

# 跟踪评级公告

联合[2017] 1532 号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定将黄山旅游集团有限公司主体长期信用等级上调为AAA,评级展望为稳定,将“13黄旅游MTN1”和“16黄山旅游MTN001”的信用等级上调为AAA,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  
二零一七年七月十九日



---

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跟踪评级报告

### 主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定  
上次评级结果: AA<sup>+</sup> 评级展望: 稳定

### 债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 黄旅游 MTN1	3 亿元	2018/5/13	AAA	AA <sup>+</sup>
16 黄山旅游 MTN001	3 亿元	2021/8/17	AAA	AA <sup>+</sup>
16 黄山旅游 CP001	3 亿元	2017/8/17	A-1	A-1

评级时间: 2017 年 7 月 19 日

### 财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	4.05	8.78	11.82	11.65
资产总额(亿元)	72.54	80.82	69.03	67.63
所有者权益(亿元)	25.70	32.59	45.22	44.94
短期债务(亿元)	12.69	14.98	3.86	4.08
长期债务(亿元)	24.18	20.67	6.76	6.82
全部债务(亿元)	36.87	35.65	10.62	10.90
营业收入(亿元)	17.39	21.79	23.25	4.26
利润总额(亿元)	2.13	3.37	4.56	0.75
EBITDA(亿元)	6.51	7.94	8.40	--
经营性净现金流(亿元)	5.52	8.31	8.97	0.71
营业利润率(%)	43.97	39.23	41.64	33.93
净资产收益率(%)	4.76	6.48	6.99	--
资产负债率(%)	64.57	59.68	34.50	33.55
全部债务资本化比率(%)	58.93	52.24	19.02	19.51
流动比率(%)	116.59	133.68	240.93	258.81
经营现金流动负债比(%)	24.79	31.01	67.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.67	4.49	1.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.40	3.29	5.18	--

注: 1. 2017 年一季度财务数据未经审计; 2. 短期债务中包含了其他流动负债中的有息债务; 3. 长期债务中包含了长期应付款中的有息债务。

### 分析师

孔祥一 刘嘉敏 张源

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”)的评级反映了其作为黄山旅游风景区的唯一经营主体,在景区资源、政府及政策支持、地理位置及交通条件、区域经济环境及接待能力等方面优势明显。跟踪期内,随着黄山市交通环境的改善,公司客流量保持增长,收入及利润规模稳步提升,园林开发和索道业务盈利能力强,景区内酒店经营良好;加强优质旅游资源整合,宏村和太平湖项目有序推进;2016 年 9 月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%股权后,有息债务规模大幅下降,资本结构得到优化。同时,联合资信也关注到旅游行业对外部环境存在较强敏感性、公司房地产板块易受政策及行业景气度影响等因素可能给公司带来的不利影响。

公司将积极推进包括黄山风景区东海景区的建设和东黄山国际旅游小镇的合作开发,景区将进一步扩容;加快景区内索道和酒店的升级改造,深入推进高铁客运枢纽项目建设运营;公司坚持“走下山”战略,将完成“一山一水一村一窟”的全域旅游布局。黄杭高铁等高速铁路建成后将进一步改善黄山市的交通环境,带来客流量的增加,未来公司收入及利润规模有望进一步提升。公司现金类资产对待偿还债券的保障能力较强。

综合评估,联合资信确定将公司主体长期信用等级上调为 AAA,评级展望为稳定,将“13 黄旅游 MTN1”和“16 黄山旅游 MTN001”的信用等级上调为 AAA,维持“16 黄山旅游 CP001”的信用等级为 A-1。

### 优势

1. 近年来,黄山市交通基础设施逐步改善,目前游客至黄山旅游风景区可选择高速公

路、航空和铁路多种方式；京福高铁的开通为公司提供了良好的外部交通环境，“十三五”期间将建成途径黄山市的高速铁路和高速公路包括杭黄高铁、黄景昌高铁、武温高铁、济祁高速、芜黄高速、黄千高速，其中将于2018年6月开通的杭黄高铁（杭州-黄山）有望将杭州至黄山的行程时间缩短至1小时40分。预计杭黄高铁开通、高铁客运站全部建成后，黄山市游客数量将进一步增长。

2. 公司拥有黄山旅游风景区范围内垄断经营权，景区内拥有4条索道、7家星级酒店，资源优势突出；跟踪期内，公司游客数量保持增长，收入利润水平稳步提高，园林开发及索道业务盈利能力强。
3. 公司经营黄山旅游风景区内所有酒店，景区内酒店入住率高，酒店业务经营状况良好；随着景区内各酒店的升级改造完成，接待能力和盈利水平有望得到进一步提升。
4. 跟踪期内，公司加快东黄山旅游资源的开发和优质旅游资源的整合，布局“一山一水一村一窟”的全域旅游。2016年太平湖和宏村项目有序推进，有望成为新的收入、利润增长点。
5. 2016年9月，公司转让了持续亏损的徽杭高速100%股权，债务规模大幅下降，资本结构得到优化。
6. 公司现金类资产对待偿还债券的保障能力较强。

性一般。

#### 关注

1. 旅游行业对外部环境存在较强敏感性，公司收入和利润水平易受政策及宏观调控影响。
2. 公司房地产项目易受宏观调控和当地房地产景气度等因素影响；跟踪期内，公司以房地产开发成本和开发产品为主的存货规模较大，存在一定去库存压力，资产流动

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由黄山旅游集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于黄山旅游集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

黄山旅游集团有限公司（以下简称“公司”或“黄山旅游集团”）是1999年5月25日经黄山市人民政府政函（1998）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。截至2017年3月底，公司注册资本8.38亿元，黄山市国有资产监督管理委员会（以下简称“黄山市国资委”）持有其100%的股权，为公司实际控制人。公司下属黄山旅游发展股份有限公司（以下简称“黄山旅游”）是由黄山旅游集团独家发起，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（A股股票简称“黄山旅游”，股票代码“600054”；B股股票简称“黄山B股”，股票代码“900942”）。截至2017年3月底，公司持有黄山旅游39.69%的股份，为其第一大股东。

截至2017年3月底，公司设有总裁办公室、战略发展中心、财务审计中心、资本运营部四个职能部门。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2016年底，公司（合并）资产总额为69.03亿元，所有者权益合计为45.22亿元（含少数股东权益26.13亿元）。2016年，公司实现营业收入23.25亿元，利润总额4.56亿元。

截至2017年3月底，公司（合并）资产总额为67.63亿元，所有者权益合计为44.94亿元（含少数股东权益25.92亿元）。2017年1~3月，公

司实现营业收入4.26亿元，利润总额0.75亿元。

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、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续债券概况如表1所示，下述存续债券募集资金已按原定用途使用完毕，公司在跟踪期内对“13黄旅游MTN1”按时付息。

表1 公司存续债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	兑付日
13 黄旅游 MTN1	3.00	3.00	2013/5/13	2018/5/13
16 黄山旅游 MTN001	3.00	3.00	2016/8/17	2021/8/17
16 黄山旅游 CP001	3.00	3.00	2016/8/17	2017/8/17
合计	9.00	9.00	--	--

资料来源：联合资信整理

注：截至本报告出具日，“16 黄山旅游 MTN001”和“16 黄山旅游 CP001”未到付息日。

### 四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国

一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展

和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基

本稳定。

## 五、行业分析

### 1. 行业概况

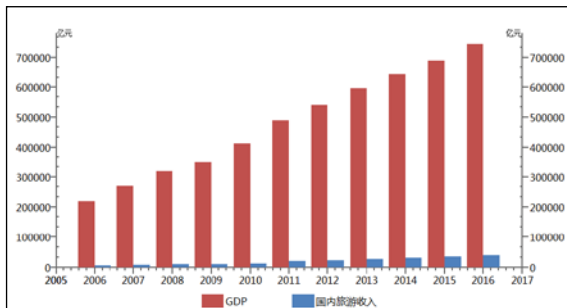
改革开放以来，中国实现了从旅游短缺型国家到旅游大国的历史性跨越。“十二五”期间，旅游业全面融入国家战略体系，走向国民经济建设的前沿，成为国民经济战略性支柱产业。

