

# 信用评级公告

联合〔2022〕7296号

联合资信评估股份有限公司通过对黄山旅游集团有限公司的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持黄山旅游集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月二十八日

# 黄山旅游集团有限公司

## 2022 年主体跟踪评级报告

### 评级结果：

| 项目         | 本次级别 | 评级展望 | 上次级别 | 评级展望 |
|------------|------|------|------|------|
| 黄山旅游集团有限公司 | AAA  | 稳定   | AAA  | 稳定   |

评级时间：2022 年 7 月 28 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称                | 版本          |
|-------------------|-------------|
| 旅游企业信用评级方法        | V3.0.201907 |
| 旅游企业主体信用评级模型（打分表） | V3.0.201907 |

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 本次评级模型打分表及结果：

| 指示评级     | aaa  | 评级结果      |             | AAA  |
|----------|------|-----------|-------------|------|
| 评价内容     | 评价结果 | 风险因素      | 评价要素        | 评价结果 |
| 经营风险     | A    | 经营环境      | 宏观和区域<br>风险 | 2    |
|          |      |           | 行业风险        | 3    |
|          |      | 自身<br>竞争力 | 基础素质        | 1    |
|          |      |           | 企业管理        | 2    |
|          |      |           | 经营分析        | 2    |
| 财务<br>风险 | F2   | 现金流       | 资产质量        | 2    |
|          |      |           | 盈利能力        | 2    |
|          |      |           | 现金流量        | 3    |
|          |      | 资本结构      |             | 2    |
|          |      | 偿债能力      |             | 2    |
| 调整因素和理由  |      |           |             | 调整子级 |
| --       |      |           |             | --   |

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

### 评级观点

联合资信评估股份有限公司（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风景区的唯一经营主体，跟踪期内在资源禀赋、品牌知名度、旅游产业配套能力等方面保持既有优势。2021 年，受益于新冠疫情影响减弱，公司旅游主业收入同比提升；2022 年一季度，新冠疫情阶段性反复对旅游板块形成一定冲击；此外，旅游地产业务受信贷政策及结转进度影响而有所波动。同时，联合资信也关注到新冠肺炎疫情使得公司经营业绩面临不确定性、旅游地产项目结转有所放缓等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司将进一步提升运营能力和效益，随着交通条件的改善和酒店升级改造的完成，公司整体竞争实力有望得以巩固。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

### 优势

- 资源禀赋极强，品牌知名度极高。**公司拥有中国十大风景名胜之一、全国“5A”级旅游景区黄山旅游风景区的垄断经营权，并独家运营景区内多家酒店。
- 整体债务负担较轻，财务弹性良好。**公司债务负担较轻，截至 2022 年 3 月底持有上市公司黄山旅游发展股份有限公司 40.66% 股权（参考市值为 33.43 亿元），未质押，财务弹性良好。

分析师：贺苏凝 刘晓彤

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

#### 关注

1. **旅游行业对外部环境的敏感度较高，新冠肺炎疫情使得公司经营业绩面临不确定性。**受新冠肺炎疫情影响，2022 年一季度公司旅游主业收入规模及毛利率水平同比下降。考虑到局部地区仍有疫情反复，一定程度影响旅客出游需求，公司业绩面临不确定性。

2. **房地产项目去化存在放缓趋势。**公司房地产销售端显现疲软态势，需关注新建项目开发及销售进度。2021 年及 2022 年一季度，公司房地产销售现金回流分别为 6.91 和 0.71 亿元，同比均有所下降。

主要财务数据：

| 合并口径           |        |        |        |            |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 项 目            | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
| 现金类资产(亿元)      | 24.83  | 45.16  | 36.60  | 33.06      |
| 资产总额(亿元)       | 82.83  | 101.64 | 110.81 | 109.98     |
| 所有者权益(亿元)      | 49.88  | 51.24  | 52.93  | 53.02      |
| 短期债务(亿元)       | 3.44   | 6.31   | 9.37   | 7.68       |
| 长期债务(亿元)       | 3.64   | 19.82  | 21.91  | 21.95      |
| 全部债务(亿元)       | 7.08   | 26.13  | 31.28  | 29.63      |
| 营业总收入(亿元)      | 23.65  | 17.68  | 14.14  | 4.96       |
| 利润总额(亿元)       | 6.71   | 2.51   | 2.75   | 0.14       |
| EBITDA(亿元)     | 9.01   | 4.74   | 5.95   | --         |
| 经营性净现金流(亿元)    | 8.46   | 0.16   | -7.61  | -0.10      |
| 营业利润率(%)       | 48.26  | 33.34  | 32.82  | 20.63      |
| 净资产收益率(%)      | 10.01  | 2.86   | 3.11   | --         |
| 资产负债率(%)       | 39.79  | 49.59  | 52.23  | 51.79      |
| 全部债务资本化比率(%)   | 12.43  | 33.78  | 37.14  | 35.85      |
| 流动比率(%)        | 171.49 | 222.74 | 195.10 | 197.16     |
| 经营现金流动负债比(%)   | 30.64  | 0.53   | -22.07 | --         |
| 现金短期债务比(倍)     | 7.22   | 7.16   | 3.91   | 4.31       |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 18.02  | 8.90   | 7.05   | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 0.79   | 5.51   | 5.26   | --         |
| 公司本部（母公司）      |        |        |        |            |
| 项 目            | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
| 资产总额(亿元)       | 33.81  | 52.83  | 51.80  | 51.68      |
| 所有者权益(亿元)      | 23.93  | 24.11  | 24.57  | 24.75      |
| 全部债务(亿元)       | 5.81   | 23.82  | 18.61  | 18.35      |
| 营业总收入(亿元)      | 0.07   | 0.04   | 0.04   | 0.01       |
| 利润总额(亿元)       | 0.42   | 0.52   | 1.37   | 0.18       |
| 资产负债率(%)       | 29.24  | 54.36  | 52.57  | 52.10      |
| 全部债务资本化比率(%)   | 19.53  | 49.69  | 43.10  | 42.57      |
| 流动比率(%)        | 156.03 | 307.39 | 302.88 | 301.79     |
| 经营现金流动负债比(%)   | 30.97  | 0.16   | -18.60 | --         |

注：公司 2022 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；2020 年至 2022 年一季度，长期应付款中有息债务已计入长期债务，2021 年及 2022 年一季度，其他应付款及其他流动负债中有息债务已计入短期债务

资料来源：公司提供，联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史：

| 信用等级 | 评级展望 | 评级时间       | 项目小组           | 评级方法/模型                                                                            | 评级报告                 |
|------|------|------------|----------------|------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| AAA  | 稳定   | 2021.12.31 | 贺苏凝 刘伟炬<br>刘晓彤 | <a href="#">旅游行业信用评级方法 V3.0.201907</a><br><a href="#">旅游行业企业信用评级模型 V3.0.201907</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA  | 稳定   | 2017.07.19 | 孔祥一 刘嘉敏<br>张源  | <a href="#">主体评级方法总论（2013 年）</a><br><a href="#">消费服务行业企业评级模型（2016 年）</a>           | <a href="#">阅读全文</a> |
| AA+  | 稳定   | 2015.07.16 | 刘晓濛 胡鑫         | <a href="#">主体评级方法总论（2013 年）</a><br><a href="#">消费服务行业企业评级模型（2016 年）</a>           | <a href="#">阅读全文</a> |
| AA   | 稳定   | 2012.09.24 | 张成 肖雪          | -                                                                                  | <a href="#">阅读全文</a> |
| AA-  | 稳定   | 2011.11.28 | 刘新宇 张成         | -                                                                                  | <a href="#">阅读全文</a> |

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

## 声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受黄山旅游集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至2022年12月30日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

# 黄山旅游集团有限公司

## 2022 年主体跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于黄山旅游集团有限公司（以下简称“公司”或“黄山旅游集团”）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 2022 年 3 月底，公司注册资本为 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”）间接持有公司 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”，股票代码为“600054.SH”；B 股股票简称“黄山 B 股”，股票代码“900942.SH”）。截至 2022 年 3 月底，公司持有黄山旅游 40.66% 的股份，为其第一大股东，所持股权无质押，期末参考市值为 33.43 亿元。

