

跟踪评级公告

联合[2012] 791 号

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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年九月二十四日



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

黄山旅游集团有限公司

跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: 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: 2012 年 9 月 24 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	12 年 6 月
现金类资产(亿元)	6.09	5.20	5.09
资产总额(亿元)	39.85	50.74	52.85
所有者权益(亿元)	20.73	23.37	24.91
短期债务(亿元)	7.62	9.02	10.79
全部债务(亿元)	9.48	14.75	16.12
营业收入(亿元)	17.12	17.27	7.86
利润总额(亿元)	3.67	4.07	2.02
EBITDA(亿元)	5.13	5.91	--
经营性净现金流(亿元)	0.53	-0.91	0.57
营业利润率(%)	36.72	39.74	40.31
净资产收益率(%)	14.00	12.83	--
资产负债率(%)	47.97	53.95	52.86
全部债务资本化比率(%)	31.38	38.70	39.29
流动比率(%)	111.18	118.14	113.77
全部债务/EBITDA(倍)	1.85	2.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.40	7.20	--
经营现金流流动负债比(%)	3.09	-4.27	--

注: 2012 年上半年财务报表未经审计。

分析师

张成 肖雪

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,并获得当地政府的有力支持。黄山市物价局上调公司所属的花山谜窟景区门票价格及黄山南大门旅游专线客运线客运价格,公司接待进山人数稳定增长,门票、索道、旅游服务及酒店业务的毛利率均有不同程度的增长,整体盈利能力持续提升。公司资产及所有者权益规模稳步增长,营业收入和利润规模稳定。随对外投资增大,公司债务水平有所上升,但整体债务负担适宜。

预计 2012 年底之前,西海大峡谷地面缆车项目竣工并试运营,以及西海饭店改造完成并重新开业,公司未来收入规模和利润水平将会有明显提升。另外,随着京福高铁、黄杭高铁、赣皖铁路改造项目的逐步建成通车,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 2 亿元“11 黄山 MTN1”,跟踪期内,公司 EBITDA、经营性现金流入量及现金类资产对“11 黄山 MTN1”覆盖程度良好。

综合分析,联合资信将公司主体长期信用等级由 AA⁻上调至 AA,评级展望为稳定,并上调“11 黄山 MTN1”的信用等级为 AA。

优势

- 跟踪期内,公司在景区范围内继续保持垄断经营权,竞争优势较为明显。
- 截至 2011 年,公司已连续三年入选“中国旅游集团营业额 20 强”;黄山风景区管理委员会加入亚太旅游协会(PATA),成为全国首家加入亚太旅游协会的旅游景区暨世界

本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议等。报告中引用的企业相关资料

主要由企业提供,联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

遗产地；此外，黄山风景区管委会加入世界自然保护联盟（IUCN），成为该国际组织中首个中国景区类旅游目的地暨世界遗产地（黄山编号：AF/25250）。

3. 跟踪期内，公司获得当地政府的有力支持。黄山市物价局上调公司所属的花山谜窟景区门票价格及黄山南大门旅游专线客运线客运价格，有助于公司整体收益的改善。
4. 2012年底之前，西海大峡谷地面缆车项目的竣工试运营，以及西海饭店改造完成并重新开业，将对公司未来收入规模和利润水平有明显提升作用。
5. 跟踪期内，公司 EBITDA、经营性现金流入量及现金类资产对“11 黄山 MTN1”覆盖程度较好。

关注

1. 公司涉足旅游地产行业，跟踪期内受宏观调控影响，毛利率水平持续下降。
2. 公司未来几年计划资本支出规模较大，对外融资需求相应上升。

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2012年6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，截至2012年6月底，公司拥有其41.95%的股份，为第一大股东。

截至2012年6月底，黄山集团设有总裁办公室、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2011年底，公司合并资产总额为50.74亿元，所有者权益合计为23.37亿元。2011年，公司实现营业收入17.27亿元，利润总额4.07亿元。

截至2012年6月底，公司合并资产总额为52.85亿元，所有者权益合计为24.91亿元。2012年1~6月，公司实现营业收入7.86亿元，利润总额2.02亿元。

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

1、世界旅游产业

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。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。2010年，伴随全球经济的稳步回升，旅游产业正呈现逐步回暖趋势。联合国世界旅游组织年度调查显示2011年的经济危机以及日本大地震等灾难并未对全球旅游业造成重大破坏，2011年全球跨国游客增长了4.4%，达到9.8亿人次，而2010年为9.4亿人次。欧洲是2011年跨国旅游的热门目的地。

