跟 踪 评 级 公 告

联合[2013] 1044 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，并维持“11黄山MTN1”和“13黄旅游MTN1”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一三年七月二十六日

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
13 黄旅游 MTN1	3 亿元	2013/5/13-2018/5/13	AA	AA

跟踪评级时间：2013 年 7 月 24 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
现金类资产(亿元)	6.09	5.20	5.94	4.62
资产总额(亿元)	39.85	50.74	54.15	53.11
所有者权益(亿元)	20.73	23.37	24.98	24.56
短期债务(亿元)	7.62	9.02	12.43	13.28
全部债务(亿元)	9.48	14.75	16.20	17.01
营业收入(亿元)	17.12	17.27	19.23	2.62
利润总额 (亿元)	3.67	4.07	3.75	-0.24
EBITDA(亿元)	5.13	5.91	5.80	--
经营性净现金流(亿元)	0.53	-0.91	2.77	-1.49
营业利润率(%)	36.72	39.74	38.88	22.45
净资产收益率(%)	14.00	12.83	10.93	--
资产负债率(%)	47.97	53.95	53.87	53.76
全部债务资本化比率(%)	31.38	38.70	39.34	40.92
流动比率(%)	111.18	118.14	102.88	101.08
全部债务/EBITDA(倍)	1.85	2.49	2.79	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.40	7.20	7.77	--
经营现金流动负债比(%)	3.09	-4.27	11.02	--

注：2013 年一季度财务报表未经审计。

分析师

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，受益于接待进山人数稳定增长，公司门票、索道、旅游服务及酒店业务的毛利率均有不同程度的增长，旅游地产业务毛利率水平有所下降，但总体看公司盈利能力较为稳定。跟踪期内，公司资产及收入规模稳步增长，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。

目前西海饭店改造完成并重新开业，皇冠假日酒店已完工，西海大峡谷地面缆车项目竣工并试运营，预计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。

跟踪期内，公司 EBITDA 及经营性现金流入量对存续期内债券覆盖程度良好。

综合分析，联合资信评估有限公司（以下简称“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”和“13 黄旅游”AA 的信用等级。

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，受益于接待进山人数稳定增长，公司门票、索道、旅游服务及酒店业务的毛利率均有不同程度的增长。
3. 2012年西海饭店及皇冠假日酒店均已竣工开业，2013年预计西海大峡谷地面缆车项目竣工试运营后，将对公司未来收入规模和利润水平有明显提升作用。
4. 跟踪期内，公司 EBITDA 及经营性现金流入量对存续期内债券覆盖程度较好。

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。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于黄山旅游集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

黄山旅游集团有限公司（以下简称“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2013年3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年底，公司拥有其41.95%的股份，为第一大股东。

截至2012年底，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，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2012年底，公司合并资产总额为54.15亿元，所有者权益合计为24.98亿元(其中少数股东权益10.65亿元)。2012年，公司实现营业收入19.23亿元，利润总额3.75亿元。

截至2013年3月底，公司合并资产总额为53.11亿元，所有者权益合计为24.56亿元(其中少数股东权益10.78亿元)。2013年1～3月，公司实现营业收入2.62亿元，利润总额-0.24亿元。

公司注册地址：黄山风景区温泉；法定代表人：许继伟。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012年，中国实现国内生产总值519322亿元，同比增长7.8%，GDP前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长8.1%，二季度增长7.6%，三季度增长7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度GDP增长为7.9%。

2012年CPI全年同比增长2.6%，整体维持低位。2012年3月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI翘尾因素走弱，CPI呈下降态势，10月份为1.7%，达年内低点。进入11月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12月CPI回调至2.5%。从CPI分类指数看，食品类价格走势对CPI影响明显。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。基础设施建设方面，5月23日召开的国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至2012年底，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012年在国内外需求同步放缓、

外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，公开市场操作净投放 1.44 万亿元，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。

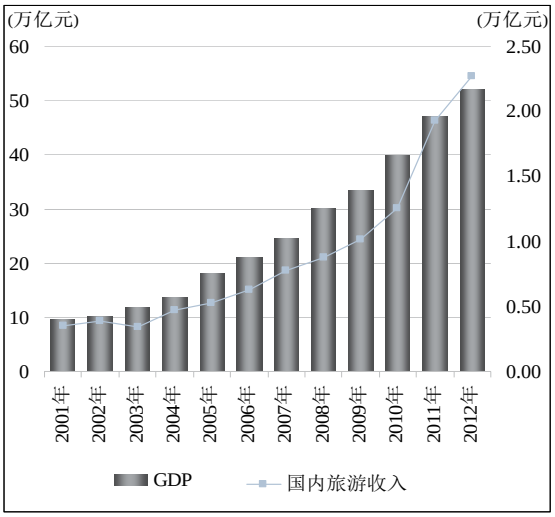
总体来看，2012 年中国继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。

