

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 913 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AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持其“11黄山MTN1”、“13黄旅游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
13 黄旅游 MTN1	3 亿元	2013/5/13-2018/5/13	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	5.20	5.94	4.91	2.60
资产总额(亿元)	50.74	54.15	71.72	69.88
所有者权益(亿元)	23.37	24.98	25.03	24.28
长期债务(亿元)	5.73	3.77	22.19	23.59
全部债务(亿元)	14.75	16.20	36.10	37.91
营业收入(亿元)	13.88	15.59	15.12	2.72
利润总额(亿元)	4.07	3.75	1.88	-0.10
EBITDA(亿元)	5.91	5.80	6.30	--
经营性净现金流(亿元)	-0.91	2.77	0.29	-0.74
营业利润率(%)	49.45	47.98	46.60	32.41
净资产收益率(%)	12.83	10.93	4.42	--
资产负债率(%)	53.95	53.87	65.10	65.26
全部债务资本化比率(%)	38.70	39.34	59.06	60.96
流动比率(%)	118.14	102.88	118.96	121.06
全部债务/EBITDA(倍)	2.49	2.79	5.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.20	7.77	2.19	--
经营现金流流动负债比(%)	-4.27	11.02	1.20	--

注: 公司 2014 年 1 季度财务报表未经审计; 短期债务包括其他流动负债; 2011~2012 年财务数据为追溯调整数。

分析师

刘晓濛 胡鑫
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,门票、索道、旅游服务业务基本保持稳定。公司收购黄山长江徽杭高速公路有限责任公司(以下简称“徽杭高速”)带动资产规模快速增长,多元化业务结构得到一定程度增强。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到公司整体盈利能力有所下滑,新收购的徽杭高速债务负担较重,成本回收周期较长等因素给公司信用水平造成的影响。

目前西海大峡谷地面缆车项目处于培育期,预计未来随着宣传效果显现,公司收入规模和利润水平将有明显提升。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。

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”和“13 黄旅游 MTN1”AA 的信用等级。

优势

1. 公司在景区范围内拥有垄断经营权,竞争优势较为明显。
2. 跟踪期内,公司收购徽杭高速,未来计划围绕高速沿线开展战略布局项目,为长远发展开辟新空间。

关注

1. 公司涉足旅游地产行业,跟踪期内受宏观调控及成本上升影响,毛利率水平持续下降。受新合并徽杭高速债务负担重导致财务费用快速增长影响,公司整体盈利能力相应下滑。
2. 跟踪期内,公司债务水平较快增长,债务负担有所加重。
3. 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。

4. 2013年，公司对门票分成收入、索道票收入由原来的总额法改为净额法核算，对收入规模有一定影响，公司对2011及2012年收入进行了相应追溯调整。

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〔1999〕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（以下简称“管委会”）持有其100%的股权。截至2014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（以下简称“黄山股份”）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2013年底，公司拥有其41.95%的股份，为第一大股东。

截至2013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2013年底，公司合并资产总额71.72亿元，所有者权益合计为25.03亿元（其中少数股东权益11.50亿元）。2013年，公司实现营业收入15.12亿元，利润总额1.88亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额为69.88亿元，所有者权益合计为24.28亿元（其中少数股东权益11.58亿元）。2014年1~3月，公司实现营业收入2.72亿元，利润总额-0.10亿元。

公司注册地址：黄山风景区温泉；法定代表人：黄林沐。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导

货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；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，扩大“营改增”试点范围，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以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

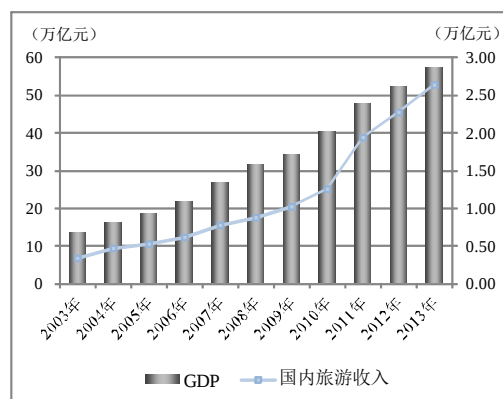
四、行业及区域经济环境

1. 旅游行业

旅游行业方面，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。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，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，能够在较短时间得以恢复。