2、中国旅游产业

“十一五”期间，中国旅游业保持了平稳较快发展的良好势头，国内旅游人数平均增长12%，入境过夜旅游人数年均增长3.5%，出境旅游人数年均增长19%，全国旅游业总收入年均增长15%。中国跃居全球第四大入境旅游接待国和亚洲第一大出境旅游客源国，居民人均出游率达1.5次，旅游直接就业达1350万人，旅游消费对社会消费的贡献超过10%，旅游业对中国经济发展的积极作用更加明显。2011年，中国旅游经济总体保持较快发展，国内旅游及出境旅游增长均高于预期，入境旅游则受到日本地震、中东动荡以及欧债危机等因素影响，增速低于预期；2011年国内旅游收入1.93万亿元，同比增长23.6%。

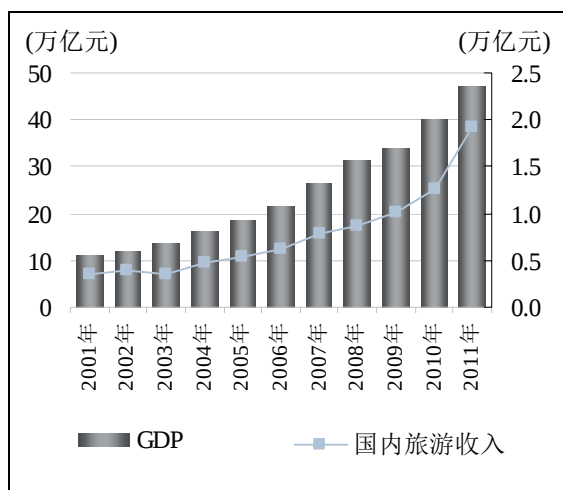
2012年1-6月，国内旅游政策环境持续利好，旅游产业处于“较为景气”水平，据国家旅游局数据显示，2012上半年，国内旅游人数约15.5亿人次，同比增长14.6%；国内旅游收入约1.13万亿元，同比增长20.1%。入境旅游共接待入境旅游人数6588.79万人次，与上年基本持

平；实现入境旅游收入238.28亿美元，同比增长2.13%。出境旅游人数约3800万人次，同比增长18%。

国内旅游现状

近几年，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。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%；2011年中国国内旅游出游人数达26.4亿人次，同比增长13.2%，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1 2001~2011年GDP与国内旅游收入

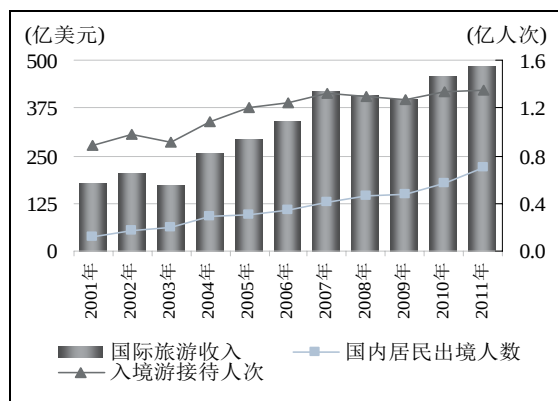


数据来源：国家旅游局和国家统计局

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2 2001~2011年国际旅游收入及人数

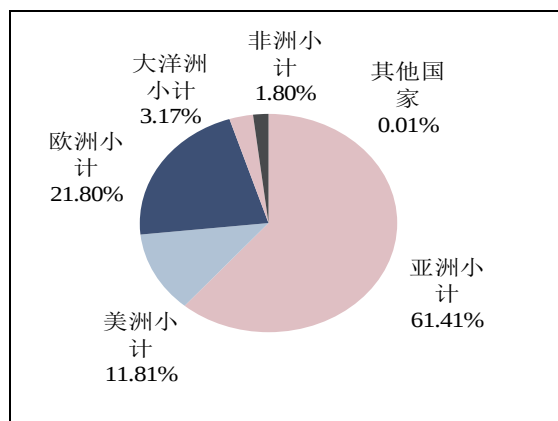


数据来源：Wind 资讯

入境游方面，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，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。2010年中国入境旅游实现恢复增长，全年入境旅游人数1.34亿人次（同比增长5.8%），入境过夜旅游人数5566万人次（同比增长9.4%）；旅游外汇收入458亿美元，同比增长15.5%。2011年，全球经济恶化、人民币持续升值，受此影响中国入境游市场增长低于预期，全年共计接待入境旅游者1.35亿人次，同比增长1.24%。

