

跟踪评级公告

联合[2011] 963 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持黄山旅游集团有限公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，维持“11黄山MTN1” AA⁻的信用等级。

特此公告。



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: AA⁻ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 黄山 MTN1	2 亿元	2011/6/29-2016/6/29	AA ⁻	AA ⁻

跟踪评级时间: 2011 年 12 月 23 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	11 年 9 月
现金类资产(亿元)	5.38	6.09	6.20
资产总额(亿元)	34.73	39.85	49.15
所有者权益(亿元)	19.79	20.73	23.15
短期债务(亿元)	5.57	7.62	11.28
全部债务(亿元)	7.90	9.48	14.28
营业收入(亿元)	13.57	17.12	13.74
利润总额(亿元)	4.71	3.67	4.61
EBITDA(亿元)	5.82	5.07	--
经营性净现金流(亿元)	1.14	0.53	-0.67
营业利润率(%)	46.49	36.72	39.41
净资产收益率(%)	17.83	14.00	--
资产负债率(%)	43.00	47.97	52.90
全部债务资本化比率(%)	28.53	31.38	38.16
流动比率(%)	134.60	111.18	109.50
全部债务/EBITDA(倍)	1.36	1.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	28.23	14.21	--
经营现金流流动负债比(%)	9.43	3.09	--

注: 2011 年三季度报表未审计。

分析师

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

黄山旅游集团有限公司(以下简称“公司”)是黄山旅游景区的唯一经营主体。跟踪期内,公司在景区范围内继续保持垄断经营权,并且资产整体质量和盈利能力呈现出良好的态势。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“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。

未来随着京福高铁、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,公司旅游板块发展前景良好。

公司于 2011 年 6 月发行“11 黄山 MTN1”2 亿元中期票据,该中票无担保。公司对待偿还中期票据具有较好的保障能力。

综合分析,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁻,评级展望为稳定,并维持“11 黄山 MTN1”的信用等级为 AA⁻。

优势

1. 跟踪期内,公司在景区范围内继续保持垄断经营权,竞争优势较为明显。
2. 跟踪期内,公司资产整体质量和盈利能力呈现良好的态势。

关注

1. 受公司下属西海饭店停业维修的影响,酒店管理业务板块盈利能力下降。
2. 公司涉足旅游地产行业,未来几年资本支出规模较大,存在一定的资金压力。

一、企业概况

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2011年9月底，公司注册资本8.38亿元。

公司下属黄山旅游发展股份有限公司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，公司目前拥有其41.95%的股份，为第一大股东。

截至2011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，下辖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2010年底，公司合并资产总额为39.85亿元，所有者权益合计为20.73亿元。2010年公司实现营业收入17.12亿元，利润总额3.67亿元。

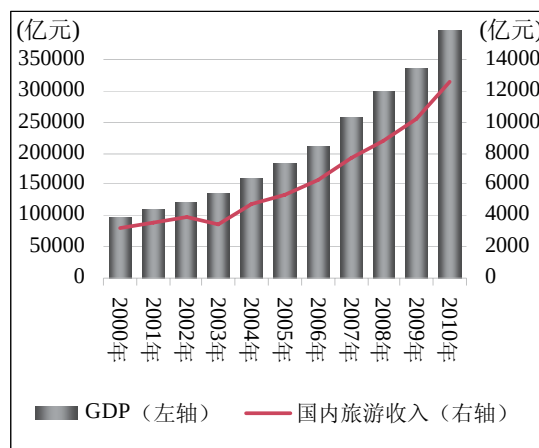
截至2011年9月底，公司合并资产总额为49.15亿元，所有者权益合计为23.15亿元。2011年1~9月，公司实现营业收入13.74亿元，利润总额4.61亿元。

公司注册地址：黄山风景区温泉；法定代表人：许继伟。

二、行业分析

2010年中国旅游经济呈现又好又快的增长态势：三大市场全面增长，国内市场主体地位进一步突出；旅游投资规模扩大。2010年全年旅游业总收入1.57万亿元，同比增长21.7%。