图1 2001~2013年GDP与国内旅游收入



数据来源：国家旅游局和国家统计局

2013年，受“八项规定”、“六项禁令”等政策影响，公务旅游消费急剧下降，商务旅游消费明显放缓，而国民休闲旅游消费则表现出强劲的增长势头。2011~2013年，中国国内游客分别为26.4亿人次、29.57亿人次、32.6亿人次，同比分别增长13.2%、12.1%、10.3%，中国国内旅游业增速持续放缓，但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。

入境游方面，金融危机深层次影响还在延续，周边国家放松签证政策等带来更大竞争。2011年，在全球经济恶化、人民币持续升值的形势下，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，全年共计接待入境旅游者1.32亿人次，同比下降2.23%；2013年，全国入境游客1.29亿人次，同比下降2.51%，中国入境游正处于长时间高速发展之后逐渐复归常态化的阶段。

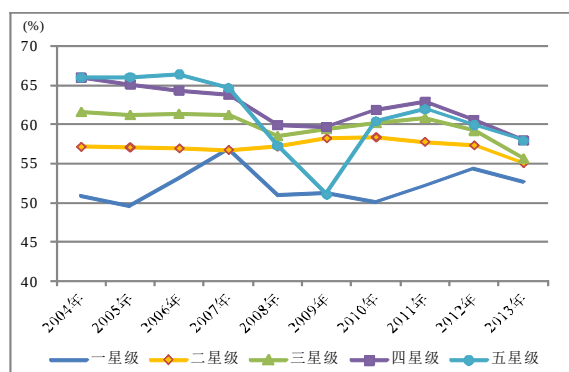
出境旅游方面，在国内经济持续增长的形势下，受益于人民币汇率的升值以及周边国家和地区入境旅游竞争力的提升，近年来出境旅游继续保持高速增长态势。2011~2013年，中国出境旅游总人数分别为0.70亿人次、0.83亿人次、0.98亿人次，分别同比增长22.4%、18.6%、18.1%。受此影响，中国旅游服务的贸易逆差不断扩大，中国旅游研究院研究显示，2013年中

国旅游外汇收入为 517 亿美元，而居民出境花费预计将达到 1200 亿美元，旅游服务贸易逆差进一步扩大，预计达 720 亿美元。

2. 酒店子行业

根据《2013 年第四季度全国星级饭店统计公报》数据显示，截至 2013 年底，全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计 13508 家，其中有 12776 家经营情况数据通过省级旅游行政管理部门审核，除停业的 881 家饭店外，有 11895 家完成了第四季度经营数据的填报。根据填报的财务数据显示：截至 2013 年底，全国 11895 家星级饭店第四季度营业收入总计 592.32 亿元，其中餐饮收入为 256.47 亿元，占营业收入的 43.30%；客房收入为 256.95 亿元，占营业收入的 43.38%。在 11895 家星级饭店中：五星级饭店 722 家；四星级饭店 2370 家；三星级饭店 5735 家，二星级饭店 2922 家，一星级饭店 146 家。全国第四季度星级饭店平均房价为 335.36 元/间夜，平均出租率为 56.63%。总体看，中国酒店行业自 2004 年开始新一轮高速扩张，但供给已呈现相对过剩局面，行业竞争较为激烈。

图 2 2004-2013 年底各星级酒店客房出租率情况



资料来源：国家旅游局

酒店业对外部宏观经济以及突发事件敏感，波动性较大。2013年上半年，受政府抑制“三公消费”等因素的影响，全国星级酒店平均房价和出租率同比均有所下滑，尤以四星级以上酒店收入下降最为明显。中国旅游饭店业协会

发布的《2013年上半年星级饭店经营情况报告》显示，2013年上半年，全国三星级及以上星级饭店平均出租率同比下降6个百分点；平均客房收入同比下降8.5%；平均餐饮收入同比下降17.2%；平均会议收入同比下降16.6%；平均总营业收入同比下降11.8%。联合资信注意到，经济型酒店受影响相对较小，由于定位于低端消费，并且受益于星级酒店客人转入经济型酒店带来的增量效应，其指标降幅略低。传统低星级酒店目前正面临来自经济型酒店越来越大的竞争压力，酒店效益呈现分化局面。

总体来看，短期内，“八项规定”、“六项禁令”等因素使得以政府接待为主的高星级酒店面临转型挑战；从中长期看，旅游产业政策推动和旅游需求拉动将成为驱动中国旅游业长期高速增长的基本动力，随着中国旅游业的持续发展，酒店行业仍面临良好的发展机遇。

3. 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 2013 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2013 年黄山市实现地区生产总值 470.3 亿元，按可比价格计算比上年增长 9.3%。其中，第一产业增加值 53.0 亿元，增长 3.0%；第二产业增加值 218.1 亿元，增长 11.5%；第三产业增加值 199.2 亿元，增长 8.5%。