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（见图3）。

图3 2011年中国入境旅游外国人客源地分布



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。2009~2011年,中国出境旅游总人数分别达到0.48亿人次、0.57亿人次和0.70亿人次,分别同比增长4.0%、20.4%和22.4%。受此影响,中国旅游服务的贸易逆差不断扩大,2011年中国旅游外汇收入为485亿美元,而居民出境花费预计将达到550亿美元。

3、政策环境

2011年3月公布的《中国国民经济和社会发展十二五规划纲要》把推动现代服务业大发展作为产业结构优化升级的战略重点,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。

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,2011年4月底中

国共有2100余家A股上市公司,但其中旅游类上市公司仅有30家左右,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 market 规范,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有所增多,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,

中国人均国内旅游近2次/年，尚低于中等发达国家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。

三、经营管理分析

跟踪期内，公司仍然以旅游业务为主。2011年，公司实现营业收入17.27亿元，同比增长0.84%，2012年1~6月，公司实现营业收入7.86亿元，是上年全年的45.54%。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1 跟踪期内公司收入构成情况（单位：万元、%）

	2010 年			2011 年			2012 年 1~6 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	31978.51	25031.91	21.72	32134.48	21454.15	33.24	17219.92	11998.72	30.32
索道业务	33146.59	7836.28	76.36	32985.65	7061.44	78.59	16699.01	3295.44	80.27
门票	50922.18	29561.69	41.95	51883.68	28302.60	45.45	25869.93	14192.41	45.14
旅游服务业务	28982.99	26365.37	9.03	29062.61	25789.25	11.26	15579.62	12488.41	19.84
地产等其他业务	26194.86	12169.1	53.54	26590.24	13937.71	47.58	3256.24	1850.05	43.18
合计	171225.13	100964.35	41.03	172656.66	96545.16	44.08	78624.72	43825.03	44.26

资料来源：公司提供

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5亿元左右，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），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。

2011年，公司共接待进山游客274.4万人，同比增长8.96%；其中，境外游客28.04万人，同比增长9.2%。2012年1~6月，公司共接待进山游客132万人，同比增长10.4%；其中，境外游客7.9万人，同比增长33%。2010年、2011年以及2012年1~6月，公司门票营业收入分别为5.09亿元、5.19亿元和2.59亿元。跟踪期内，公司门

票收入毛利率波动中有所增长，主要系公司适时调整销售策略所致：2012年一季度受旅游季节性影响，公司接待人数较少，为加大促销力度，公司出台各项促销优惠政策，使得当期平均票价有所下降；随着清明节假期、“五一”及暑假旅游旺季来临，公司适时调整销售策略，恢复较高的平均票价水平。

公司索道收入是继门票之后的又一个稳定收入来源，截至2012年6月底，公司拥有三条索道资产，其剩余使用年限均在15~20年，运行状况良好。2011年公司索道业务累计运送游客467万人次，同比增长11.19%。2010年、2011年以及2012年1~6月，公司索道收入分别为3.31亿元、3.30亿元和1.67亿元，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、2011年以

及2012年1~6月,公司酒店管理收入分别为3.20亿元、3.21亿元和1.72亿元,毛利率分别为21.72%、33.24%和30.32%。2011年,酒店业务毛利率大幅增长,主要系公司(1)加大酒店促销力度,提高酒店入住率;(2)进一步加强酒店管理,严格控制成本;(3)进一步加大审计监督力度,统一房餐价格,确保公司利润最大化。2012年1~6月,公司酒店板块收入较去年同期增长8.69%,但利润同比下降3.38%,主要系皇冠假日酒店开业,前期开办费用等结转,使得利润同比下降。

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,2011年以及2012年1~6月,公司旅游服务业务收入分别为2.91亿元和1.56亿元,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(以下简称“天都房产”)和黄山旅游玉屏房地产开发有限公司(以下简称“玉屏地产”),跟踪期内,公司的房地产板块开发运行良好,2011年天都房产销售77套商品房,总建筑面积为8578.33平方米;2012年1~6月,天都房产销售总建筑面积为2816.75平方米,其中写字楼2层2225.74平方米,普通住宅3套370.79平方米,公寓2套104.76平方米,商铺1套68.15平方米,储藏间1套9.15平方米,地下停车位1个38.16平方米。截至2012年6月底,天都房产合计拥有土地储备141亩,已开发的剩余可销售面积为69669.99平方米,预计形成资金回流2.7亿元。

2011年,玉屏地产全年销售房产313套,储藏间42个,车位5个,年度房产销售面积3.06万平方米;2012年1~6月,销售房产全年销售房产92套,储藏间10个,销售面积1.06万平方米。截至2012年6月底,玉屏房产合计拥有土地储备407亩,已开发的剩余可销售面积为4.6万平方米,预计形成资金回流为2.86亿元。