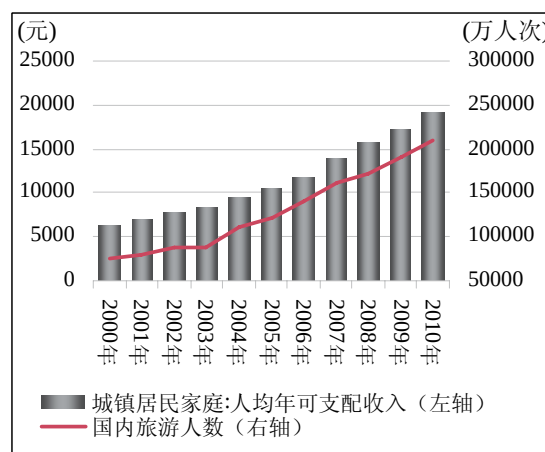
图1 2000~2010年GDP与国内旅游收入



数据来源：国家旅游局和国家统计局

2010年以来国内旅游保持平稳较快增长，全年旅游人数21亿人次，同比增长10.06%；国内旅游收入1.26万亿元，同比增长23.5%；国内旅游市场增速城镇高于农村。

图2 2000~2010年人均可支配收入与国内旅游人数

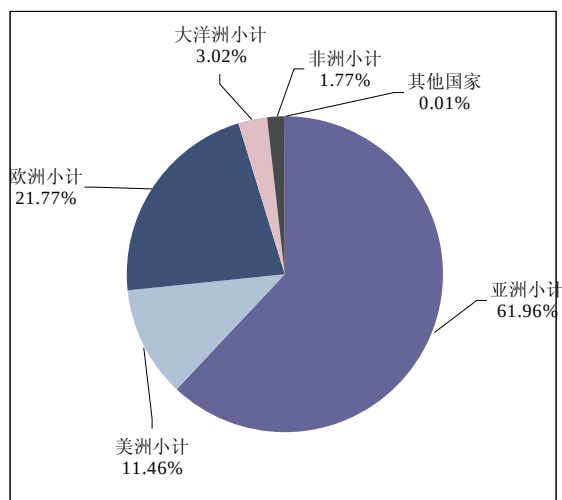


数据来源：国家旅游局和国家统计局

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。

随着中国居民可支配收入持续增长，酒店业成为旅游行业中增幅较大的子行业之一。截至2010年底，国家旅游局星级饭店统计系统共有13652家星级饭店注册账户信息，行业竞争较为激烈。

图3 2010年中国入境旅游客源地分布



资料来源：国家旅游局

随着经济形势的渐渐好转及流感疫情的消散,2010年以来全国酒店业经营情况有所好转。2010年4月1日起,国家旅游局根据新的《旅游统计调查制度》执行《星级饭店统计管理系统》,截至2011年9月底共有13332家星级饭店填报基础信息,其中上报2011年第三季度经营情况统计数据的有11132家。根据国家旅游局公布的信息,11132家星级饭店数量、平均房价及平均出租率如表1所示。2011年第三季度全国星级饭店平均房价294.35元/间夜,平均出租率为64.00%。

表1 2011年第三季度全国星级饭店经营情况统计表
(按星级分)

星级	饭店数量	平均房价(元/间夜)	平均出租率(%)
合计	11132	294.35	64.00
一星级	202	111.36	54.62
二星级	3552	145.69	61.12
三星级	5037	206.76	64.40
四星级	1856	344.11	65.56
五星级	485	661.73	63.56

资料来源：国家旅游局

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。

2010年7月,国务院办公厅发布《贯彻落实国务院加快发展旅游业意见重点工作分工方案》,明确提出“推动旅游产品多样化发展”、“合理利用民族村寨、古村古镇,建设特色景观旅游村镇”、“积极发展休闲度假旅游,引导城市周边休闲度假带建设”等,并由各部委落实相关工作,促进旅游业的发展。部分地方政府也相继出台了旅游业振兴的配套政策,以期通过发展旅游业来扩大内需。

2011年3月公布的《中国国民经济和社会发展规划十二五规划纲要》中提出,要全面发展国内旅游,积极发展入境旅游,有序发展出境旅游;坚持旅游资源保护和开发并重,加强旅游基础设施建设,推进重点旅游区、旅游线路建设;推动旅游业特色化发展和旅游产品多样化发展,全面推动生态旅游,深度开发文化旅游,大力发展红色旅游;完善旅游服务体系,加强行业自律和诚信建设,提高旅游服务质量。