四、行业及区域经济环境

（1）旅游行业

旅游行业方面，“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/年，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%，旅游业对中国经济社会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；2012 年国内旅游收入 2.27 万亿元，同比增长 17.6%。

图 1　2001～2012 年 GDP 与国内旅游收入



数据来源：国家旅游局和国家统计局

国际旅游方面，入境游方面，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%。2012 年，随世界经济复苏不确定性增加，全国共计接待入境旅游者 1.32 亿人次，同比下降 2.23%。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。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 690 亿美元，旅游服务贸易逆差达 225 亿美元。2012 年中国旅游外汇收入为 500.28 亿美元，预计出境游消费达 800 亿美元，逆差进一步扩大。

（2）区域经济环境

公司经营的业务主要集中在黄山市。根据《黄山市 2012 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2012 年黄山市实现地区生产总值 424.9 亿元，按可比价格计算比上年增长 11.6%。其中，第一产业增加值 48.5 亿元，增长 5.2%；第二产业增加值 196.6 亿元，增长 13.9%；第三产业增加值 179.7 亿元，增长 10.8%。产业结构不断调整优化，2012 年三次产业结构为 11.4：46.3：42.3。

2012 年，黄山市全年社会消费品零售总额 172.1 亿元，比上年增长 16.2%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 137.2 亿元，增长 16.4%；乡村消费品零售额 34.9 亿元，增长 15.5%。

2012 年，黄山市全年接待海内外旅游者 3641.3 万人次，比上年增长 19.2%。其中：接待国内旅游者 3481.0 万人次，增长 19.1%，接待入境旅游者 160.3 万人次，增长 22.0%。在入境旅游者中，外国人 92.8 万人次，增长 21.6%；港澳台同胞 67.5 万人次，增长 22.5%。全年旅游总收入 303.0 亿元，增长 20.7%，其中：国内旅游收入 272.4 亿元，增长 20.5%，国际旅游创汇 4.82 亿美元，增长 25.2%。从 52 个旅游景区

（点）看，共接待游客 2176 万人次，增长 18.4%，其中入境游客 78.01 万人次。其中：黄山风景区接待游客 300.8 万人，同比增长 9.6%，其中入境游客 31.0 万人，同比增长 10.5%。旅游产业规模继续扩张，2012 年底黄山市拥有国家 A 级景区达 52 家，其中 5A 级景区 3 家；星级饭店达 71 家，其中四星级以上饭店 30 家；旅行社达 139 家。

2011 年黄山市政府在《黄山市“十二五”旅游业发展规划》中提出“十二五”时期，安徽旅游业发展的目标主要是推进旅游强省建设，把旅游业建设成为国民经济战略性支柱产业和现代服务业的主导产业，重点支持发展皖南国际文化旅游示范区、大合肥经济圈旅游区和皖北旅游区三大板块；黄山市作为皖南国际文化旅游示范区的核心城市以及南部门户，是联系皖南国际文化旅游示范区与长三角城市群的枢纽城市之一，将在未来旅游强省建设中获得更多的发展机遇。黄山市已正式获批成为首个国家现代服务业综合改革试点城市，优先发展现代服务业是黄山市社会经济发展的重大战略。黄山市在“十二五”期间，将加快建立现代服务业体系，逐步形成以匹配旅游为主的现代服务业格局，形成服务经济为主的产业结构，促进旅游业的发展。

总体看，黄山市旅游旅游资源丰富，旅游产品较为成熟，政府相关政策支持力度大，作为皖南国际旅游文化示范区的核心，黄山市旅游行业将获得新的发展机遇。目前黄山市经济保持持续快速增长，产业结构不断优化，公司经营面临的外部环境良好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司经安徽省人民政府授权经营黄山风景区国有资产，是具有独立法人地位、资格和独立财务核算体系的国有独资公司。黄山风景区管理委员会持有其100%的股权。截至2013年3月底，公司注册资本8.38亿元。

2. 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，截至2013年3月底，公司拥有土地储备648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，截至2013年3月底，公司拥有旅游商务酒店20多家，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，旅游资源竞争优势明显。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制和管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司仍然以旅游业务为主。2012年，公司实现营业收入19.23亿元，同比增长5.30%。