总体看,公司土地储备丰富,且均为黄山市内的优质地段,未来面临一定的升值空间。

跟踪期内,受房地产政策调控,房产预售同比有所下降影响,公司房地产业务销售毛利率有所下降。

2. 跟踪期内公司获得主要荣誉

2011年8月,黄山风景区管理委员会加入亚太旅游协会(PATA),成为全国首家加入亚太旅游协会的旅游景区暨世界遗产地;

2011年11月,黄山旅游发展股份有限公司通过“全国旅游标准化试点企业”终期评估验收,成为安徽省唯一实现标准化经营管理的综合型旅游企业;

2011年12月,黄山风景区管委会加入世界自然保护联盟(IUCN),成为该国际组织中首个中国景区类旅游目的地暨世界遗产地(黄山编号:AF/25250);

2011年12月,中国旅游研究院与中国旅游协会联合发布2011年度中国旅游集团营业额20强名单,公司排名第18位。这是公司连续三年入选该排行榜。

3. 公司未来经营发展

花山谜窟景区位于黄山市东郊,是国家级重点风景名胜区、国家AAAA级旅游风景区,在2000年5月,其所有权及经营权划归黄山旅游集团。2011年,该景区接待游客31万人次,实现收入1288万元,体现在公司营业收入分类中的门票/园林开发一项。

2012年2月6日,根据黄山市物价局《关于调整花山谜窟景区门票价格的批复》(黄价字【2011】119号),花山谜窟景区门票价格由70元/票调至91元/票。按照2011年接待游客计算,公司每年将增加收入650万元。

黄山南大门旅游专线客运线是连接黄山南大门和云谷寺、黄山南大门和慈光阁的客运专线,近年来该线路始终保持较为稳定的客运量,2011年接送游客495万人次,实现收入为5623.74万元。

2011年10月25日,根据《关于调整黄山南

大门旅游专线客运价格的报告》(黄价字(2011)118号),对黄山南大门旅游专线客运价格进行调整,其中换乘中心至温泉站点票价由6元/人次调至11元/人次;温泉站点至慈光阁、云谷寺站点票价由7元/人次调至8元/人次。按照2011年接送游客495万人次来估算,预计公司会增加收入2970万元。

西海饭店自2010年10月开始重新拆除改造,项目环评周期长,工程施工难度大,计划总投资2.5亿元,已投资金额1.5亿元,预计2012年底之前将重新开业,预计之后每年将会为公司增加利润5000万元左右。

西海大峡谷地面缆车项目将于2012年年底之前竣工并试运营。西海大峡谷是黄山景区最险绝、原始生态最美、景观资源最好的区域,黄山景区实施了黄山石床峰至西海大峡谷谷底

的地轨缆车项目。该缆车长度893米,单向运输能力800人/小时,建成后有望显著增加景区的容纳量,使游览空间比目前增加三分之一左右。

4. 公司未来投资计划

“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20.04亿元,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2 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	截至2011年底 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77355.95m ² ;建设居住、商服设施(接待、餐饮)文化、娱乐)等	2011-2014	100000	50000	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	43000	旅游、休闲、健身、疗养和住宿为一体的温泉养生谷大部分基础设施已形成
旅游地产开发项目等	积极参与屯溪中心城区以及周边区县的土地竞拍,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	80000	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	200400	96450	

资料来源:公司提供

四、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2011年度财务报表经黄山市卓勤会计师事务所审计，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2012年上半年财务报表未经审计。

截至2011年底，公司（合并）资产总额为50.74亿元，所有者权益合计为23.37亿元（其中少数股东权益8.88亿元）。2011年，公司实现营业收入17.27亿元，利润总额4.07亿元。

截至2012年6月底，公司（合并）资产总额为52.85亿元，所有者权益合计为24.91亿元（其中少数股东权益9.80亿元）。2012年1~6月，公司实现营业收入7.86亿元，利润总额2.02亿元。

2. 盈利能力

跟踪期内，公司业务规模基本稳定，2011年，公司营业收入和营业成本分别为17.27亿元和9.65亿元，较2010年分别增长0.84%和下降4.38%；成本下降导致公司毛利水平提高，2011年，公司营业利润率为39.74%，较2010年的36.72%上升3.03个百分点；同期，公司营业利润、利润总额和净利润分别为3.97亿元、4.07亿元和3.00亿元，较2010年分别增长8.04%、10.66%和3.23%，主要是成本下降所致。从期间费用来看，2011年公司期间费用占营业收入的比重为16.24%，较2010年的14.83%略有提升。