2013 年，黄山市全年社会消费品零售总额 196.1 亿元，比上年增长 14.3%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 156.0 亿元，增长 14.3%；乡村消费品零售额 40.1 亿元，增长 14.4%。按消费形态分，住宿和餐饮业零售额 39.1 亿元，增长 11.8%。

2013 年，黄山市全年接待海内外旅游者 3732.6 万人次，比上年增长 0.2%，增速明显放缓。其中：接待国内旅游者 3572.0 万人次，增长 2.6%，接待入境旅游者 160.6 万人次，增长 0.2%。在入境旅游者中，外国人 92.7 万人次，下降 0.2%；港澳台同胞 67.59 万人次，增长 0.7%。全年旅游总收入 314.5 亿元，增长 3.8%，

其中：国内旅游收入 284.4 亿元，增长 4.4%，国际旅游创汇 4.87 亿美元，增长 1.0%。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。2013 年底黄山市拥有国家 A 级景区达 54 家，其中 5A 级景区 3 家；星级饭店 68 家，其中四星级以上饭店 28 家；旅行社达 147 家。

《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。管委会持有其 100% 的股权。截至 2014 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、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 2014 年 3 月底，公司拥有土地储备 477 亩，均为黄山市内的优质地段，未来拥有一定的升值空间。

在下属经营实体方面，截至 2014 年 3 月底，公司拥有旅游商务酒店 13 家，是黄山市最大的旅游商务酒店管理企业，其经营地点包括旅游景区及黄山市内。2013 年，公司收购合并徽杭高速，业务多元化发展。

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，黄林沐接替许继伟担任公司董事局主席、总裁。

黄林沐，汉族，1966 年 9 月生，安徽庐江人，学士学位，1986 年 3 月加入中国共产党，1988 年 7 月参加工作。曾担任淮南乐方陶瓷党委书记、董事长、总经理、黄山市副市长、党组成员。2013 年 7 月，黄林沐开始担任黄山风景区管委会党委书记、副主任，公司董事局主席、总裁，黄山股份董事长、党委书记。

跟踪期内，公司管理体制、管理制度、管

理层等方面无其他变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司仍以旅游业务为主。2013年，公司实现营业收入15.12亿元，同比下降2.97%。

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，2013年上述四个板块合计占营业收入的比重为73.86%。跟踪期内，受国内经济增速放缓以及政府严格控制“三公消费”等因素影响，公司旅游业务营业收入同比小幅下降。受销售略有下降以及收入确认影响，公司房地产板块收入同比下降28.51%。2013年，公司其他业务板块收入同比大幅增长，主要来自新纳入合并范围徽杭高速实现的收入。

从公司各业务板块盈利情况看，公司主要

利润来自索道及门票板块。2013年索道业务和门票业务毛利润分别占公司整体毛利润的37.38%和26.80%。2013年其他业务毛利润占比提升至22.74%，同比增加2.54个百分点，对整体毛利润的贡献仅次于索道及门票板块。毛利率方面，受旅游行业对外部环境存在较强敏感性影响，公司各业务板块毛利率波动较大。2013年，门票业务毛利率为82.98%，同比下降3.21个百分点，主要由于公司促销打折导致门票价格下降；酒店业务毛利率为19.75%，同比下降10.47个百分点，主要由于政府抑制“三公消费”导致公务旅游游客大幅减少；房地产板块毛利率下降至29.22%，主要由于国家对地产的调控政策趋紧导致成本上升所致；其他业务毛利率同比大幅增长，主要由于新纳入徽杭高速运营成本较低。总体看，公司综合毛利率基本稳定，2013年为51.55%，同比下降1.73个百分点。

表1 公司近年来经营情况（单位：万元、%）

板块	2011 年			2012 年			2013 年			2014 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	31741.78	18470.16	41.81	35826.31	24999.50	30.22	36414.39	29221.23	19.75	8170.80	8568.03	-4.86
索道业务	32582.17	3883.47	88.08	30841.13	3710.93	87.97	30700.72	4401.39	85.66	6809.00	960.73	85.89
门票业务	23745.75	3383.09	85.75	25712.78	3549.97	86.19	22770.08	3875.20	82.98	4630.12	848.70	81.67
旅游服务业务	28706.60	22202.50	22.66	28013.20	22675.24	19.06	21811.05	18510.14	15.13	4357.76	3916.76	10.12
商品房销售	15362.66	9791.96	36.26	21766.44	12655.48	41.86	15560.74	11013.82	29.22	802.67	679.70	15.32
其他业务	6636.24	5122.92	22.80	13696.37	5222.37	61.87	23975.59	6251.36	73.93	2466.39	2012.77	18.39
合计	138775.20	62854.10	54.71	155856.23	72813.49	53.28	151232.57	73273.14	51.55	27236.74	16986.69	37.63