从收入构成来看，旅游业务是公司利润的主要来源，包括酒店、索道、门票及旅游服务相关业务等，2012年上述四个板块合计占营业

收入的比重为85.87%。

从毛利率来看，2012年公司综合毛利率为43.30%，除地产等其他业务外，其余各板块业务毛利率水平均有所提升。跟踪期内主要业务构成占比见下表：

表1 公司近年来经营情况（单位：万元、%）

板块	2010 年			2011 年			2012 年			2013 年 1~3 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	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	36178.58	24104.38	33.37	5248.53	4556.78	13.18
索道业务	33146.59	7836.28	76.36	32985.65	7061.44	78.59	36617.42	7808.32	78.68	5513.27	2912.57	47.17
门票	50922.18	29561.69	41.95	51883.68	28302.60	45.45	58648.05	31008.69	47.13	8909.91	5808.89	34.80
旅游服务业务	28982.99	26365.37	9.03	29062.61	25789.25	11.26	33717.64	29824.15	11.58	4831.34	4470.91	7.46
地产等其他业务	26194.86	12169.1	53.54	26590.24	13937.71	47.58	27183.29	16312.58	39.99	1667.12	1272.75	23.66
合计	171225.13	100964.35	41.03	172656.66	96545.16	44.08	192344.98	109058.12	43.30	26170.17	19021.9	27.31

资料来源：公司提供

2013年1～3月，公司实现营业收入2.62亿元，是上年全年的13.61%；同期公司毛利率为27.31%。毛利率较上年下降较快主要系一季度非景区旺季，旅游板块各业务折旧摊销成本较高所致。

（1）旅游业务板块

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。

门票

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。2012年受益于游客人次的增长，公司门票营业收入达5.86亿元，毛利率为47.13%。

2012 年，公司共接待进山游客 300 万人，同比增长 9.61%；其中，境外游客 30.98 万人，同比增长 10.51%。2013 年 1~3 月，公司共接待进山游客 41 万人，同比增长 12.68%；其中，境外游客 1.2 万人，同比增长 5.3%。

此外，公司除黄山景区外，还拥有花山迷窟景区。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。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。

索道

公司索道收入是继门票之后的又一个稳定收入来源，截至2013年3月底，公司拥有四条索道资产，分别是云谷老索道、云谷新索道、太平索道和玉屏索道，其剩余使用年限均在15～20年，运行状况良好。目前四条索道实行淡季65元/人、旺季80元/人的统一票价。

2012年，公司四条索道共接待游客492万人次，实现索道收入3.66亿元。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，2012年为78.68%。2013年1-3月，公司四条索道共接待旅客60万人次。

酒店

酒店管理是旅游板块的另一主要收入来源，截至2013年3月底，公司下属酒店、商务旅馆等20多家，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。2012年，公司酒店业务收入3.62亿元，毛利率

为33.37%，较上年略有提升。

公司分布于黄山风景区内的酒店包括玉屏楼宾馆、排云楼宾馆、北海宾馆、西海饭店、白云饭店和云谷山庄等，可提供各种类型的房间约800间。由于山上景区内的酒店是公司垄断经营，平均客房入住率约为85%，盈利状况良好。其中西海饭店自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，实际投资金额2.3亿元，已于2013年1月重新开业，预计之后每年将会为公司增加利润5000万元左右。

旅游服务

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，2012年公司旅游服务业务收入为3.37亿元，这部分业务大多为代销产品，盈利能力不强，但为公司其他业务提供了重要的客源支持。

目前公司旅游服务业务以黄山中海国际旅行社管理公司（以下简称“中海国旅”）为主体，下辖黄山市中国旅行社、黄山中国国际旅行社、黄山海外旅行社等。中海国旅是目前安徽省规模最大的旅行社集团公司，也是安徽省首批通过ISO-9001国际质量体系认证的旅游企业。

表2 公司近年来旅行社接待情况（单位：万人次）

项目	2010年	2011年	2012年	13年1-3月
出境游	1.63	1.75	1.96	0.62
入境游	6.49	6.26	6.56	0.67
国内游	28.23	30.61	32.92	1.99

资料来源：公司提供

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。

（2）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（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”），目前公司的旅游地产板块开发运行良好。2012年天都房产销售36套商品房，总建筑面积为7937.7平方米；2013年1~3月，天都房产销售总建筑面积为574.45平方米。截至2013年3月底，天都房产合计拥有土地储备241亩，已开发的剩余可销售面积为48600.91平方米，预计形成资金回流2.82亿元。

2012年，玉屏地产全年销售房产276套，年度房产销售面积3.12万平方米，销售额1.50亿元；2013年1~3月，销售房产全年销售面积0.77万平方米，销售额0.49亿元。截至2013年3月底，玉屏房产合计拥有土地储备407亩。