2012年1~6月，公司实现营业收入和利润总额分别为7.86亿元和2.02亿元，较上年同期分别增长0.32%和10.09%

总体看，跟踪期内公司营业收入和利润水平基本稳定，盈利能力有所增强。

3. 现金流

跟踪期内，公司2011年销售商品、提供劳务收到的现金为17.10亿元，较2010年增长

4.71%，从现金收入实现质量来看，2010~2011年，公司现金收入比分别为95.38%和99.04%，公司现金实现质量正常；同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金为6.31亿元，较2010年下降10.80%，在营业成本降低的作用下，该项有所降低。2011年，公司支付其他与经营活动有关的现金一项为10.28亿元，同比增长28.80%，主要是公司门票专营权分成款、排污及绿化费用、综合服务费、景区建设基金及价调基金等，以及客运公司内部转款（4900万元），该项近年来始终保持较高的支出规模，在此项影响下，2011年，公司经营活动现金流出为20.78亿元，较2010年增长9.89%。2011年公司经营活动现金流量净额为-0.91亿元。

2011年，公司投资活动现金流入为4.56亿元，较2010年增长1778.78%；其中收回投资收到的现金0.81亿元，主要是收回申江假日酒店转让款0.81亿元；收到其他与投资活动有关的现金3.62亿元，较2010年的0.04亿元变化较大，主要是由于（1）2011年度母公司当年度集团内部资金往来调拨2.79亿元，收到时列入“收到其他与投资活动有关的现金”、退还转出时列入“偿还债务支付的现金”，故2011年这两个科目现金流量发生额较大，（2）母公司当年收回以前年度关联方借款0.8亿元。公司投资性现金流出量为5.80亿元，较2010年分别增长40.76%，主要是在建的皇冠假日酒店购建固定资产等所支付的现金3.6亿元所致。总体来看，跟踪期内公司仍保持较大投资规模。

2011年，公司筹资性现金流入和流出分别为11.16亿元和9.89亿元，较2010年分别增长8.69%和59.43%，公司筹资性现金流入增幅高于流出增幅，这导致2011年公司筹资性活动现金净流量为1.27亿元，较2010年下降68.83%。

2012年1~6月，公司经营活动净现金流由负转正，为0.57亿元；投资活动净现金流为-1.05亿元；筹资活动净现金流为0.37亿元。

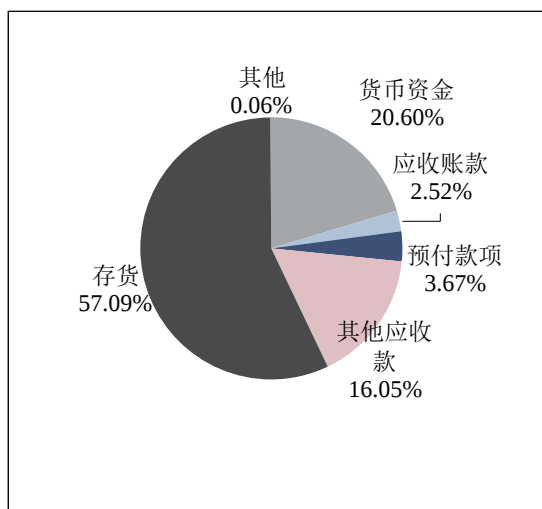
总体看，公司跟踪期内经营性现金流量净额有所波动，对外投资增大，现金及现金等价

物规模减小，对外筹资压力增加。

4. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额快速增长，截至 2011 年底，公司资产总额为 50.74 亿元，较 2010 年底增长 27.33%，其中流动资产占 49.72%，非流动资产占 50.28%。截至 2011 年底，公司流动资产为 25.23 亿元，较 2010 年底增长 33.31%，主要是存货增加所致。

图 4 2011 年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

截至 2011 年底，公司货币资金为 5.20 亿元，较 2010 年底下降 14.59%，公司货币资金有所下降。

截至 2011 年底，公司应收账款净额为 0.64 亿元，较 2010 年底增长 33.91%，其中账龄在 1 年以内的占比为 78.80%；1 年~2 年占比为 5.47%，账龄在 3 年以上占比为 15.73%，公司计提坏账准备 0.13 亿元。

截至 2011 年底，公司预付账款为 0.93 亿元，较 2010 年底增长 42.56%，主要是尚未结算的工程款。

截至 2011 年底，公司其他应收款原值 4.29 亿元，坏账准备 0.24 亿元，账面余额为 4.05 亿元，较 2010 年底增长 17.55%，主要是关联单位的往来款，其中前 5 名情况见下表：

