

(2) 政策优势。2014年，国家发改委正式批复《皖南国际文化旅游示范区建设发展规划纲要》。皖南示范区包括黄山、池州、安庆、宣城、铜陵、马鞍山、芜湖七市，共47个县（市、区），国土面积5.7万平方公里。国家发改委在批复中明确提出，要把《规划纲要》实施作为深化区域发展总体战略、大力实施中部地区崛起战略的重大举措。

总体看，公司作为黄山旅游景区的唯一经营主体，在景区范围内具有垄断经营权，旅游资源竞争优势明显，政策支持力度大。

3. 下属上市公司

黄山股份是公司最重要的子公司，是由公司作为独家发起人，于1996年11月18日在中国安徽省黄山市成立的股份公司，目前注册资本4.98亿元，主要经营旅游服务、酒店经营、旅游运输、饮食服务、旅游资源开发、旅游商品开发、旅游商品开发销售、其他与旅游相关贸易活动及广告代理。截至2016年9月底，公司对其持股39.69%（不存在质押或冻结情况）。黄山股份的A股及B股均在上海证券交易所上市（股票简称：黄山旅游；股票代码：A股600054.SH，B股900942.SH）。

截至2015年底，黄山股份拥有黄山玉屏客运索道有限责任公司80%股份、黄山太平索道有限责任公司70%股份、黄山市花山谜窟旅游开发有限责任公司75%股份、华安证券有限责任公司（以下简称“华安证券”）3.54%股份、长春净月潭游乐有限责任公司20%股份。2015年，黄山股份共接待入山游客318.28万人次，同比增长7.13%；索道业务累计运送游客575.42万人次，同比增长9%。截至2015年底，黄山股份总资产40.37亿元，所有者权益30.10亿元，全年实现营业收入16.65亿元，净利润3.12亿元，经营活动现金流量净额6.35亿元。截至2016年9月底，黄山股份总资产41.35亿元，所有者权益32.80亿元；2016年1~9月实现营业收入12.35亿元，净利润3.46亿元，经营活动现金流量净额3.62亿元。

2016年12月6日，华安证券完成IPO，黄山股份对其持股比例下降至2.76%。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度、管理层等方面无变化。

八、重大事项

2013年5月30日，公司以人民币2.90亿元收购黄山长江徽杭高速公路有限责任公司（以下简称“徽杭高速”）60%股权，收购完成后公司持股比例上升至100%，2013年纳入合并报表范围。2013~2015年，徽杭高速分别实现通行收入1.20亿元、1.36亿元和1.53亿元；日均车流量分别为6260辆、1.64万辆和1.87万辆，稳步上升。但由于折旧成本较大，2015年徽杭高速实现利润总额-2304.59万元。

公司于2016年9月26日发布《关于黄山旅游集团有限公司转让黄山长江徽杭高速公路有限责任公司100%股权公告》，公告称经2016年5月25日黄山市国有资产管理委员会办公室批准，公司将徽杭高速100%股权转让于浙江沪杭甬高速公路股份有限公司（以下简称“沪杭甬”）。2016年8月19日，公司与沪杭甬签订徽杭高速产权交易合同，相关股权交割手续于2016年9月27日完成。根据公告，本次股权转让的清查核资专项审计报告、资产评估的基准日为2016年2月29日。经审计徽杭高速于基准日的资产总额18.01亿元，负债总额16.90亿元，净资产1.11亿元；按收益现值法评估，徽杭高速100%的股权价值为5.36亿元，双方协商确定转让价款为5.70亿元。徽杭高速2016年1-6月份报表营业收入为7389.34万元，占公司2016年1-6月份合并报表营业收入的7.77%；净利润-515.55万元，绝对值占公司合并净利润的3.36%；截至2016年6月底净资产10012.12万元，占公司2016年6月底合并报表净资产的2.95%。公司已于2016年9月27日收到转让对价5.70亿元的95%，剩余款项将在6个月内收取，截至目前，公司尚未收到剩余5%款项。

联合资信关注到，徽杭高速处于连续亏损状态，其债务负担较重且成本回收周期较长，对公司经营管理以及盈利水平带来一定压力。此次股权转让收益增加了公司净资产，降低资产负债率，优化资本结构，增强偿债能力，并

有利于改善公司的经营业绩，提高整体盈利能力。

九、经营分析

1. 业务构成

跟踪期内，公司旅游业务保持良好发展态势。2015年，公司实现营业收入21.79亿元，同比增长25.32%。2016年1~9月，公司实现营业收入17.74亿元，同比增长15.39%。

从收入构成来看，旅游业务是公司收入及利润的主要来源，包括酒店、索道、园林开发及旅游服务等，2015年上述四个板块合计占营业收入的比重为71.36%。2015年6月，京福高铁建成通车，京福高铁分三段，分别是京沪高铁（北京至蚌埠段）、合蚌高铁（蚌埠-合肥）+合福高铁（合肥-福州），其中合福高铁全程806.27千米，经安徽合肥、黄山、江西上饶，至福建武夷山、建瓯、福州。受益于该段铁路的开通，2015年公司景区接待游客人数大幅增长。除索道业务受玉屏索道2015年6月完成升级改造投入使用影响收入外，2015年公司其余各项旅游业务收入均呈不同程度的增长。2015年，公司酒店业务实现营业收入5.55亿元，同比增长11.59%；园林开发业务实现营业收入2.79亿元，同比增长6.31%；旅游服务业务实现营业收入3.61亿元，同比增长5.50%。2015年，由于部分项目交房确认收入，公司旅游地产板块实现营业收入4.07亿元，同比大幅增加2.77亿元，成为公司第二大收入来源。公司其他业务板块主要包括供水、洗涤、用电服务等后勤业务、农产品加工业务和高速公路运营业务等。受徽杭高速通行费收入增长的影响，2015年该板块营业收入同比增长53.06%至2.17亿元，占营业收入的比重为9.96%。

