

信用等级公告

联合[2011] 093 号

联合资信评估有限公司通过对黄山旅游集团有限公司及其拟发行的 2011 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

黄山旅游集团有限公司

主体长期信用等级为

AA⁻

黄山旅游集团有限公司

2011 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年三月十一日



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、黄山旅游集团有限公司 2011 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

联合资信评估有限公司

二零一一年三月十一日



黄山旅游集团有限公司

2011 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁻

本期中期票据发行额度: 2 亿元

本期中期票据期限: 5 年

评级时间: 2011 年 3 月 11 日

财务数据

项目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 9 月
资产总额(亿元)	26.14	28.66	34.73	40.24
所有者权益(亿元)	15.55	16.91	19.79	19.87
长期债务(亿元)	1.13	1.66	2.33	2.99
全部债务(亿元)	3.68	4.76	7.90	10.55
营业收入(亿元)	10.56	11.87	13.57	11.85
利润总额(亿元)	2.66	2.84	4.71	3.04
EBITDA(亿元)	3.74	3.95	5.82	--
经营性净现金流(亿元)	2.47	1.52	1.14	2.74
营业利润率(%)	44.11	42.24	46.49	36.28
净资产收益率(%)	10.56	12.07	17.83	--
资产负债率(%)	40.50	41.00	43.00	50.61
全部债务资本化比率(%)	19.14	21.95	28.53	34.67
流动比率(%)	111.47	113.78	134.60	130.66
全部债务/EBITDA(倍)	0.98	1.21	1.36	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	1.87	1.97	2.91	--

注: 2010 年 9 月报表未经审计

分析师

张 成 刘新宇

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)

Http: //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, 在旅游资源和经营规模等方面的综合优势。同时, 联合资信注意到公司酒店管理板块盈利能力下降, 资本支出加大等因素可能给公司带来的负面影响。

随着在建的高速公路的建成和京福高铁、黄杭高铁、赣皖铁路改造项目的建成通车, 公司的外部环境将日益优化, 预计国际和国内客源均会有一定程度的增长, 公司旅游板块发展前景良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险较低。

优势

1. 公司拥有的黄山风景区旅游资源具有不可复制性, 竞争优势较为明显。
2. 作为黄山旅游景区的唯一经营主体, 公司在景区范围内具有垄断经营权。
3. 公司拥有旅游商务酒店近 20 家, 是黄山市最大的旅游商务酒店管理企业。
4. 公司资产整体质量良好, 债务负担较轻, 整体盈利能力强。

关注

1. 受市场竞争激烈的影响, 公司酒店管理业务板块盈利能力逐年下降。
2. 公司涉足旅游地产行业, 未来几年资本支出规模较大, 仍存在一定的资金压力。

一、主体概况

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〔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。黄山风景区管理委员会持有其100%的股权。截至2009年底，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，集团公司目前拥有其41.95%的股份，为最大股东。

截至2010年9月底，黄山集团总部设有总裁办公室、战略发展中心、财务审计中心等三个职能部门，下属黄山风景区用电服务公司、黄山风景区供水有限公司、天都旅游地产开发有限公司等5家全资子公司，以及32家控股或参股的二级企业。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2009年底，公司（合并）资产总额347255.06万元，所有者权益合计197943.73万元（其中少数股东权益77275.87万元）。2009年公司实现营业收入135748.35万元，利润总额47060.52万元。

截至2010年9月底，公司（合并）资产总额402354.68万元，所有者权益合计198726.73万元（其中少数股东权益86617.40万元）。2010年1~9月，公司实现营业收入118454.16万元，利润总额30430.07万元。

公司注册地址：黄山风景区温泉；法定代表人：许继伟。

二、本期中期票据概况

公司于2011年注册发行中期票据7亿元，

期限5年；计划分三期发行，首期募集额为2亿元。

公司计划将募集资金的25%即0.5亿元用于补充公司及下属公司生产经营活动所需营运资金；计划将募集资金的75%即1.5亿元用于归还部分成本较高的银行借款，以降低融资成本。

三、行业分析

1. 行业概况

20世纪50年代以来，相对稳定的政治环境、高速发展的社会经济和不断进步的科学技术，促进了世界旅游产业的快速发展，全世界国际旅游人数和国际旅游收入呈现持续上升趋势，并已经成为全球经济中最具规模和增长最快速的新兴产业之一。根据联合国世界旅游组织公报数据显示，近十几年，国际旅游业收入年均增长率在8%以上，高于同期全球经济增长幅度，行业产值已达到世界国内生产总值的11%左右。从旅游目的地分布看，旅游热点地区目前主要集中在欧洲、北美洲和亚太地区，国际旅游收入稳居世界前15位的旅游目的地国家中，欧洲占9席（西班牙、法国、意大利、德国、英国、奥地利、希腊、土耳其、瑞士），北美洲占3席（美国、加拿大、墨西哥），亚太地区占3席（中国、土耳其、澳大利亚），这其中又以包括中国在内的亚太地区旅游业发展速度最快。

近两年，受全球性金融危机以及传染病的负面影响，国际旅游产业整体陷入收缩态势，旅游人数和收入增幅呈现明显回落，并且从2008年第四季度开始出现负增长。根据联合国世界旅游组织公布数据显示，2008年全球旅游人数达到9.24亿人次，同比增长1.76%，虽然人数再创新高，但增幅已大幅下滑，并且全年呈现“高开低走”特征。2008年上半年国际旅游人数同比增长约5%，但下半年受金融危机影响，国际旅游陡然下滑，7至12月国际旅游人数未增反降1%。2009年，金融危机的蔓延以

及甲型 H1N1 传染病的爆发进一步加剧了旅游产业的下滑，全年国际旅游人数下降至 8.8 亿人次，同比下滑 4.76%。同期，全球旅游业收入变化趋势与出游人数基本相似，全年下滑 6%。分地区看，受客源地经济显著衰退，出游意愿下降的影响，欧洲和北美洲等经济发达地区受危机冲击最大，全年跌幅在 5% 以上，亚太以及中东等新兴国家的旅游业状况相对较好，并且率先于 2009 年第三季度开始恢复正增长。总体看，伴随全球经济的稳步回升，旅游产业正呈现逐步回暖趋势。