作为“十三五”期间的第一年，2016年中国旅游业继续平稳较快发展，实现国内旅游44.4亿人次，比上年同期增长11.0%；入出境旅游2.6亿人次，增长3.9%；全年实现旅游总收入4.69万亿元，增长13.6%。据联合国世界旅游组织测算，2016年国内旅游业对国民经济综合贡献率达11%、对社会就业综合贡献超过10.26%，与世界平均水平基本持平。

#### (1) 国内旅游现状

近十年，随着国民经济健康快速增长、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。

图1 2006~2016年GDP与国内旅游收入



资料来源：国家旅游局和国家统计局

从旅游业的发展规律看，GDP的增长和人均可支配收入的增加是旅游业发展的根本动力。近年来，随着国民经济的持续增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场收入规模呈现不断增长态势。2014~2016年，国内旅游收入分别为3.03万亿元、3.42万亿元和3.94万亿元，年均复合增长14.03%。

从旅游行业投资情况看，根据2017年全国旅游工作会议报告显示，全国旅游直接投资继

2015年突破万亿元大关后，2016年达到12997亿元，同比增长29.05%，预计高出全国固定资产投资增速20个百分点。其中，民营旅游投资占旅游投资总额的59%。

#### (2) 国际旅游现状

国际旅游包含了入境旅游和出境旅游两大市场。中国人文历史悠久，拥有众多的名胜古迹等良好的旅游环境，再加上2008年北京奥运会、2010年广州亚运会和上海世博会的成功申办和召开扩大了中国在世界上的影响范围，中国入境旅游市场近十几年得到快速发展；同时，由于国内旅游业在某种程度上已满足不了部分居民的旅游需求，境外旅游成为了中国旅游业的有益补充。

入境游方面，金融危机深层次影响还在延续，周边国家放松签证政策等带来更大竞争。2014年，全国入境游客1.28亿人次，同比下降0.45%；2015年，全国入境游客1.33亿人次，同比增长3.91%；2016年，全国入境游客1.38亿人次，同比增长3.8%。中国入境游正处于长时间高速发展之后逐渐复归常态化的阶段。

出境旅游方面，在国内经济持续增长的形式下，受益于周边国家和地区入境旅游竞争力的提升，近年来出境旅游继续保持高速增长态势。2014~2016年，中国出境旅游总人数分别为0.98亿人次、1.17亿人次和1.22亿人次，分别同比增长18.1%、19.39%和4.27%。受此影响，中国旅游服务的贸易逆差不断扩大，中国旅游研究院研究显示，2016年中国国际旅游收入为1200亿美元，而居民出境花费预计将达到1098亿美元，旅游服务贸易逆差较大。

总体看，在经济发展新常态下，中国旅游行业呈现平稳较快发展态势，旅游投资规模逐年快速增长，预计未来旅游市场散客化自由行趋势会越来越明显，可带动相关产业协同发展。

### 2. 政策环境

中国旅游业作为第三产业的主要支柱产业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业

机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。

2016年4月，国家旅游局颁布《全国旅游标准化发展规划（2016-2020）》（“旅发〔2016〕48号”），提出到2020年，中国旅游国家标准将达45项以上，行业标准达60项以上，地方标准达300项以上，新建200个以上全国旅游标准化试点示范单位。规划落实后，旅游标准覆盖领域将进一步拓宽，标准体系结构明显优化，标准之间协调性有效增强，适应和支撑现代旅游业发展的标准体系更加健全。

2016年4月，国家旅游局办公室颁布《关于贯彻落实〈国务院办公厅关于加强旅游市场综合监管的通知〉的通知》（旅办发〔2016〕96号），国家旅游局将部署改革创新旅游市场监管机制和加强旅游市场综合监管工作。文件强调要加快建立权责明确、执法有力、行为规范、保障有效的旅游市场综合监管机制，进一步解决扰乱旅游市场秩序、侵害旅游者权益等突出问题。

2016年11月28日，国务院办公厅发表《国务院办公厅关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见》（国办发【2016】85号），提出加速升级旅游消费、创新发展文化消费、大力促进体育消费等以推进幸福产业服务消费提质扩容、大力促进传统实物消费扩大升级、持续优化消费市场环境。

2016年12月7日，国务院印发的《“十三五”旅游业发展规划》中指出，“十三五”旅游业发展的主要目标是“旅游经济稳步增长”，“综合效益显著提升”，“人民群众更加满意”，“国际影响力大幅提升”。

总体看，近年来国家政策对旅游行业的支持力度很大，旅游业外部政策环境良好。目前国内游依然是中国旅游行业中占比最大且发展趋势最好的市场，短期内在旅游细分市场中的支柱地位将不会被动摇；未来，随着中国中高收入人群的扩大，出境游市场将具备较大的发

展空间。

## 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。截至2017年3月底，公司注册资本8.38亿元，黄山市国资委持有其100%的股权，为公司实际控制人。

### 2. 竞争优势

公司是全国大型旅游企业之一，在景区资源、政府及政策支持、地理位置及交通条件、接待能力等方面具备很强的竞争优势。

#### （1）景区资源

公司的旅游资源包括黄山风景区和花山谜窟景区。公司拥有黄山风景区内旅游资源的垄断经营权。未来，公司还将加快东黄山旅游资源的开发和优质旅游资源的整合，目前公司已与太平湖、宏村的项目合作方签订合作框架协议。

#### （2）政府及政策支持

2017年5月26日，安徽省人民政府印发的《安徽省新型城镇化发展规划（2016-2025年）》中提出，对于黄山市，“强化在皖南国际旅游文化示范区的核心地位，打造世界一流旅游目的地、美丽中国先行区、全国重要的休闲产业基地和会展中心，支持和推动开展大黄山国家公园、国家全域旅游示范区建设，建成皖南地区中心城市”，并提出“完善区域及省内交通网络，加快交通基础设施建设”，黄山市将在铁路、航空、交通枢纽等方面受益。

#### （3）地理位置及交通条件

近年来，黄山市交通基础设施逐步改善。目前游客至黄山风景区可选择高速公路、航空和铁路多种方式。

高速公路方面，游客可经徽杭高速、合铜黄高速、黄婺景高速、黄衢南高速、黄祁高速至黄山风景区，杭州、合肥、上海到黄山分别



需2小时、3小时和5小时。“十三五”期间，济祁高速、芜黄高速、黄千高速将建成通车。

航空方面，黄山市拥有黄山屯溪国际机场，该机场为4D机场，目前已经开通20余条国内航线，2016年游客吞吐量60.49万人次，同比增长2.3%。根据《城镇化规划》，黄山屯溪国际机场将迁建，迁建后航班、航线将更加密集；另外，包括黄山在内的一批通用机场建设项目正在筹备当中。

高速铁路的通行改变了黄山铁路通达不便的交通条件，对游客数量的提振效果显著。2015年6月，京福高铁黄山段通车运营，上海至黄山高铁于同年7月正式通车，上海、北京、杭州至黄山高铁时间分别缩短至4小时46分、5小时26分和3小时38分。“十三五”期间将建成的经过黄山市的快速客运铁路包括杭黄高铁、黄景昌高铁、武温高铁，此外，皖赣铁路扩能改造将于2018年6月完成。根据黄山市旅委发布的《2016年黄山市旅游大数据报告》显示，黄山市游客中来自江浙沪长三角地区与省内客源合计占比50%以上，将于2018年6月开通的杭黄高铁（杭州-黄山）有望将杭州至黄山的行程时间缩短至1小时40分，预计杭黄高铁开通后，公司游客数量将进一步增长。

#### （4）区域经济环境及接待能力

公司经营的业务主要集中在黄山市，旅游业是黄山市的重要产业。根据《黄山市2016年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2016年黄山市实现地区生产总值576.8亿元，按可比价格计算，比上年增长7.8%；其中第三产业增加值295.2亿元，增长8.5%；人均GDP41897元（折合6308美元），比上年增加3103元。