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。

三、经营管理分析

跟踪期内,公司仍然以旅游业务为主。2010年,公司实现营业收入17.12亿元,同比增长26.16%;实现利润总额3.67亿元,同比下降22.08%,其中旅游业务是公司利润的主要来源。跟踪期内主要业务构成占比见下表:

表2 跟踪期内公司收入构成情况
(单位: 万元、%)

	2009 年			2010 年			2011 年 1~9 月		
	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	30558.95	20252.84	33.73	31978.51	25031.91	21.72	26102.41	19455.27	25.47
索道业务	32127.99	7997.15	75.11	33146.59	7836.28	76.36	27476.22	6070.27	77.91
门票	44190.24	24942.19	43.56	50922.18	29561.69	41.95	35719.09	23346.09	34.64
旅游服务业务	30940.74	25924.98	16.21	28982.99	26365.37	9.03	23354.79	21011.69	10.03
地产等其他业务	-2069.57	-11077.79	-435.27	26194.86	12169.1	53.54	24728.61	7937.75	67.9
合计	135748.35	68039.38	49.88	171225.13	100964.35	41.03	137381.12	77821.07	43.35

资料来源: 公司提供

2011年1~9月, 公司实现营业收入13.74亿元, 是上年全年的80.25%, 利润总额4.61亿元, 是2010年的1.26倍。2011年1~9月, 公司利润总额大幅增长, 主要原因是公司在编制合并报表时, 对股份公司实现的当前投资收益, 未办理抵消会计分录所致。该笔业务在年底合并集团报表是会做出相应的冲减调整。

1. 跟踪期内公司经营情况

旅游业务目前主要有景区门票、索道、旅行社、酒店等几项构成。

在各项收入中, 门票收入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成本后(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。2010年以及2011年1~9月, 公司门票营业收入分别为5.09亿元和3.57亿元, 近年来毛利率有所下降, 其原因是公司近年加大了市场的开发力度, 对新兴市场和特定市场在门票价格上采取了优惠政策, 而营业成本包含相关费用和付给管委会的分成保持不变, 导致毛利率有所下降。

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。

公司索道收入是继门票之后的又一个稳定收入来源, 截至2011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。2010年以及2011年1~9月, 公司索道收入分别为33.31亿元和2.75亿元, 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, 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。2010年以及2011年1~9月, 公司酒店管理收入分别为3.20亿元和2.61亿元, 跟踪期内由于西海饭店拆除重建等原因, 酒店管理业务盈利能力有所下降。

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, 2010年以及2011年1~9月, 公司旅游服务业务收入分别为2.90亿元和2.34亿元, 这部分业务大多为代销产品, 盈利能力不强。

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, 截至2011年9月底, 该公司拥有土地储备136.5亩, 均为黄山市内的优质地段, 未来面临一定的升值空间。

目前公司的房地产板块开发运行良好, 天

都房地产公司开发的黄山旅游广场项目已基本销售完毕，正着手开发二期天都首郡项目。玉屏房地产公司开发的玉屏府项目，销售率达到50%。

2010年以及2011年1~9月，分别实现销售收入33608.89万元和19376.38万元，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. 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。公司计划在整个“十二五”期间投资九个大项目，总投资额103.60亿元，其中2012年投资额为27.04亿元，具体投资项目见下表，总体来看，公司未来面临一定的资金压力。

表3 公司“十二五”期间投资计划
(单位: 万元)