从毛利率来看，2015年公司酒店业务和园林开发业务的毛利率分别为31.84%和86.42%，分别同比增长2.73个百分点和2.36个百分点，主要受益于部分酒店管理模式的改善带动经营效率提升和游客人数的增长；公司索道业务毛利

率始终保持较高水平，2015年为85.82%；旅游服务业务的毛利率2015年为14.59%。公司旅游地产板块毛利率近三年呈下降趋势，2015年下

降至12.55%，主要由于部分房型成本较高。其他业务毛利率为63.56%。

表1 公司近年来经营情况(单位: 万元、%)

项目	2013年			2014年			2015年			2016年1~9月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
酒店业务	36414.39	24.77	19.75	49723.42	28.60	29.11	55484.53	25.46	31.84	45520.78	25.66	36.12
索道业务	30700.72	20.89	85.66	36593.19	21.04	84.96	36052.72	16.55	85.82	34085.65	19.22	86.06
园林开发业务	22770.08	15.49	82.98	26242.49	15.09	84.06	27897.81	12.80	86.42	24738.98	13.95	87.43
旅游服务业务	21811.05	14.84	15.13	34173.82	19.65	15.91	36053.18	16.55	14.59	28663.76	16.16	16.24
旅游地产业务	15560.74	10.59	29.22	12976.94	7.46	21.16	40716.59	18.69	12.55	33301.16	18.78	14.21
其他业务	19741.11	13.43	65.39	14173.58	8.15	63.42	21697.64	9.96	63.56	11055.43	6.23	45.53
合计	146998.09	100.00	49.76	173883.44	100.00	48.77	217902.46	100.00	44.46	177365.76	100.00	46.13

资料来源: 公司提供

2016年1~9月, 公司实现营业收入17.74亿元, 同比增长15.39%, 是2015年全年的79.80%; 综合毛利率为46.13%, 较2015年全年水平有所提高, 但同比小幅下滑1.63个百分点。分板块来看, 2016年1~9月, 公司旅游业务板块各项业务合计实现营业收入13.30亿元, 占当期总收入的74.99%, 该板块内各项业务收入均较同期有所增长, 其中受益于游客的增加及玉屏索道改造完成运力提升, 索道业务营业收入同比增长22.96%至3.41亿元, 为2015年全年的94.54%; 旅游地产板块营业收入同比增长24.35%至3.33亿元; 其他业务板块营业收入1.11亿元, 为2015年全年的50.95%, 同比下降21.52%, 主要系高铁客运业务处于初期运营阶段, 经营亏损所致。毛利率方面, 公司旅游板块各项业务均保持了较为稳定的盈利能力, 其中酒店业务毛利率较2015年提高4.28个百分点; 公司旅游地产板块毛利率略有回升, 2016年1~9月为14.21%, 主要系2016年主要销售的房型为平层, 毛利率较loft房型高所致; 其他业务板块毛利率则下滑明显, 主要由于高铁客运业务亏损所致。

总体看, 2016年以来, 公司旅游业务板块保持良好发展, 旅游地产板块收入和毛利率均有所回升; 公司整体盈利能力较强。

(1) 旅游业务板块

旅游业务一直是公司的主导业务, 目前主要由景区门票、索道、旅行社、酒店等业务构成。

园林开发

在各项收入中, 园林开发收入是公司收入及利润的稳定来源, 主要来自于黄山旅游景区的门票款。

2015年, 随着游客的增长, 公司门票营业收入2.79亿元, 同比增长6.49%, 毛利率亦同比增长2.36个百分点至86.42%。2015年, 公司共接待进山游客318.28万人, 同比增长7.13%; 其中, 境外游客12.66万人, 同比增长1.28%。2016年1~9月, 公司共接待进山游客253.37万人, 同比增长1.83%; 其中, 境外游客8.59万人, 同比减少9.71%。

索道

公司索道收入是继门票之后的又一个稳定收入来源, 截至2016年9月底, 公司拥有四条索道资产, 分别是新云谷索道、太平索道、玉屏索道和西海大峡谷地面缆车, 其剩余使用年限均在15~20年, 运行状况良好。目前新云谷索道、太平索道和西海大峡谷地轨缆车价格均为淡季65元/人、旺季80元/人; 改建后的玉屏索道价格为淡季75元/人、旺季90元/人。

2015年6月，玉屏索道完成升级，游客运力得到提高。2015年，受景区接待游客增长带动，公司四条索道共接待游客575.42万人次，同比增长9.00%；实现索道收入3.61亿元，与上年基本持平。公司索道业务营业成本主要为折旧费和运营成本、人工费等，运营成本不高，因此该板块保持了较高的毛利水平，2015年为85.82%。2016年1~9月，公司四条索道共接待旅客500.90万人次，实现收入3.41亿元。

西海大峡谷地面缆车项目于2013年7月开始运营，目前处于培育期。2015年共接待游客74.40万人次，实现收入5868.58万元，税前利润3181.37万元。2016年1~9月，西海大峡谷地面缆车共接待游客60.26万人次，实现收入5629.16万元，实现税前利润3459.61万元。目前，公司通过影视媒体、平面媒体及各种展销会积极推广，未来随着营销效果逐步显现，盈利能力有望提高。

对外拓展方面，2014年公司托管了江西灵山索道，托管期限3年，公司收取托管管理费。公司托管管理费的收取取决于索道营业收入；索道营业收入1000万元/年以下，收取基本管理费50万元/年，索道营业收入超过1000万元/年，则按超出部分的5%收取。2014和2015年，公司对灵山索道的托管收入均超过50万元。