跟踪期内，公司主营业务范围未发生重大变动。截至 2022 年 3 月底，公司合并范围内子公司合计 70 家。

截至 2021 年底，公司资产总额 110.81 亿元，所有者权益合计 52.93 亿元（含少数股东权益 27.86 亿元）；2021 年，公司营业总收入

14.14 亿元，利润总额 2.75 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 109.98 亿元，所有者权益合计 53.02 亿元（含少数股东权益 27.23 亿元）；2022 年一季度，公司营业总收入 4.96 亿元，利润总额 0.14 亿元。

公司注册地址：安徽省黄山市屯溪区天都大道天都大厦 901 号；法定代表人：章德辉。

### 三、宏观经济和政策环境

#### 1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速<sup>1</sup>（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

#### 三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

<sup>1</sup> 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同。

表 1 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

| 项目                | 2021 年<br>一季度 | 2021 年<br>二季度 | 2021 年<br>三季度 | 2021 年<br>四季度 | 2022 年<br>一季度 |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| GDP 总额 (万亿元)      | 24.80         | 28.15         | 28.99         | 32.42         | 27.02         |
| GDP 增速 (%)        | 18.30(4.95)   | 7.90(5.47)    | 4.90(4.85)    | 4.00(5.19)    | 4.80          |
| 规模以上工业增加值增速 (%)   | 24.50(6.79)   | 15.90(6.95)   | 11.80(6.37)   | 9.60(6.15)    | 6.50          |
| 固定资产投资增速 (%)      | 25.60(2.90)   | 12.60(4.40)   | 7.30(3.80)    | 4.90(3.90)    | 9.30          |
| 房地产投资 (%)         | 25.60(7.60)   | 15.00(8.20)   | 8.80(7.20)    | 4.40(5.69)    | 0.70          |
| 基建投资 (%)          | 29.70(2.30)   | 7.80(2.40)    | 1.50(0.40)    | 0.40(0.65)    | 8.50          |
| 制造业投资 (%)         | 29.80(-2.0)   | 19.20(2.00)   | 14.80(3.30)   | 13.50(4.80)   | 15.60         |
| 社会消费品零售 (%)       | 33.90(4.14)   | 23.00(4.39)   | 16.40(3.93)   | 12.50(3.98)   | 3.27          |
| 出口增速 (%)          | 48.78         | 38.51         | 32.88         | 29.87         | 15.80         |
| 进口增速 (%)          | 29.40         | 36.79         | 32.52         | 30.04         | 9.60          |
| CPI 涨幅 (%)        | 0.00          | 0.50          | 0.60          | 0.90          | 1.10          |
| PPI 涨幅 (%)        | 2.10          | 5.10          | 6.70          | 8.10          | 8.70          |
| 社融存量增速 (%)        | 12.30         | 11.00         | 10.00         | 10.30         | 10.60         |
| 一般公共预算收入增速 (%)    | 24.20         | 21.80         | 16.30         | 10.70         | 8.60          |
| 一般公共预算支出增速 (%)    | 6.20          | 4.50          | 2.30          | 0.30          | 8.30          |
| 城镇调查失业率 (%)       | 5.30          | 5.00          | 4.90          | 5.10          | 5.80          |
| 全国居民人均可支配收入增速 (%) | 13.70(4.53)   | 12.00(5.14)   | 9.70(5.05)    | 8.10(5.06)    | 5.10          |

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，

各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税

政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

**稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。**2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。**2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

**疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。**生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等

国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

## 四、行业分析

### 1. 旅游行业

#### (1) 行业概况

**旅游业是第三产业中的支柱产业之一，属于敏感性行业，需求弹性较大，易受外部经济环境和突发公共事件影响。新冠肺炎疫情的爆发对旅游行业产生很大冲击，旅游行业多种业态“停摆”。2021年，国内疫情局地多发，疫情防控进入常态化，复苏情况略好于2020年；出境游延续停滞状态。2022年一季度，国内多地疫情反复，旅游业复苏再次放缓。**

2021年以来，新冠肺炎影响持续，国内疫情呈现零星散发态势，国内旅游总人数为32.46亿人次，同比增长12.8%，但依然远低于疫情前2019年的59.01亿人次，仅恢复至2019年的54.0%。全国国内旅游收入为2.92万亿元，同比增长31.00%。城镇居民是国内旅游的主要客源市场，2021年，城镇居民出游23.42亿人次，较上年增加2.77亿人次，同比增长13.4%，占旅游总人次的72.15%；城镇居民国内旅游总消费2.36万亿元，较2020年增长31.6%，占消费总额的81.2%；农村居民旅游总消费0.55万亿元，较2020年增长28.4%。国内游业务逐步恢复，但新冠肺炎影响持续，国内疫情局地多发，对国内游旺季影响较大，疫情防控进入常态化，旅游行业复苏情况好于2020年，但尚未实现全面复苏。

出境游方面，受疫情影响，2020年以来出境游人数锐减，2021年中国旅行社组织出境旅游人数为0.94万人次，较2019年6288.06万人次大幅减少。出境旅游目的地主要包括中国澳门、澳大利亚、美国、中国香港、法国、日本、泰国等国家，中国澳门作为目的地的出境游人数占2021年出境游总人数的93.62%。2021年中国

旅行社出境旅游营业收入完成6.63亿元，较2020年减少了157.28亿元。

2022年一季度，国内多地疫情反复。当期，国内旅游总人次8.30亿，比上年同期减少1.94亿，下降19.0%。其中，城镇居民旅游人次6.21亿，下降11.4%；农村居民旅游人次2.09亿，下降35.3%。国内旅游收入0.77万亿元，比上年同期增加0.03万亿元。

## （2）行业政策

**国家相关部委推出各项政策，旨在推动旅游产业整合和市场监管，行业格局有望改善。**

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。

2022年1月，国务院印发了《“十四五”旅游业发展规划》（以下简称“《规划》”），明确到2025年，旅游业发展水平不断提升，现代旅游业体系更加健全，旅游有效供给、优质供给、弹性供给更为丰富，大众旅游消费需求得到更好满足。国内旅游蓬勃发展，出入境旅游有序推进，旅游业国际影响力、竞争力明显增强，旅游强国建设取得重大进展。

表2 近年来旅游政策一览

| 时间      | 政策                                             | 主要内容                                                                                                                                                |
|---------|------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2019年3月 | 《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》                 | 文件提出多项激发居民消费、促进旅游市场发展的意见，旨在提升文化和旅游消费质量水平，增强居民消费意愿，以高质量文化和旅游供给增强人民群众的获得感、幸福感。                                                                        |
| 2019年7月 | 关于修订印发《文化旅游提升工程实施方案中央预算内投资管理办法》的通知             | 各地和有关部门要切实承担起文化旅游提升工程的项目实施主体责任，建立工作机制，落实建设方案，统筹资金渠道，组织编制年度投资计划并及时分解转发落实，有序推进工程实施，确保工程建设质量和效益。                                                       |
| 2019年8月 | 《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》                 | 提出多项激发居民消费、促进旅游市场发展的意见，包括：继续推动国有景区门票降价，各地结合实际情况，制定实施景区门票减免、景区淡季免费开放、演出门票打折等政策；举办文化和旅游消费季、消费月，举办数字文旅消费体验等活动；整合已有资源，提升入境旅游统一宣介平台水平等。                  |
| 2020年1月 | 《文化和旅游部办公厅关于全力做好新型冠状病毒肺炎疫情防控工作暂停旅游企业经营活动的紧急通知》 | 旨在防控新冠肺炎的传播，要求全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品。                                                                                                     |
| 2020年4月 | 《文化和旅游部国家卫生健康委关于做好旅游景区疫情防控和有序开放工作的通知》          | 旨在规范解禁后旅游景区管理，确保旅游景区安全有序开放。                                                                                                                         |
| 2021年6月 | 《关于加强政策扶持 进一步支持旅行社发展的通知》                       | 为减轻企业现金流压力，加大政策和资金支持，拓展旅行社发展空间，支持旅行社积极应对当前经营困难，履行社会责任，文化和旅游部决定向旅行社暂退部分旅游服务质量保证金。                                                                    |
| 2022年1月 | 《“十四五”旅游业发展规划》                                 | 坚持创新驱动发展，深化“互联网+旅游”，推进智慧旅游发展；优化旅游空间布局，促进城乡、区域协调发展，建设一批旅游城市和特色旅游目的地；完善旅游产品供给体系，激发旅游市场主体活力，推动“旅游+”和“+旅游”，形成多产业融合发展新局面。                                |
| 2022年3月 | 《文化和旅游部办公厅关于抓好促进旅游业恢复发展纾困扶持政策贯彻落实工作的通知》        | 将旅游业作为重点帮扶行业，给予有力政策支持。做好普惠性减税降费政策在旅游业领域的落地服务。推动普惠金融政策在旅游业领域加快落实。落实阶段性缓缴失业保险费和工伤保险费政策“免申即享”。完善旅游企业承接机关企事业单位相关活动实施细则。用好旅游服务质量保证金扶持政策。加快推进保险替代保证金试点工作。 |