2016年，黄山市全年入境旅游人数215.2万人次，比上年增长10.3%，其中外国人134.8万人次，增长9.7%，港澳台80.4万人次，增长11.4%。国内游客4871.9万人次，增长11.2%。旅游总收入450.1亿元，增长12.3%。其中，旅游外汇收入6.7亿美元，增长11.3%；国内旅游收入405.5亿元，增长11.6%。年末全市有A级及

以上旅游景点（区）46家51处；星级饭店48家，其中四星级以上饭店27家；旅行社167家，比上年增加3家。

### 3. 下属上市公司

黄山旅游是公司最重要的子公司，是旅游板块的主要经营实体。截至2017年3月底，黄山旅游注册资本7.47亿元，公司为其控股股东（持股比例39.69%，无质押）。

跟踪期内，黄山旅游保持对黄山玉屏客运索道有限责任公司持股80%、对黄山太平索道有限责任公司持股70%、对黄山市花山谜窟旅游开发有限责任公司持股75%、对华安证券有限责任公司（以下简称“华安证券”）持股2.76%、对长春净月潭游乐有限责任公司持股20%。截至2016年底，黄山旅游总资产51.54亿元，所有者权益42.21亿元；2016年实现营业收入16.69亿元，利润总额5.10亿元。截至2017年3月底，黄山旅游总资产50.49亿元，所有者权益41.87亿元；2017年1~3月实现营业收入2.72亿元，利润总额0.70亿元。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度、管理层等方面无变化。

## 八、重大事项

### 1. 转让徽杭高速

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，收购完成后公司对其持股比例上升至100%，2013年纳入合并报表范围。2013~2015年，徽杭高速分别实现利润总额-0.11亿元、-0.28亿元和-0.23亿元，处于持续亏损状态，且其债务负担较重、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负面影响。

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，公司将持有的徽杭高速100%股权转让于浙江沪杭甬高速股份有限公司（以下简称“沪杭甬高速”）。2016年8月19日，公司与沪杭甬高速签订徽杭高速产权交易合同，相关股权交割手续于2016年9月底完成。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，目前公司已收到全部转让价款<sup>1</sup>。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%。

联合资信认为，此次股权转让收益将大幅降低公司有息债务规模，优化资本结构，提高偿债能力，并有利于改善公司的经营业绩和整体盈利能力。

## 2. 太平湖、宏村项目有序推进

根据子公司黄山旅游于2016年11月17日发布的《黄山旅游发展股份有限公司关于签订合作框架协议的公告》，黄山旅游与黄山市黄山区人民政府签订了《太平湖项目合作框架协议》，就黄山市黄山区人民政府通过太平湖风景区管理委员会拥有的与太平湖风景区经营相关的资产或公司股权（以下简称“太平湖项目”）开展合作。太平湖风景区是国家AAAA级旅游景区，作为黄山市内稀缺的湖泊型旅游目的地，自然人文资源丰富、区位优势突出。太平湖风景区

地处黄山市黄山区西北部，介于黄山、九华山之间，总面积312.9平方公里，水域面积88.6平方公里，最大蓄水量为24亿立方米，是安徽最大的高山峡谷型湖泊，也是安徽省实施“两山一湖（黄山、九华山、太平湖）”旅游发展战略的重要内容。

根据子公司黄山旅游于2016年11月25日发布的《黄山旅游发展股份有限公司关于签订合作框架协议的公告》，黄山旅游与喀什中坤旅游有限公司、喀什玉合物业服务有限公司及黄山京黟旅游开发有限公司（以下简称“京黟公司”）签订了《合作框架协议》，就京黟公司运营或拥有的宏村景区、南屏景区、奇墅中坤国际大酒店、中城山庄和宏村阿菊等项目（合称“宏村项目”）开展合作。宏村位于黄山市黟县，是世界文化遗产、最具有代表性的徽派村落之一，2011年被评为国家5A级景区。2016年，宏村景区接待游客204.5万人，同比增长10%；目前宏村景区门票价格104元/人次，南屏景区门票价格43元/人次，宏村阿菊演出票价180元/张。

总体看，随着宏村和太平湖项目的有序推进，公司将完成“一山一水一村一窟”的全域旅游布局，有利于整体竞争力的提升。

## 九、经营分析

### 1. 经营概况

目前公司已经形成旅游、房地产及其他三大业务板块。跟踪期内，公司经营情况保持良好发展态势，2016年，公司实现营业收入23.25亿元，同比增长6.70%。

分板块来看，跟踪期内，包含酒店、索道、园林开发（即景区门票收入）及旅游服务相关业务的旅游板块仍然是公司收入的最主要来源，2016年上述四项业务收入占公司营业收入的比重合计为74.53%，公司主业较为突出。2016年，受G20峰会期间“杭州人免费游黄山”、“安徽省人免费游黄山”促销活动影响，在接待游客数量增长的情况下，公司园林开发业务的营

<sup>1</sup>根据协议，公司于2016年9月收到转让款5.415亿元，扣除徽杭高速货币资金3.80亿元后，实际收到1.61亿元（计入“处置子公司及其他单位收到的现金净额”），公司已于2017年3月收到剩余款项0.285亿元（计入“收回投资收到的现金”）。

业收入同比下降至2.33亿元，其余各项旅游业务收入均呈不同程度的增长。自玉屏索道2015年6月完成升级改造投入使用以来，公司索道运力提高，经济效益显著，2016年索道业务实现营业收入4.75亿元，同比增长31.65%；2016年，酒店和旅游服务业务分别实现营业收入6.20亿元和4.05亿元，分别同比增长11.83%和12.22%。房地产板块收入水平受开发及销售进度和政策环境影响较大，2016年该板块实现营业收入4.68亿元，占营业收入的比重提高至20.13%。公司其他业务板块主要包括景区内线、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月公司剥离经营持续亏损的徽杭高速，通行费收入相应减少，导致该板块当年营业收入同比下降42.80%至1.24亿元，占营业收入的比重下降至5.34%。

从盈利水平看，2016年公司综合毛利率为44.81%，基本与上年持平。旅游业务方面，酒店管理模式的改善和游客人数的增长带动了盈利能力的提升，公司酒店业务和园林开发业务的毛利率持续向好，2016年分别为34.56%和88.10%，分别同比提高2.72个百分点和1.68个百分点；公司索道业务始终保持较高的盈利水平，为公司毛利润的重要来源，2016年毛利率为83.10%；旅游服务业务的毛利率近年来呈现波动，2016年为14.76%，主要因会展服务、文化旅游服务、电子商务服务其他业务扩张所致。跟踪期内，公司房地产板块盈利水平明显回升，2016年为22.86%，主要系当期销售均价提高所致。其他业务毛利率2016年大幅下滑至48.97%，系剥离徽杭高速和高铁客运经营亏损所致。

表2 近年来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015年			2016年			2017年1-3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
酒店业务	55484.53	25.46	31.84	62048.79	26.69	34.56	10031.80	23.53	15.64
索道业务	36052.72	16.55	85.82	47463.30	20.41	83.10	7861.77	18.44	80.52
园林开发业务	27897.81	12.80	86.42	23321.77	10.03	88.10	3912.58	9.18	87.69
旅游服务业务	36053.18	16.55	14.59	40458.88	17.40	14.76	6716.36	15.75	12.69
房地产业务	40716.59	18.69	12.55	46803.46	20.13	22.86	11417.89	26.78	20.05
其他业务	21697.64	9.96	63.56	12410.63	5.34	48.97	2698.66	6.33	31.28
合计	217902.46	100.00	44.46	232506.83	100.00	44.81	42639.06	100.00	35.92

资料来源：公司提供

2017年1~3月，公司实现营业收入4.26亿元，同比增长14.16%，是2016年全年的18.34%。由于一季度非旅游旺季，公司旅游板块各业务折旧摊销成本较高，盈利水平较低；同时受剥离徽杭高速影响，公司综合毛利率同比减少7.02个百分点至35.92%。