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。2012年以来，受房地产政策调控，房产预售同比有所下降影响，公司旅游地产业务销售毛利率有所下降。

（3）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”期间投资的项目如下表所示，截至2012年底投资额为18.09亿元，未来仍需投资金额较高，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 年底已投资	2013 年	2014 年	2015 年	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	10000	1500	2000	3500	3000	前期规划、除险加固、河道治理以及休闲旅游项目开发
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	2011-2014	17000	5000	5000	7000		支付前期土地款、规划设计中，因环评延期致使建设工期延后。
天都地产城东地块开发项目	用地面积约 77355.95 ㎡；建设居住、商服设施（接待、餐饮）文化、娱乐）等	2011-2015	111600	53000	20000	20000	18600	支付前期土地款、规划设计通过，一期 5 幢高层结构封顶，完成首郡会馆、绿化抬地及 2 幢低层住宅建设。
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	1360	1000	1000	640	已完成水库除险加固工程及配套工程建设，全山水质处理设备更新改造。
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	2011-2014	25000	18000	7000			已完成原有经营性用户的拆迁、河道整治、游客中心、项目综合提升，推进公路拓宽改建及区域的环境整治。
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	2007-2014	60000	48000	12000			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，因休闲、健身、疗养等新兴旅游项目处于市场预热期，开发期后延。
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。每年新增一定规模，征地 300－400 亩，开发房地产及其配套项目	2011-2015	780000	48000	30000	80000	50000	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		15000	3000	1000	6000	50000	谋划中

	心，连接翡翠池，开发温泉眼							
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	3000	6500	3000	2500	已完成谢裕大 12%的股权收购，新增唐模茶博馆，祁门红茶、六安瓜片生产线等
玉屏索道改造	上站利用原索道上站，下站在原线路方向上向下移动，改造后运力提高 80%	2013-2015	18000		3000	10000	5000	环评、立项申报，建高方案设计。
环保车辆更新	旅游运输车辆更新、升级环保等级	2013-2014	5000		3800	1200		更新、升级方案制定中，年底前完成部分已到期车辆更新。
景区接待设施改善	徽商故里、玉屏楼宾馆、排云楼宾馆、光明顶山庄等酒店客房、餐饮设施以及酒店职工公寓改造	2013-2014	17000		4000	6000	7000	改造方案设计，报批及工程招标中。
合计			**1077600**	**180860**	**95300**	**137700**	**136740**	

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的2010年财务报表已经安徽徽瑞会计师事务所审计，并出具了标准无保留审计意见；公司提供的2011年度财务报表已经安徽卓勤会计师事务所审计，并出具了无保留审计意见；公司提供的2012年度财务报表已经安徽卓勤会计师事务所审计，并出具了标准无保留审计意见；公司2013年一季度财务数据未经审计。

从合并报表范围变化情况来看，截至 2012 年底纳入合并报表范围的二级子公司较 2011 年底无变化。公司财务可比性强。

截至 2012 年底，公司合并资产总额为 54.15 亿元，所有者权益合计为 24.98 亿元(其中少数股东权益 10.65 亿元)。2012 年，公司实现营业收入 19.23 亿元，利润总额 3.75 亿元。

截至2013年3月底，公司合并资产总额为53.11亿元，所有者权益合计为24.56亿元(其中少数股东权益10.78亿元)。2013年1～3月，公司实现营业收入2.62亿元，利润总额-0.24亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司业务规模稳定增长，2012年实现营业收入和营业成本分别为19.23亿元和10.91亿元，较2011年分别增长11.40%和12.96%；成本增速略高于收入增速，2012年公司营业利润率小幅下降，为38.88%。从期间费用来看，2012年公司期间费用占营业收入的比重为20.84%，较2011年的17.41%有所提升，主要系管理费用及财务费用增长所致，公司期间费用控制水平有待提高。同期，公司营业利润、利润总额和净利润分别为3.56亿元、3.75亿元和2.73亿元，较2011年均有所下降，主要是成本上升及期间费用增长所致。

2013年1～3月，公司实现营业收入和利润总额分别为2.62亿元和-0.24亿元，营业收入较上年同期有所增长，利润总额较上年同期亏损减少。

总体看，跟踪期内公司营业收入有所增长，但受成本上升影响，毛利率水平有所下降。

2. 现金流及保障

跟踪期内，公司2012年销售商品、提供劳务收到的现金为17.32亿元，较2011年增长

1.29%，从现金收入实现质量来看，2012年公司现金收入比为90.05%，公司现金实现质量有所下降。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金为5.42亿元，较2011年下降14.09%，在应付账款增加的作用下，该项有所降低。2012年，公司支付其他与经营活动有关的现金一项为7.54亿元，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，该项近年来始终保持较高的支出规模，2012年公司经营活动现金流出为17.70亿元，同期公司经营活动现金流量净额为2.77亿元。