2. 中国旅游产业

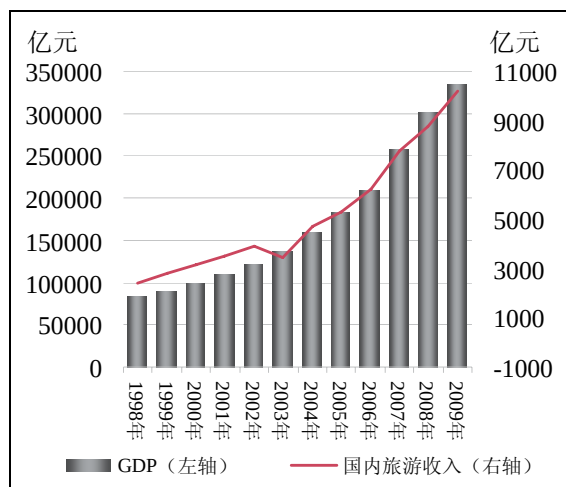
中国旅游业自 1978 年作为一个经济产业起步以来，经过近 30 年的发展，产业形象日益鲜明，规模不断壮大，已成为国民经济中发展速度最快、最具国际竞争优势的产业之一。根据国家旅游局统计数据，2008 年，中国国内旅游人数、入境旅游人数和出境旅游人数分别为 17.10 亿人次、1.30 亿人次和 0.46 亿人次，分别同比增长 6.21%、-1.40% 和 11.93%。同年，中国继续保持全球最大的国内旅游市场、第四大入境旅游接待国（前三位分别为法国、西班牙和美国）和亚洲最大出境旅游客源国的地位。

根据国家旅游局统计数据显示，2009 年，中国实现旅游总收入 1.29 万亿元，同比增长 11.3%。其中，国内旅游人数和收入分别达到 19.02 亿人次和 1.02 万亿元，同比增长 11.1% 和 16.4%；入境旅游人数和入境旅游外汇收入分别为 1.26 亿人次和 397 亿美元，同比下降 2.7% 和 2.9%；出境旅游人数 4766 万人次，同比增长 4.0%。总体看，2009 年，国民旅游消费持续旺盛，在此驱动下，国内旅游表现突出，中国旅游三大市场依然保持国内升、出境升、入境降的“两升一降”的格局，但是入境旅游降幅逐季度持续收窄，8 月入境游客和旅游外汇收入首次实现了双双正增长，反弹回升趋势逐步明朗。

国内旅游现状

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。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，中国 GDP 及城乡居民收入的稳定、快速增长直接推动了旅游行业的快速启动，国内出游人数和旅游总收入总体保持稳步增长趋势。但需要注意的是，2003 年由于受到 SARS 的影响，中国国内旅游人数以及旅游收入同期呈现负增长，显现出行业对外部环境存在较强的敏感性，容易受到各种突发事件影响。从其后几年的恢复情况看，旅游行业又体现出一定的韧性，在受到各类突发事件和自然灾害冲击后，能够在较短时间内得以恢复。

图 1 1998~2009 年 GDP 与国内旅游收入

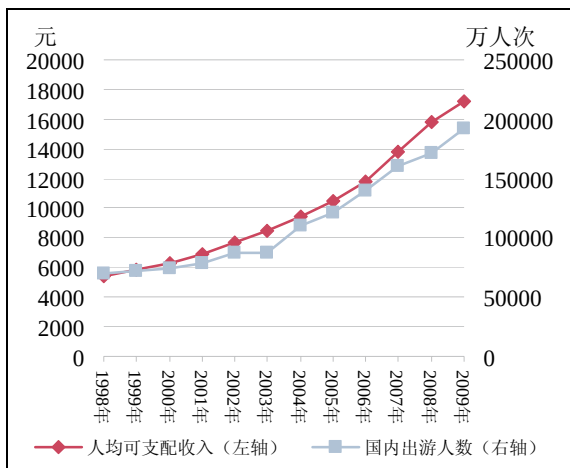


资料来源：国家旅游局和国家统计局

近两年，中国自然灾害和突发事件频发，全球金融危机也在 2008 年下半年逐渐传导入国内，但中国国内旅游市场依然保持了较为平稳的发展态势。2008 年，国内旅游人数为 17.10 亿人次，同比增长 6.21%，同期实现国内旅游收入 8749.00 亿元，同比增长 12.59%；2009 年，国内旅游出现恢复性增长，国内旅游人数 19.02 亿人次，同比增长 11.1%，国内旅游收入 1.02 万亿元，同比增长 16.4%。中国国内旅游的持续增长，反映出国内宏观经济运行相对平稳，

且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。

图2 1998~2009年人均可支配收入与国内旅游人数

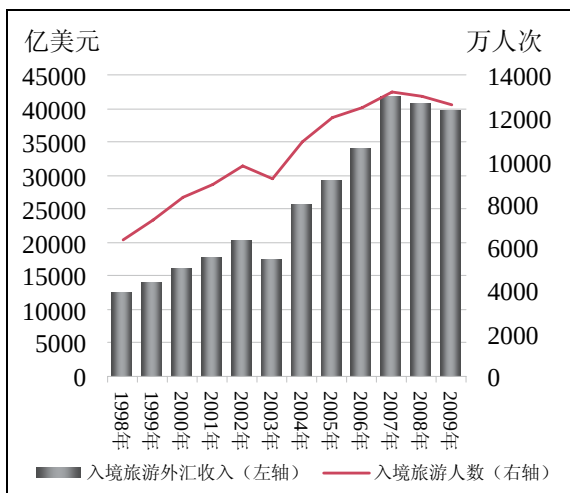


资料来源：国家旅游局和国家统计局

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。

图3 1998~2009年入境旅游人数与外汇收入



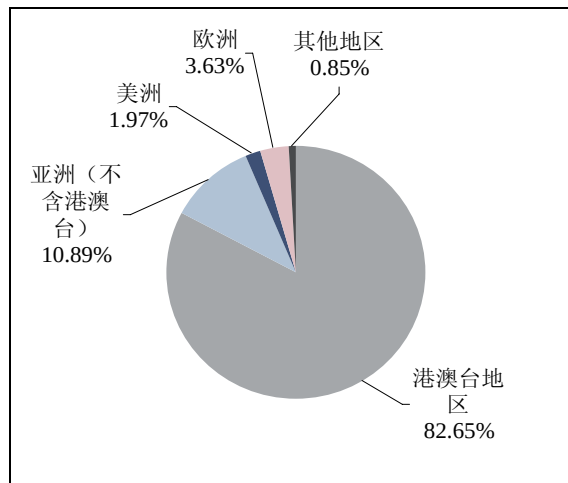
资料来源：国家旅游局

入境旅游方面，近两年，美国次贷危机引

发的全球性金融危机对旅游需求特别是入境旅游需求造成较明显负面影响，中国入境旅游呈现显著下降态势，除了香港同胞入境人数小幅增加之外，入境旅游的澳门和台湾同胞、外国人与上年同期相比都有一定程度的下降。根据国家旅游局公布数据显示，2008年，中国入境旅游人数1.30亿人次，同比下降1.40%，其中港澳台同胞合计入境旅游人数同比下降0.06%，外国人入境人数同比下降6.83%，这其中又以日本和韩国为代表的亚洲国家入境旅游人数下降最快，为-9.39%。同期，中国入境旅游外汇收入408.43亿美元，同比下降2.57%。2009年，受甲型H1N1流感的暴发和金融危机的蔓延，中国入境旅游整体表现疲软。同期，中国入境旅游人数和入境旅游外汇收入分别实现1.26亿人次和397亿美元，同比依然延续下降态势，但降幅已开始逐季度收窄，其中入境旅游人数和入境旅游外汇收入的降幅分别由第一季度的7.15%和15.38%收窄至年底的2.7%和2.9%，回暖趋势明朗。