总体看，跟踪期内，外部交通条件优化、管理水平提升、房地产销售增长及剥离徽杭高速使得公司整体经营状况保持了良好的发展态势，整体盈利能力强。

## 2. 旅游板块

旅游板块作为公司主要经营板块，目前由园林开发、索道、酒店、旅行社四项业务构成。

### （1）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。2016年，公司实现门票收入2.33亿元，毛利率提高至88.10%。

景区门票收入的变化趋势主要决定于旅游游客人次和门票价格两方面。从游客人次方面来看，2016年公司共接待进山游客330.08万人，同比增长3.71%；其中，境外游客10.76万人，

同比下降10.78%。2017年1~3月，公司共接待进山游客68.16万人，同比增长9.42%；其中，境外游客0.43万人。

表3 黄山风景区接待游客人数情况（单位：万人次）

项目	2015年	2016年	2017年1-3月
进山游客	318.28	330.08	68.16

资料来源：公司提供

黄山风景区门票价格自2009年调整为旺季230元/人、淡季150元/人后，至今仍执行这一标准。与其他5A级景区相比，黄山风景区的门票价格处于较高水平。根据国家发改委的规定，同一景区的门票上调频率不能低于3年，截至目前据上次调整门票价格已满3年，黄山风景区门票价格尚未调整，联合资信将持续关注未来门票价格的调整事宜。

表4 截至2017年3月底部分5A级景区门票价格比较

景区	门票价格
黄山	旺季：230元/人；淡季：150元/人
峨眉山	旺季：185元/人；淡季：110元/人
九寨沟	旺季：220元/人；淡季：150元/人
普陀山	旺季：160元/人；淡季：140元/人；春节、国庆、五一：200元/人
九华山	旺季：190元/人；淡季：140元/人
五台山	旺季：218元/人；淡季：190元/人
泰山	旺季：127元/人；淡季：110元/人

资料来源：联合资信整理

此外，花山谜窟景区2016年接待游客21.99万人次，实现收入1581.79万元，门票价格为91元/票。

## （2）索道

索道收入是继门票之后的又一个稳定收入来源。截至2017年3月底，公司拥有四条索道资产，分别是云谷索道、太平索道、玉屏索道和西海观光缆车，四条索道均为全国“5S”索道，其剩余使用年限均在15~20年，运行状况良好。目前云谷索道和太平索道价格均为淡季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；西海观光缆车价格为

淡季80元/人、旺季100元/人。

表5 黄山旅游风景区内索道价格明细

索道名称	索道价格（元/人）
云谷索道	淡季65；旺季80
玉屏索道	淡季75；旺季90
太平索道	淡季65；旺季80
西海观光缆车	淡季80；旺季100

资料来源：公司提供

2016年，公司四条索道共接待游客639.77万人次，实现收入4.75亿元。2017年1~3月，公司四条索道共接待旅客115.16万人次，实现收入0.79亿元。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，因此保持了较高的盈利水平。

表6 公司索道接待游客人数情况（单位：万人次）

索道名称	2015年	2016年	2017年1-3
云谷索道	291.07	256.44	49.93
玉屏索道	146.19	242.33	52.53
太平索道	63.75	62.21	12.72
西海观光缆车	74.40	78.80	--
合计	575.42	639.77	115.16

资料来源：公司提供

由于游客人数逐年增加，节假日运输压力巨大，站点设置不合理，技术功能、安全性等降低，公司于2014年10月开始实施玉屏索道改造项目，并于2015年6月建成投入使用。改造后，玉屏索道线路水平长度2409.42m，比原索道延长397.22m；改造后的高差871.6m，比原索道增加118.85m；改造后正常运行速度3m/s，正常运输能力1000人/小时，高峰疏散能力可达2400人/小时，保证客流高峰时索道能完成疏散游客的任务。2016年和2017年1~3月，玉屏索道分别运送游客242.33万人次和52.53万人次。

为推广公司标准化、“5S”索道等先进管理模式，实现索道资源的有效整合和安全运营，培养索道管理型人才和加强索道技术力量，增强技术储备，2014年起公司托管了江西灵山索道，2016年实现托管收入128万元。公司对江西灵山索道的托管期限将于2017年10月到期，目

前双方正在对到期后事宜进行商讨。

总体看，随着玉屏索道改造完成投入运营和游客人数的增长，公司索道业务收入和盈利能力得到提高，未来仍有增长空间。

### (3) 酒店

酒店管理是旅游板块的另一主要收入来源。截至2017年3月底，公司下属酒店、商务旅馆等18家，其中四星级6家，五星级2家，主要分布在黄山风景区和黄山市区，2016年市场占有率（包含景区内）为17.32%。近年来，受益于部分酒店的升级改造完成及“统一价格、统一结算、统一订房”的“三统一”管理模式，酒店板块经营效率及管理水平明显提升，带动收入及利润水平较快增长。2016年，公司酒店业务实现收入6.20亿元，毛利率提升至34.56%；2017年1~3月，公司酒店业务实现收入1.00亿元，毛利率为15.64%。

公司经营景区内所有酒店，在景区内具有垄断性。目前，公司景区内酒店可提供各种类型的房间约1368间，2016年平均客房入住率为61.74%。公司正在进行北海宾馆的改造项目，排云楼宾馆的改造也在筹划中，随着景区内各酒店的升级改造完成，接待能力和盈利水平有望得到进一步提升。由于景区外酒店市场竞争激烈，2016年入住率为41.16%。

表7 公司景区内酒店情况

名称	星级
北海宾馆	四星
狮林大酒店	四星
西海山庄	四星
排云楼宾馆	四星
白云宾馆	四星
玉屏楼宾馆	四星
西海饭店	五星

资料来源：公司提供

作为公司酒店管理业务另一亮点，截至2017年3月底，公司在全国共拥有6家“徽商故里”酒店，其中北京5家，天津1家。2016年，“徽商故里”实现餐饮收入合计0.88亿元，实现净利润417.07万元。

### (4) 旅游服务

公司的旅游服务业务主要包括旅行社业务和会展服务、文化旅游服务、电子商务服务等业务，其中旅行社业务由下属3家全资子公司经营：黄山市中国旅行社、黄山中国国际旅行社、黄山市海外旅行社。公司旅行社主要从事地接业务，受行业特点限制及市场竞争较为激烈影响，公司旅游服务业务的盈利能力相对较弱，利润较低，但为公司其他业务提供了重要的客源支持。

跟踪期内，公司旅行社接待各类游客人次呈现不同程度的下降，但在其他业务收入增长的带动下，公司旅游服务业务营业收入呈现增长。2016年，公司旅游服务业务实现营业收入4.05亿元，毛利率下滑至14.76%；2017年1~3月，公司旅游服务业务实现营业收入0.67亿元，毛利率为12.69%。

表8 近年来公司旅行社接待情况(单位:万人次)

项目	2015年	2016年	2017年1-3月
出境游	3.44	2.24	0.30
入境游	12.10	10.78	0.62
国内游	69.12	65.22	5.88

资料来源：公司提供

总体看，公司旅游板块业务量的增长直接或间接来源于游客的增长量。近年来，受益于京福高铁、徽杭高速、合铜黄高速等建成通车，黄山风景区内索道和酒店的升级改造完成，景区周边的交通环境和自身接待能力均得到明显改善，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。

### 3. 房地产板块

公司负责房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“天都地产”）和黄山旅游玉屏房地产开发有限公司（以下简称“玉屏地产”）。公司房地产开发按照“分批开发”的策略，节奏较为谨慎。目前公司在售项目主要有齐云府和天都首郡，在建项目为天都