2012年，公司投资活动现金流入为2.28亿元，较2011年下降50.13%，主要系收到其他与投资活动有关的现金规模下降所致。公司投资性现金流出量为5.10亿元，其中投资支付的现金1.11亿元主要为购买银行理财产品。2012年，公司投资活动现金流量净额为-2.82亿元。总体来看，跟踪期内公司仍保持较大投资规模。

2012年，公司筹资性现金流入和流出分别为26.60亿元和26.31亿元，较2011年均大幅增长，主要系公司2012年投资建设规模大而相应增加借款所致。2012年公司筹资性活动现金净流量为0.29亿元。

2013年1~3月，公司经营活动净现金流为-1.49亿元；投资活动净现金流为0.16亿元；筹资活动净现金流为0.51亿元。

总体看，公司跟踪期内经营性现金流量净额有所波动，对外投资规模大，对外筹资压力增加。

3. 资本及债务结构

跟踪期内，公司资产总额快速增长，截至2012年底，公司资产总额为54.15亿元，较2011年底增长6.71%，其中流动资产占47.66%，非流动资产占52.34%。

截至2012年底，公司流动资产为25.81亿元，较2011年底增长2.29%，构成仍以货币资金（占21.06%）、存货（占59.43%）和其他应收款（占13.35%）为主。其中交易性金融资产0.50亿元，主要为购买银行理财产品。预付款项0.44亿元，同比下降52.96%，主要系上年末工程项目预付款本年结算较多影响所致。公司其他应收款3.45亿元，主要是关联单位的往来款，包括黄山市非税收入征收管理局、黄山长江徽杭高速公路有限公司、黄山风景区管理委员会等，前5名欠款客户合计占43.58%，集中度较高。截至2012年底，公司存货为15.34亿元，较2011年底增长6.48%，构成主要为下属房地产公司的开发成本。

截至2012年底，公司非流动资产为28.34亿元，较2011年底增长11.07%，主要是固定资产增加所致。截至2012年底，公司固定资产为18.54亿元，较2011年底大幅增长，主要系本年度西海饭店改造工程和皇冠假日酒店建设工程完工转入固定资产所致，同时造成在建工程大幅减少。

截至2013年3月底，公司资产总额为53.11亿元，较2012年底下降1.91%，其中流动资产占46.62%，非流动资产占53.38%，较2012年底流动资产占比略有下降，主要系货币资金减少所致。其余科目较2012年底变化不大。

总体看，跟踪期内公司资产规模较为稳定，西海饭店和皇冠假日酒店等项目转固运营会对公司整体收益水平提升给予积极促进作用。

跟踪期内，公司所有者权益稳步增长。截至2012年底，公司所有者权益为24.98亿元，较2011年底增长6.88%，主要是少数股东权益增长所致，其中公司股本占58.50%、资本公积占2.43%、盈余公积占3.02%、未分配利润占36.06%。截至2013年3月底，公司所有者权益24.56亿元，较2012年底略有下降主要系未分配利润减少所致。总体看，公司所有者权益构成基本稳定。

截至2012年底，公司负债总额为29.17亿元，较2011年底增长6.56%，其中流动负债因短期借款增长占比提升至86.00%，长期借款有所减少使得非流动负债占比下降至14.00%。截

至 2013 年 3 月底，公司负债总额为 28.55 亿元，较 2012 年底有所下降主要系应付账款减少所致，其余科目较 2012 年底变化不大。

截至 2012 年底，公司全部债务 16.20 亿元，较 2011 年底增长 9.79%，主要是短期借款增长所致；其中短期债务 12.43 亿元，长期债务为 3.77 亿元。截至 2012 年底，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 13.10%、39.34%和 53.87%。截至 2013 年 3 月底，公司全部债务 17.01 亿元，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 13.19%、40.92%和 53.76%。总体看，跟踪期内，公司有息债务负担呈加重趋势，但仍处于适宜水平。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2012 年底，公司流动比率和速动比率分别为 102.88%和 41.74%，截至 2013 年 3 月底分别为 101.08%和 36.29%。由于存货占比较高的原因，公司速动比率较低。