从入境游客所属地区和国家分布看，目前中国入境旅游市场主要客源地还是来自港澳台和以日本、韩国和马来西亚为主的亚太地区。近两年，世界主要经济体国家都不同程度受到了金融危机的波及，这些国家往往也是中国入境旅游的主要客源地，其经济衰退已经对中国入境旅游产生了较为明显的负面影响。

图4 2009年中国入境旅游客源地区分布



资料来源：国家旅游局

出境旅游方面,受益于人民币汇率的升值,国际旅游产品价格的调整以及国际对中国市场促销力度的增加,近两年,出境旅游市场呈现相对良好运行态势,出境旅游人数保持较快增长,但增幅有所回落。2008 年和 2009 年,中国出境旅游总人数分别达到 0.46 亿人次和 0.48 亿人次,分别同比增长 11.93%和 4.0%,考虑到未来国内外宏观经济的回暖和稳定,出境旅游有望继续保持较好发展。

3. 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。国家在“十一五”规划中曾明确提出要“促进服务业加快发展”,“积极发展文化、旅游、社区服务等需求潜力大的产业”。2006 年,全国旅游工作会议又确定中国旅游业未来五年规划发展目标是把旅游业培育成国民经济重要产业,同时为建设世界旅游强国夯实基础。

2008 年,受全球金融危机波及,中国旅游三大市场也呈现出增长放缓甚至是负增长趋势。为了拉动旅游内需,2009 年上半年,国家旅游局和中央有关部门陆续提出了“全国乡村旅游倍增计划”、“国民休闲计划”、“旅游促进就业行动计划”等刺激计划,旨在结合国家扩大内需政策,采取具体措施倡导奖励旅游(对优秀员工)、福利旅游(对低收入群体,企业可把奖励旅游、福利旅游支出列入其经营成本)等方式,引导国民休闲旅游沿着正常、安全、持续的方向发展。与此同时,各省市地区也根据自身实际情况特点推出了具有针对性的发展战略,通过发行旅游消费券、减免景区门票收费等方式增加旅游市场的有效需求。

总体看,中央和地方政府近一段时间推行的旅游刺激方案存在积极意义,能够平缓因外部不利经济环境而带来的负面影响,最大限度

保持中国旅游产业的相对平稳发展。

4. 市场竞争

从国内旅游市场的竞争格局看,虽然中国旅游业的总体规模已经位居世界前列,但发展模式单一,产业形态落后,产业集中度低,行业秩序混乱,产品质量不高等深层结构问题依然存在,中国旅游企业的实力和规模也相对弱小。与国外有竞争力的旅游企业相比,中国旅游企业无论从资产规模、营业收入规模、赢利能力角度看,还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看,都还存在相当巨大的差距。仅从上市旅游公司的数量来看,2009 年底中国共有 1600 余家 A 股上市公司,但其中旅游类上市公司仅有 25 家,占比不到 2%。旅游类上市公司比重较低的现象与旅游业在国民经济中的重要地位不太相称,在一定程度上也说明目前旅游类公司的整体实力偏弱。

整体来看,受到旅游行业经营模式特殊性的影响,旅游企业之间即是相互依存的合作伙伴,又为相互排斥的竞争对手,旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。此次金融危机的爆发,短期内对国内旅游市场产生了一定冲击,但从长远看,行业紧缩有利于产业整合和市场规模,行业内劣势企业将在竞争中加快得以淘汰,从而为优势企业进一步控制市场资源,提高市场占有率提供了机遇,行业长期竞争格局有望得到改善。

5. 行业展望

旅游行业属敏感型行业,旅游产品作为弹性消费品,易受外部经济环境的影响,突发公共事件的发生对行业内企业经营会造成较大冲击。从短期看,尽管目前全球经济发展积极因素不断增多,但宏观环境仍然处于较不稳定的状态,全球金融风险也存在向财政领域进一步转移的趋势,部分国家经济形势进一步恶化,全球就业率和居民收入增长率受惯性影响短期内也难以有明显改观。另外,一些外汇短

缺或外债沉重的国家为了节约外汇度过危机，也有可能采取限制出境旅游等措施（如 1997 年亚洲金融危机时期，部分东盟国家就曾经采取提高出境税和护照费、发布行政命令等措施，限制本国国民出境旅游），这都会对中国的入境旅游业产生负面影响。总体看，短期内中国旅游产业，特别是高端入境旅游业形势依然严峻，行业内企业发展将呈现更为明显的两极分化趋势。从长期看，中国旅游业面临的基本环境没有改变，中国经济有望继续保持良好、快速的发展态势，人均收入的增长和消费结构的升级将根本性的推动中国旅游行业的发展。目前，中国人均国内旅游仅有 1 次/年，远低于中等发达国家 3 次的平均水平。根据旅游发达国家的经验，一个国家人均 GDP 超过 3000 美元时，才进入旅游业的繁荣期。世界旅游组织测算，到 2015 年中国将有望超越法国成为全球最大的入境旅游接待国和第四大出境旅游客源国。综合来看，中国旅游业仍具备十分广阔的发展空间，未来行业有望迎来新一轮的长期增长周期。

四、基础素质

1. 企业规模

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。目前公司主要业务包括旅游和旅游地产两大板块。

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。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，公司主要资源为拥有土地储备 428 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，公司拥有旅游商务酒店近 20 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。

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，旅游资源竞争优势较为明显。

2. 人员素质

公司现有高级管理人员 5 人，包括总裁 1 人、副总裁 2 人、总裁助理 1 人以及总会计师 1 人，均具有较长的行业从业经历和较高的专业水平。

公司董事长兼总裁许继伟先生，46 岁，高级经济师，研究生学历。许继伟先生历任黄山管委会副处长，黄山旅游局局长、党委书记，黄山市政府副秘书长，黄山市委常委、黄山风景区管委会党委书记、黄山风景区管委会副主任。现任公司董事长兼总裁，及黄山旅游发展股份有限公司董事长、总裁。

公司常务副总裁叶树敏先生，56 岁，大学学历。叶树敏先生曾任黄山中国国际旅行社总经理，黄山市旅游局副局长。现任公司常务副总裁。

截至 2009 年底，公司拥有在岗员工 4087 人，从学历构成看，高中及以下占 72.50%，大专占 19.04%，本科以上占 8.46%；从年龄构成看，30 岁以下占 41.38%，30 岁～50 岁占 52.67%，50 岁以上占 5.95%。公司员工年龄构成合理，文化程度水平一般。