首郡10号楼和天都江苑。

2015年末起，中国房地产市场持续升温，黄山市当地房价和成交量均呈现上涨。2016年，黄山中心城区商品房销售总面积78.41万平方米，同比增长37.44%；销售额43.93亿元，同比增长49.37%；普通住宅平均价格为5627元/m<sup>2</sup>，同比增长21.09%（别墅价格未计算在内），另外，黄山中心城区二手房平均价格为5950元/m<sup>2</sup>。2017年以来，黄山中心城区住宅平均价格延续了上升趋势。截至目前黄山市购房政策仍相对宽松，首付款最低比例降至20%、公积金存款利率调整为定期存款基准利率、棚户区改造实行货币化安置。在此大背景下，跟踪期内公司房地产板块收入保持增长，2016年实现收入4.68亿元，毛利率上升至22.86%；2017年1~3月，公司房地产板块实现营业收入1.14亿元，为2016年全年的24.40%，同比增加0.95亿元；毛利率为20.05%，同比提高4.10个百分点。

2016年，天都地产销售527套商品房（包括207个车位，15个储藏间），签约销售总建筑面

积为49402平方米，销售额35532.79万元；2017年1~3月，天都地产销售总建筑面积为5892.76平方米，销售额4801.70万元。天都首郡项目开发主体为天都地产，该项目位于黄山市滨江东路15号，为住宅和商业等多功能复合型项目，占地面积77355.95m<sup>2</sup>，建筑面积234280m<sup>2</sup>，总投资15.16亿元，截至2017年3月底已投资13.80亿元。截至2017年3月底，该项目累计实现回笼资金8.57亿元。

2016年，玉屏地产全年销售房产321套，年度房产销售面积18950平方米，销售额20348.00万元（含订金）；2017年1~3月，玉屏地产销售额13000.00万元（含订金）。截至2017年3月底，齐云府项目开发主体为玉屏地产，该项目已累计投资9.90亿元。项目一期中的6幢多层和3幢高层分别于2014年4月和2015年9月开盘销售，截至2017年3月底已分别销售5.73万平方米和3.11万平方米。截至2017年3月底，该项目累计实现回笼资金3.36亿元。

表9 截至2017年3月底公司在售房地产项目

项目名称	总投资 (万元)	截至 2017 年 3 月底 累计投资 (万元)	总建筑面积 (m <sup>2</sup> )	截至 2017 年 3 月底 累计销售 面积 (m <sup>2</sup> )	剩余可售 面积 (m <sup>2</sup> )	2016 年签 约销售面 积 (m <sup>2</sup> )	累计回笼 资金 (亿 元)	截至 2017 年 3 月底累计 销售收入(万 元)	销售均价 (元/m <sup>2</sup> )
天都首郡	151600	138000	234280	129782	30900	49402	8.57	89265	6878
齐云府	260000	99000	660000	93676	27120	18950	3.36	44285	4730

资料来源：公司提供

注：天都首郡剩余可售面积是指截至2017年3月底已开盘未售（含未签约）面积，主要包括高层住宅2325.15，商铺5756.85，车位13466.38，储藏间3096.22，联排6255.12。

考虑到目前黄山市房地产市场环境较为利好，公司适时进行新项目的开发建设，目前正在开发的项目有天都首郡10#和天都江苑项目，项目地理位置较好，预计分别于2017年9月和2017年10月达到预售条件。

天都江苑项目的开发主体为天都地产。该项目总用地面积67148.31m<sup>2</sup>，规划总建筑面积

23.25万m<sup>2</sup>，计划总投资14.15亿元，其中一期建筑面积11.14万m<sup>2</sup>，包括1#、2#、3#、5#、6#五栋楼；二期建筑面积12.11万m<sup>2</sup>。公司将视市场情况分期建设，滚动开发，以一期项目预售款投入二期项目建设。天都江苑项目自2017年1月开工，截至2017年3月底已投资3.28亿元。

表10 目前公司在建房地产项目

项目名称	开工时间	土地面积 (m <sup>2</sup> )	总投资 (亿元)	累计投资 (亿元)	2017年剩余投资(亿元)
天都江苑	2017.1.3	67148.31	14.15	3.28	2.60

资料来源：公司提供

从土地储备情况来看，截至2017年3月底，天都地产剩余土地储备将用于天都首郡10#和天都江苑的开发；玉屏地产剩余土地储备269亩，已开发的剩余可销售面积为2.8万平方米，预计形成资金回流为2.00亿元。

总体看，公司房地产开发业务节奏较为谨慎，在售项目去化较慢；在建项目投资规模大，考虑到公司将分期建设，滚动开发，资金压力可控。同时，为解决同业竞争问题，黄山旅游承诺将于2019年12月31日前逐步退出房地产业务，强化旅游主业发展，未来公司房地产业务规模或将收缩。

#### 4. 其他业务板块

公司其他业务板块主要包括景区内线、供水、洗涤、用电服务等后勤业务、农产品加工业务等，跟踪期内，公司剥离徽杭高速（详见重大事项分析），导致其他业务收入2016年下降至1.24亿元。

#### 5. 经营效率

2016年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为37.12次、0.72次和0.31次，经营效率较上年有所提升。

#### 6. 未来发展

##### (1) 在建项目

从在建和未来投资计划来看，截至2017年3月底，公司在建及未来投资项目包括天都首郡项目、天都江苑项目、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53315m<sup>2</sup>，总建筑面积57267m<sup>2</sup>；其中地上建筑面积53625m<sup>2</sup>。站内停车场面积20395m<sup>2</sup>，站前广场面积4383m<sup>2</sup>，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。公司与新国线运输集团有限公司共同组建黄山高铁客运枢纽实业有限公司（公司持股60%）负责投资、建设和运营黄山高铁综合客运站项目。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2017年3月底，高铁综合客运站已投资2.07亿元。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2017年3月底，已累计完成投资19.45亿元，剩余投资主要来自房地产项目；考虑到公司房地产项目将视市场情况分期建设、滚动开发，整体资金压力可控。

表11 公司在建项目及未来重大投资计划（单位：亿元）

项目名称	建设期	总投资	截至2017年3月底已累计投资	2017年4-12月	2018年	项目进度
天都首郡	2011-2019年	15.16	13.80	0.40	0.96	已完成一期所有工程建设施工及验收交付，剩

						余 10#楼项目在在建
天都江苑	2016-2021 年	14.15	3.28	2.60	依据市场环境进行投入	工程建设施工中：降水井工程量完成率 70%；边坡支护施工面完成率 45%；一期桩基完成率 47%。锚杆工程预计完成率 28%；临建工程：完成办公及生活区的施工板房，小区出入口冲洗设备等建设
市内旅游资源整合及开发	2011-2020 年	1.50	0.30	0.07	0.10	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	2014-2018 年	4.51	2.07	0.02	1.37	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逐步建设完善中
合计	--	35.32	19.45	3.44	2.08	--

资料来源：公司提供

## （2）发展战略

未来，公司将通过聚焦旅游主业、优化经营结构、推进“旅游+”、拓展发展空间、加强资本运作全力推进“二次创业”。旅游主业方面，公司将积极推进黄山风景区东海景区和参股的东黄山国际旅游小镇的开发建设，黄山旅游将落实“一山一水一村一窟”发展战略，加快推进太平湖项目和宏村项目，对索道和酒店进行升级改造，推进民宿产业开发，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；同时公司还将深入推进高铁客运枢纽项目建设运营。

### 外延扩张，落实“一山一水一村一窟”发展战略

根据子公司黄山旅游发布的公告，公司将与黄山市黄山区人民政府和喀什中坤旅游有限公司、喀什玉合物业服务公司及京黔公司就太平湖项目和宏村项目展开合作。

公司还计划对花山谜窟景区进行重新规划，欲将其打造成有音乐节、烧烤、漂流等休闲旅游景区，丰富黄山旅游的资源形式，提升游客的游玩体验。预计整体项目规划开发完成后，花山谜窟的客流量将有显著提高，有望