2015年8月，核心子公司黄山股份完成非公开发行股票，发行数量26850000股，募集资金金额4.98亿元，其中1.42亿元用于玉屏索道改造项目，2.80亿元用于北海宾馆环境整治改造项目，0.67亿元用于偿还银行贷款。本次非公开发行后，公司景区内基础设施升级将进一步提高接待能力，旅游板块发展前景良好。

酒店

酒店管理是旅游板块的另一主要收入来源。截至2016年9月底，公司下属酒店、商务旅馆等19家，其中四星8家，五星级3家，主要分布在黄山风景区和黄山市区，市场占有率为17.23%。跟踪期内，受益于部分酒店实施“统一价格、统一结算及统一订房”的管理模式，

酒店板块经营效率及管理水平明显提升，带动收入及盈利规模同比较快增长。2015年公司酒店业务实现收入5.55亿元，同比增长11.67%；毛利率为31.84%，同比增加2.73个百分点。2016年1~9月，公司酒店业务实现收入4.55亿元，毛利率为36.12%。

黄山风景区内所有酒店旅馆全部由公司经营管理，在景区内具有垄断性。公司分布于黄山风景区内的酒店包括白云宾馆、北海宾馆、狮林大酒店、玉屏楼宾馆、排云楼宾馆、西海饭店及其分部西海山庄，可提供各种类型的房间约1150间，2015年平均客房入住率为67.77%，盈利状况良好。近年来，为了提升黄山风景区的游客接待能力和旅游形象，公司陆续对西海饭店、玉屏楼宾馆进行改造，目前已改造完成；西海饭店分部西海山庄正在进行局部改造。预计未来景区接待水平将会得到提升。公司在黄山市区及山脚拥有徽商故里大酒店、汤泉大酒店、黄山国际大酒店、黄山轩辕国际大酒店和昱城皇冠假日酒店。由于景区外酒店市场竞争激烈，2015年入住率为47.18%。

为延伸产业链，丰富经营业态，公司以徽菜品牌“徽商故里”为亮点，采用输出管理、兼并、收购等方式逐步发展餐饮连锁品牌，创造利润新增长点。截至2016年9月底，公司在全国共拥有7家“徽商故里”酒店（2家为托管管理模式），其中北京5家，合肥1家，天津1家。2015年，“徽商故里”实现餐饮收入合计1.15亿元，实现净利润99.60万元。2016年1~9月，“徽商故里”实现餐饮收入合计0.98亿元，实现净利润398.25万元。

旅游服务

公司的旅游服务业务主要包括相关旅游产品、旅游纪念品和旅行社服务等业务，业务内容大多为代销产品，盈利能力不强，但为公司其他业务提供了重要的客源支持。2015年，随着景区接待游客人次增长，公司旅游服务业务收入为3.61亿元，同比增长5.56%；毛利率为14.59%，同比增长0.53个百分点。

表2 公司近年来旅行社接待情况（单位：万人次）

项目	2013年	2014年	2015年	16年1-9月
出境游	2.36	3.32	3.44	2.05
入境游	5.58	8.97	12.1	6.21
国内游	21.44	40.03	69.12	58.15

资料来源：公司提供

目前公司旅游服务业务以黄山中海国际旅行社管理公司（以下简称“中海国旅”）为主体，下辖黄山市中国旅行社、黄山中国国际旅行社、黄山海外旅行社等。中海国旅是目前安徽省规模最大的旅行社集团公司，也是安徽省首批通过ISO-9001国际质量体系认证的旅游企业。

综合来看，公司旅游板块业务增量均直接或间接来源于游客的增长量。2015年，受益于黄山风景区内索道和酒店的升级改造完成，京福高铁、徽行高速、合铜黄高速等的建成通车，公司景区的接待能力和周边的交通环境明显改善，游客人数持续增长。未来，随着国家2.5天休假模式及带薪年假的推行及交通条件的日益优化，公司旅游板块未来发展前景良好。

（2）旅游地产板块

公司的旅游地产业务主要是依托黄山旅游集团的品牌优势，重点投资开发具有较高前景的住宅。由于黄山景区内的开发要上报国务院批准，并且也不符合国家相关产业政策，因此目前公司旅游地产开发立足于黄山市内。

公司负责旅游地产开发的经营主体为天都房地产开发有限公司（以下简称“天都房产”）和黄山旅游玉屏房地产开发有限公司（以下简称“玉屏地产”）。目前公司在售项目主要有齐云府和天都首郡。

2015年，公司旅游地产板块收入较2014年大幅增长2.77亿元至4.07亿元，但毛利率下降至12.55%，主要由于当期确认收入的主要为成本较高的天都首郡一期一标段五栋高层、部分停车位及储藏间。

2015年，天都房产销售436套商品房（包括6间商铺，80个车位，54个储藏间），销售总建筑面积为40008平方米，销售额26253万元；2016

年1~9月，天都房产销售总建筑面积为30866.62平方米，销售额21360.33万元。

2015年，玉屏地产全年销售房产190套，年度房产销售面积29321.47平方米，销售额11762.15万元；2016年1~9月，玉屏地产销售房产全年销售面积24377.50平方米，销售额10660.32万元。

从土地储备情况来看，截至2016年9月底，天都房产合计拥有土地储备127亩，已开发的剩余可销售面积为99169.91平方米，预计形成资金回流5.51亿元；玉屏房产合计拥有土地储备274.2亩，已开发的剩余可销售面积为4.37万平方米，预计形成资金回流为2.66亿元。