公司高级管理人员综合素质较高，且具有长期从事相关业务的工作经历，具有丰富的经营管理经验，管理能力强，熟悉公司的业务及发展方向，有利于公司的长远发展。公司员工年龄构成较合理，能够较好的满足公司发展需要。

五、管理体制

1. 法人治理结构

公司是黄山市国资委出资的国有独资企业。根据《公司章程》，公司设立董事会，董事会成员共有5人，其中董事长1名，副董事长1名，均由董事会民主选举产生，董事长为公司法定代表人。

2. 内部管理

在管理架构方面，公司实行董事会领导下的总裁负责制，公司设总裁1人，副总裁3人，由董事会任命。自成立以来，公司始终坚持制度化、规范化、精细化管理，制定并完善了一系列管理制度。

对财务费用支出管理方面，公司实行预算管理，各下属单位根据全年的工作计划和应履行的职责，对本单位全年的各项支出填报明细预算表交公司财务中心审核汇总，报总裁办公会议研究后，确定为全年该部门费用支出预算。对于超预算财务支出，由分管财务的副总裁进行审核，并要求总裁办公会审议通过；对于专项专题经费支出，则由总裁或董事会研究审批后方可办理。

在资金管理方面，公司实行收支两条线管理。各下属经营单位在公司制定的银行开立一个收入账户和一个支出账户，经营收入的资金应及时足额存入收入账户，支出账户所属资金若在年度预算范围内，经公司批准后，按月支付到支出账户，各经营单位按规定使用，严禁坐支现金。

在员工激励和考核方面，公司以劳动用工制度、人事管理制度和薪酬分配制度三项制度为核心，确立了以岗定薪原则，实现了能上能下、能进能出、公平竞争的用人机制，完善了人力资源制度的市场化管理。

在安全管理方面，公司建立了安全管理责任制，健全了目标管理体系。并且适时组织安全大检查，重点检查索道运行、景区防火的重点工作；同时还建立了安全生产应急预案，定

期进行演练。2010年，景区内旅游死亡率、道路交通事故死亡率、游客坠落事故、火灾事故均为零，索道安全率100%。

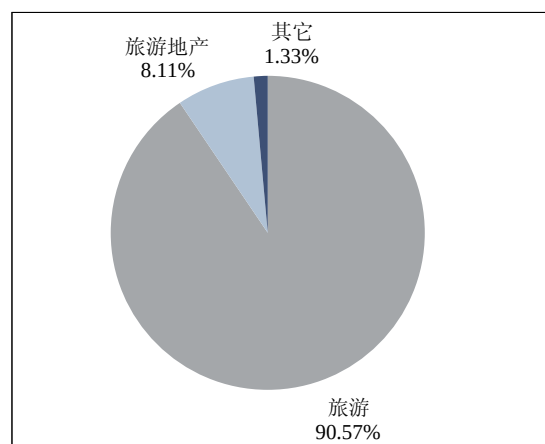
总体看，公司管理体系运行顺畅，内部管理严格，整体管理水平较高，管理风险低。

六、公司经营

1. 业务构成

目前公司已经形成旅游（包括旅行社、酒店、景点门票、索道等）、旅游地产和其它业务等三个板块。2009年，公司实现营业收入13.57亿元，同比增长14.33%。实现利润总额4.71亿元，同比增长66.48%，其中旅游业务是公司利润的主要来源。2010年1~9月，公司实现营业收入11.85亿元，实现利润总额3.04亿元。同比增长22.16%。

图5 2009年公司营业收入构成



资料来源：公司提供

旅游板块

旅游业务一直是公司的主导业务，目前主要有景区门票、索道、旅行社、酒店等几项构成。2007年以来旅游板块主要业务构成占比见下表：

表1 2007~2009年公司旅游板块收入构成情况

(单位: 亿元、%)

	2007 年			2008 年			2009 年		
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
酒店业务	29268.81	16591.53	43.31	28672.38	18378.02	35.90	30558.95	20252.84	33.73
索道业务	22552.17	5668.17	74.87	28338.39	6117.28	78.41	32127.99	7997.15	75.11
园林开发业务	41278.26	23964.32	41.94	42082.72	23677.77	43.74	44190.24	24942.19	43.56
旅游服务业务	24107.68	21166.54	12.20	24807.34	22810.63	8.05	30940.74	25924.98	16.21
其他业务及合并抵消	-11631.03	-12450.79	-7.05	-5161.92	-7126.35	-38.06	-2069.57	-11077.79	-435.27
合计	105575.89	54939.77	47.96	118738.92	63857.36	46.22	135748.35	68039.38	49.88

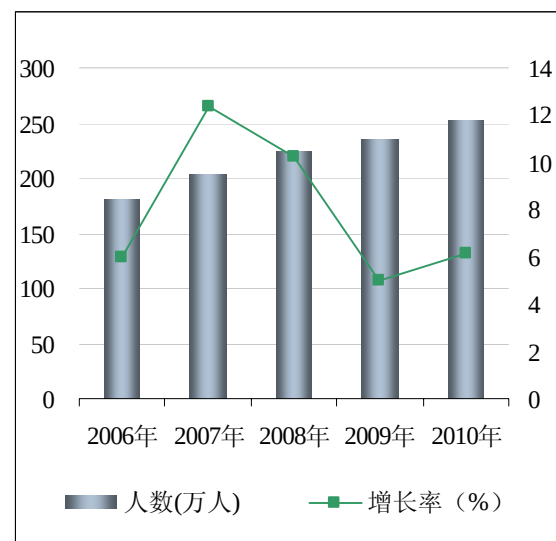
资料来源: 公司提供

在各项收入中, 门票收入是公司收入占比最大、稳定性最强的一项, 其主要来自于黄山旅游景区的门票款。从近年来的经营情况来看, 这部分收入基本保持在4亿元左右, 具有较高的稳定性。对于收入的门票款, 公司下属股份公司与黄山旅游风景区管委会签订了关于授权股份公司管理黄山风景区门票事宜的协议, 按照如下方式进行分成: 即每年门票收入在扣除相关规费后(约15%左右), 股份公司留存50%, 另外50%上交管委会。在账务处理上, 公司将门票收入全额反映为营业收入, 扣除的相关费用和管委会的分成部分则反映为门票业务的营业成本。2007~2009年, 公司门票营业收入分别为4.13亿元、4.21亿元和4.42亿元, 毛利率均在40%以上, 收入及利润水平比较稳定, 毛利率水平高。

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, 2006~2010年, 景区游客人次保持增长趋势, 年均复合增长8.58%。近年来的游客人次增加没有带动门票收入的同比增长, 主要是由于近年来团体购票占比明显提高, 而团体购票需提供9.5折的优惠, 因此旅游人次的增长没有带动门票收入的同比增长。