为公司带来新的盈利点。

### 东黄山开发稳步推进

黄山东部开发是大黄山国家公园建设的核心，主要内容为黄山风景区内的东海景区开发和山下的东黄山国际旅游小镇建设。

2017年3月初，《黄山风景名胜区东海景区详细规划（评审稿）》（以下简称“《规划》”）已通过专家论证并进行公示。《规划》显示，东海景区规划面积约为44.52平方公里，共设置景点61个，项目开发时间为3年，预计2019年完成建设。东海景区规划打造四大游赏主题：以石门峡揽胜为主的生态观光游赏主题；以福固、天游访古为主的黄山文化寻踪游赏主题；以山林十渡为主的自然山林运动游赏主题；以翡翠谷-凤凰源溯源为主的生态科考游赏主题。2017年6月，公司成立了黄山东海景区开发项目筹备组，负责东海景区开发具体事宜。公司计划在年内完成东海景区内索道项目的报建程序，并对接索道设计、测绘、勘察、环评、规划选址等相关单位，正在快速开展东海景区索道建设的前期准备工作。

东黄山国际旅游小镇位于谭家桥镇，谭家桥镇地理位置优越，是黄山风景名胜区二级旅



游服务基地和黄山东部生态游入口。东黄山国际旅游小镇结合徽州文化、休闲度假、户外运动等形态，丰富景区的游览资源，也增强了景区的休闲属性，为进一步提升黄山景区的吸引力和游客的游玩体验创造了更多空间，有利于提升景区整体客流量和盈利水平。2016年7月，公司与黄山市黄山区国有资产运营有限公司（以下简称“黄山区国资”）合资成立了黄山东海旅游发展有限公司（以下简称“东海旅游”）作为项目平台公司。东海旅游注册资本1.00亿元，公司和黄山区国资分别持股55%和45%。2017年6月9日，公司、黄山区国资、东海旅游和北京城建设计发展集团股份有限公司（以下简称“北京城建”）共同签订了增资扩股协议，成功引进北京城建共同参与东黄山国际旅游小镇项目建设。增资扩股后，东海旅游将由黄山区国资控股。

#### 参股月潭湖项目

月潭湖旅游区综合开发项目由黄山市月潭湖开发投资有限公司负责，该公司由公司、黄山市城投集团有限公司和休宁县齐云城市建设投资有限责任公司三方分别出资30%、40%和30%共同组建。月潭湖旅游区位于安徽省黄山市休宁县月潭水库库区及周边陈霞乡、海阳镇、溪口镇三个乡镇，规划面积约114平方公里，主要建设内容包括旅游码头、游客集散中心、文旅特色小镇、自驾车营地、温泉度假村、骑行道及驿站、景区轨道交通、索道及高空观光平台、智慧景区系统、农业渔业综合养殖，以及消落区治理和利用、库区古建和古树名木的迁建保护等设施建设，同时进行农林渔业综合开发等。项目近期建设阶段为2017~2019年，中远期建设阶段为2020~2030年。项目总投资约30亿元，其中公司出资约10亿元，资金来源为自筹。

#### 加强对外投资，合作成立基金

2016年8月，子公司黄山旅游与天津赛富盛元投资管理中心（有限合伙）（以下简称“赛富盛元”）共同发起设立黄山赛富旅游文化产业发

展基金（有限合伙）（以下简称“赛富旅游基金”）。赛富旅游基金注册资本1000万元人民币，其中赛富盛元和公司分别持股80%和20%。赛富旅游基金拟募集资金规模为10亿元人民币，公司拟认缴2亿元人民币。基金主要投资方向为大旅游及文化产业相关项目，包括旅游资产、消费、文化、体育、信息服务、电子商务等领域。该基金的设立将进一步扩大公司的产业投资能力，为公司外延式拓展提供坚实的基础；同时双方依托各自的影响力和优势，进行深度合作，有助于公司更好地推进旅游资源整合。目前基金管理公司的注册工作已完成，正在进行基金募资，有望于2017年内完成募集与设立。

## 十、财务分析

公司提供了2016年财务报告，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审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2017年一季度财务报表未经审计。

从合并范围来看，2016年公司合并范围新增黄山东海旅游发展有限公司1家子公司，减少黄山长江徽杭高速公路有限责任公司、黄山旅游集团佳龙绿色食品有限公司2家子公司，纳入合并范围的一级子公司共10家。截至2017年3月底，公司纳入合并范围的一级子公司与2016年相比无变化。跟踪期内，公司剥离徽杭高速，资产及负债规模相应变化，对财务数据可比性有一定影响。

截至2016年底，公司（合并）资产总额为69.03亿元，所有者权益合计为45.22亿元（含少数股东权益26.13亿元）。2016年，公司实现营业收入23.25亿元，利润总额4.56亿元。

截至2017年3月底，公司（合并）资产总额为67.63亿元，所有者权益合计为44.94亿元（含少数股东权益25.92亿元）。2017年1~3月，公司实现营业收入4.26亿元，利润总额0.75亿元。

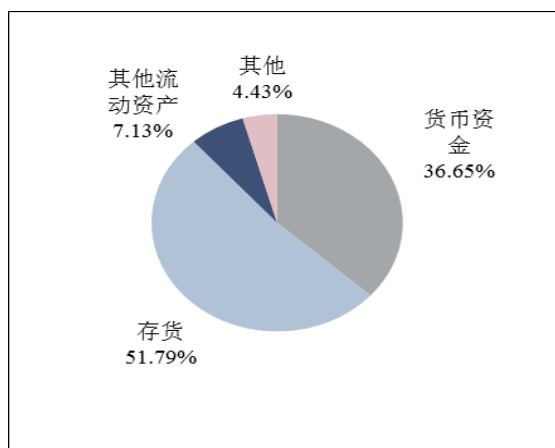
## 1. 资产质量

受剥离徽杭高速影响，截至 2016 年底，公司资产规模 69.03 亿元，同比下降 14.59%；其中流动资产占 46.70%，非流动资产占 53.30%，公司资产结构以非流动资产为主。

### 流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产规模 32.24 亿元，同比下降 10.03%，主要由货币资金和存货构成。

图 2 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信整理

截至 2016 年底，公司货币资金 11.82 亿元，同比增长 34.65%，主要由于公司购买的银行理财产品到期收回所致；其中银行存款占 99.86%，其余为现金和其他货币资金。公司货币资金中无使用受限资金。

公司存货规模受房地产项目建设和销售情况影响有所波动。截至 2016 年底，公司存货账面价值为 16.69 亿元，同比下降 11.64%，主要由开发产品（占 33.40%）和开发成本（占 65.08%）构成。2016 年，公司对存货计提跌价准备 1.00 亿元，其中对开发产品计提跌价准备 0.99 亿元，计提对象为天都首郡项目底商和停车位。

截至 2016 年底，公司其他应收款同比大幅下降至 0.71 亿元，系合并范围减少徽杭高速所致；公司对其他应收款计提坏账准备 0.40 亿元，计提比例 35.68%，计提比例高；按组合计提坏账准备的其他应收款中，账龄 1 年以内的占

55.79%，1~2 年的占 22.28%，2 年以上的占 21.93%（坏账准备计提比率 100%）。

公司其他流动资产主要为购买的理财产品，2016 年底为 2.30 亿元。

### 非流动资产

受剥离徽杭高速后固定资产规模减少影响，截至 2016 年底公司非流动资产同比下降 18.21% 至 36.80 亿元；从构成来看，主要以可供出售金融资产（占 36.36%）和固定资产（占 54.16%）为主。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产账面余额 13.39 亿元，其中按公允价值计量的可供出售金融资产 12.55 亿元，被投资单位为华安证券股份有限公司（以下简称“华安证券”）；按成本计量的可供出售金融资产账面余额 0.84 亿元。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产账面余额同比增加 11.87 亿元，主要是公司持股 2.76% 的华安证券成功上市，公司对华安证券的计量方式由按成本计量转变为按公允价值计量所致；已计提资产减值准备 139.90 万元，计提对象为黄山市黄河宾馆；可供出售金融资产账面价值 13.38 亿元。