从长期偿债指标看，2012 年公司全部债务/EBITDA 的比率为 2.79 倍，EBITDA 利息倍数为 7.77 倍，仍保持在适宜水平。

截至 2013 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2013 年 3 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 2013 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 32.2 亿元，尚未使用的额度为 22 亿元。公司间接融资渠道较为畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（B-201303477433）显示，截至 2013 年 3 月 14 日，公司无未结清不良信贷信息，无已结清不良信贷信息，无欠息信息。公司过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司作为黄山旅游景区的唯一经营主体，在景区范围内保持垄断经营权，并获得当地政府的有力支持。公司门票、索道、酒店及房地产等业务毛利率水平较高，整体盈利能力强。公司整体抗风险能力强。

九、存续期内债券保障能力分析

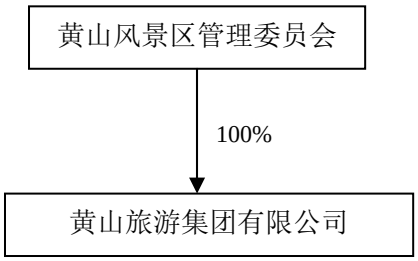
公司于 2011 年 6 月发行“11 黄山 MTN1”2 亿元中期票据，于 2013 年 5 月发行 3 亿元“13 黄旅游 MTN1”，合计 5 亿元。

以2012年财务数据为基础，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对存续期内债券的保护倍数分别为1.16倍、4.09倍和0.55倍。公司EBITDA和经营活动现金流入量对存续期内债券保障能力较强。

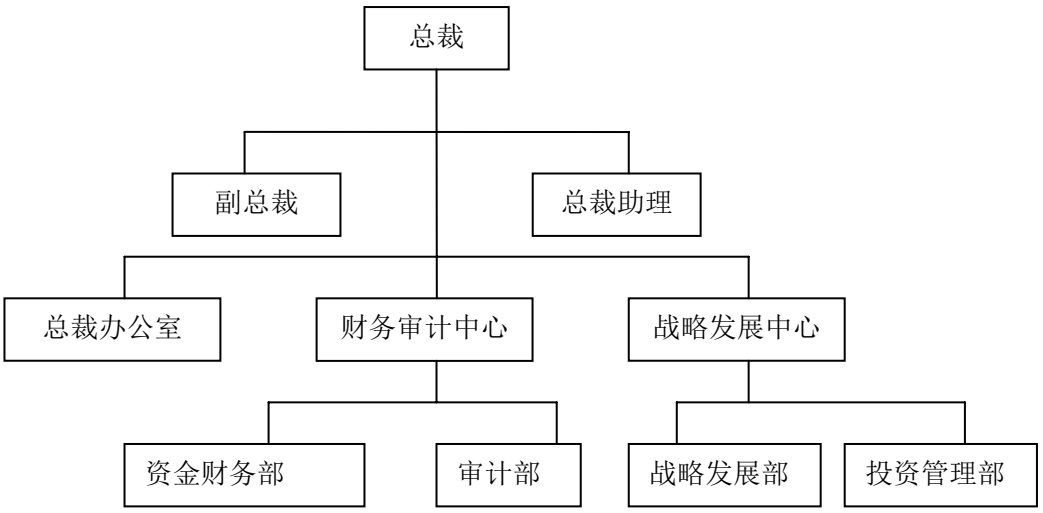
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“11黄山MTN1”和“13黄旅游MTN1” AA的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	*变动率(%)*	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	60857.40	51976.75	54352.69	*-5.50*	46148.76
交易性金融资产			5000.00	--	0.00
应收票据			29.25	--	7.50
应收账款	4756.87	6369.95	6317.21	*15.24*	5425.71
预付款项	6497.09	9262.24	4357.11	*-18.11*	4598.80
应收利息	6.75	7.95	0.00	*-100.00*	0.00
应收股利					
其他应收款	34458.11	40504.00	34459.52	*0.00*	32339.80
存货	82541.78	144041.35	153381.72	*36.32*	158723.73
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	147.46	152.59	193.84	*14.65*	379.15
流动资产合计	**189265.46**	**252314.84**	**258091.33**	***16.78***	**247623.44**
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资	2000.00	0.00	0.00	*-100.00*	0.00
长期应收款	400.00	700.00	0.00	*-100.00*	0.00
长期股权投资	62633.51	70038.20	62958.46	*0.26*	63013.96
投资性房地产	1156.10	1953.28	1944.87	*29.70*	1918.34
固定资产	103742.66	101303.01	185445.26	*33.70*	183141.97
在建工程	20066.35	61966.50	13987.60	*-16.51*	16450.41
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	8047.33	7923.05	8301.68	*1.57*	8260.05
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用	5462.68	5774.49	5673.85	*1.91*	5662.62
递延所得税资产	3687.97	3609.59	3532.71	*-2.13*	3532.71
其他非流动资产	2073.35	1863.28	1536.21	*-13.92*	1536.21
非流动资产合计	**209269.95**	**255131.40**	**283380.64**	***16.37***	**283516.27**
资产总计	**398535.40**	**507446.24**	**541471.98**	***16.56***	**531139.71**