从价格上来看, 尽管近年来保持持续上升态势, 但由于景区门票由政府统一定价, 短期内不会有大幅变动, 但长远来看, 旅游景区门票价格上涨在中国境内是大趋势, 预计未来门票价格仍有一定上升空间。

图6 2006~2010年景区游客量和增幅



资料来源: 公司提供

索道是旅游景区上下山的主要途径, 承载着80%以上的上下山客源, 其与门票具有高度的正相关性。公司索道收入是继门票之后的又一个稳定收入来源, 截至2010年9月底, 公司拥有四条索道资产, 其剩余使用年限均在15~20年, 运行状况良好。2007~2009年, 公司索道收入分别为2.26亿元、2.83亿元和3.21亿元, 年均复合增长19.36%, 其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, 因此索道业务保持了较高的毛利水平, 三年均在70%以上。

酒店管理是旅游板块的另一主要收入来源, 公司下属酒店、商务旅馆等20家, 在整个黄山市酒店企业中排名第一, 市场占有率在40%左右; 公司经营黄山风景区内所有酒店旅

馆，在景区内具有垄断性。2007~2009年，公司酒店管理收入分别为2.93亿元、2.87亿元和3.06亿元，年均复合增长2.18%，近三年由于市场竞争激烈等原因，酒店管理业务盈利能力逐年下降，但仍保持较高水平。

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，2007~2009年，公司旅游服务业务收入分别为2.41亿元、2.48亿元和3.09亿元，这部分业务大多为代销产品，盈利能力不强。

综合来看，公司旅游板块业务量均直接或间接来源于游客的增长量。从增长驱动因素上来看，主要有三个方面：一是旅游产品作为一种富于弹性的消费品，其消费量对居民可支配收入保持较高的敏感性，近年来，随着中国居民生活水平的不断提高和可支配收入的不断增长，人们用于旅游方面的消费明显增多，对整个旅游产业都产生了巨大的推动作用；二是黄山市近年来新建通车了三条高速公路，周边的交通环境的明显改善促进了旅游客源的增长；三是随着中国对外发展的持续深化，黄山在国际上的知名度进一步提高，国际客源成为近年来游客增长的重要驱动因素。未来，随着在建的高速公路的建成通车，和京福高铁、黄杭高铁、赣皖铁路改造项目的建成通车，公司的外部环境将日益优化，预计国际和国内客源均会有一定程度的增长，公司旅游板块未来发展前景良好。

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投资前景的商业地产。由于黄山景区内的开发要上报国务院批准，并且也不符合国家的相关产业政策，因此公司的旅游地产开发目前立足于黄山市内。

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，该公司成立于2007年1月，注册资本2000万元，截至2010年9月底，该公司拥有土地储备428亩，均为黄山市内的优质

地段，未来面临一定的升值空间。

天都房地产开发有限公司成立以来主要负责投资建设“黄山旅游广场”项目，该项目总建筑面积14万平方米，主要建设大型综合商业广场、高星级酒店、标准写字楼和精品住宅等。该项目2008年开始预售，2008~2009年分别实现销售收入4051.07万元和11000万元，在账务处理上，该项业务收入成本匹配性不尽合理，毛利率参考意义不大。

2. 经营效率

2007年~2009年，公司资产总额和营业收入均呈稳步增长态势，分别年均复合增长15.27%和13.39%。

从经营效率指标看，2007年~2009年，公司销售债权周转次数、存货周转次数总体呈下降趋势，三年平均值分别为19.54次和1.25次，2009年分别为10.12次和8.47次；公司总资产周转次数分别为0.81次、0.43次和0.43次。

总体来看，公司经营效率尚可。

3. 未来发展规划及主要投资项目

“十二五”期间是公司实现跨越发展、做大做强的关键时期。在旅游板块方面公司将立足现有资源，并积极整合黄山市内的其它旅游资源，发挥联动效应，积极做大做强旅游产业。同时公司还将积极发展旅游商品物流业务，形成公司自己的农产品、旅游产品品牌。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2007年~2009年度财务报表均已经芜湖徽瑞会计师事务所审计，并均出具了无保留审计意见，公司财务报表按照《企业会计准则》和有关规定及补充规定编制。公司2010年前三季度报表未经审计。

截至2009年底，公司（合并）资产总额347255.06万元，所有者权益合计197943.73万

元（其中少数股东权益 77275.87 万元）。2009 年公司实现营业收入 135748.35 万元，利润总额 47060.52 万元。

截至 2010 年 9 月底，公司（合并）资产总额 402354.68 万元，所有者权益合计 198726.73 万元（其中少数股东权益 86617.40 万元）。2010 年 1~9 月，公司实现营业收入 118454.16 万元，利润总额 30430.07 万元。

2. 资产质量

2007 年~2009 年，公司资产总额年均复合增长 15.27%。截至 2009 年底，公司资产总额 347255.06 万元，较上年增长 21.15%，其中流动资产占 46.81%，非流动资产占 53.19%。

2007 年~2009 年，公司流动资产年均复合增长 26.72%。截至 2009 年底，公司流动资产 162565.01 万元，较上年大幅增长 46.72%，主要来自存货的大幅增加。流动资产构成主要以货币资金（占 33.09%）、其他应收款（占 16.85%）和存货（占 43.61%）为主。

截至 2009 年底，公司货币资金 53795.42 万元，较上年增长 15.54%，主要为银行存款（占 92.75%），货币资金充足。

截至 2009 年底，公司其他应收款余额为 29544.63 万元，主要为应收黄山市非税收入征收管理局款项 8562.00 万元；公司应收账款余额账龄在 1 年以内的占 65.74%，1~3 年的占 19.61%，3 年以上的占 14.65%。2009 年底公司对其他应收款提取 2150.77 万元坏账准备，其中对 3 年以上的其他应收款计提比例达到 44.47%，计提较为充分。

截至 2009 年底，公司存货余额 70900.79 万元，较上年大幅增长 87.24%；公司存货主要为旅游地产开发成本（占 96.32%）。2009 年底，公司未对存货计提存货跌价准备。

2007 年~2009 年，公司非流动资产年均复合增长 7.40%。截至 2009 年底，公司非流动资产 184690.05 万元，较上年增长 5.03%。非流动资产构成以长期股权投资（占 34.26%）和固定

资产（占 55.48%）为主。

截至 2009 年底，公司长期股权投资净额 63282.22 万元，主要是对黄山长江徽杭高速公路有限责任公司（以下简称“徽杭高速”）50643.00 万元的股权投资和华安证券有限责任公司（以下简称“华安证券”）10000.00 万元的股权投资，目前徽杭高速经营状况一般，华安证券经营逐渐步入良性循环。2009 年底，公司对长期股权投资提取减值准备 7003.62 万元，计提较为充分。

截至 2009 年底，公司固定资产原价 159125.35 万元，主要为房屋建筑物（占 63.85%）和索道设备（占 19.29%）。公司计提累计折旧合计 56261.94 万元，提取减值准备 398.95 万元，固定资产净值 102464.56 万元。