项目名称	项目概况	建设期	总投资	2012年	已投资规模	项目进度
黄山石门水利风景区开发项目	景区开发，建设石门度假旅游区	2011-2015	30000	25000	450	除险加固前期规划
天都房地产齐云大道南侧地块开发项目	占地 25.08 亩，住宅、商业服务设施等	2011-2012	17000	10000	5000	支付前期土地款、规划设计中
天都地产城东地块开发项目	用地面积约 77355.95 m ² ；建设居住、商服设施（接待、餐饮）文化、娱乐）等	2011-2014	100000	60000	42000	支付前期土地款、规划设计通过
黄山风景区供水系统改造提升工程	供水管网改造及高山提水调度自动化中心控制系统综合改造等	2010-2015	4000	1400	200	供水管网、除险加固正在推进
黄山南大门综合整治工程	黄山大门至问津桥南侧地块整治改造、中外运黄山建国酒店以下至汤泉桥西侧地块环境整治改造等	2011-2013	25000	16000	6000	已完成原有经营性用户的拆迁、河道整治工作
温泉地段整治改造	规划面积 51.4 公顷，建设集旅游、休闲、健身、疗养和住宿为一体的温泉养生谷	2007-2012	50000	7000		谋划中
旅游地产开发项目等	积极参与屯溪中心城区以及周边县区的土地竞拍，取得开发权。拟在“十二五”期间，按每年 60—80 亩的规模，征地 300—400 亩，开发房地产及其配套项目	2011-2015	780000	140000	40000	环评报告申报中
松谷文化旅游项目	以松谷禅林为中心，以禅修文化为主干打造松谷文化旅游项目；以松谷禅林为中心，连接翡翠池，开发温泉眼		15000	6000		谋划中
市内旅游资源整合及开发	在黄山风景区周边及黄山市域范围内，通过收购、控股、参股等方式整合旅游资源，投资开发资源性项目	2011-2015	15000	5000	2800	已完成谢裕大 12% 的股权收购
合计			1036000	270400	96450	

资料来源：公司提供

四、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2010年度财务报表经芜湖徽瑞会计师事务所审计，并出具了无保留审计意见，公司财务报表按照《企业会计制度》和有关规

定及补充规定编制。公司2011年三季度报表未经审计。

截至2010年底，公司合并资产总额为39.85亿元，所有者权益合计为20.73亿元。2010年，公司实现营业收入17.12亿元，利润总额3.67亿元。

截至 2011 年 9 月底，公司合并资产总额为 49.15 亿元，所有者权益合计为 23.15 亿元。2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 13.74 亿元，利润总额 4.61 亿元。

2. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入呈逐年增长趋势，2010 年，公司实现营业收入 17.12 亿元，较 2009 年增长 26.13%，同期，公司实现营业成本 10.10 亿元，较 2009 年增长 48.39%；主要原因是房地产开发成本的增加和物价上涨引起的经营成本的上升。2010 年，公司营业利润率为 36.72%，较上年的 46.49% 有明显下降，主要原因是 2010 年公司加大市场的开发力度，对目标市场采取优惠政策，同时房地产开发成本增加，西海饭店停业维修均导致了盈利能力的下降。

从期间费用看，2009~2010 年，公司期间费用（营业费用、管理费用和财务费用）占营业收入的比例分别为 14.83% 和 16.24%，期间费用较高。

2010 年，公司营业利润、利润总额和净利润分别为 3.68 亿元、3.67 亿元和 2.90 亿元，较 2009 年分别下降 14.66%、21.91% 和 17.74%，受票价调整 and 成本上升的影响与去年相比均有不同程度的下降

公司 2011 年 1~9 月投资收益增幅较为明显，主要原因是公司在编制合并报表时，对股份公司实现的当前投资收益，未办理抵消会计分录所致。

2011 年 1~9 月，公司实现营业收入和利润总额分别为 13.74 亿元和 4.61 亿元，占 2010 年全年的比重分别为 80.23% 和 125.47%，考虑到投资收益的虚增原因，公司 2011 年 1~9 月的实际盈利能力要低于上述指标，但处于良好状态。

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。

3. 现金流

从经营活动看，跟踪期内，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，2010 年分别为 16.33 亿元和 19.44 亿元；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，2010 年分别为 7.08 亿元和 18.91 亿元。2009~2010 年，经营活动产生的现金流量净额分别为 1.14 亿元和 0.53 亿元。

从现金收入实现质量来看，2009~2010 年，公司现金收入比分别为 111.25% 和 95.38%，公司现金实现质量正常。

从投资活动看，2009~2010 年，公司投资活动现金流入分别为 0.41 亿元和 0.24 亿元，投资活动现金流出分别为 1.65 亿元和 4.12 亿元，主要是在建工程支付的现金；跟踪期内，公司投资活动产生的现金流量净流出量分别为 1.23 亿元和 3.88 亿元。2010 年，筹资活动前产生的现金流量净额为 -3.36 亿元，公司经营活动现金流量无法满足投资的资金需求，存在一定的对外融资需求。