资料来源：联合资信整理

## 2. 房地产行业

### （1）行业概况

**2021年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。**

2021年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但2021年下半年以来，部

分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021年上半年，全国房地产开投资同比增长14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021年全年，全国房地产开发投资14.76

万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升。由于 2017—2018 年新开工房屋逐步进入竣工期，2021 年全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021 年上半年商品房销售面积同比增长 27.70%，较 2019 年上半年增长 16.70%。但 2021 年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021 年 7—12 月，全国商品房单月销售面积同比增速连续 6 个月为负；但得益于上半年销售增长，2021 年全年全国商品房销售面积 17.94 亿平方米，同比增长 1.90%，增速较 2020 年下降 0.7 个百分点；住宅销售面积 15.65 亿平方米，同比增长 1.1%。

## （2）土地市场与信贷环境

**2021 年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率**

**大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。**

土地市场方面，2021 年土地购置面积 2.16 亿平方米，同比下降 15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021 年土拍市场出现了新景象；2021 年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近 50% 的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021 年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长 23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021 年 7—12 月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9 月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此 2021 年下半年房地产开发到位资金同比下降 10.51%。2021 年全年房地产开发到位资金合计 20.11 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 2020 年下滑 3.4 个百分点。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

| 主要开发资金来源 | 2019 年   |       | 2020 年   |       | 2021 年   |       |
|----------|----------|-------|----------|-------|----------|-------|
|          | 金额       | 占比    | 金额       | 占比    | 金额       | 占比    |
| 国内贷款     | 25228.77 | 14.13 | 26675.94 | 13.81 | 23296.00 | 11.58 |

|           |           |        |           |        |           |        |
|-----------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
| 利用外资      | 175.72    | 0.10   | 192.00    | 0.10   | 107.00    | 0.05   |
| 自筹资金      | 58157.84  | 32.56  | 63376.65  | 32.82  | 65428.00  | 32.53  |
| 其他资金      | 95046.26  | 53.21  | 102870.31 | 53.27  | 112301.00 | 55.83  |
| 其中：定金及预收款 | 61358.88  | 34.35  | 66546.83  | 34.46  | 73946.00  | 36.76  |
| 个人按揭      | 27281.03  | 15.27  | 29975.81  | 15.52  | 32388.00  | 16.10  |
| 合计        | 178608.59 | 100.00 | 193114.90 | 100.00 | 201132.00 | 100.00 |

资料来源：Wind，联合资信整理

### (3) 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021年初严查经营贷，2021年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但2022年3月的国务院金融委会议表明房地产政策出现转向。

2021年初，房地产市场延续上年底热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策

坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。2021年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表2。

表4 2021年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

| 时间        | 政策来源       | 主要内容                                                                                                                                                                     |
|-----------|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2021年2月   | 自然资源部      | 重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动                                                                                                               |
| 2021年3月   | 政府工作报告     | 强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难                          |
| 2021年7月   | 国务院办公厅     | 发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题                                                                                 |
| 2021年9月   | 房地产金融工作座谈会 | 主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益                                                                         |
| 2021年12月  | 中央经济工作会议   | 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展                                                                 |
| 2022年2—3月 | --         | 地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置                                                                                                            |
| 2022年3月   | 全国两会       | 继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展                                                            |
| 2022年3月   | 国务院金融委等    | 关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险 |

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场

大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支

持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表 5 2021 年以来房地产融资相关政策汇总

| 时间          | 政策来源        | 主要内容                                                                                                                             |
|-------------|-------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2021 年 3 月  | 银保监会、住建部和央行 | 全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大                                                       |
| 2021 年 6 月  | 银保监会        | 银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展                                                   |
| 2021 年 7 月  | 央行          | “三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制                                       |
| 2021 年 9 月  | 央行          | 央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益                                                                             |
| 2021 年 10 月 | 发改委、外管局     | 继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序                                                             |
| 2021 年 12 月 | 央行、银保监会     | 鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务                               |
| 2022 年 1 月  | 住建部、央行和银保监会 | 地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定 |

资料来源：联合资信整理

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2022年3月底，公司注册资本为8.38亿元，黄山市国资委间接持有公司100%的股权，为公司实际控制人。

### 2. 企业规模及竞争力

**跟踪期内，公司在优质景区资源、地理位置及交通条件等方面保持既有竞争优势。**

黄山位于安徽省黄山市境内，总面积1200平方公里。公司主要的旅游资源是黄山风景区，拥有其垄断经营权。黄山风景区是全国重点风景名胜、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。除黄山风景区外，公司还拥有花山谜窟景区和太平湖景区，其中花山谜窟风景区是国家4A级景区。

公司所在地黄山市背靠长三角，目前黄山市高速公路密度更是达到长三角发达地区平均水平，尤其是建成、在建和规划中的10条高铁线路，将使黄山成为安徽省内继合肥之后又一

形成“米字型”高铁线路的城市，如今黄山市已进入杭州、合肥等城市“1.5小时经济圈”以及上海等城市“2.5小时经济圈”，便利的交通有利于扩展景区客源圈，区位优势明显。

黄山旅游是公司旅游业务的经营主体。截至2021年底，黄山旅游（合并）资产总额51.50亿元，所有者权益45.14亿元（含少数股东权益2.19亿元）；2021年，黄山旅游实现营业收入8.95亿元，利润总额0.81亿元。

### 3. 企业信用记录

**公司本部过往债务履约情况良好。**

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版）（统一社会信用代码：91341000704953950Q），截至2022年7月26日，公司本部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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2022年7月25日，联合资信未发现

公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 六、管理分析

跟踪期内，公司高管人员和本部部门设置有所变动；除此以外，法人治理结构、管理体制等方面无重大变化。

2021年以来，公司高管调离2人，职务变动1人。截至2022年3月底，公司共有高级管理人员8人，包括党委书记1人、总裁1人、纪委书记1人、副总裁1人、总会计师1人以及总裁助理3人。

表6 2021年高级管理人员变动情况

| 变动人员 | 原职务            | 现职务/备注       | 变动时间    |
|------|----------------|--------------|---------|
| 徐立秋  | 集团党委书记、董事局主席   | 工作调离         | 2021.12 |
| 王坤   | 集团党委委员、董事、副总裁  | 工作调离         | 2021.04 |
| 章德辉  | 集团党委副书记、董事局副主席 | 集团党委书记、董事局主席 | 2022.03 |

资料来源：公司提供

章德辉先生，1968年4月生，曾任黄山市财政局农财科办事员、科员，办公室科员、副主任、外事财务科科长，黄山市旅游局（旅委）副局长，黄山市黟县县委常委、副县长，黄山市政府副秘书长，黄山风景区党工委委员、黄山旅游集团党委副书记、董事局副主席、黄山旅游党委副书记、副董事长、总裁。现任黄山风景区党工委委员，黄山旅游集团党委书记、董事局主席，黄山旅游党委书记、董事长。

除上述高管人员变动外，公司法人治理结构及管理体制方面无重大变化。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