截至 2010 年 9 月底，公司资产总额 402354.68 万元，较 2009 年底增长 15.87%，主要来自流动资产的增加。资产构成中，流动资产合计占 53.08%，非流动资产合计占 46.92%。与 2009 年底相比，流动资产占比增加了 6.27 个百分点，流动资产构成与 2009 年底相比，其他应收款占比增加了 4.96 个百分点；非流动资产构成中，在建工程占比增加了 2.63 个百分点，固定资产占比减少了 3.82 个百分点。

总体看，公司资产规模稳步增长，资产构成变化不大。流动资产中，货币资金较为充足；其他应收款和存货占比较大，存货以旅游地产开发成本为主；非流动资产中，以固定资产和长期股权投资为主。总体看，公司整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益方面，2007 年~2009 年，公司所有者权益合计年均复合增长 12.82%。截至 2009 年底，公司所有者权益合计 197943.73 万元，较上年增长 17.04%，主要由于未分配利润增加所致。公司归属于母公司所有者权益 120667.86 万元，其中实收资本占 69.45%，资本公积占 2.80%，未分配利润占 27.75%。截至

2009 年底，公司少数股东权益 77275.87 万元，占所有者权益合计比重较高，为 39.04%。

负债方面，2007 年~2009 年，公司负债总额年均复合增长 18.76%。截至 2009 年底，公司负债总额 149311.33 万元，较上年增长 27.05%。负债构成中，流动负债占 80.89%，非流动负债占 19.11%。公司负债以流动负债为主。

2007 年~2009 年，公司流动负债年均复合增长 15.32%。截至 2009 年底，公司流动负债 120775.79 万元，较上年增长 24.03%，主要为短期借款（占 46.15%）、其他应付款（占 24.23%）和预收账款（占 17.12%）。

截至 2009 年底，公司短期借款 55738.21 万元，较上年增长 80.32%。短期借款主要为信用借款（占 93.85%）。

截至 2009 年底，公司其他应付款 29259.43 万元，较上年下降 36.83%，主要为应付关联方黄山风景区管委会款项 17885.67 万元。

截至 2009 年底，公司预收账款 20680.31 万元，较上年大幅增加 19476.30 万元，主要是下属子公司黄山旅游玉屏旅游地产开发有限公司开发的商品房本年开预售所收取的预收款增加所致。

2007 年~2009 年，公司非流动负债年均复合增长 37.76%。截至 2009 年底，公司非流动负债 28535.54 万元，较上年大幅增长 41.68%，主要为长期借款（占 81.51%）和长期应付款（占 17.32%）。

截至 2009 年底，公司长期应付款 4941.15 万元，较上年增长 52.37%，主要为应付普佳（香港）有限公司的股东借款本息 4409.19 万元。

截至 2009 年底，公司债务总额 79023.88 万元，其中短期债务占 70.53%，债务期限结构有待改善。

2007 年~2009 年，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均呈逐年上升趋势，2009 年底分别为 43.00%、10.53% 和 28.53%，公司债务负担较轻。

截至 2010 年 9 月底，公司所有者权益合计

198726.73 万元，较 2009 年底增长 0.40%，其中归属于母公司所有者权益合计占 56.41%。与 2009 年相比，归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占比增加了 5.30 个百分点，未分配利润占比减少了 5.52 个百分点。

截至 2010 年 9 月底，公司负债合计为 203627.95 万元，其中流动负债占 80.28%，非流动负债占 19.72%。负债构成与 2009 年底相比变化不大，仍以流动负债为主。与 2009 年底相比，流动负债构成中，预收款项占比增加了 3.14 个百分点；非流动负债构成中，长期借款占比减少了 7.13 个百分点，长期应付款占比增加了 6.58 个百分点。

截至 2010 年 9 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 50.61%、34.67% 和 13.08%，负债水平较 2009 年底有所增加，但仍处于适宜水平。

总体看，公司负债以流动负债为主，债务期限结构有待改善，负债水平呈逐年上升趋势，债务负担较轻。

4. 盈利能力

2007 年~2009 年，公司营业收入呈逐年增长趋势，年均复合增长率为 13.39%。2009 年公司实现营业收入 135748.35 万元，较上年增长 14.33%。近三年，公司营业成本年均复合增长 11.29%，低于营业收入的增长速度，2009 年公司营业成本为 68039.38 万元，较上年增长 6.55%。2009 年公司营业利润率为 46.49%，高于上年水平（42.24%）。

2009 年，公司三项费用（销售费用、管理费用和财务费用）合计 20126.25 万元，占营业收入的 14.83%，期间费用较高。

2007 年~2009 年，公司利润水平呈逐年增长趋势，利润总额和净利润年均复合增长率分别为 33.09% 和 46.59%。2009 年，公司实现利润总额 47060.52 万元和净利润 35295.39 万元，分别较上年大幅增长 66.48% 和 73.90%。2009 年，公司净资产收益率为 17.83%。

2010年1~9月，公司实现营业收入118454.16万元，利润总额30430.07万元，净利润22170.31万元；公司营业利润率为36.28%。

总体看，近年来公司营业收入和利润水平均逐年增长，盈利能力强。

5. 现金流

从经营活动看，2007年~2009年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生现金流入均分别呈上升趋势，2009年分别为151014.80万元和166834.58万元；购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出均分别呈上升趋势，2009年分别为56318.48万元和155441.56万元。2007年~2009年，经营活动产生的现金流量净额分别为24669.23万元、15201.70万元和11393.02万元。

从收入实现质量指标看，2007年~2009年，公司现金收入比率呈逐年上升趋势，2009年为111.25%，收入实现质量正常。

从投资活动看，2007年~2009年，公司投资活动现金流入分别为22189.03万元、8744.60万元和4139.45万元；公司投资规模逐年下降，投资活动现金流出分别为39730.19万元、35309.75万元和16482.06万元，主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金；近三年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-17541.17万元、-26565.14万元和-12342.61万元。

从筹资活动前现金流量净额看，2007年~2009年分别为7128.06万元、-11363.44万元和-949.60万元，目前公司对外部融资需求程度不高。

从筹资活动看，2007年~2009年，公司筹资活动现金流入呈波动趋势，2009年为50210.86万元，主要是取得借款收到的现金；筹资活动现金流出亦呈波动趋势，2009年为42026.77万元，主要是偿还债务支付的现金；近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额呈增长趋势，分别为12910.27万元、6455.88万元

和8184.09万元。

2007年~2009年，公司现金及现金等价物净增加额分别为20024.63万元、-4907.56万元和7234.49万元。

2010年1~9月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为27444.42万元、-31368.22万元和17835.96万元，现金及现金等价物净增加额为13912.16万元。