表 3 2011 年底其他应收款前 5 名

单位名称	金额（万元）
黄山风景区管理委员会	11700.00
黄山市非税收入征收管理局	7000.00
黄山长江徽杭高速公路	2950.00
上海榕泰置业	1450.00
北京中时太平商业管理有限公司	793.92

资料来源：公司提供

截至 2011 年底，公司存货为 14.40 亿元，较 2010 年底增长 74.51%，存货增加主要是子公司黄山旅游集团天都房地产开发有限公司及黄山旅游玉屏房地产开发有限公司房地产开发支出增加所致。

截至 2011 年底，公司非流动资产为 25.51 亿元，较 2010 年底增长 21.91%，非流动资产增幅较大，主要是在建工程增加所致。

截至 2011 年底，公司固定资产为 10.13 亿元，较 2010 年底下降 2.35%，主要是折旧；在建工程为 6.20 亿元，较 2010 年底增长 208.81%，在建工程增幅大，主要是西海饭店、花山迷窟改造、西海大峡谷地面缆车项目皇冠假日酒店等新建改建工程。

截至 2011 年底，公司长期股权投资为 7.00 亿元，较 2010 年底增长 11.82%，主要是新增的对黄山申江假日酒店有限公司及黄山谢裕大茶叶股份有限公司的投资等。

截至 2012 年 6 月底，公司资产总额为 52.85 亿元，较 2011 年底增长 4.14%，其中流动资产占 47.92%，非流动资产占 52.08%，较 2011 年底非流动资产占比略有增加，主要是由于在建工程增长所致。其余科目较 2011 年底变化不大。

总体看，公司资产规模快速增长，在建工程规模较大，新建的花山迷窟改造、西海大峡谷地面缆车项目、皇冠假日酒店等工程未来会对公司整体收益水平提供给予积极促进作用。

5. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益稳步增长。截至 2011 年，公司所有者权益为 23.37 亿元，较

2010 年底增长 12.71%，主要是利润积累所致，其中公司股本占 57.85%、资本公积占 2.40%、盈余公积占 2.90%、未分配利润占 36.85%，公司所有者权益基本稳定。

截至 2011 年底，公司负债总额为 27.38 亿元，较 2010 年底增长 43.18%，负债总额增幅较大，其中流动负债占 78.01%，非流动负债占 21.99%。

截至 2011 年底，公司全部债务为 14.75 亿元，较 2010 年底增长 55.57%，主要是借款和发行中期票据所致；其中短期债务为 9.02 亿元，较 2010 年底增长 18.39%，公司长期债务为 5.73 亿元，较 2010 年底增长 207.59%。在此作用下，2011 年，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 19.70%、38.70%和 53.95%，较 2010 年底分别增加 11.45 个百分点、7.32 个百分点和 5.97 个百分点，公司债务负担水平加重。

截至 2012 年 6 月底，公司负债总额为 27.94 亿元，较 2011 年底增长 2.05%，其中流动负债占 79.67%，非流动负债占 20.33%，基本上保持稳定。截至 2012 年 6 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 52.86%、39.29%和 17.63%，较 2011 年底变化不大。

截至 2012 年 6 月底，公司所有者权益为 24.91 亿元，较 2011 年底增长 6.59%，主要由于少数股东权益及未分配利润增加所致。

总体看，跟踪期内公司负债水平有所上升，债务负担有所加重，但仍处于适宜水平。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2011 年底，公司流动比率和速动比率分别为 118.14%和 50.70%，流动比率有所较 2010 年底有所上升，但速动比率由于存货大幅增长而有所下降；2012 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 113.77%和 42.83%，由于存货占比较高的原因，公司速动比率较低；2012 年 6 月底，公司现金类资产为

5.09 亿元，是短期债务的 0.47 倍。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2011 年公司全部债务/EBITDA 的比率为 2.49 倍，EBITDA 利息倍数为 7.20 倍，较 2010 年的指标均有所减弱，但仍保持在适宜水平。

截至 2012 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2012 年 6 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 2012 年 6 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 16.01 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 2012 年 6 月底，募集资金已经全部到位。

以 2011 年财务数据为基础，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“11 黄山 MTN1”的保护倍数分别为 4.97 倍和 9.93 倍。公司 EBITDA 和经营活动产生的现金流入量对“11 黄山 MTN1”保障能力较强。截至 2012 年 6 月底，公司现金类资产为 5.09 亿元，是“11 黄山 MTN1”的 2.54 倍，公司现金类资产对“11 黄山 MTN1”的保障能力较强。

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由 AA⁻上调至 AA，评级展望为稳定，并上调“11 黄山 MTN1”的信用等级为 AA。