表 12 截至 2016 年底公司可供出售金融资产明细

（单位：亿元、%）

被投资单位	账面余额	持股比例
华安证券（按公允价值计量）	12.55	2.76
谢裕大茶叶股份有限公司（按成本计量）	0.11	4.41
黄山温泉风景区联合旅游管理有限	0.22	25.46
黄山市黄河宾馆（按成本计量）	0.01	23.22
黄山市安元现代服务业投资基金有	0.50	--
限公司（按成本计量）		
<b>合计</b>	<b>13.39</b>	<b>--</b>

资料来源：公司 2016 年度审计报告

截至 2016 年底，公司固定资产账面原值 31.16 亿元，受处置徽杭高速影响同比下降 41.27%，主要由房屋建筑物（占 71.16%）、索道设备（占 10.12%）等构成。公司固定资产累计折旧 11.19 亿元（其中 2016 年计提折旧 2.11 亿元），计提减值准备 0.04 亿元，固定资产账

面价值 19.93 亿元。截至 2016 年底，公司固定资产无用于抵押、担保或其他所有权受到限制的情况。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 67.63 亿元，其中流动资产和非流动资产占比分别为 47.56% 和 52.44%，资产规模和资产结构均较上年底变动不大。

总体看，公司货币资金较为充足，以开发成本为主的存货占比大，2016 年处置徽杭高速后，资产规模有所下降但资产流动性得以提升；公司整体资产质量较好。

## 2. 负债及所有者权益

### 所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 45.22 亿元，同比增长 38.75%，其中少数股东权益 26.13 亿元（占 57.79%）；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 43.90%，资本公积占 32.35%，其他综合收益占 19.08%。

截至 2016 年底，公司资本公积 6.16 亿元，主要包含资本溢价（占 73.44%）和其他资本公积（占 26.56%），同比增长 15.54%，主要是黄山风景区管理委员会对公司增资 0.83 亿元全部计入资本溢价所致；公司其他综合收益 3.64 亿元，主要是公司持有的可供出售金融资产华安证券股权在其 A 股上市后相关股权公允价值变动影响所致；公司少数股东权益 26.13 亿元，同比增长 39.49%，主要系华安证券 IPO 后相关股权公允价值变动影响所致。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 44.94 亿元，与上年底基本持平，其中少数股东权益 25.92 亿元（占 57.68%），其余各科目变化均不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益中少数股东权益占比大，所有者权益稳定性一般。

### 负债

跟踪期内，受益于剥离徽杭高速，公司负债规模明显下降。截至 2016 年底，公司负债总额 23.81 亿元，同比下降 50.63%；其中流动负

债占 56.19%，非流动负债占 43.81%，公司负债以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债 13.38 亿元，同比下降 50.08%；从构成来看，主要由应付账款（占 18.09%）、预收款项（占 24.91%）和其他流动负债（占 22.63%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款 0.62 亿元，同比下降 92.89%，主要包含信用借款（占 12.90%）和保证借款（占 87.10%）；公司预收款项 3.33 亿元，主要由预收房款（占 93.17%）和预收团费、房餐费（占 5.34%）等构成；其他应付款 1.63 亿元，同比下降 51.23%，主要是公司应付黄山风景区管理委员会的资源有偿使用费和遗产保护费等代收代付款项；一年内到期的非流动负债 0.21 亿元（均为一年内到期的长期借款），同比减少 93.57%，主要是 2016 年偿还“11 黄山 MTN1”2.14 亿元所致；其他流动负债 3.03 亿元，系公司 2016 年 8 月发行的 3 亿元短期融资券“16 黄山旅游 CP001”。

截至 2016 年底，公司非流动负债 10.43 亿元；其中长期借款同比下降 96.75% 至 0.57 亿元，应付债券 6.11 亿元，包括“13 黄旅游 MTN1”（3 亿元）和“16 黄山旅游 MTN001”（3 亿元）。

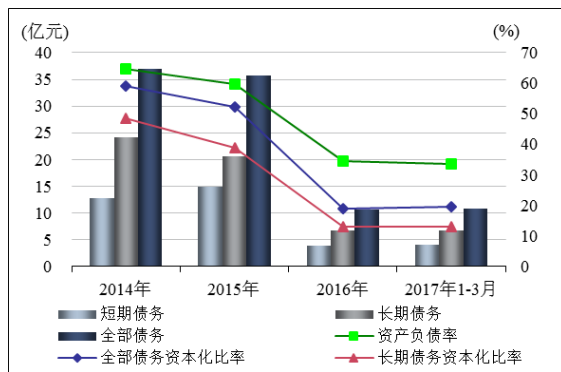
截至 2016 年底，公司递延所得税负债 2.96 亿元，主要系可供出售金融资产按公允价值计量（2.89 亿元）及非同一控制下企业合并资产评估增值形成大额应纳税暂时性差异（0.07 亿元）影响所致。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 22.69 亿元，较上年底下降 4.71%；其中流动负债占 54.77%，非流动负债占 45.23%，负债结构总体变化不大。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务 10.62 亿元，受益于剥离徽杭高速，有息债务结构有所改善，长期债务占比提高至 63.76%。从债务指标方面看，截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 34.50%、19.02% 和 13.01%，分别较上年下降 25.18 个百分点、33.22

个百分点和 25.80 个百分点。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务合计 10.90 亿元，其中短期债务占 37.43%，长期债务占 62.57%，债务结构较 2016 年底变化不大。截至 2017 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 33.55%、19.51% 和 13.17%。

图3 近年来公司有息债务情况



资料来源：联合资信整理

总体看，跟踪期内，受益于处置徽杭高速，公司有息债务规模大幅下降，债务结构有所改善。

### 3. 盈利能力

跟踪期内，公司业务规模稳定增长。2016年公司营业收入和营业成本分别为23.25亿元和12.83亿元，分别同比增长6.70%和6.03%。受营业收入增速较快影响，2016年公司营业利润率有所波动同比提高2.41个百分点至41.64%。

从期间费用看，2016年公司产生期间费用4.73亿元，占营业收入的比重下降至20.35%。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。受益于处置徽杭高速，2016年公司财务费用同比下降32.80%。总体看，公司期间费用控制水平仍有待提高。

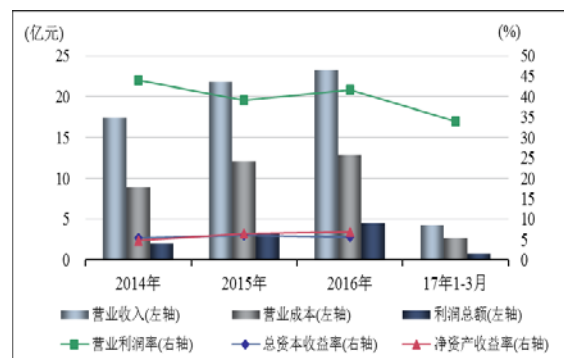
2016年，公司发生资产减值损失0.95亿元，同比大幅增加0.80亿元，主要系子公司天都地产计提的商品房存货跌价损失较大所致。

非经营性损益方面，2016年公司实现投资收益0.46亿元，同比大幅增加0.39亿元，主要为

收到的华安证券分红款增加、收到理财产品收益及处置部分谢裕大茶叶股份有限公司股权所致。同期，公司营业外收入0.24亿元，主要为政府补助（2016年为0.15亿元）。总体看，非经营性损益对公司利润总额有一定贡献。

2016年，公司营业利润和利润总额分别为4.45亿元和4.56亿元，同比分别增长44.53%和35.05%。从盈利指标看，2016年公司总资本收益率和净资产收益率均有所上升，分别为8.07%和6.99%。

图4 近年来公司盈利情况



资料来源：联合资信整理

2017年1~3月，公司实现营业收入4.26亿元，同比增长14.16%，为2016年全年的18.34%。营业利润率为33.93%，同比略有下降。同期，公司期间费用占营业收入的比重为17.57%，较上年同期减少10.52个百分点；实现利润总额0.75亿元，同比增长23.16%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入稳定增长，受益于剥离徽杭高速，整体盈利水平得到提升；同时，公司期间费用占比高，对利润形成一定侵蚀。