总体看，公司现金流状况较好，经营活动获取现金能力较强，收入实现质量正常；由于公司投资规模逐年下降，对外融资需求程度不高。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2007年~2009年，公司流动比率呈增长趋势，速动比率呈波动态势，三年加权平均值分别为123.73%和80.34%，2009年分别为134.60%和75.90%，较上年均有所增长，指标良好；近三年经营现金流流动负债比呈下降趋势，分别为27.16%、15.61%和9.43%。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2007~2009年，公司EBITDA随利润增长快速提高，分别为37414.02万元、39461.00万元和58218.51万元，全部债务/EBITDA分别为0.98倍、1.21倍和1.36倍。总体看，公司对全部债务的保护能力强。

截至2010年9月底，公司无对外担保。

截至2010年9月底，公司无重大应披露的未决诉讼事项。

公司与各家银行保持着密切的合作关系。截至2010年9月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为28.75亿元，尚未使用的额度为18.25亿元。公司间接融资渠道较为畅通。

八、本期中期票据偿债能力分析

公司计划发行的本期中期票据额度2亿

元，是2010年9月底公司债务总额105470.96万元的18.96%，对公司现有债务有较大影响。

以2010年9月底财务数据为基础，不考虑其他因素的情况下，本期中期票据发行后，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为52.95%、20.07%和38.70%，与2010年9月底的50.61%、13.08%和34.67%相应将均有明显上升，公司债务负担将加重，负债水平处于合理范围。考虑到公司本期中期票据募集资金部分用于调整债务结构，公司实际债务比率可能小于上述模拟值。

2007~2009年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据发行额度的5.87倍、6.40倍和8.43倍；经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据发行额度的1.23倍、0.76倍和0.57倍。公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据覆盖程度尚可。

2007~2009年，公司EBITDA分别为37414.02万元、39461.00万元和58218.51万元，为本期中期票据的1.87倍、1.97倍和2.91倍，对本期中期票据覆盖能力较强。

总体分析，公司对本期中期票据具有较强的保障能力。

九、综合评价

黄山风景区旅游资源具有不可复制性，作为景区的唯一经营主体，公司在景区范围内具有垄断经营权，同时较强的政府背景，也使得公司能够在政策上获得管委会较大的支持；此外，公司拥有旅游商务酒店近20家，是黄山市最大的旅游商务酒店管理企业。公司资产规模稳步增长，资产质量良好，债务负担较轻，营业收入和利润水平均逐年增长，盈利能力强，现金流状况较好，经营活动获取现金能力较强。

近年来，受市场竞争激烈的影响，公司酒店管理业务板块盈利能力逐年下降；公司涉足旅游地产行业，未来几年资本支出规模较大，仍存在一定的资金压力。未来随着在建的高速

公路的建成和京福高铁、黄杭高铁、赣皖铁路改造项目的建成通车，公司的外部环境将日益优化，预计国际和国内客源均会有一定程度的增长，公司旅游板块发展前景良好。

公司计划发行的本期中期票据额度2亿元，对2010年9月底债务结构有较大影响，2009年公司经营活动产生的现金流入量为本期中期票据发行额度的8.34倍；EBITDA为本期中期票据的2.91倍，对本期中期票据保护能力较强。

总体来看，公司本期中期票据到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 资产负债表（资产）

（单位：万元）

资产	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~9 月
流动资产：					
货币资金	51468.49	46560.93	53795.42	2.24	67707.58
交易性金融资产					
应收票据					
应收账款	5019.47	8659.18	5232.65	2.10	5144.00
预付账款	16434.32	7686.80	3976.43	-50.81	2913.90
应收保费					
应收分保账款					
应收分保合同准备金					
应收利息	830.31	659.66	0.00	-100.00	0.00
应收股利					
其他应收款	16653.28	9321.53	27393.86	28.26	46594.80
待摊费用					
存货	10751.28	37867.24	70900.79	156.80	90329.68
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	7.22	--	0.00
其他流动资产	84.13	44.53	1258.65	286.79	897.94
流动资产合计	101241.29	110799.87	162565.01	26.72	213587.91
非流动资产：					
发放贷款及垫款					
可供出售金融资产					
持有至到期投资	410.00	450.00	450.00	4.76	2000.00
长期应收款	0.00	0.00	2640.00	--	3080.00
长期股权投资	63511.66	63441.14	63282.22	-0.18	63177.76
投资性旅游地产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
固定资产净额	75809.20	99159.98	102464.56	16.26	97511.96
在建工程	10371.56	2770.51	5710.76	-25.80	10805.72
工程物资					
固定资产清理					
无形资产	1658.60	2099.61	1885.44	6.62	1939.21
开发支出					
商誉	0.00	0.00	599.74	--	0.00
长期待摊费用	2713.76	2646.56	2916.47	3.67	5768.94
递延所得税资产	2390.27	2371.29	2354.63	-0.75	2348.70
其他非流动资产	3256.55	2899.49	2385.42	-14.41	2132.61
非流动资产合计	160121.60	175838.58	184690.05	7.40	188766.76
资产总计	261362.89	286638.46	347255.06	15.27	402354.68

附件 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~9 月
流动负债：					
短期借款	25510.00	30910.00	55738.21	47.82	75570.00
应付账款	2845.18	3040.64	3295.82	7.63	4652.14
预收款项	883.47	1204.01	20680.31	383.82	33123.18
卖出回购金融资产款					
应付手续费及佣金					
应付职工薪酬	3765.26	2865.10	2354.42	-20.92	2377.73
应交税费	11414.79	12247.86	8330.10	-14.57	4188.35
应付利息	0.84	8.38	666.04	2718.92	1060.24
应付股利	269.74	387.01	0.00	-100.00	0.00
其他应付款	45587.04	46320.43	29259.43	-19.89	41796.51
预提费用					
保险合同准备金					
代理买卖证券款					
代理承销证券款					
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	544.30	393.37	451.46	-8.93	695.80
流动负债合计	90820.62	97376.79	120775.79	15.32	163463.95
非流动负债：					
长期借款	11309.26	16648.75	23259.16	43.41	29874.46
应付债券	0.00	0.00	26.50	--	26.50
长期应付款	3512.94	3242.94	4941.15	18.60	9596.58
专项应付款	0.00	0.00	56.00	--	126.60
递延收益					
预计负债	0.00	0.00	3.88	--	0.00
递延所得税负债	215.07	249.16	248.84	7.56	539.86
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
非流动负债合计	15037.27	20140.85	28535.54	37.76	40164.00
负债合计	105857.90	117517.65	149311.33	18.76	203627.95
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	83806.51	83806.51	83806.51	0.00	83806.51
资本公积	3384.56	3384.56	3384.56	0.00	3384.56
专项储备					
盈余公积					
未分配利润	2072.36	10131.65	33476.80	301.92	24918.26
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	89263.43	97322.72	120667.86	16.27	112109.33
少数股东权益	66241.57	71798.09	77275.87	8.01	86617.40
所有者权益合计	155505.00	169120.81	197943.73	12.82	198726.73
负债和所有者权益（或股东权益）	261362.89	286638.46	347255.06	15.27	402354.68