从筹资活动现金流量净额看，2009~2010 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.82 亿元和 4.06 亿元，2010 年伴随借款规模的扩大而大幅增加。

2011 年 1~9 月，公司经营性和净现金流量分别为 15.74 亿元和 -0.67 亿元，分别占 2010 年全年的 80.97% 和 -126.99%；投资性现金流出和净流出量分别为 4.55 亿元和 3.33 亿元，分别占 2010 年全年的 110.45% 和 85.89%。

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；由于公司投资规模有所上升，存在一定的对外融资需求。

4. 资产质量

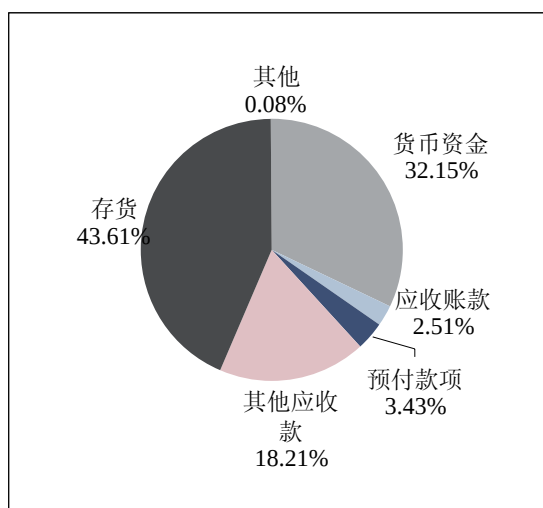
跟踪期内，公司资产总额快速增长，同比增长 14.77%，主要是其他应收款和存货和在建工程增加所致，2010 年底达到 39.85 亿元。其中流动资产占 47.49%，非流动资产占 52.51%。

截至 2010 年底，公司流动资产快速增长，

同比增长 16.42%；2010 年底为 18.93 亿元，以货币资金、存货和其他应收款为主。

截至 2010 年底，公司货币资金为 6.09 亿元，较 2009 年底增长 13.13%，主要是银行存款。

图 4 2010 年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

截至 2010 年底，公司其他应收款余额为 3.45 亿元，较 2009 年底增长 25.79%，主要是预付黄山市非税收入征收管理局土地出让金等款项；公司应收账款为 0.48 亿元，较 2009 年底下降 9.09%，其中账龄在 1 年以内的占 74.49%，1~3 年的占 4.68%，3 年以上的占 20.93%。2010 年底公司对其他应收款提取 1343.84 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 84.68%，计提较为充分。

截至 2010 年底，公司存货余额 8.25 亿元，较 2009 年底增长 16.42%，存货主要为旅游地产开发成本（占 84.05%）。2010 年底，公司未对存货计提存货跌价准备。

截至 2010 年，公司非流动资产同比增长 13.31%。截至 2010 年底，公司非流动资产 20.93 亿元。

截至 2010 年底，公司长期股权投资净额 6.26 亿元，较 2009 年底下降 1.03%，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”）5.06 亿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”）1.00 亿元的股权投资，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。2010 年底，公司对长期股权投资提取减值准备 0.70 亿元，计提较为充分。

截至 2010 年底，公司固定资产原价 16.54 亿元，主要为房屋建筑物和索道设备。公司计提累计折旧合计 6.05 亿元，提取减值准备 0.10 亿元，固定资产净值 10.37 亿元。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额为 49.15 亿元，较 2010 年底增长 23.34%，其中流动资产占 50.84%，非流动资产占 49.16%，其中存货同比增长 67.96%，主要是旅游地产开发成本；在建工程同比增长 160.30%，主要是在建的皇冠假日酒店工程。