资料来源：公司提供

2014年1~3月，公司实现营业收入2.72亿元，同比增长4.08%；公司综合毛利率为37.63%，同比增加10.32个百分点，较2013年底下降明显，主要由于政府控制“三公消费”影响持续以及一季度非景区旺季，公司旅游板块各业务折旧摊销成本较高导致毛利率有所下降；房地产板块毛利率进一步下降至15.32%，主要由于公司为促进销售开展促销活动所致；其他业务板块收入及毛利率较2013年底明显下滑，主要系春节假期高速免费导致收入及毛利下降所致。

总体看，跟踪期内，受益于收购徽杭高速，公司其他业务板块收入及毛利率实现较快增长，索道、门票及旅游服务等主营业务较为平稳，公司整体盈利能力基本稳定。

（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及利润的稳定来源，主要包括黄山旅游景区的门票

款。根据《风景名胜区条例》(国务院令474号)第三十七条规定,结合财政部驻安徽省财政监察专员办事处关于对子公司黄山股份2012年度会计信息质量检查要求,子公司黄山股份对收取的黄山风景区门票分成收入、索道票收入由原来的总额法改为净额法,黄山集团相应作出会计调整。具体财务影响表现为:2011年度,调减公司主营业务收入33881.46万元,同时调减营业成本33691.06万元和营业税金及附加190.40万元;2012年度,调减公司主营业务收入36488.75万元,同时调减营业成本36244.62万元和营业税金及附加244.13万元。

2013年,受国内经济增速放缓、政府严格控制“三公消费”、入境游市场整体下滑以及局部地区禽流感疫情等因素综合影响,公司景区游客接待人次有所下降。2013年,公司门票营业收入为2.28亿元,毛利率为82.98%。2013年,公司共接待进山游客274.6万人,同比下降8.70%;其中,境外游客11.84万人,同比下降32.00%。2014年1~3月,公司共接待进山游客42.06万人,同比增长1.58%;其中,境外游客2.18万人,同比下降51.8%。

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2014年3月底,公司拥有五条索道资产,分别是云谷老索道、云谷新索道、太平索道、玉屏索道和西海大峡谷地面缆车,其剩余使用年限均在15~20年,运行状况良好。目前五条索道实行淡季65元/人、旺季80元/人的统一票价。

2013年,受景区接待人次下降影响,公司四条索道共接待游客459.61万人次,同比下降6.52%,实现索道收入3.07亿元。公司索道业务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,因此该板块保持了较高的毛利水平,2013年为85.66%。2014年1~3月,公司四条索道共接待旅客70.81万人次,同比增长18.02%。

西海大峡谷地面缆车项目于2013年7月开

始运营,全年共接待游客16.85万人次,实现收入1324.00万元,实现利润-86.00万元。2014年1~3月,西海缆车共接待游客0.26万人次,实现收入21.4万元,实现利润-205.8万元。目前西海大峡谷项目仍处于培育期,公司通过影视媒体、平面媒体及各种展销会积极推广,未来随着营销效果逐步显现,盈利能力有望步提高。

酒店

酒店管理是旅游板块的另一主要收入来源。跟踪期内,受政府抑制“三公消费”政策影响,公司酒店板块高端游客大幅减少;同时,公司新开业皇冠假日酒店和西海饭店,运营成本大幅上升导致整体盈利水平下降明显。2013年公司酒店业务实现收入3.64亿元,同比增长1.64%;毛利率为19.75%,同比下降10.47个百分点。2014年1~3月,公司酒店业务市场占有率为16.25%左右,在整个黄山市酒店企业中连续排名第一;公司下属酒店、商务旅馆等共13家,较2012年底减少7余家,主要系跟踪期内子公司黄山股份对旗下酒店加大整合力度,对亏损的部分酒店(如云谷山庄、华山宾馆等)实行关停并转。同时,为延伸产业链,丰富经营业态,公司计划以徽菜品牌为亮点,采用输出管理、兼并、收购等方式逐步发展餐饮连锁品牌,创造利润新增长点。