总体看，公司旅游地产土地储备较丰富，但去化周期长，存在一定去化压力。

（3）其他业务板块

公司其他业务板块主要包括供水、洗涤、用电服务等后勤业务、农产品加工业务和高速公路运营业务等。2016年9月，公司已将徽杭高速100%股权转让。

公司与新国线运输集团有限公司共同组建的黄山高铁客运枢纽实业有限公司（以下简称“高铁客运公司”，公司持股60%）于2015年6月正式运营，业务涵盖客运站、班线客运、专线客运、包车客运、农村客运、出租客运、汽车租赁、广告发布、商业租赁、旅游接待等板块。目前，由于客流量的限制，该公司经营处于亏损状态。预计随着高铁客运站运营的逐步成熟，客流量随之增长，该公司经营将逐步好转。

2. 未来发展

未来，公司将加快对外拓展步伐，全力推进“二次创业”。在旅游板块方面，公司将积极推动东部景区、东黄山开发；积极创新业态，稳妥推进景区景点、旅游换乘、民宿产业开发等项目对外拓展；启动文化旅游产业项目。旅游地产板块方面，公司将加快推进房地产项目开发和库存去化。此外，公司还将深入推进高

铁客运枢纽项目建设运营。

从在建和未来投资计划来看，截至2016年9月底，公司在建及未来投资项目包括天都首郡项目、1210#地块项目、市内旅游资源整合及开发和高铁综合客运站项目。

黄山高铁综合客运站项目是市委、市政府确定的2014年“十大工程”重点项目之一，是京福高铁建成通车的重要配套工程和重大民生工程，是市政府引进社会资金参与交通基础设施建设改革的首项工程。项目按照部颁一级站标准建设，设计规模为日发送15000人次，占地面积53315m²，总建筑面积57267m²；其中地上建筑面积53625m²，地下建筑面积5000m²。站内停车场面积20395m²，站前广场面积4383m²，站内停车位156个，发客车位22个，落客车位5个，站外地面停车位68个。高铁客运站建成后，将极大改善黄山市交通运输环境，方便黄山市

居民和游客的出行，促进黄山旅游业的发展。

黄山高铁综合客运站项目由高铁客运公司负责投资、建设和运营。项目计划总投资4.51亿元，资金主要来源为交通运输部补助资金、银行贷款和企业自筹；其中银行贷款31000万元，补贴资金5000万元，企业自筹9086万元。截至2016年9月底，高铁综合客运站已投资2.05亿元。项目于2014年12月开工建设，工程主站房于2015年6月竣工，2015年7月与高铁黄山北站同步投入使用，商业商铺等附属设施仍在建设中。

上述四个项目总投资合计35.32亿元，截至2016年9月底，已累计完成投资19.35亿元。总体看，公司战略发展明确，在建项目及投资计划未来投资规模大，公司未来面临一定的资金压力。

表3 公司在建项目及未来重大投资计划（单位：亿元）

项目名称	项目概况	建设期	总投资	截至2016年9月底已累计投资	2016年10-12月	2017年	项目进度
天都首郡项目	用地面积约77355.95 m ² ；建设居住、商服设施（接待、餐饮、文化、娱乐）等	2011~2019	15.16	13.50	0.10	0.95	一期已完成10幢高层、10幢低层住宅及相关配套的验收及交付工作（目前剩余1幢高层住宅及二期商服部分）
1210#地块项目	用地面积约67148.31 m ² ；建设居住、商业服务建筑等	2016~2021	14.15	3.50	0.00	0.00	场地三通一平
市内旅游资源整合及开发	在黄山风景区周边及黄山市域范围内，通过收购、控股、参股等方式整合旅游资源，投资开发资源性项目	2011~2020	1.50	0.30	0.00	0.07	参股黄山市月潭湖开发投资有限公司，已认缴首次注册资本。黄山市月潭湖开发投资有限公司主要对黄山市月潭水库周边旅游资源进行开发，现公司已组建完成，后续将随公司开发旅游资源进度认缴注册资本
高铁综合客运站	高铁客运站项目位于高铁黄山北站，是高铁黄山北站的重要配套设施。根据规划，项目占地面积约80亩，项目总投资近4.51亿元。项目建成后，依托黄山风景区专业化的旅游客运交通企业，为游客提供景区客运交通、汽	2014~2018	4.51	2.05	0.04	1.39	项目工程主站房于2015年6月竣工，2015年7月与高铁黄山北站同步投入使用，商业商铺等附属设施仍在建设中

	车维修、停车服务、餐饮住宿、商业物流等多种服务，有利于提高我市旅游客运交通服务水平和形象。游客来黄山旅游，可以实现“景区游、市区住”的旅游模式，从而减轻高峰期旅游景区的停车等压力，提高交通效率，促进景区与中心城区一体化发展。						
合计		--	35.32	19.35	0.14	2.41	--

资料来源：公司提供

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2013~2015年合并财务报告，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了年审，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2016年前三季度财务报表未经审计。

从合并范围来看，截至2015年底，公司纳入合并范围的子公司共11家，较上年底无变化；截至2016年9月底，公司纳入合并范围的子公司较2015年底减少2家，分别是徽杭高速和佳龙绿色食品有限公司（以下简称“佳龙食品”），公司资产负债情况较2015年底变化较大。

截至2015年底，公司合并资产总额为80.82亿元，所有者权益合计为32.59亿元（含少数股东权益18.73亿元）。2015年，公司实现营业收入21.79亿元，利润总额3.37亿元。

截至2016年9月底，公司合并资产总额为59.45亿元，所有者权益合计为36.68亿元（含少数股东权益20.51亿元）。2016年1~9月，公司实现营业收入17.74亿元，利润总额4.84亿元。

2. 盈利能力

跟踪期内，公司业务规模稳定增长，2015年营业收入和营业成本分别为21.79亿元和12.10亿元，同比分别增长25.32%和35.85%。受营业成本增速较快影响，2015年公司营业利润