2021年，受益于新冠疫情影响减弱，公司核心旅游板块收入同比提升，旅游地产业务收入受信贷政策收缩及结转速度影响同比下降；2022年一季度，新冠疫情阶段性反复对旅游板

块形成一定冲击，地产板块结转加快带动收入大幅增长；公司综合毛利率相对保持稳健。

旅游板块是公司核心主业，包含酒店、索道及缆车及景区业务。2021年，新冠疫情得以控制，旅游板块复苏，公司接待游客同比增长，旅游板块实现收入6.59亿元，同比增长14.61%，占营业收入比重增长至46.60%；公司旅游服务业务及徽菜业务分别实现收入2.53亿元和1.35亿元，同比增长29.21%和25.87%，其中，2021年，物资运输中心、采配中心业务从原酒店业务剥离，并入旅游服务业务；旅游地产业务受信贷政策收缩及结转速度影响，实现收入4.09亿元，同比下降55.25%，占营业收入比重减少22.74个百分点至28.92%；其他业务实现收入1.65亿元，主要为旅游相关业务，同比增长34.15%。

从毛利率水平看，2021年，公司综合毛利率为38.33%，同比下降1.12个百分点。其中，酒店业务和索道及缆车业务毛利率同比均小幅增长，景区业务受新投入运营的花山谜窟毛利较低影响，毛利率同比下降11.13个百分点至20.39%，旅游服务业务毛利率同比小幅下滑，徽菜业务毛利率同比增加17.86个百分点至29.63%，主要系2021年徽菜营销部门人员及相关费用计入销售费用所致；旅游地产业务毛利率同比下降10.29个百分点至33.05%；其他业务毛利率为5.79%，同比变动不大。

2022年1—3月，公司实现营业收入4.96亿元，同比增长137.32%，综合毛利率同比上升3.89个百分点至27.60%。其中，旅游地产业务实现收入3.43亿元，同比增长8.27倍，主要系地产项目集中交房确认收入所致，毛利率同比变化不大；旅游板块收入同比回落，主要系新冠疫情的阶段性反复对旅游行业服务造成较大冲击，毛利率相应下滑，主要系客流回落但折旧摊销等成本具备一定刚性，利润空间被压缩所致。

表 7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 业务      | 2020 年 |        |         | 2021 年 |        |         | 2022 年 1-3 月 |        |         |
|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------------|--------|---------|
|         | 收入     | 占比 (%) | 毛利率 (%) | 收入     | 占比 (%) | 毛利率 (%) | 收入           | 占比 (%) | 毛利率 (%) |
| 酒店业务    | 2.44   | 13.78  | 6.04    | 2.69   | 19.00  | 8.16    | 0.34         | 6.86   | -59.24  |
| 索道及缆车业务 | 2.42   | 13.69  | 72.54   | 2.75   | 19.46  | 74.52   | 0.27         | 5.52   | 40.86   |
| 景区业务    | 0.89   | 5.03   | 31.52   | 1.15   | 8.14   | 20.39   | 0.13         | 2.65   | -131.53 |
| 旅游服务业务  | 2.01   | 11.37  | 9.60    | 2.53   | 17.92  | 8.49    | 0.35         | 7.03   | 9.76    |
| 徽菜业务    | 0.82   | 4.65   | 11.77   | 1.35   | 9.54   | 29.63   | 0.35         | 6.97   | 23.90   |
| 旅游地产业务  | 9.14   | 51.66  | 43.34   | 4.09   | 28.92  | 33.05   | 3.43         | 69.09  | 45.16   |
| 其他业务    | 1.23   | 6.93   | 6.97    | 1.65   | 11.67  | 5.79    | 0.23         | 4.55   | -24.12  |
| 合并抵消    | -1.26  | -7.10  | -       | -2.07  | -14.66 | -       | -0.13        | -2.67  | -       |
| 合计      | 17.68  | 100.00 | 39.45   | 14.14  | 100.00 | 38.33   | 4.96         | 100.00 | 27.60   |

注：2021 年，物资运输中心、采配中心业务从原酒店业务剥离，并入旅游服务业务

资料来源：公司提供

## 2. 旅游板块

2021 年，公司核心主业旅游板块同比有所复苏，但尚未恢复至疫情前水平。联合资信将持续关注公司旅游板块未来经营情况。

### （1）景区业务

公司景区业务收入主要系各景区门票收入。2021 年，公司实现门票收入 1.15 亿元，同比增长 29.21%，毛利率下降 11.13 个百分点至 20.39%，主要系花山谜窟景区投入运营初期毛利较低所致。门票收入中，黄山风景区贡献 1.00 亿元、花山谜窟景区贡献 235.71 万元（2021 年 10 月开业）、太平湖景区贡献 1244.73 万元。

2021 年 10 月，花山谜窟经历升级改造重新开业，门票重新定价，除此以外，跟踪期内，公司其他景区门票价格未发生变化。与其他 5A 级景区相比，黄山风景区的门票价格仍处于较高水平。

表 8 公司各景区门票价格（单位：元/人）

| 景区名称   | 门票价格          |
|--------|---------------|
| 黄山风景区  | 淡季 150；旺季 190 |
| 花山谜窟景区 | 日游 98；夜游 128  |
| 太平湖景区  | 63（不分淡旺季）     |

资料来源：公司提供

从游客人次来看，2021 年，黄山风景区共接待进山游客 167.42 万人次，同比增长 10.76%。

2021 年，太平湖景区实现门票收入 1244.73 万元，同比增长 157.77%

花山谜窟景区于 2019 年 8 月 6 日停业进行升级改造，2021 年国庆重新开业。2021 年实现门票收入 235.71 万元。

### （2）索道及缆车业务

索道收入与门票收入具有高度的正相关性。截至 2022 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。跟踪期内，索道价格未发生变化。

表 9 黄山旅游风景区内索道价格明细

（单位：元/人）

| 索道名称   | 索道价格         |
|--------|--------------|
| 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

2021 年，公司四条索道共接待游客 362.07 万人次，同比增长 15.60%；2021 年，实现索道收入 2.75 亿元，同比增长 13.66%。公司索道业务营业成本主要为折旧费、运营成本和人工费等，运营成本不高，业务毛利率较高。

2022年一季度，受疫情反复影响，公司四条索道共接待旅客38.42万人次，较上年同期大幅下降36.38%，当期实现收入0.28亿元，同比下降39.62%。

表10 公司索道接待游客人数情况（单位：万人次）

| 索道名称   | 2019年  | 2020年  | 2021年  | 2022年<br>1-3月 |
|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 云谷索道   | 270.64 | 114.66 | 122.07 | 13.78         |
| 玉屏索道   | 306.07 | 146.61 | 164.18 | 19.89         |
| 太平索道   | 55.92  | 16.78  | 28.84  | 4.68          |
| 西海观光缆车 | 105.33 | 35.15  | 46.98  | 0.07          |
| 合计     | 737.95 | 313.20 | 362.07 | 38.42         |

资料来源：公司提供

### （3）酒店

2021年，公司将徽菜业务从原酒店业务剥离，新设徽菜业务（表7已追溯调整），当年酒店业务实现收入2.69亿元，毛利率为8.16%，由于新冠肺炎疫情得到控制，景区客流有所恢复，酒店毛利率及收入规模相应均有所增长；2022年1—3月，公司酒店业务实现收入0.76亿元。

截至2022年3月底，公司下属酒店、商务旅馆共13家，其中四星级6家，五星级1家，主要分布在黄山风景区和黄山市区。

公司经营黄山风景区内7家酒店旅馆，在景区内具有垄断性。目前，北海宾馆、狮林精舍正处于停业改造状态，黄山风景区内首个酒店度假产品云丛山宿于2019年正式投入运营。目前，公司景区内酒店可提供各种类型的房间约808间，包括16间套房、786间标准间（含三人间和单间），6间经济房（40张经济床位）。2021年，受酒店升级改造及周边疫情点状间歇性影响，公司景区内酒店平均标间客房入住率为26.74%，同比下降3.59个百分点。未来，随着景区内各酒店的升级改造完成以及疫情得以有效控制，公司酒店板块接待能力和盈利水平有望提升。