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，但资产流动性一般。

5. 负债及所有者权益

所有者权益方面，截至 2010 年底，公司所有者权益为 20.73 亿元，较 2009 年底增长 4.75%，其中归属于母公司所有者权益占 64.89%，少数股东权益占 35.11%，所有者权益合计比重较高。截至 2010 年底，公司归属于母公司的所有者权益中股本占 62.29%、资本公积占 2.52%、盈余公积占 2.20%、未分配利润占 32.99%；所有者权益基本稳定。

负债方面，公司负债总额快速增长，截至 2010 年底为 19.12 亿元，同比增长 14.77%，主要是短期借款和其他应付款增加所致。同期，公司负债总额中流动负债占 89.03%，非流动负债占 10.97%。公司负债以流动负债为主。

截至 2010 年底，公司流动负债快速增长，同比增长 32.22%，2010 年底为 17.02 亿元，其中短期借款快速增长，同比增长 57.00%，2010

年底为 7.62 亿元，短期借款主要为信用借款。截至 2010 年底，公司其他应付款为 5.57 亿元，较 2009 年底增长 90.53%，主要为应付关联方黄山风景区管委会款项。

跟踪期内，公司非流动负债波动幅度较大，2010 年底为 2.10 亿元，其中长期借款为 1.86 亿元。

2009~2010 年底，公司全部债务分别为 7.90 亿元和 9.48 亿元，同比增长 20.00%，截至 2010 年底，短期债务占 80.35%，长期债务占 19.65%。公司短期债务占全部债务比重较大，债务期限结构较短。同期，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 47.97%、8.25%和 31.38%，较 2009 年底分别上升 4.98 个百分点、-2.28 个百分点和 2.85 个百分点。公司债务负担较轻。

截至 2011 年 9 月底，公司所有者权益为 23.15 亿元，较 2010 年底增长 11.65%，主要是未分配利润增加所致。

截至 2011 年 9 月底，公司负债总额为 26.00 亿元，较 2010 年底增长 36.01%，其中流动负债占 87.75%，非流动负债占 12.25%；流动负债为 22.82 亿元，较 2010 年底增长 34.05%，主要是短期借款和其他应付款增加所致；非流动负债为 3.18 亿元，较 2010 年底增长 51.90%，主要是发行 2 亿元中期票据所致。截至 2011 年 9 月，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 52.90%、38.16%和 11.48%，较 2010 年底分别上升 4.93 个百分点、6.78 个百分点和 3.24 个百分点，债务负担有所上升，考虑到公司在未来将继续发行第二期票据，预计其债务负担会有所上升。

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，债务负担仍处于适宜水平。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2010 年底，公司流动比率和速动比率分别为 111.18%和 62.69%，较

2009 年分别底下降 23.42%和 13.20%，2009~2010 年经营现金流流动负债比呈下降趋势，分别为 9.43%和 3.09%。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2009~2010 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 28.23 倍和 14.21 倍，EBITDA 对利息保护较好；全部债务/EBITDA 倍数分别为 1.36 倍和 1.87 倍，EBITDA 对全部债务保护能力较好。总体看，公司对全部债务的保护能力强。

截至 2011 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2011 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 2011 年 9 月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 27.70 亿元，尚未使用的额度为 15.39 亿元。公司间接融资渠道较为畅通。

五、对已发行中期票据保障能力分析

公司于 2011 年 6 月发行“11 黄山 MTN1”2 亿元中期票据，其中 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；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。截至 2011 年 12 月 15 日，募集资金已经全部投放到位。

2009~2010 年，公司 EBITDA 分别是本期中期票据的 2.91 倍和 2.54 倍，EBITDA 对本期中期票据的保护能力较强。

2009~2010 年，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的比分别为 8.34 倍和 9.72 倍；公司经营活动现金净流量/本次中期票据的比率分别为 0.57 倍和 0.26 倍；经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力较强。