率较上年下降4.74个百分点至39.23%。

从期间费用来看，2015年公司期间费用占营业收入的比重下降至24.68%，同比减少6.54个百分点。公司期间费用中管理费用和财务费用占比较大；管理费用主要系职工薪酬、税金和折旧费等，财务费用主要系利息支出，受徽杭高速债务负担较重影响，公司财务费用维持较高水平。总体看，公司期间费用占营业收入比重高，控制水平有待提高。

非经营性损益方面，2015年，公司投资收益707.32万元，同比大幅增加472.39万元，主要为公司收到的华安证券股份有限公司分红款。总体看，投资收益对公司利润贡献不大。

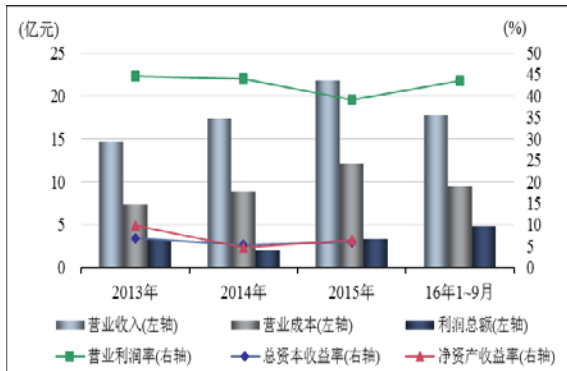
2015年，公司营业外收入0.42亿元，较2014年增长132.41%，主要系子公司天都房产收到的租赁商业用房客户违约赔款2300万元所致。政府补助一直是公司营业外收入重要来源，2015年，公司收到政府补助0.14亿元。

2015年，公司利润总额为3.37亿元。从盈利指标看，2015年公司净资产收益率和总资本收益率分别为6.48%和5.98%，分别同比提高1.72个百分点和0.56个百分点。

2016年1~9月，公司实现营业收入17.74亿元，同比增长15.39%，为2015年全年的79.80%；受益于营业成本的减少，公司营业利润率为43.51%，较2015年提高了4.28个百分点。同期，公司期间费用占营业收入的比重为19.09%，占

比较2015年有所下降；公司实现投资收益0.41亿元，较上年大幅增长，其中处置徽杭高速和佳龙食品分别于合并层面形成投资收益1365万元和163万元、处置黄山谢裕大茶叶股份有限公司形成投资收益967万元；利润总额4.84亿元，同比增长37.72%，为2015年全年的143.31%。

图1 公司2013~2016年9月盈利能力情况



资料来源：根据公司财务报表整理

总体看，2016年以来，公司营业收入保持增长，盈利能力有所提升，期间费用占营业收入的比重有所下降，但仍对利润形成侵蚀。

3. 现金流及保障

公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金为主。2015年，受益于客流量的增长，公司经营活动产生的现金流入量为26.24亿元，同比增长16.73%；其中销售商品提供劳务收到的现金21.38亿元，同比增长16.07%，收到其他与经营活动有关的现金4.83亿元，同比增长20.04%，主要为收到的景区门票专营权使用费（2.42亿元）、风景名胜资源保护费（0.72亿元）和风景区建设维护费（0.31亿元）等款项。公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金为主，2015年，公司经营活动现金流出为17.93亿元，同比增长5.87%；其中购买商品接受劳务支付的现金7.96亿元，同比增长14.72%，支付其他与经营活动有关现金4.20亿元，同比下降12.55%，主要是公司支付的景区门票专营权使用费（2.38亿元）、风景名胜资源保护费（0.30亿元）和风景

区建设维护费（0.34亿元）。2015年公司经营活动现金流量净额为8.31亿元，同比大幅提升。从现金收入实现质量来看，2015年公司现金收入比为98.11%（2014年为105.93%），收入实现质量有所下滑。

2015年，公司投资活动现金流入量为0.19亿元，同比下降73.61%；其中收到其他与投资活动有关的现金0.12亿元，较上年大幅下降82.38%，主要由于利息收入和银行理财产品收回的减少所致。公司投资活动现金流出主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金构成。2015年，公司投资活动现金流出5.30亿元，同比增长50.48%；其中购建固定资产、无形资产等支付的现金2.34亿元，同比下降29.65%，支付其他与投资活动有关的现金2.90亿元，较上年大幅增长2.74亿元，主要由于购买理财产品支出2.78亿元。2015年，公司投资活动现金流量净额为-5.11亿元。公司经营活动产生的现金流量净额能满足当期投资需求。

从筹资活动来看，2015年，公司筹资活动现金流入为36.01亿元，其中取得借款收到的现金为30.86亿元。同期，公司筹资活动现金流出为34.48亿元，其中偿还债务支付的现金为32.23亿元。2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额为1.53亿元。

2016年1~9月，公司经营活动现金流入量为37.08亿元，其中收到其他与经营活动有关的现金20.27亿元，主要为徽杭高速收到沪杭甬借款16.54亿元；经营活动现金流出量为14.58亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金4.88亿元，主要为门票分成和遗产保护费；经营活动现金流量净额为22.50亿元。同期，公司现金收入比为94.68%，收入实现质量仍有待提高。2016年1~9月，公司收到处置子公司收到的现金1.61亿元¹，投资活动现金流量净额为0.58亿元。筹资活动方面，2016年1~9月，公司筹资活动现金

¹公司处置徽杭高速收到现金5.41亿元，处置佳龙食品收到现金0.0018亿元，扣除徽杭高速及佳龙食品期末货币资金余额3.81亿元后，公司处置子公司收到的现金1.61亿元。

净流出20.63亿元。

总体看，跟踪期内，随景区客流量增长带动旅游主业收入增长，公司经营性现金流量净额表现良好，能够覆盖当期投资需求。但考虑到旅游地产项目逐步投入，且去化速度受政策影响大，公司未来存在一定资金需求。