### 4. 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。跟踪期内，随着客流量增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金为24.65亿元，同比增长15.29%；公司收到其他与经营活动有关的现金3.73亿元，主要为收到的景区门票专营权使用费（2.21亿元）、风景名胜资源保护费（0.82亿元）和风景区建设维护费

(0.42亿元)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,2016年为7.32亿元,同比下降8.02%;公司支付其他与经营活动有关的现金为5.68亿元,主要是公司支付的景区门票专营权使用费(2.21亿元)、风景名胜资源保护费(1.56亿元)和风景区建设维护费(0.72亿元)。2016年,公司经营活动现金流量净额为8.97亿元,同比增长7.92%。从现金收入实现质量来看,2016年公司现金收入比为106.00%,收入实现质量较好。

2016年,公司投资活动现金流入为5.34亿元,同比增幅较大,其中收到其他与投资活动有关的现金3.09亿元,主要为银行理财产品收回(2.80亿元),处置徽杭高速收到的现金1.61亿元。同期,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(1.18亿元)和支付其他与投资活动有关的现金(1.82亿元)构成。2016年,公司投资活动现金流量净额为1.34亿元。

2016年,公司筹资活动现金流入和流出规模分别为30.54亿元和37.81亿元,其中收到其他与筹资活动有关的现金16.45亿元,系徽杭高速收到购买方资金拆借款。2016年,公司筹资活动现金流量净额为-7.26亿元。

2017年1~3月,公司经营活动产生的现金流量净额为0.71亿元,投资活动产生的现金流量净额为-0.97亿元,筹资活动产生的现金流量净额为0.10亿元。同期现金收入比为102.22%,较2016年减少3.78个百分点。

总体看,跟踪期内,公司经营现金净流量表现良好;考虑到公司在建和拟建项目及未来发展规划投资规模较大,公司存在一定融资需求。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债指标看,截至2016年底,公司流动比率和速动比率分别240.93%和116.16%,受开发成本为主的存货比重较高影响,公司速动比率水平较低;同期,公司经营现金流动负

债比提升至67.03%。截至2017年3月底,公司流动比率和速动比率分别为258.81%和130.43%。考虑到公司现金类资产充裕,可供出售金融资产流动性强,公司短期偿债能力强。

受益于有息债务规模的下降,2016年公司长期偿债指标得到优化,全部债务/EBITDA为1.26倍,EBITDA利息倍数为5.18倍。总体看,跟踪期内公司长期偿债能力向好。

截至2017年3月底,公司无对外担保。

截至2017年3月底,公司本部共获得各家商业银行授信额度总量为37.40亿元,尚未使用的额度为37.40亿元,公司间接融资渠道较为畅通;核心子公司黄山旅游为上市公司,其具备直接融资渠道。

#### 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6月20日,公司无未结清不良信贷信息,已结清的信贷信息中有7笔关注类款项。根据公司出具的相关说明,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,盈利能力强。公司整体抗风险能力强。

### 十一、存续债券偿还能力分析

公司存续债券包括“13黄旅游MTN1”、“16黄山旅游MTN001”和“16黄山旅游CP001”,余额合计9亿元,其中“13黄旅游MTN1”和“16黄山旅游CP001”将于一年内到期。

2016年,公司EBITDA为8.40亿元,对一年内待偿还债券的保障倍数为1.40倍,对一年以上待偿还债券的保障倍数为2.80倍;经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为

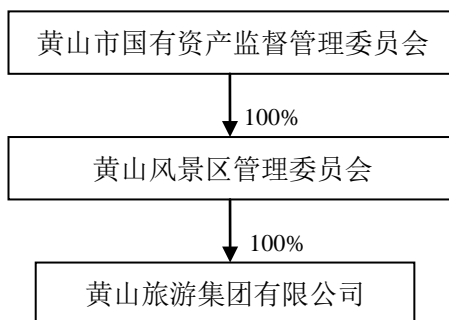
一年内待偿还债券的 4.73 倍和 1.49 倍，为一年以上待偿还债券的 9.46 倍和 2.99 倍；现金类资产 11.82 亿元，对一年内待偿还债券的保障倍数为 1.97 倍，对一年以上待偿还债券的保障倍数为 3.94 倍。

总体看，公司现金类资产对存续债券的保障能力较强。

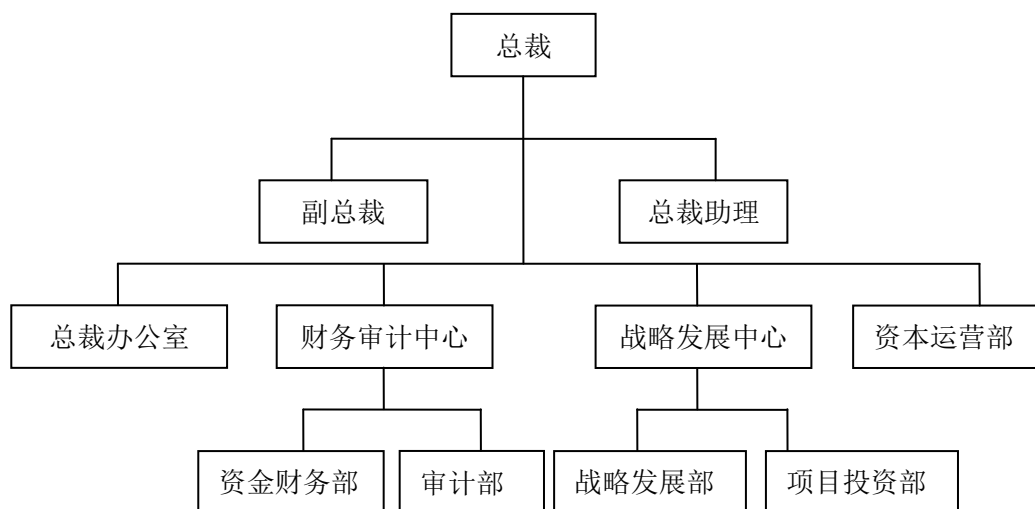
## 十二、结论

综合考虑，联合资信确定将公司主体长期信用等级上调为 AAA，评级展望为稳定，将“13 黄旅游 MTN1”和“16 黄山旅游 MTN001”的信用等级上调为 AAA，维持“16 黄山旅游 CP001”的信用等级为 A-1。

### 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 主要财务数据及指标**

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	4.05	8.78	11.82	11.65
资产总额(亿元)	72.54	80.82	69.03	67.63
所有者权益(亿元)	25.70	32.59	45.22	44.94
短期债务(亿元)	12.69	14.98	3.86	4.08
长期债务(亿元)	24.18	20.67	6.76	6.82
全部债务(亿元)	36.87	35.65	10.62	10.90
营业收入(亿元)	17.39	21.79	23.25	4.26
利润总额(亿元)	2.13	3.37	4.56	0.75
EBITDA(亿元)	6.51	7.94	8.40	--
经营性净现金流(亿元)	5.52	8.31	8.97	0.71
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	30.34	31.07	37.12	--
存货周转次数(次)	0.53	0.66	0.72	--
总资产周转次数(次)	0.24	0.28	0.31	--
现金收入比(%)	105.93	98.11	106.00	102.22
营业利润率(%)	43.97	39.23	41.64	33.93
总资本收益率(%)	5.42	5.98	8.07	--
净资产收益率(%)	4.76	6.48	6.99	--
长期债务资本化比率(%)	48.48	38.81	13.01	13.17
全部债务资本化比率(%)	58.93	52.24	19.02	19.51
资产负债率(%)	64.57	59.68	34.50	33.55
流动比率(%)	116.59	133.68	240.93	258.81
速动比率(%)	37.74	63.19	116.16	130.43
经营现金流流动负债比(%)	24.79	31.01	67.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.40	3.29	5.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.67	4.49	1.26	--

注：1. 2017 年一季度财务数据未经审计；2. 短期债务中包含了其他流动负债中的有息债务；3. 长期债务中包含了长期应付款中的有息债务。



### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-4 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