附件 1-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：万元）

项目	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动资产：				
货币资金	60857.40	51976.75	-14.59	50863.07
交易性金融资产	0.00	0.00		0.00
应收票据	0.00	0.00		0.00
应收账款	4756.87	6369.95	33.91	6528.17
预付账款	6497.09	9262.24	42.56	5020.43
应收保费	0.00	0.00		0.00
应收分保账款	0.00	0.00		0.00
应收分保合同准备金	0.00	0.00		0.00
应收利息	6.75	7.95	17.79	1219.36
应收股利	0.00	0.00		0.00
其他应收款	34458.11	40504.00	17.55	31468.00
待摊费用	0.00	0.00		0.00
存货	82541.78	144041.35	74.51	157879.08
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	147.46	152.59	3.48	235.58
流动资产合计	189265.46	252314.84	33.31	253213.70
非流动资产：				
可供出售金融资产	0.00	0.00		0.00
持有至到期投资	2000.00	0.00	-100.00	0.00
长期应收款	400.00	700.00	75.00	0.00
长期股权投资	62633.51	70038.20	11.82	72245.61
投资性房地产	1156.10	1953.28	68.95	1929.00
固定资产净额	103742.66	101303.01	-2.35	98911.57
在建工程	20066.35	61966.50	208.81	83763.84
工程物资	0.00	0.00		0.00
固定资产清理	0.00	0.00		0.05
无形资产	8047.33	7923.05	-1.54	7776.73
开发支出	0.00	0.00		0.00
商誉	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	5462.68	5774.49	5.71	5150.08
递延所得税资产	3687.97	3609.59	-2.13	3609.59
其他非流动资产	2073.35	1863.28	-10.13	1863.28
非流动资产合计	209269.95	255131.40	21.91	275249.74
资产总计	398535.40	507446.24	27.33	528463.44

附件 1-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：万元）

项目	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动负债：				
短期借款	76190.00	88700.00	16.42	107900.00
交易性金融负债	0.00	0.00		0.00
应付票据	0.00	0.00		0.00
应付账款	9553.97	10139.71	6.13	7759.66
预收款项	19178.73	26506.93	38.21	25304.36
应付职工薪酬	2922.38	2959.73	1.28	604.31
应交税费	5793.57	6792.81	17.25	149.14
应付利息	20.29	122.90	505.65	0.00
应付股利	559.36	351.00	-37.25	375.45
其他应付款	55748.35	76373.24	37.00	80354.81
一年内到期的非流动负债	0.00	1500.00		0.00
其他流动负债	265.18	122.70	-53.73	120.72
流动负债合计	170231.83	213569.01	25.46	222568.45
非流动负债：				
长期借款	18635.17	36644.26	96.64	32644.26
应付债券	0.00	20675.00		20675.00
长期应付款	1699.44	1391.44	-18.12	1391.44
专项应付款	126.60	133.60	5.53	144.87
递延收益	0.00	0.00		0.00
预计负债	0.00	0.00		0.00
递延所得税负债	503.68	449.61	-10.73	449.61
其他非流动负债	0.00	900.00		1498.00
非流动负债合计	20964.89	60193.91	187.12	56803.18
负债合计	191196.71	273762.93	43.18	279371.64
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	83806.51	83806.51	0.00	83806.51
资本公积	3384.56	3475.47	2.69	3475.47
盈余公积	2962.43	4204.77	41.94	4204.77
未分配利润	44390.40	53380.35	20.25	59590.65
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	134543.89	144867.10	7.67	151077.40
少数股东权益	72794.80	88816.22	22.01	98014.40
所有者权益合计	207338.69	233683.32	12.71	249091.80
负债和所有者权益合计	398535.40	507446.24	27.33	528463.44

附件 2 公司合并利润表

(单位: 万元)

项目	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1—6 月
一、营业收入	171225.13	172656.66	0.84	78624.72
减: 营业成本	100964.35	96545.16	-4.38	43825.03
营业税金及附加	7392.03	7493.98	1.38	3109.30
销售费用	3452.95	2206.75	-36.09	726.24
管理费用	20806.41	23576.39	13.31	9929.64
财务费用	3542.39	4278.55	20.78	1832.93
资产减值损失	500.30	478.32	-4.39	0.00
投资收益	2188.45	1631.57	-25.45	824.32
汇兑收益	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	36755.14	39709.10	8.04	20025.90
加: 营业外收入	1427.77	1332.06	-6.70	177.29
减: 营业外支出	1434.04	374.95	-73.85	36.46
三、利润总额	36748.88	40666.22	10.66	20166.72
减: 所得税费用	7713.93	10693.86	38.63	4459.94
四、净利润	29034.95	29972.35	3.23	15706.78
其中: 归属于母公司所有者的净利润	13971.26	15298.08	9.50	6278.61
少数股东损益	15063.68	14674.28	-2.59	9428.17