4. 资本及债务结构

截至 2015 年底，公司资产总额为 80.82 亿元，同比增长 11.41%，其中流动资产占 44.33%，非流动资产占 55.67%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产方面，截至 2015 年底，公司流动资产 35.83 亿元，同比增长 37.92%，主要由货币资金（占 24.49%）、其他应收款（占 10.78%）、存货（占 52.73%）和其他流动资产（占 9.09%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金 8.78 亿元，主要是银行存款（占 99.87%），其余为现金和其他货币资金，金额较小。公司货币资金中无使用受限资金。

公司应收账款规模随公司业务量的扩大而增长。截至 2015 年底，公司应收账款账面价值 0.79 亿元，同比增长 27.93%；公司对应收账款按账龄分析法计提坏账准备 0.15 亿元，计提比例 16.18%，其中账龄在 1 年以内的占 85.25%，1 至 2 年的占 2.24%，2 年以上的 12.49%，账龄较短。从集中度来看，截至 2015 年底，公司应收账款余额前五名金额占应收账款期末余额合计数的 28.51%，集中度一般。

截至 2015 年底，公司其他应收款账面价值 3.86 亿元，同比增长 11.14%，其中 3.20 亿元为应收黄山市交通运输局的借款（因政府已确认需支付于公司，故未计提坏账准备），其余主要为往来款。公司按账龄法对其他应收款计提坏账准备 0.37 亿元，计提比例 35.79%，计提比例高；其中账龄 1 年以内的占 62.61%，1 至 2 年的占 6.94%，2 年以上的占 30.44%（坏账准备计提比率 100%）。

截至 2015 年底，公司存货为 18.89 亿元，同比增长 7.54%，主要由开发产品（占 18.63%）和开发成本（占 79.75%）构成，主要以旅游地产开发成本为主。2015 年公司对存货中的开发产品计提跌价准备 0.22 亿元。

截至 2015 年底，公司其他流动资产余额较上年底大幅增长 3.14 亿元至 3.26 亿元，主要由于公司将部分闲置资金（2.79 亿元）用于购买银行理财产品所致。

非流动资产方面，截至 2015 年底，由于在建工程规模的下降，公司非流动资产同比下降 3.38% 至 44.99 亿元。从构成来看，截至 2015 年底，公司非流动资产主要以固定资产（占 89.74%）和无形资产（占 3.67%）为主。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产账面余额为 1.52 亿元，其中，公司对华安证券股份有限公司投资 1.00 亿元，持股比例为 3.54%；由于华安证券前期经营持续亏损，公司对该投资计提减值准备 0.68 亿元。2015 年，华安证券经营有所好转，公司 2015 年收到现金红利 600 万元（2014 年收到现金红利 190 万元）；对黄山谢裕大茶叶股份有限公司投资 0.29 亿元，持股比例为 12.00%，2015 年收到现金红利 0.01 亿元；对黄山温泉风景区联合旅游管理有限公司投资 0.23 亿元，持股比例 25.46%；对黄山市黄河宾馆投资 139.90 万元，持股 23.22%，由于黄山市黄河宾馆经营不善，公司按会计准则对该投资全额计提减值准备。总体看，公司计提比例充分。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产账面价值 0.83 亿元。

截至 2015 年底，公司投资性房地产 0.57 亿元，同比下降 44.48%，主要系子公司天都房产投资性房地产转为存货导致。

截至 2015 年底，公司固定资产账面原值 53.06 亿元，累计折旧 12.65 亿元，计提减值准备 0.04 亿元，固定资产账面价值 40.37 亿元；其中高速公路及构筑物占 46.58%，房屋建筑物占 43.04%，索道占 4.90%。

截至 2015 年底，公司在建工程余额较 2014

年底减少 2.08 亿元至 0.09 亿元，主要系玉屏索道改造项目及黄山高铁综合客运站项目部分完工，分别转入固定资产、无形资产、长期待摊费用核算所致。其中，玉屏索道改造项目余额 341.45 万元，转入固定资产 1.25 亿元；黄山高铁综合客运站项目余额 95.07 万元，本期转入固定资产 0.89 亿元，土地使用权转入无形资产 0.88 亿元。

截至 2015 年底，公司无形资产为 1.65 亿元，同比增长 103.93%，主要系黄山高铁综合客运站项目新增土地使用权所致。截至 2015 年底，公司无形资产中有价值为 0.85 亿元的土地使用权用于向银行办理抵押借款。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产余额较 2014 年底下降 90.76% 至 703.87 万元，主要系子公司天都房产前期预付的土地购置款结算交付转入存货核算所致。

受转让徽杭高速 100% 股权影响，截至 2016 年 9 月底，公司资产规模及结构较上年底变动很大。截至 2016 年 9 月底，公司资产总额 59.45 亿元，较上年底下降 26.44%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 57.53% 和 42.47%，公司资产结构转为以流动资产为主。截至 2016 年 9 月底，公司货币资金 11.23 亿元，较 2015 年底增长 27.96%；受剥离徽杭高速影响，其他应收款较 2015 年底下降 74.04% 至 1.00 亿元，固定资产下降至 20.29 亿元。

总体看，公司整体资产质量较好；2016 年以来，受剥离徽杭高速影响，公司资产规模有所下降，流动资产占比提高；公司货币资金较为充足，但以开发成本为主的存货规模仍较大，资产流动性一般。

所有者权益

所有者权益方面，截至 2015 年底，公司归属于母公司所有者权益中，实收资本占 60.48%，资本公积占 38.45%，盈余公积占 0.44%，专项储备占 0.35%，未分配利润占 0.27%；所有者权益中，少数股东权益占 57.48%。