景区外酒店市场竞争激烈，公司通过网络平台加大市场营销力度、开展线上线下业务、

增加协议合作单位等措施提升经营效率。2021年，公司景区外酒店入住率为28.92%，同比有所增长。

### （4）徽菜业务

徽菜餐饮方面，截至2022年3月底，公司在全国共拥有24家“徽商故里”酒店（1家为托管管理模式）。其中，2021年2月3日，公司分别在合肥、北京和宁波新开设5家徽商故里酒店，另有位于合肥、北京及上海等地的8家店正在装修中，尚未开业。2021年，“徽商故里”实现餐饮收入合计1.35亿元，实现净利润-0.06亿元。2022年1—3月，“徽商故里”实现餐饮收入合计0.35亿元，实现净利润-0.03亿元。未来，公司将以黄山南徽餐饮管理有限公司为平台，以长三角为中心，全力拓展餐饮和优质原材料两大板块业务，逐步形成徽菜体验中心、黄山旅游及徽文化推广中心和徽州特色产品展示中心，实现业务领域的扩张。

### （5）旅游服务

公司旅游服务业务主要包括旅行社业务、会展服务、文化旅游服务和电子商务服务和物资运输中心、采配中心业务等，其中旅行社主要从事地接业务。2021年，旅游服务业务实现收入2.53亿元，同比增长29.21%，主要系统计口径变动所致。

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弱，但为公司其他业务提供了重要的客源支持。跟踪期内，受新冠肺炎疫情影响，出入境游业务停止；2021年，国内游接待7.77万人次，同比增长37.80%。

## 3. 旅游地产板块

公司旅游地产业务采取分期建设、滚动开发的模式，资金压力可控。跟踪期内，公司旅游地产业务现金回流同比有所下降，剩余可售面积较大，部分项目去化不及预期，需关注新项目去化速度。

跟踪期内，公司房地产业务仍然重点投资

开发黄山市内的住宅，按照“分批开发”的策略，节奏较为谨慎。

2021 年，公司房地产板块实现营业收入 4.09 亿元，同比下降 55.25%，主要系受信贷政策收缩及交房节奏影响；毛利率同比下降 10.29%，主要系当期结转项目毛利率较低所致。2022 年一季度，旅游地产业务结转加快，实现收入 3.43 亿元，同比增长 8.27 倍；毛利率为 69.09%，同比有所增长。2021 年下半年起，地产业务受信贷政策影响，销售端显现疲软态势，2021 年及 2022 年一季度，公司房地产销售现金回流分别为 6.91 和 0.71 亿元，同比均有所下降。

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“天都地产”）和玉屏房地产开发有限公司（以下简称“玉屏地产”）。目前，公司在售项目为齐云府、天都浦溪苑和天都南苑。齐云府项目为居住、商业等多功能复合型项目，总建设规模约 64 万平方米，计划总投资约 26 亿元，采取滚

动开发的模式。截至 2022 年 3 月底，齐云府项目已累计投资 18.23 亿元，累计结转收入 9.94 亿元，累计实现回笼资金 21.39 亿元。

天都江苑项目规划总建筑面积 22.85 万平方米，计划总投资 14.15 亿元，已于 2021 年一季度完成投资，累计结转收入 9.22 亿元，累计实现回笼资金 17.49 亿元，销售已接近尾声。

天都南苑项目规划总建筑面积 3.78 万平方米，计划总投资 3.70 亿元。截至 2022 年 3 月底，天都南苑项目已完成投资，尚未确认收入（项目基本完工，预计 2023 年初交房），累计实现回笼资金 2.83 亿元。

天都浦溪苑项目（共五期）规划总建筑面积 43.82 万平方米，计划总投资 28 亿元。截至 2022 年 3 月底，天都浦溪苑项目已累计投资 6.83 亿元，尚未确认收入，累计实现回笼资金 0.98 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司剩余可售面积为 50.56 万平方米，2022 年预计资金回流 2.50 亿元。

表 11 截至 2022 年 3 月底公司主要在售房地产项目概况（单位：亿元、平方米、元/平方米）

| 项目名称       | 总投资   | 累计投资  | 累计销售面积   | 剩余可售面积   | 2021 年签约销售面积 | 2022 年 1-3 月签约销售面积 | 累计回笼资金 | 累计结转收入 | 销售均价  | 剩余投资  |
|------------|-------|-------|----------|----------|--------------|--------------------|--------|--------|-------|-------|
| 齐云府        | 26.00 | 18.23 | 334465   | 70240    | 44176        | 6217               | 21.39  | 9.94   | 6496  | 7.77  |
| 天都南苑       | 3.7   | 3.7   | 22864.99 | 15717.38 | 9295.63      | 309.94             | 2.83   | 0      | 12621 | --    |
| 天都浦溪苑（共五期） | 28    | 6.83  | 18475.30 | 419724.7 | 14953.05     | 2366.12            | 0.98   | 0      | 6839  | 21.17 |

注：天都南苑销售均价计包含车位

资料来源：公司提供

公司在建项目包括天都南苑、天都浦溪苑和齐云府剩余楼盘。

天都浦溪苑项目位于黄山区老城区与政务新区板块中间，是城西南片区滨水空间的中心位置，区位条件优越。该项目规划产品类型为

高层住宅及其配套商建，总体定位于满足区域刚改以及改善客户需求，同时局部小面积户型吸附投资以及度假型客群，整体产品走中高端化发展路线。截至 2022 年 3 月底，天都浦溪苑项目一期共计销售住宅 118 套，车位 79 个，销

售总额为 11257.12 万元。其中，已签约住宅 111 套，签约额 10111.47 万元，回款额 9346.25 万元；签约车位 72 个，签约额 459.70 万元，回款额 461.00 万元（车位回款额略大于签约额系收取定金所致）。土地储备方面，2021 年公司新增土地购置 8.43 亿元，新增土地 238.43 亩。截至 2022 年 3 月底，公司土地储备合计 550.34 亩，均位于黄山市内。

#### 4. 经营效率

2021 年，公司销售债权周转次数为 45.13 次，同比有所提升；存货周转次数和总资产周转次数分别为 0.38 次和 0.13 次，同比均有所下降。整体看，公司经营效率一般。

#### 5. 在建项目

**公司酒店和景区升级改造项目投资金额较小；其他投资项目建设期较长，集中投资压力较小，且由于规划调整等原因仍处于建设初期，公司整体资金压力可控。**

公司在建项目主要包括酒店和景区升级改造项目，以及黄山市全域旅游公共服务体系项目、高铁综合客运站项目和黄山东海景区开发项目。上述项目总投资合计 24.58 亿元，截至 2021 年底已累计完成投资 5.80 亿元。

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，有利于提高黄山市旅游客运交通服务水平和形象。游客可以实现“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。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 31000.00 万元，补贴资金 5000.00 万元，企业自筹 9086.00 万元。该项目于 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。截至 2021 年底，项目已投资 2.12 亿元。

黄山东海景区开发项目一期工程正在推进，其中云谷索道下半段建设项目综合选址报告已获省住建厅批准，环境影响评价报告已获省生态环境厅批准，施工索道已完成招标工作，连接云谷索道下半段和北海景区的游步道项目已完成施工招标工作。现《黄山风景区自然保护地优化调整方案》顺利通过省林业局组织的第一轮专家评审。项目林地等级调整可研报告已通过省林业局组织的专家评审；《索道项目建设对黄山风景区世界自然与文化遗产地影响评价专题报告》已上报至省林业局，待省林业局组织专家评审；云谷索道下半段上站至石笋矸游步道项目已完成线路设计、地形测绘、地质勘察、水保、地灾、环评等工作并完成施工招标。截至 2021 年底，项目已投资 2.10 亿元。