附件 2-2　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	2012 年	*变动率(%)*	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	76190.00	88700.00	124300.00	*27.73*	132800.00
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	9553.97	10139.71	21469.16	*49.90*	14425.57
预收款项	19178.73	26506.93	15447.00	*-10.25*	14385.76
应付职工薪酬	2922.38	2959.73	3881.61	*15.25*	1653.22
应交税费	5793.57	6792.81	5312.11	*-4.25*	139.59
应付利息	20.29	122.90	129.85	*152.97*	0.00
应付股利	559.36	351.00	497.15	*-5.73*	522.04
其他应付款	55748.35	76373.24	79764.21	*19.62*	80976.89
预计负债					
一年内到期的非流动负债	0.00	1500.00	0.00	--	0.00
其他流动负债	265.18	122.70	73.72	*-47.27*	66.39
流动负债合计	**170231.83**	**213569.01**	**250874.81**	***21.40***	**244969.45**
非流动负债：					
长期借款	18635.17	36644.26	16988.19	*-4.52*	16648.19
应付债券	0.00	20675.00	20675.00	--	20675.00
长期应付款	1699.44	1391.44	941.44	*-25.57*	941.44
专项应付款	126.60	133.60	94.87	*-13.43*	123.37
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债	503.68	449.61	129.38	*-49.32*	129.38
其他非流动负债	0.00	900.00	2011.02	--	2051.02
非流动负债合计	**20964.89**	**60193.91**	**40839.91**	***39.57***	**40568.41**
负债合计	**191196.71**	**273762.93**	**291714.72**	***23.52***	**285537.86**
所有者权益：					
实收资本(或股本)	83806.51	83806.51	83806.51	*0.00*	83806.51
资本公积	3384.56	3475.47	3475.47	*1.33*	3475.47
减：库存股					
盈余公积	2962.43	4204.77	4323.13	*20.80*	4323.13
未分配利润	44390.40	53380.35	51655.10	*7.87*	46216.56
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	**134543.89**	**144867.10**	**143260.20**	***3.19***	**137821.66**
少数股东权益	72794.80	88816.22	106497.06	*20.95*	107780.18
所有者权益合计	**207338.69**	**233683.32**	**249757.26**	***9.75***	**245601.85**
负债和所有者权益总计	**398535.40**	**507446.24**	**541471.98**	***16.56***	**531139.71**

附件 3　公司合并利润表

（单位：万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	*变动率(%)*	2013 年 1～3 月
一、营业收入	**171225.13**	**172656.66**	**192344.98**	***5.99***	**26170.17**
减：营业成本	**100964.35**	**96545.16**	**109058.12**	***3.93***	**19021.90**
营业税金及附加	7392.03	7493.98	8503.71	*7.26*	1273.06
销售费用	3452.95	2206.75	2487.83	*-15.12*	423.06
管理费用	20806.41	23576.39	28320.23	*16.67*	5130.04
财务费用	3542.39	4278.55	9284.44	*61.89*	2805.40
资产减值损失	500.30	478.32	74.49	*-61.41*	0.00
加：公允价值变动收益					
投资收益	2188.45	1631.57	976.26	*-33.21*	46.28
其中：对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	**36755.14**	**39709.10**	**35592.43**	***-1.59***	**-2437.03**
加：营业外收入	1427.77	1332.06	2212.01	*24.47*	76.68
减：营业外支出	1434.04	374.95	316.93	*-52.99*	23.95
其中：非流动资产处置损失					
三、利润总额	**36748.88**	**40666.22**	**37487.51**	***1.00***	**-2384.29**
减：所得税费用	7713.93	10693.86	10178.48	*14.87*	344.73
四、净利润	**29034.95**	**29972.35**	**27309.03**	***-3.02***	**-2729.02**