黄山风景区内所有酒店旅馆全部由公司经营管理,在景区内具有垄断性。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、西海山庄、西海饭店、白云饭店、狮林大酒店等,可提供各种类型的房间1150间。2013年平均客房入住率约为45.82%,同比有所下降,主要系景区客流下滑所致。西海饭店于2013年1月重新开业,有效提升了景区接待硬件水平;2013年实现收入4028万元,实现利润-140万元,主要由于摊销部分开办费用。2014年1~3月,西海酒店实现收入828万元,实现利润-246万元。

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，业务内容大多为代销产品，盈利能力不强，但为公司其他业务提供了重要的客源支持。2013年公司旅游服务业务收入为2.18亿元，毛利率为15.13%，同比下降3.93个百分点，主要由于行业竞争日趋激烈导致利润下降。

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	2011年	2012年	2013年	2014年 1-3月
出境游	1.75	1.96	2.36	0.32
入境游	6.26	6.56	5.58	0.65
国内游	30.61	32.92	21.44	3.76
合计	38.62	41.44	29.38	4.73

资料来源：公司提供

综合来看，公司旅游板块业务增量均直接或间接来源于游客的增长量。2013年，受国内经济增速放缓、入境游市场持续下滑以及政府抑制“三公消费”等因素综合影响，公司景区接待游客人次有所下降。同时，公司新开业酒店仍处于培育期，营运成本快速增长导致盈利受到侵蚀。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以及西海大峡谷地面缆车带动景区接待能力提高，公司内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。

（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住宅。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。2013年天都房产销售155套商品房，销售总建筑面积为17471.55平方米，销售额（合同款）为11365.00万元；2014年1~3月，天都房产销售总建筑面积为5831.00平方米。截至2014年3月底，天都房产合计拥有土地储备125亩，已开发的剩余可销售面积为25000平方米，预计形成资金回流1.20亿元。

2013年，玉屏地产全年销售房产200套，年度房产销售面积18630.00平方米，销售额10348.26万元；2014年1~3月，销售房产全年销售面积669万平方米，销售额0.03亿元。截至2014年3月底，玉屏房产合计拥有土地储备352亩，已开发的剩余可销售面积为68294.69平方米，预计形成资金回流为1.56亿元。

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。

（3）其他业务板块

公司其他业务板块主要包括供水、洗涤、用电服务等后勤业务、农产品加工业务和高速公路运营业务等。跟踪期内，公司收购徽杭高速带动其他业务收入大幅增长。2013年，公司其他业务收入为2.40亿元，同比增长75.05%。其中，徽杭高速实现收入1.20亿元。

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”期间投资的项目以旅游地

产项目为主，所有重大项目计划总投资95.86亿元，截至2013年底投资额为16.80亿元，未来仍有较大投资需求，总体看，公司未来面临较大的资金压力。

表3 公司未来重大投资计划（单位：万元）

项目名称	项目概况	建设期	总投资	2013 年底已投资	2014 年	2015 年	项目进度
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	2011-2015	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 m ² ；建设居住、商服设施（接待、餐饮）文化、娱乐）等	2011-2015	111600	73000	20000	18600	一期一标段 5 幢高楼完成土建施工及两层地下车库施工；一期三标段正在进行 5 幢高楼、10 幢联排住宅及配套商业施工
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	78000	80000	50000	2013 年新拍得 100 亩土地，投资约 3 亿元
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	10000	2000	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。拟投资黄山高铁公路综合客运枢纽站项目和旅游纪念品开发项目
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	4000	10000	4000	环评、立项申报，建高方案设计
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	5000	6000	6000	改造方案设计，报批及工程招标中
合计			958600	168000	131000	87600	

资料来源：公司提供

八、重大事项

2013年5月30日，公司以人民币2.90亿元收购徽杭高速60%股权，收购完成后公司持股比例上升至100%，2013年纳入合并报表范围。

徽杭高速（安徽段）是国家“7918”干线高速公路-杭瑞高速（G56）的一部分，是安徽省承东启西重要的升级高速公路通道。徽杭高

速主要负责徽杭高速公路（安徽段）收费机配套设施经营、公路沿线的广告经营、服务区及加油站的经营与管理。设计最大日交通量为3.7万辆，收费里程81.62公里，收费年限30年（2004年10月至2034年9月）。2005年~2013年，徽杭高速年收费额平均增幅为23.61%，公司未来计划围绕高速沿线开展战略布局项目，为长远发展开辟新空间。