表 12 截至 2021 年底公司在建及拟建项目未来投资计划（单位：亿元）

| 项目名称            | 建设期         | 总投资  | 已累计投资 | 2022 年投资计划 | 备注                                                                                                             |
|-----------------|-------------|------|-------|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 高铁综合客运站         | 2014 年起     | 4.51 | 2.12  | 依据市场环境进行投入 | 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。根据项目一期经营需求，逐步实施二期项目开发。                        |
| 黄山东海景区开发        | 2017-2024 年 | 7.70 | 2.20  | 2.10       | 索道项目核准、环评、综合选址、林地保护等级调整、林地征占用办理、机电设备采购招标、供配电工程招标均已完成，消防用水工程、通讯工程，索道工艺及站房施工图设计工作正在按照计划推进；游步道工程已完成施工招标全部施工前准备工作。 |
| 黄山市全域旅游公共服务体系项目 | 2019 年起     | 9.35 | 0.50  | 依据市场环境进行投入 | --                                                                                                             |

|                      |                 |       |      |      |    |
|----------------------|-----------------|-------|------|------|----|
| 北海宾馆环境<br>整治改造<br>项目 | 2019 年<br>12 月起 | 3.02  | 0.98 | 0.65 | -- |
| 合计                   | --              | 24.58 | 5.80 | --   | -- |

资料来源：公司提供

## 八、财务分析

### 1. 财务概况

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年度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 2022 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面：截至 2021 年底，公司合并范围较上年底新增子公司 16 家（非同一控制下企业合并 3 家以及投资设立 13 家），减少子公司 6 家（转让 1 家以及注销清算 5 家）。截至 2022 年 3 月底，公司合并范围较上年底无变化。公司合并范围变化对财务数据可比性影响有限。

截至 2021 年底，公司资产总额 110.81 亿元，所有者权益合计 52.93 亿元（含少数股东权益 27.86 亿元）；2021 年，公司营业总收入 14.14 亿元，利润总额 2.75 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 109.98 亿元，所有者权益合计 53.02 亿元（含少数股东权益 27.23 亿元）；2022 年一季度，公司营业总收入 4.96 亿元，利润总额 0.14 亿元。

### 2. 资产质量

2021 年末，公司资产规模稳步提升，仍以流动资产为主，货币资金充裕，持有一定权益类投资，以开发成本为主的存货规模较大，对资金存在一定占用；资产质量较好。

截至 2021 年底，公司资产总额较上年底增长 9.03%至 110.81 亿元，以流动资产为主，流动资产比重较上年底有所下降。

表 13 2020—2021 年末公司资产主要构成  
(单位：亿元)

| 科目   | 2020 年末 |        | 2021 年末 |        |
|------|---------|--------|---------|--------|
|      | 金额      | 占比     | 金额      | 占比     |
| 流动资产 | 65.09   | 64.04% | 67.30   | 60.74% |

|           |        |         |        |         |
|-----------|--------|---------|--------|---------|
| 货币资金      | 45.10  | 69.28%  | 36.54  | 54.28%  |
| 存货        | 17.20  | 26.43%  | 28.49  | 42.33%  |
| 非流动资产     | 36.55  | 35.96%  | 43.51  | 39.26%  |
| 其他非流动金融资产 | 2.63   | 7.20%   | 4.51   | 10.36%  |
| 固定资产      | 18.80  | 51.43%  | 22.27  | 51.18%  |
| 资产总额      | 101.64 | 100.00% | 110.81 | 100.00% |

资料来源：审计报告

截至 2021 年底，公司流动资产较上年底小幅增长 3.40%至 67.30 亿元，主要由货币资金和存货构成；货币资金余额较上年底下降 18.98%至 36.54 亿元，主要由银行存款构成；存货账面价值较上年底大幅增长 65.61%至 28.49 亿元，主要系子公司投入建造浦溪苑项目所致，存货主要包括开发成本（账面价值 24.99 亿元）和开发产品（账面价值 3.11 亿元），累计计提跌价准备 0.49 亿元。

截至 2021 年底，公司非流动资产较上年底增长 19.04%至 43.51 亿元，增长主要源于权益投资及固定资产，非流动资产主要由其他非流动金融资产和固定资产构成；其他权益工具投资、其他非流动金融资产和长期股权投资较上年底均有大幅增长，但整体规模尚有限，单项金额较大的投资包括对黄山云际置业有限公司（计入长期股权投资，余额 1.46 亿元）、黄山赛富旅游文化产业发展基金（有限合伙）（计入其他非流动金融资产，期末公允价值 3.30 亿元）的投资；固定资产账面价值较上年底增长 18.45%至 22.27 亿元，主要为房屋建筑物（账面价值 18.38 亿元），另有一定规模索道设备、机器设备、运输设备等资产，累计计提折旧和减值准备 17.00 亿元和 0.09 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额及资产结构较上年底持平变化不大；其中货币资金进一步降至 26.68 亿元，交易性金融资产大幅增至 6.38 亿元，主要为购买的理财产品。

截至 2022 年 3 月底，公司使用受限资产的账面价值为 16.25 亿元，均为存货中的开发成本（主要为天都南苑、玉屏紫云府、齐云府、浦溪天麓项目地块）。

### 3. 资本结构

#### (1) 所有者权益

**跟踪期内，公司所有者权益小幅提升，结构变化不大，所有者权益稳定性一般。**

截至 2021 年底，公司所有者权益较上年底增长 3.03% 至 52.93 亿元，以实收资本（占 15.83%）、资本公积（占 13.45%）、未分配利润（占 17.68%）和少数股东权益（占 52.63%）为主，权益结构较上年底变化不大，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益为 53.02 亿元，规模和结构较上年底变化不大。

#### (2) 负债

**截至2021年底，公司负债总额和有息债务规模均有所增长，债务期限结构偏长期。公司整体债务负担较轻，财务弹性良好。**

截至 2021 年底，公司负债总额较上年底增长 14.85% 至 57.88 亿元，增长主要源于其他流动负债（发行超短期融资券）；负债结构仍以流动负债为主，流动负债比重较上年底略有提升。

表 14 2020—2021 年末公司负债主要构成  
(单位: 亿元)

| 科目           | 2020 年       |                | 2021 年       |                |
|--------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
|              | 金额           | 占比             | 金额           | 占比             |
| <b>流动负债</b>  | <b>29.22</b> | <b>57.98%</b>  | <b>34.50</b> | <b>59.60%</b>  |
| 短期借款         | 3.10         | 10.61%         | 2.24         | 6.49%          |
| 应付账款         | 3.54         | 12.10%         | 3.83         | 11.09%         |
| 其他应付款（合计）    | 1.79         | 6.12%          | 3.24         | 9.39%          |
| 合同负债         | 0.15         | 0.51%          | 16.94        | 49.11%         |
| 其他流动负债       | 0.01         | 0.03%          | 6.02         | 17.45%         |
| <b>非流动负债</b> | <b>21.17</b> | <b>42.02%</b>  | <b>23.38</b> | <b>40.40%</b>  |
| 长期借款         | 0.65         | 3.06%          | 1.85         | 7.92%          |
| 应付债券         | 18.42        | 87.01%         | 16.56        | 70.82%         |
| 租赁负债         | 0.00         | 0.00%          | 2.24         | 9.60%          |
| <b>负债总额</b>  | <b>50.40</b> | <b>100.00%</b> | <b>57.88</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：审计报告

截至2021年底，公司流动负债较上年底增长18.05%至34.50亿元。其中，短期借款较上年底下降27.81%，主要由信用借款构成；应付账款较上年底增长8.21%，主要由应付工程款构成；其他应付款较上年底增长较快，主要由借款（2.00亿元，全部系当年新增，主要源于子公司黄山始信文化旅游发展有限公司借款的增长）、往来款（0.28亿元）、保证金及押金（0.29亿元）构成；合同负债较上年底增长较快，系执行新收入准则分类导致（原预收款项重分类至该科目），主要由预收房款构成；其他流动负债较上年底增加6.01亿元，系发行“21黄山旅游SCP003”（发行规模4.50亿元）导致，主要由短期应付债券（4.51亿元）和待转销项税额（1.51亿元）构成。

截至2021年底，公司非流动负债较上年底增长10.43%至23.38亿元，主要由应付债券构成。其中，长期借款较上年底增长185.80%，系非同一控制合并子公司黄山市新安江百里画廊旅游开发有限公司新增保证借款所致，主要由保证借款和抵押借款构成；应付债券余额16.56亿元，系公司2020年度发行的欧元债券。