附件 2 利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	增长率(%)	2010 年 1~9 月
一、营业收入	105575.89	118738.92	135748.35	13.39	118454.16
其中: 主营业务收入					
减: 营业成本	54939.77	63857.36	68039.38	11.29	70685.98
其中: 主营业务成本					
营业税金及附加	4070.68	4725.91	4603.51	6.34	4793.55
销售费用	932.58	819.81	1367.74	21.10	2169.65
管理费用	16646.78	18568.43	16696.13	0.15	12354.21
财务费用	2272.99	2139.89	2062.39	-4.75	2280.45
资产减值损失	317.34	0.00	11.47	-80.99	0.00
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)	0.12	0.00	0.00	-100.00	0.00
投资收益 (损失以“—”号填列)	17.76	-159.11	101.04	138.55	2005.75
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	-96.04	0.00	--	0.00
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	26413.62	28468.40	43068.78	27.69	28176.07
加: 营业外收入	547.66	788.99	4125.86	174.48	2472.44
减: 营业外支出	391.59	879.53	134.12	-41.48	218.44
其中: 非流动资产处置损失	0.00	-22.52	0.00	--	0.00
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	26569.69	28377.86	47060.52	33.09	30430.07
减: 所得税费用	10145.50	7971.20	11765.13	7.69	8259.76
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	16424.19	20406.66	35295.39	46.59	22170.31
其中: 归属于母公司所有者的净利润	6556.30	8059.29	23345.14	88.70	9793.71
少数股东损益	9867.90	12347.37	11950.25	10.05	12376.59

附件 3 现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	增长率(%)	2010 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	106732.93	116916.00	151014.80	18.95	124971.99
收到的税费返还	0.00	2.84	0.41	--	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	10708.13	11179.32	15819.37	21.55	13406.70
经营活动现金流入小计	117441.06	128098.16	166834.58	19.19	138378.69
购买商品、接受劳务支付的现金	32235.90	43749.12	56318.48	32.18	41991.71
支付给职工以及为职工支付的现金	12473.62	14197.75	15443.30	11.27	12948.81
支付的各项税费	12411.17	15282.48	18232.21	21.20	17183.49
支付其他与经营活动有关的现金	35651.14	39667.11	65447.57	35.49	38810.26
经营活动现金流出小计	92771.83	112896.46	155441.56	29.44	110934.27
经营活动产生的现金流量净额	24669.23	15201.70	11393.02	-32.04	27444.42
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	476.28	0.00	0.00	-100.00	0.00
取得投资收益收到的现金	2822.82	2878.49	2227.27	-11.17	2200.99
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	594.90	5151.42	45.98	-72.20	48.49
收到其他与投资活动有关的现金	18295.02	714.69	1866.20	-68.06	168.85
投资活动现金流入小计	22189.03	8744.60	4139.45	-56.81	2418.34
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	32635.81	27133.98	14681.25	-32.93	11550.42
投资支付的现金	6297.21	182.00	1688.79	-48.21	0.26
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	7193.58	0.00	--	
支付其他与投资活动有关的现金	797.18	800.19	112.02	-62.51	22235.89
投资活动现金流出小计	39730.19	35309.75	16482.06	-35.59	33786.56
投资活动产生的现金流量净额	-17541.17	-26565.14	-12342.61	-16.12	-31368.22
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	30107.00	0.00	150.00	-92.94	0.00
取得借款收到的现金	16390.00	22657.83	47621.04	70.46	45554.74
收到其他与筹资活动有关的现金	3800.05	2844.88	2439.82	-19.87	11379.23
筹资活动现金流入小计	50297.05	25502.71	50210.86	-0.09	56933.97
偿还债务支付的现金	25387.00	7771.21	21916.81	-7.09	19036.70
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11999.12	11255.12	8590.00	-15.39	3891.41
支付其他与筹资活动有关的现金	0.66	20.50	11519.96	13109.10	16169.89
筹资活动现金流出小计	37386.78	19046.83	42026.77	6.02	39098.01
筹资活动产生的现金流量净额	12910.27	6455.88	8184.09	-20.38	17835.96
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-13.70	0.00	0.00	-100.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	20024.63	-4907.56	7234.49	-39.89	13912.16
加: 期初现金及现金等价物余额	31443.86	51468.49	46560.93	21.69	53795.42
六、期末现金及现金等价物余额	51468.49	46560.93	53795.42	2.24	67707.58

附件 4 主要财务指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数（次）	21.03	17.36	19.54	19.19	
存货周转次数（次）	10.22	2.63	1.25	3.46	
总资产周转次数（次）	0.81	0.43	0.43	0.51	
现金收入比（%）	101.10	98.46	111.25	105.38	105.50
盈利能力					
营业利润率（%）	44.11	42.24	46.49	44.74	36.28
总资本收益率（%）	10.97	10.83	13.49	12.19	
净资产收益率（%）	10.56	12.07	17.83	14.65	
财务构成					
长期债务资本化比率（%）	6.78	8.96	10.53	9.31	13.08
全部债务资本化比率（%）	19.14	21.95	28.53	19.14	34.67
资产负债率（%）	40.50	41.00	43.00	40.50	50.61
偿债能力					
流动比率（%）	111.47	113.78	134.60	123.73	130.66
速动比率（%）	99.64	74.90	75.90	80.34	75.40
经营现金流动负债比（%）	27.16	15.61	9.43	14.83	
全部债务/EBITDA（倍）	0.98	1.21	1.36	1.24	
筹资前现金流量净额债务保护倍数（倍）	0.19	-0.24	-0.01	-0.04	
筹资前现金流量净额利息偿还能力（倍）	1.52	-3.71	-0.46	-1.04	
本期中期票据偿债能力					
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.87	1.97	2.91	2.42	
经营活动现金流入量偿债倍数（倍）	5.87	6.40	8.34	7.27	
经营活动现金流量净额偿债倍数（倍）	1.23	0.76	0.57	0.76	
筹资活动前现金流量净额偿债倍数（倍）	0.36	-0.57	-0.05	-0.12	

附件 5 有关指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
本期中期票据偿债能力	
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额

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 + 一年内到期的长期负债 + 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
 筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额
 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 6 中长期债券信用等级的定义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，中长期债券信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

注：主体长期信用等级含义同中长期债券信用等级

联合资信评估有限公司关于 黄山旅游集团有限公司 2011 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

黄山旅游集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。黄山旅游集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，黄山旅游集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注黄山旅游集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现黄山旅游集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如黄山旅游集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至黄山旅游集团有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送黄山旅游集团有限公司、主管部门、交易机构等。