附件 4-1　公司合并现金流量表

（单位：万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	*变动率(%)*	2013 年 1～3 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	173210.46	*2.99*	24835.69
收到的税费返还	0.00	0.00	0.44	--	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	31074.65	27697.56	31480.48	*0.65*	2175.44
经营活动现金流入小计	**194381.06**	**198695.89**	**204691.38**	***2.62***	**27011.14**
购买商品、接受劳务支付的现金	70754.94	63110.78	54217.92	*-12.46*	17419.84
支付给职工以及为职工支付的现金	18187.20	20987.23	24789.65	*16.75*	8155.99
支付的各项税费	20379.46	20934.20	22581.21	*5.26*	8904.97
支付其他与经营活动有关的现金	79805.92	102793.30	75446.56	*-2.77*	7430.66
经营活动现金流出小计	**189127.51**	**207825.52**	**177035.35**	***-3.25***	**41911.46**
经营活动产生的现金流量净额	**5253.55**	**-9129.64**	**27656.03**	***129.44***	**-14900.33**
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	5200.00	*3114.42*	5000.00
取得投资收益收到的现金	2008.84	1277.31	3588.75	*33.66*	20.78
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	50.01	49.85	37.23	*-13.71*	0.52
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	364.79	36184.42	13930.69	*517.96*	5314.85
投资活动现金流入小计	**2428.68**	**45629.59**	**22756.67**	***206.10***	**10336.15**
购建固定资产、无形资产等支付的现金	18484.71	55059.72	39838.75	*46.81*	8696.14
投资支付的现金	2000.26	2853.60	11130.00	*135.89*	30.00
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	20747.27	123.81	0.00	*-100.00*	0.00
投资活动现金流出小计	**41232.24**	**58037.14**	**50968.75**	***11.18***	**8726.14**
投资活动产生的现金流量净额	**-38803.56**	**-12407.54**	**-28212.08**	***-14.73***	**1610.01**
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	70.00	--	0.00
取得借款收到的现金	85840.00	89070.00	265150.00	*75.75*	76100.00
发行债券收到的现金		20000.00	0.00	--	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	16820.53	2513.73	800.00	*-78.19*	0.00
筹资活动现金流入小计	**102660.53**	**111583.73**	**266020.00**	***60.97***	**76100.00**
偿还债务支付的现金	52937.35	85222.24	240600.00	*113.19*	63040.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5651.96	11426.35	21302.07	*94.14*	7953.95
支付其他与筹资活动有关的现金	3459.53	2278.37	1185.00	*-41.47*	19.66
筹资活动现金流出小计	**62048.85**	**98926.96**	**263087.07**	***105.91***	**71013.61**
筹资活动产生的现金流量净额	**40611.69**	**12656.78**	**2932.93**	***-73.13***	**5086.39**

附件 4-2　公司合并现金流量表附表

（单位：万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	*变动率(%)*
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	**29034.95**	**29972.35**	**27309.03**	***-3.02***
加：资产减值准备	500.30	478.32	74.49	*-61.41*
固定资产折旧及其他	7723.28	8014.80	10504.93	*16.63*
无形资产摊销	312.01	293.87	434.34	*17.99*
长期待摊费用摊销	2356.74	1946.56	2080.11	*-6.05*
待摊费用减少（减：增加）				
处置固定资产、无形资产等损失	1187.22	197.65	61.80	*-77.18*
固定资产报废损失	114.98	0.22	0.00	*-100.00*
公允价值变动损失				
财务费用	3241.60	4586.78	8204.51	*59.09*
投资损失	-2222.88	-10965.46	-976.26	--
递延所得税资产减少	-1339.26	78.38	76.88	--
递延所得税负债增加	-36.18	-54.06	-320.23	*197.51*
存货的减少	-44401.51	-63989.87	-16841.35	*-38.41*
经营性应收项目的减少	1880.42	3683.03	6225.48	*81.95*
经营性应付项目的增加	6901.87	6193.70	-9177.70	--
其他	0.00	10434.09	0.00	--
经营活动产生的现金流量净额	**5253.55**	**-9129.64**	**27656.03**	***129.44***

附件 5　主要财务指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	34.28	31.03	30.25	--
存货周转次数(次)	1.32	0.85	0.73	--
总资产周转次数(次)	0.46	0.38	0.37	--
现金收入比(%)	95.38	99.04	90.05	94.90
盈利能力				
营业利润率(%)	36.72	39.74	38.88	22.45
总资本收益率(%)	10.98	10.02	8.45	--
净资产收益率(%)	14.00	12.83	10.93	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	8.25	19.70	13.10	13.19
全部债务资本化比率(%)	31.38	38.70	39.34	40.92
资产负债率(%)	47.97	53.95	53.87	53.76
偿债能力				
流动比率(%)	111.18	118.14	102.88	101.08
速动比率(%)	62.69	50.70	41.74	36.29
经营现金流动负债比(%)	3.09	-4.27	11.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.40	7.20	7.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.85	2.49	2.79	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.35	-0.15	0.00	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-8.11	-2.62	-0.07	--

注：2013 年一季度财务数据未经审计

附件 6　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 7　主体长期信用等级设置及其含义

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，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。