截至2021年底，公司全部债务31.28亿元，较上年底增长19.68%。债务结构方面，短期债务占29.96%，长期债务占70.04%，以长期债务为主。其中，短期债务9.37亿元，较上年底增长48.47%，主要系发行“21黄山旅游SCP003”（发行规模4.50亿元）导致；长期债务21.91亿元，较上年底增长10.52%。从债务指标来看，截至2021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52.23%、37.14%和29.27%，较上年底分别提高2.65个百分点、3.37个百分点和1.38个百分点。

截至2022年3月底，公司负债总额56.95

亿元，较上年底下降1.60%，负债结构较上年底变化不大。

截至2022年3月底，公司全部债务29.63亿元，债务规模及债务结构较上年底变化不大；全部债务资本化比率较上年底下降1.30个百分点至35.85%。

#### 4. 盈利能力

2021年，公司旅游主业同比有所复苏，但旅游地产业务结转放缓，导致营业总收入及经营性利润同比有所下降，非经常性损益提升支撑利润总额同比小幅增长。

2021年，公司实现营业总收入14.14亿元，同比下降20.07%；营业成本8.72亿元，同比下降18.58%；营业利润率为32.82%，同比下降0.52个百分点，同比变化不大。

2021年，公司费用总额为3.42亿元，同比下降14.26%，主要系利息收入增加所致（2021年人民币对欧元汇率降低，境外欧元债汇兑收益增加1.41亿元），期间费用主要由管理费用（3.82亿元）构成；公司期间费用率为24.18%，同比提高1.64个百分点。

2021年，公司实现投资收益0.43亿元，同比增长14.67%，主要为理财产品收益0.21亿元和处置交易性金融资产取得的投资收益0.23亿元；实现公允价值变动收益0.91亿元，同比增长155.23%，主要来自黄山赛富旅游文化产业发展基金(有限合伙)公允价值增长；其他收益为0.15亿元，主要为政府补助。2021年，公司利润总额2.76亿元，同比增长9.63%；从构成看，受地产结转下降影响，经营性利润占比小幅下降，非经常性损益（其他收益+投资收益+公允价值变动收益，合计1.50亿元）占利润总额54.43%，为利润总额同比增长的主要驱动因素。

从盈利指标看，2021年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.75%和3.11%，同比分别提高0.42个百分点和0.25个百分点。

2022年1—3月，公司实现营业总收入4.96亿元，同比增长136.99%，主要系旅游地产收入结转增加所致；营业成本3.59亿元，同比增长124.92%；营业利润率为20.63%，同比下降0.04个百分点；利润总额0.14亿元，同比下降。

#### 5. 现金流

2021年，受支付土地款影响，公司经营活动产生的现金流量表现为净流出，投资活动净现金流转为净流出。考虑到公司在建和拟建项目投资规模可控，公司对外融资需求一般。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入20.49亿元，同比增长6.53%，经营活动现金流出28.10亿元，同比增长47.29%，其中购买商品、接受劳务支付的现金17.71亿元，同比增长104.47%，主要系购置土地支付出让金合计8.43亿元所致；2021年，公司经营活动现金净流出7.61亿元。2021年，公司现金收入比为124.56%，同比提高27.00个百分点。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入62.58亿元，同比增长229.02%，公司为提高资金收益，降低融资成本，投资活动以短期滚动购买及赎回理财产品为主。其中收回投资收到的现金58.82亿元，主要来自赎回理财产品所致，收到其他与投资活动有关的现金3.08亿元，主要为收回借款本金2.45亿元及累计利息2804.00万元；投资活动现金流出65.49亿元，同比增长288.03%，主要系购买理财产品所致。2021年，公司投资活动现金净流出2.91亿元。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入21.42亿元，同比下降7.53%；筹资活动现金流出19.01亿元，同比增长273.06%。筹资活动以取得借款及偿付本息债务为主。2021年，公司筹资活动现金净流入2.41亿元，同比下降86.65%。

## 6. 偿债指标

公司偿债指标表现良好，货币资金充裕，持有的理财产品和上市公司股权变现能力强，可用授信余额充裕。

从短期偿债能力指标来看，截至2021年底，公司流动比率与速动比率由上年底的222.74%和163.87%分别下降至195.10%和112.52%。经营现金流动负债比率为-22.07%，同比下降22.60个百分点；经营现金/短期债务为-0.81倍；现金短期债务比由上年底的7.16倍下降至3.91倍。

从长期偿债能力指标来看，2021年，公司EBITDA为5.95亿元，同比增长25.33%。2021年，公司EBITDA利息倍数由上年的8.90倍下降至7.05倍；公司全部债务/EBITDA由上年的5.51倍下降至5.26倍；经营现金/全部债务由上年的0.01倍下降至-0.24倍；经营现金/利息支出由上年的0.29倍下降至-9.03倍。

截至2022年3月底，公司无对外担保。

截至2022年3月底，公司（合并口径）获得银行授信总额49.50亿元，尚未使用授信额度40.60亿元，间接融资渠道畅通。公司核心子公司黄山旅游为上市公司，具备直接融资渠道。

## 7. 本部财务概况

跟踪期内，公司本部资产规模，以货币资金和长期股权投资为主，有息债务规模增长较快；公司本部收入极低，利润总额主要来自汇兑收益，偿债压力较小。

截至2021年底，母公司资产总额51.80亿元。其中，流动资产28.44亿元（占比54.90%），非流动资产23.36亿元（占比45.10%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占56.63%）和其他应收款（占42.95%）构成；非流动资产主要由其他权益工具投资（占6.27%）和长期股权投资（占90.32%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为16.10亿元。

截至2021年底，母公司负债总额27.23亿元，较上年底下降5.16%。其中，流动负债9.39亿元（占比34.48%），非流动负债17.84亿元（占比65.52%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占21.33%）、其他应付款（合计）（占26.41%）和其他流动负债（占47.99%）构成；非流动负债主要由应付债券（占92.81%）和长期应付款（合计）（占7.01%）构成。截至2021年底，母公司资产负债率为52.57%，较2020年下降1.79个百分点，全部债务资本化比率43.10%。截至2021年底，母公司全部债务18.61亿元。其中，短期债务占11.01%，长期债务占88.99%。

截至2021年底，母公司所有者权益为24.57亿元，较上年底增长1.90%，主要系未分配利润增加所致。所有者权益主要由实收资本8.38亿元（占34.11%）、资本公积13.01亿元（占52.93%）和未分配利润3.04亿元（占12.37%）构成。

2021年，母公司营业总收入为0.04亿元，财务费用为-1.23亿元，非经常性损益（其他收益+投资收益+公允价值变动收益）合计0.34亿元，利润总额为1.37亿元。

现金流方面，2021年，母公司经营活动现金流净额为-1.75亿元，投资活动现金流净额-5.26亿元，筹资活动现金流净额0.96亿元。

截至2022年3月底，母公司资产总额51.68亿元，所有者权益为24.75亿元，负债总额26.93亿元；母公司资产负债率52.10%；全部债务18.35亿元，全部债务资本化比率42.57%。2022年1—3月，母公司营业总收入0.01亿元，利润总额0.18亿元。