截至 2011 年 9 月底，公司现金类资产为 6.20 亿元，是本期中期票据的 3.10 倍，公司现金类资产对本期中期票据的保障能力较强。

总体分析，公司对本期中期票据具有较强的保障能力。

综合分析，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定，并维持“11 黄山 MTN1”的信用等级为 AA⁻。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：				
货币资金	53795.42	60857.40	13.13	60014.65
交易性金融资产	0.00	0.00	--	2000.00
应收票据				
应收账款	5232.65	4756.87	-9.09	5657.48
预付款项	3976.43	6497.09	63.39	13325.48
应收利息	0.00	6.75	--	0.00
应收股利				
其他应收款	27393.86	34458.11	25.79	29814.41
存货	70900.79	82541.78	16.42	138633.69
一年内到期的非流动资产	7.22	0.00	-100.00	0.00
其他流动资产	1258.65	147.46	-88.28	439.18
流动资产合计	162565.01	189265.46	16.42	249884.89
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资	450.00	2000.00	344.44	0.00
长期应收款	2640.00	400.00	-84.85	0.00
长期股权投资	63282.22	62633.51	-1.03	70070.75
投资性房地产	0.00	1156.10	--	1112.77
固定资产	102464.56	103742.66	1.25	97448.78
在建工程	5710.76	20066.35	251.38	52233.28
工程物资				
固定资产清理	0.82	0.00	-100.00	925.84
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	1885.44	8047.33	326.81	8096.40
开发支出				
商誉	599.74	0.00	-100.00	0.00
合并价差	0.00	0.00	--	5855.06
长期待摊费用	2916.47	5462.68	87.30	3687.97
递延所得税资产	2354.63	3687.97	56.63	2223.35
其他非流动资产	2385.42	2073.35	-13.08	0.00
非流动资产合计	184690.05	209269.95	13.31	241654.19
资产总计	347255.06	398535.40	14.77	491539.08

附件 1-2 合并资产负债表（负债及权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债：				
短期借款	55738.21	76190.00	36.69	112800.00
交易性金融负债				
应付票据				
应付账款	3295.82	9553.97	189.88	7925.09
预收账款	20680.31	19178.73	-7.26	24163.03
应付职工薪酬	2354.42	2922.38	24.12	2482.99
应交税费	8330.10	5793.57	-30.45	5337.10
应付利息	666.04	20.29	-96.95	0.00
应付股利	0.00	559.36	--	654.22
其他应付款	29259.43	55748.35	90.53	74115.96
预计负债				
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	451.46	265.18	-41.26	722.70
流动负债合计	120775.79	170231.83	40.95	228201.08
非流动负债：				
长期借款	23259.16	18635.17	-19.88	10035.17
应付债券	26.50	0.00	-100.00	20000.00
长期应付款	4941.15	1699.44	-65.61	1199.44
专项应付款	56.00	126.60	126.07	106.60
递延收益	3.88	0.00	-100.00	503.68
递延所得税负债	248.84	503.68	102.41	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	--	0.00
非流动负债合计	28535.54	20964.89	-26.53	31844.89
负债合计	149311.33	191196.71	28.05	260045.97
所有者权益：				
实收资本（或股本）	83806.51	83806.51	0.00	83806.51
资本公积	3384.56	3384.56	0.00	4178.19
盈余公积	0.00	2962.43	--	2962.43
未分配利润	33476.80	44390.40	32.60	64073.83
外币报表折算差额	0.00	0.00	--	0.00
归属于母公司所有者权益合计	120667.86	134543.89	11.50	155020.96
少数股东权益	77275.87	72794.80	-5.80	76472.15
所有者权益合计	197943.73	207338.69	4.75	231493.11
负债和所有者权益总计	347255.06	398535.40	14.77	491539.08

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~9 月
一、营业收入	135748.35	171225.13	26.13	137381.12
减: 营业成本	68039.38	100964.35	48.39	77821.07
营业税金及附加	4603.51	7392.03	60.57	5413.69
销售费用	1367.74	3452.95	152.46	1599.01
管理费用	16696.13	20806.41	24.62	14307.72
财务费用	2062.39	3542.39	71.76	3532.97
资产减值损失	11.47	500.30	4260.36	0.00
加: 公允价值变动收益				
投资收益	101.04	2188.45	2065.94	10797.76
其中: 对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	43068.78	36755.14	-14.66	45504.42
加: 营业外收入	4125.86	1427.77	-65.39	687.25
减: 营业外支出	134.12	1434.04	969.21	83.32
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额	47060.52	36748.88	-21.91	46108.35
减: 所得税费用	11765.13	7713.93	-34.43	8806.75
四、净利润	35295.39	29034.95	-17.74	37301.60