附件 3-1 公司合并现金流量表
 (单位: 万元)

项目	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1—6 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	163306.41	170998.33	4.71	85149.81
收到的税费返还	0.00	0.00		0.00
收到其他与经营活动有关的现金	31074.65	27697.56	-10.87	6612.58
经营活动现金流入小计	194381.06	198695.89	2.22	91762.39
购买商品、接受劳务支付的现金	70754.94	63110.78	-10.80	39357.85
支付给职工以及为职工支付的现金	18187.20	20987.23	15.40	11982.94
支付的各项税费	20379.46	20934.20	2.72	15206.62
支付其他与经营活动有关的现金	79805.92	102793.30	28.80	19503.44
经营活动现金流出小计	189127.51	207825.52	9.89	86050.86
经营活动产生的现金流量净额	5253.55	-9129.64	-273.78	5711.53
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	5.03	8118.00	161206.38	5200.00
取得投资收益收到的现金	2008.84	1277.31	-36.42	19.48
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收	50.01	49.85	-0.31	11.20
收到其他与投资活动有关的现金	364.79	36184.42	9819.12	6776.33
投资活动现金流入小计	2428.68	45629.59	1778.78	12007.01
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支	18484.71	55059.72	197.87	16982.35
投资支付的现金	2000.26	2853.60	42.66	5540.00
支付其他与投资活动有关的现金	20747.27	123.81	-99.40	23.58
投资活动现金流出小计	41232.24	58037.14	40.76	22545.93
投资活动产生的现金流量净额	-38803.56	-12407.54	-68.02	-10538.93
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	0.00	0.00		0.00
取得借款收到的现金	85840.00	89070.00	3.76	98700.00
发行债券收到的现金	0.00	20000.00		0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	16820.53	2513.73	-85.06	0.00
筹资活动现金流入小计	102660.53	111583.73	8.69	98700.00
偿还债务支付的现金	52937.35	85222.24	60.99	85086.77
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5651.96	11426.35	102.17	9839.51
支付其他与筹资活动有关的现金	3459.53	2278.37	-34.14	60.00
筹资活动现金流出小计	62048.85	98926.96	59.43	94986.28
筹资活动产生的现金流量净额	40611.69	12656.78	-68.83	3713.72
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.30	-0.24	-178.97	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	7061.97	-8880.64	-225.75	-1113.68
加: 期初现金及现金等价物余额	53795.42	60857.40	13.13	51976.75
六、期末现金及现金等价物余额	60857.40	51976.75	-14.59	50863.07

附件 3-2 公司合并现金流量表附表
 (单位: 万元)

项目	2010 年	2011 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	29034.95	29972.35	3.23
加: 资产减值准备	500.30	478.32	-4.39
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	7723.28	8014.80	3.77
无形资产摊销	312.01	293.87	-5.81
长期待摊费用摊销	2356.74	1946.56	-17.40
待摊费用减少(减: 增加)	0.00	0.00	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	1187.22	197.65	-83.35
固定资产报废损失	114.98	0.22	-99.81
公允价值变动损失	0.00	0.00	
财务费用	3241.60	4586.78	41.50
投资损失	-2222.88	-10965.46	393.30
递延所得税资产减少	-1339.26	78.38	-105.85
递延所得税负债增加	-36.18	-54.06	49.43
存货的减少	-44401.51	-63989.87	44.12
经营性应收项目的减少	1880.42	3683.03	95.86
经营性应付项目的增加	6901.87	6193.70	-10.26
其他	0.00	10434.09	
经营活动产生的现金流量净额	5253.55	-9129.64	-273.78

附件 4 公司主要财务指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	34.28	31.03	--
存货周转次数(次)	1.32	0.85	--
总资产周转次数(次)	0.46	0.38	--
现金收入比(%)	95.38	99.04	108.30
盈利能力			
营业利润率(%)	36.72	39.74	40.31
总资本收益率(%)	10.98	10.02	--
净资产收益率(%)	14.00	12.83	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	8.25	19.70	17.63
全部债务资本化比率(%)	31.38	38.70	39.29
资产负债率(%)	47.97	53.95	52.86
偿债能力			
流动比率(%)	111.18	118.14	113.77
速动比率(%)	62.69	50.70	42.83
经营现金流流动负债比(%)	3.09	-4.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.40	7.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.85	2.49	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.35	-0.15	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-8.11	-2.62	--

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。