截至 2015 年底，公司资本公积 5.33 亿元，同比增长 46.15%，其中黄山管委会对公司增资 0.27 亿元，子公司黄山股份非公开发行导致公司对其股权比例变动而确认的其他资本公积 1.42 亿元。

截至 2015 年底，公司的未分配利润 376.82 万元，其中 2015 年归属于母公司所有者的净利润为 1885.59 万元。

截至 2015 年底，公司少数股东权益 18.73 亿元，同比增长 36.54%。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益（含少数股东权益 20.51 亿元）合计 36.68 亿元，较 2015 年底增长 12.56%；其中由于收入增长，未分配利润较 2015 年底增加 1.54 亿元至 1.58 亿元。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比高，归属于母公司的所有者权益以实收资本和资本公积为主；所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 48.23 亿元，同比增长 2.97%；其中流动负债占比 55.57%，非流动负债占比 44.43%，公司负债以流动负债为主。

流动负债方面，截至 2015 年底，公司流动负债合计 26.80 亿元，同比增长 20.29%，主要由短期借款（占 32.51%）、应付账款（占 12.12%）、预收款项（占 11.55%）、其他应付款（占 12.46%）、一年内到期的非流动负债（占 12.19%）和其他流动负债（占 11.19%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款 8.72 亿元，同比下降 9.12%，全部为信用借款。

截至 2015 年底，公司应付账款 3.25 亿元，同比增长 15.97%，其中应付工程款 2.42 亿元，应付货款 0.71 亿元。

截至 2015 年底，公司预收款项 3.10 亿元，其中房地产销售预收款 2.63 亿元，预收团费、房餐费等款项 0.33 亿元。

截至 2015 年底，公司其他应付款 3.34 亿元，同比增长 44.74%，主要为代收代付款（1.61

亿元)和往来款(0.94亿元),其中应付黄山管委会门票款和公司代黄山管委会收取的黄山股份公司2014年度索道建设基金²。

截至2015年底,公司一年内到期的非流动负债余额为3.27亿元。2015年公司一年内到期的非流动负债余额中将于一年内到期的长期借款1.20亿元;将于一年内到期的应付债券2.07亿元,系公司于2011发行的中期票据“11黄山MTN1”,发行规模2亿元,发行期限5年。

截至2015年底,公司其他流动负债为3.00亿元,系子公司黄山股份发行的短期融资券。

非流动负债方面,截至2015年底,公司非流动负债21.43亿元,主要由长期借款(占81.27%)和应付债券(14.47%)构成。

截至2015年底,公司长期借款17.42亿元,同比下降8.39%,其中保证借款0.08亿元,信用借款3.49亿元,质押借款12.85亿元,抵押借款1.00亿元。

截至2015年底,公司应付债券余额3.10亿元,系公司于2013年发行的中期票据“13黄山旅游MTN1”,发行规模3亿元,发行期限5年。

截至2015年底,公司递延收益0.67亿元,同比增长138.74%,全部为政府补助,其中子公司高铁客运收到的黄山高铁综合客运站项目建设补助资金0.39亿元。

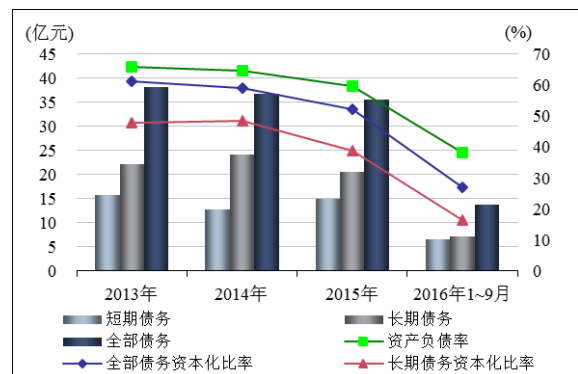
截至2016年9月底,公司负债合计22.77亿元,较上年底下降52.80%;其中流动负债占65.39%,占比进一步提升。截至2016年9月底,受剥离徽杭高速及陆续偿还银行借款影响,公司短期借款和长期借款规模分别较2015年底下降94.15%和94.11%至0.51亿元和1.03亿元;其他应付款1.92亿元,较2015年底下降42.58%;其他流动负债6.01亿元,系子公司黄山股份发行于2015年10月发行的3亿元短期融资券和公司于2016年8月发行的3亿元短期融资券。

有息债务方面,截至2015年底,将其他流

动负债及长期应付款中有息部分调整计入全部债务后,公司全部债务规模35.65亿元(调整前为32.50亿元),其中短期债务占42.03%,长期债务占57.97%,公司债务以长期债务为主。从债务指标方面看,截至2015年底,受益于有息债务规模的下降和2015年子公司黄山股份非公开发行的完成,公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为59.68%、52.24%和38.81%,分别较上年底下降4.89个百分点、6.69个百分点和9.67个百分点。

2016年以来,受益于剥离徽杭高速,公司有息债务规模及相关债务指标均有所下降。将其他流动负债及长期应付款中有息部分调整计入全部债务后,截至2016年9月底,公司全部债务合计13.69亿元(调整前为7.58亿元),其中短期债务占47.60%,长期债务占52.40%。截至2016年9月底,公司调整后长期债务资本化比率、调整后全部债务资本化比率和资产负债率分别为16.36%、27.18%和38.30%。

图2 公司2013~2016年9月底债务情况



资料来源:根据公司财务报表整理

总体看,2016年以来,受益于剥离债务负担较重的徽杭高速,公司负债规模及债务负担明显下降,整体债务负担轻。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看,2015年底公司流动比率和速动比率为133.68%和63.19%。公司速动比率较低,主要由于存货规模较大。2015年,由于经营活动现金流量净额的增幅大于流动负