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 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	151014.80	163306.41	8.14	134102.18
收到的税费返还	0.41	0.00	-100.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	15819.37	31074.65	96.43	23280.67
经营活动现金流入小计	166834.58	194381.06	16.51	157382.86
购买商品、接受劳务支付的现金	56318.48	70754.94	25.63	63778.84
支付给职工以及为职工支付的现金	15443.30	18187.20	17.77	13919.08
支付的各项税费	18232.21	20379.46	11.78	17293.56
支付其他与经营活动有关的现金	65447.57	79805.92	21.94	69062.93
经营活动现金流出小计	155441.56	189127.51	21.67	164054.41
经营活动产生的现金流量净额	11393.02	5253.55	-53.89	-6671.55
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	0.00	0.00	--	11000.00
取得投资收益收到的现金	2227.27	5.03	-99.77	1023.41
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	45.98	2008.84	4268.63	12.24
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	50.01	--	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	1866.20	364.79	-80.45	175.72
投资活动现金流入小计	4139.45	2428.68	-41.33	12211.37
购建固定资产、无形资产等支付的现金	14681.25	18484.71	25.91	31673.33
投资支付的现金	1688.79	2000.26	18.44	13853.60
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金	112.02	20747.27	18421.54	14.46
投资活动现金流出小计	16482.06	41232.24	150.16	45541.39
投资活动产生的现金流量净额	-12342.61	-38803.56	214.39	-33330.02
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	150.00	0.00	-100.00	19940.00
取得借款收到的现金	47621.04	85840.00	80.26	89970.00
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金	2439.82	16820.53	589.42	1810.51
筹资活动现金流入小计	50210.86	102660.53	104.46	111720.51
偿还债务支付的现金	21916.81	52937.35	141.54	65860.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8590.00	5651.96	-34.20	6672.71
支付其他与筹资活动有关的现金	11519.96	3459.53	-69.97	28.98
筹资活动现金流出小计	42026.77	62048.85	47.64	72561.69
筹资活动产生的现金流量净额	8184.09	40611.69	396.23	39158.82

附件 3-2 合并现金流量表（补充资料）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：			
净利润	35295.39	29034.95	-17.74
加：资产减值准备	11.47	500.30	4260.36
固定资产折旧及其他	7563.52	7723.28	2.11
无形资产摊销	204.49	312.01	52.58
长期待摊费用摊销	1327.58	2356.74	77.52
处置固定资产、无形资产等损失	11.73	1187.22	10020.51
固定资产报废损失	0.00	114.98	--
公允价值变动损失			
财务费用	2062.39	3241.60	57.18
投资损失	-101.04	-2222.88	2100.01
递延所得税资产减少	16.33	-1339.26	-8300.56
递延所得税负债增加	0.00	-36.18	--
待摊费用减少	1214.11	0.00	-100.00
预提费用增加			
存货的减少	-33033.55	-44401.51	34.41
经营性应收项目的减少	-1479.55	1880.42	-227.09
经营性应付项目的增加	-1699.87	6901.87	-506.02
其他			
经营活动产生的现金流量净额	11393.02	5253.55	-53.89

附件 4 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	19.54	34.28	--
存货周转次数(次)	1.25	1.32	--
总资产周转次数(次)	0.43	0.46	--
现金收入比(%)	111.25	95.38	97.61
盈利能力			
营业利润率(%)	46.49	36.72	39.41
总资本收益率(%)	13.49	10.79	--
净资产收益率(%)	17.83	14.00	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	10.53	8.25	11.48
全部债务资本化比率(%)	28.53	31.38	38.16
资产负债率(%)	43.00	47.97	52.90
偿债能力			
流动比率(%)	134.60	111.18	109.50
速动比率(%)	75.90	62.69	48.75
经营现金流动负债比(%)	9.43	3.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	28.23	14.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.36	1.87	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.01	-0.35	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.46	-9.40	--
现金偿债倍数(倍)	2.69	3.04	3.10
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	8.34	9.72	7.87
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.57	0.26	-0.33

附件 5 有关计算指标的计算公式

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%
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
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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 主体长期信用等级设置

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，主体长期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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。