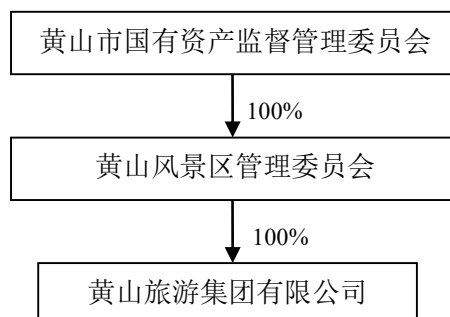
## 九、外部支持

黄山市政府为支持公司对市内旅游资源的整合和开发，对在建项目给予一定的政府补助，截至2021年底，递延收益中涉及政府补助的金额合计1.01亿元。

## 十、结论

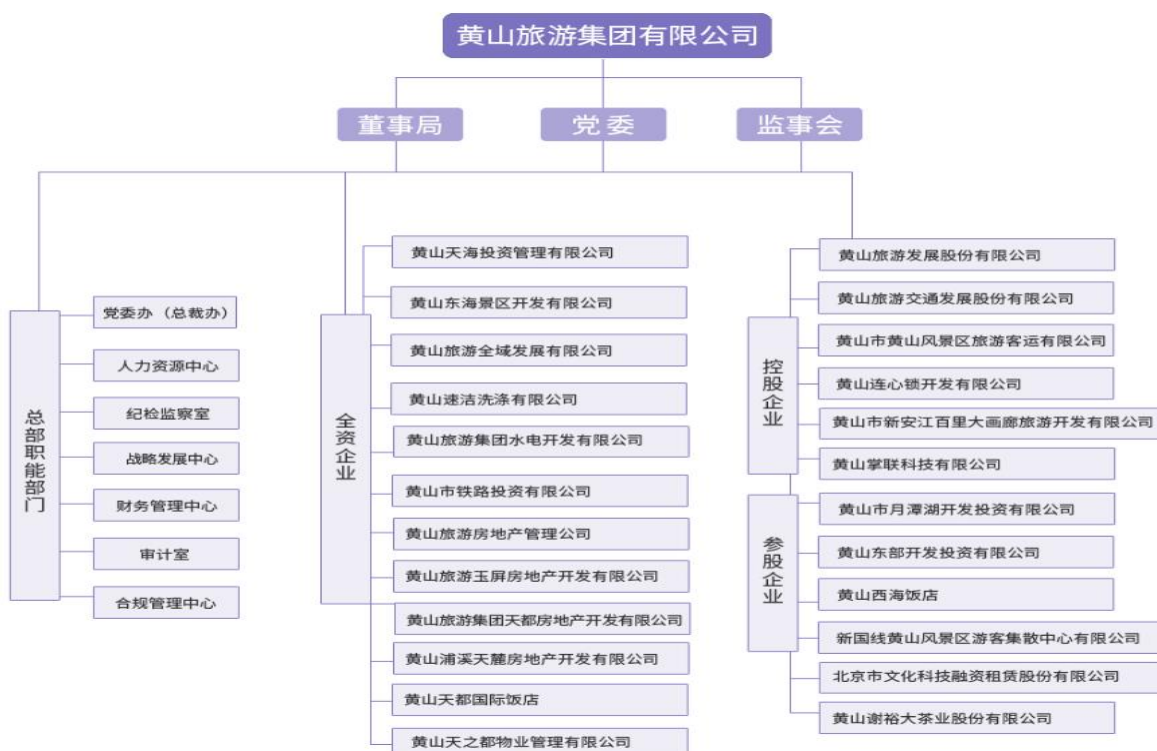
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

## 附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

| 项目             | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产(亿元)      | 24.83  | 45.16  | 36.60  | 33.06      |
| 资产总额(亿元)       | 82.83  | 101.64 | 110.81 | 109.98     |
| 所有者权益(亿元)      | 49.88  | 51.24  | 52.93  | 53.02      |
| 短期债务(亿元)       | 3.44   | 6.31   | 9.37   | 7.68       |
| 长期债务(亿元)       | 3.64   | 19.82  | 21.91  | 21.95      |
| 全部债务(亿元)       | 7.08   | 26.13  | 31.28  | 29.63      |
| 营业总收入(亿元)      | 23.65  | 17.68  | 14.14  | 4.96       |
| 利润总额(亿元)       | 6.71   | 2.51   | 2.75   | 0.14       |
| EBITDA(亿元)     | 9.01   | 4.74   | 5.95   | --         |
| 经营性净现金流(亿元)    | 8.46   | 0.16   | -7.61  | -0.10      |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)    | 37.22  | 39.57  | 45.13  | --         |
| 存货周转次数(次)      | 0.79   | 0.63   | 0.38   | --         |
| 总资产周转次数(次)     | 0.31   | 0.19   | 0.13   | --         |
| 现金收入比(%)       | 133.80 | 97.56  | 124.56 | 50.18      |
| 营业利润率(%)       | 48.26  | 33.34  | 32.82  | 20.63      |
| 总资本收益率(%)      | 9.25   | 2.33   | 2.75   | --         |
| 净资产收益率(%)      | 10.01  | 2.86   | 3.11   | --         |
| 长期债务资本化比率(%)   | 6.80   | 27.89  | 29.27  | 29.28      |
| 全部债务资本化比率(%)   | 12.43  | 33.78  | 37.14  | 35.85      |
| 资产负债率(%)       | 39.79  | 49.59  | 52.23  | 51.79      |
| 流动比率(%)        | 171.49 | 222.74 | 195.10 | 197.16     |
| 速动比率(%)        | 109.97 | 163.87 | 112.52 | 115.57     |
| 经营现金流动负债比(%)   | 30.64  | 0.53   | -22.07 | --         |
| 现金短期债务比(倍)     | 7.22   | 7.16   | 3.91   | 4.31       |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 18.02  | 8.90   | 7.05   | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 0.79   | 5.51   | 5.26   | --         |

注：公司 2022 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；2020 年末至 2022 年 3 月末，长期应付款中有息债务已计入长期债务，2021 年及 2022 年 3 月末，其他应付款及其他流动负债中有息债务已计入短期债务

## 附件 3 主要财务数据及指标（公司本部）

| 项目             | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产(亿元)      | 3.97   | 22.67  | 16.17  | 16.47      |
| 资产总额(亿元)       | 33.81  | 52.83  | 51.80  | 51.68      |
| 所有者权益(亿元)      | 23.93  | 24.11  | 24.57  | 24.75      |
| 短期债务(亿元)       | 2.78   | 5.39   | 2.05   | 2.09       |
| 长期债务(亿元)       | 3.03   | 18.42  | 16.56  | 16.26      |
| 全部债务(亿元)       | 5.81   | 23.82  | 18.61  | 18.35      |
| 营业总收入(亿元)      | 0.07   | 0.04   | 0.04   | 0.01       |
| 利润总额(亿元)       | 0.42   | 0.52   | 1.37   | 0.18       |
| EBITDA(亿元)     | 0.42   | 0.52   | 1.37   | --         |
| 经营性净现金流(亿元)    | 2.11   | 0.02   | -1.75  | -0.17      |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)    | --     | 84.44  | 86.96  | --         |
| 存货周转次数(次)      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | --         |
| 总资产周转次数(次)     | 0.00   | 0.00   | 0.00   | --         |
| 现金收入比(%)       | 109.22 | 60.79  | 188.09 | 431.97     |
| 营业利润率(%)       | 96.39  | 96.27  | 93.78  | 97.17      |
| 总资本收益率(%)      | 1.43   | 1.08   | 2.41   | --         |
| 净资产收益率(%)      | 1.77   | 2.14   | 4.23   | --         |
| 长期债务资本化比率(%)   | 11.23  | 43.31  | 40.26  | 39.64      |
| 全部债务资本化比率(%)   | 19.53  | 49.69  | 43.10  | 42.57      |
| 资产负债率(%)       | 29.24  | 54.36  | 52.57  | 52.10      |
| 流动比率(%)        | 156.03 | 307.39 | 302.88 | 301.79     |
| 速动比率(%)        | 156.02 | 307.38 | 302.87 | 301.79     |
| 经营现金流动负债比(%)   | 30.97  | 0.16   | -18.60 | --         |
| 现金短期债务比(倍)     | 1.43   | 4.20   | 7.89   | 7.88       |
| EBITDA 利息倍数(倍) | --     | --     | --     | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 13.92  | 45.61  | 13.56  | --         |

注：公司 2022 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

## 附件 4 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      | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100% |
| 净资产年复合增长率       |                                                                                             |
| 营业总收入年复合增长率     |                                                                                             |
| 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        | 营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)                                                           |
| 存货周转次数          | 营业成本/平均存货净额                                                                                 |
| 总资产周转次数         | 营业总收入/平均资产总额                                                                                |
| 现金收入比           | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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           | (营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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%                                                                      |
| 现金短期债务比         | 现金类资产/短期债务                                                                                  |

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 5-1 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 5-2 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 |