² 索道建设基金系索道涨价部分应归管委会的收益分成,暂由公司代管委会收取。

债的增幅，公司经营现金流动负债比为31.01%，较2014年提高6.13个百分点。截至2016年9月底，公司流动比率和速动比率分别为229.72%和109.54%。总体看，公司短期偿债能力良好。

长期偿债能力方面，2015年，公司EBITDA为7.94亿元；公司EBITDA利息倍数为3.29倍；调整后全部债务/EBITDA为4.49倍。总体看，EBITDA对有息债务具备较强的保障能力。

截至2016年9月底，公司无对外担保。

截至2016年9月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为57.3亿元，尚未使用的额度为54.3亿元，公司间接融资渠道畅通；此外，公司核心子公司黄山股份为上市公司，公司具备直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告显示，截至2017年2月10日，公司无未结清不良信贷信息，已结清的信贷信息中有12笔关注类款项及一笔欠息款项。根据相关银行出具的说明，上述关注类贷款系银行系统原因造成。公司过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司作为黄山旅游景区的唯一经营主体，在景区范围内保持垄断经营权，并获得当地政府的有力支持。公司园林开发和索道业务毛利率水平高，整体盈利能力强。公司整体抗风险能力强。

十一、存续期内短期融资券偿还能力分析

公司存续期内短期融资券为“16黄山旅游CP0001”，发行额度3亿元，将于2017年8月到期。

截至2015年底，公司现金类资产为8.78亿元，为“16黄山旅游CP0001”发行额度的2.93倍；截至2016年9月底，公司现金类资产11.23亿元，为“16黄山旅游CP0001”发行额

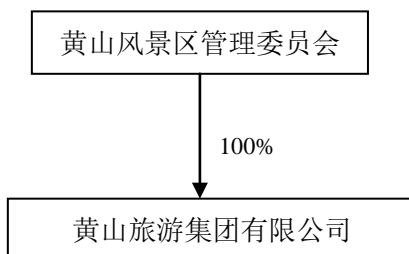
度的3.74倍。公司现金类资产对“16黄山旅游CP0001”的保障能力较强。

2015年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对“16黄山旅游CP0001”的保障倍数分别为8.75倍和2.77倍。公司经营活动现金流入量对“16黄山旅游CP0001”保障能力强。

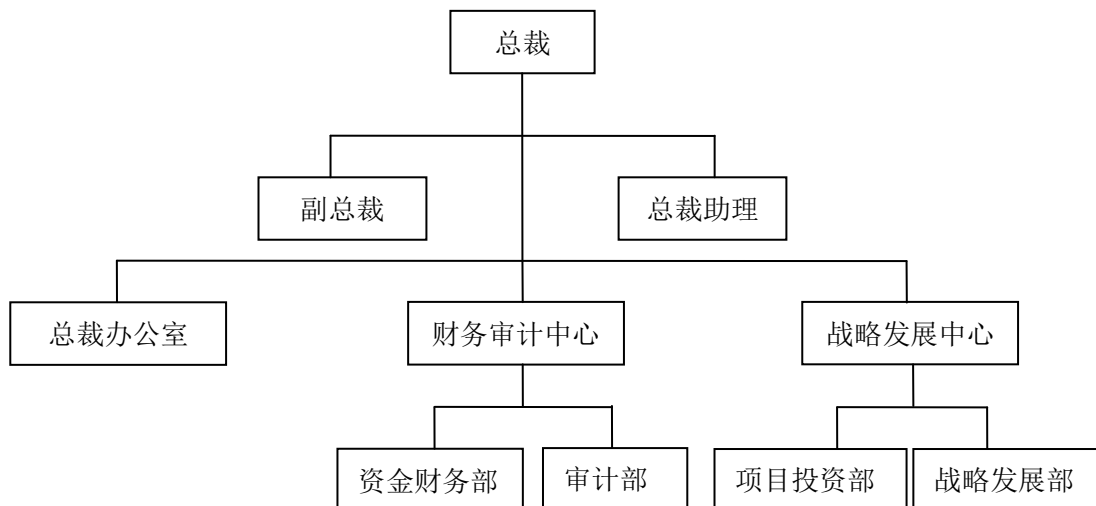
十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16黄山旅游CP001”A-1的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.63	4.05	8.78	11.23
资产总额(亿元)	70.95	72.54	80.82	59.45
所有者权益(亿元)	24.15	25.70	32.59	36.68
短期债务(亿元)	11.84	9.69	11.98	0.51
长期债务(亿元)	22.27	24.18	20.52	7.07
全部债务(亿元)	34.11	33.87	32.50	7.58
营业收入(亿元)	14.70	17.39	21.79	17.74
利润总额(亿元)	3.22	2.13	3.37	4.84
EBITDA(亿元)	7.05	6.51	7.94	--
经营性净现金流(亿元)	3.54	5.54	8.31	22.50
财务指标				
销售债权周转次数(次)	25.22	30.34	31.07	--
存货周转次数(次)	0.47	0.53	0.66	--
总资产周转次数(次)	0.24	0.24	0.28	--
现金收入比(%)	107.60	105.93	98.11	94.68
营业利润率(%)	44.70	43.97	39.23	43.51
总资本收益率(%)	6.91	5.42	5.98	--
净资产收益率(%)	9.97	4.76	6.48	--
长期债务资本化比率(%)	47.79	48.48	38.64	16.15
全部债务资本化比率(%)	58.54	56.86	49.93	17.12
资产负债率(%)	65.96	64.57	59.68	38.30
流动比率(%)	106.44	116.59	133.68	229.72
速动比率(%)	40.41	37.74	63.19	109.54
经营现金流流动负债比(%)	14.72	24.88	31.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	2.40	3.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.84	5.21	4.09	--

注：公司 2016 年前三季度财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

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