截至2013年底，徽杭高速注册资本为3.50亿元，资产总额23.24亿元，所有者权益为6.50亿元。2012年，徽杭高速日均车流5517辆，实现营业收入1.06亿元，利润总额-0.09亿元。2013年，徽杭高速日均车流6260辆，实现营业收入1.20亿元，利润总额-0.11亿元。

联合资信认为，公司新增高速公路业务有利于业务结构多元化发展，但考虑到其债务负担较重及成本回收周期较长等特点，对公司经营管理以及盈利水平带来一定压力。

九、财务分析

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2012~2013年度财务报表已经安徽卓勤会计师事务所审计，均出具了标准无保留审计意见；公司2014年一季度财务数据未经审计。

根据《风景名胜区条例》（国务院令474号）第三十七条规定，结合财政部驻安徽省财政监察专员办事处关于对子公司黄山股份2012年度会计信息质量检查要求，黄山股份对收取的黄山风景区门票分成收入、索道票收入由原来的总额法改为净额法，黄山集团相应作出会计调整。为方便比较，以下分析涉及2012年相关数据，如无特别说明，均采用2013年期初调整数。

从合并报表范围变化情况看，截至2013年底纳入合并报表范围的二级子公司较2012年底新增1家徽杭高速。

截至2013年底，公司合并资产总额为71.72亿元，所有者权益合计为25.03亿元（其中少数股东权益11.50亿元）。2013年，公司实现营业收入15.12亿元，利润总额1.88亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额为69.88亿元，所有者权益合计为24.28亿元（其中少数股东权益11.58亿元）。2014年1~3月，公司实现营业收入2.72亿元，利润总额-0.10亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司业务规模基本保持稳定，2013年营业收入和营业成本分别为15.12亿元和7.33亿元，较2012年分别下降2.97%和增长0.63%。受此影响，2013年公司营业利润率小幅下降至46.60%。

从期间费用来看，2013年公司期间费用占营业收入的比重大幅增长至37.23%，同比增加12.16个百分点，主要来自财务费用增长。2013年，公司财务费用大幅增长至2.51亿元，同比增长169.86%，主要由于合并徽杭高速利息费用所致（约1.00亿元）。公司期间费用占营业收入比重高，控制水平有待提高。受期间费用增长影响，公司营业利润和利润总额分别为1.47亿元和1.88亿元，同比分别下降58.82%和49.96%。

2013年，公司营业外收入为0.52亿元，同比增长134.22%，占利润总额27.62%，主要为债务重组利得（0.29亿元，全部为银行及供应商豁免徽杭高速利息罚息利得）和政府补助（0.20亿元）。从盈利能力指标看，2013年公司营业利润率为46.60%，较2012年下降1.38个百分点；总资本收益率下降至5.91%，同比减少2.54个百分点；净资产收益率为4.42%。

2014年1~3月，公司实现营业收入2.72亿元，较上年同期增长4.08%；实现利润总额-0.10亿元，较上年同期亏损减少。

总体看，跟踪期内公司营业收入基本稳定，但受主业利润率小幅下滑及期间费用上升影响，盈利水平有所下降。非经营性损益项目（投资收益+营业外收入）对利润总额有一定贡献。

2. 现金流及保障

跟踪期内，受客流下滑影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金为16.42亿元，同比下降5.19%。2013年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为6.95亿元，较2012年增长28.10%，主要源自天都房地产支付土地款（1.30亿元）及缴纳契税（0.20亿元）。2013年，公司支付其他与经营活动有关的现金为7.15亿元，主要包

括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。2013年公司经营活动现金流出为19.12亿元，同期公司经营活动现金流量净额为0.29亿元，同比下降89.52%。从现金收入实现质量来看，2013年公司现金收入比为108.59%，收入实现质量有所下降。

2013年，公司投资活动现金流入为2.08亿元，较2012年下降8.63%，主要系收到其他与投资活动有关的现金规模下降所致。2013年公司收回投资收到的现金大幅增长至2.01亿元，主要为银行理财到期收回；公司收到其他与投资活动有关的现金大幅下降至0.05亿元，主要由于收到管委会款项下降所致。同期，公司投资性现金流出量为6.63亿元，其中投资支付的现金4.83亿元，主要为收购徽杭高速股权投资及购买理财产品。2013年，公司投资活动现金流量净额为-4.55亿元。总体来看，跟踪期内公司仍保持较大投资规模。2013年，公司筹资活动前现金流量净额为-4.26亿元，公司经营活动产生的现金流量净额不能满足当期投资需求，对外融资需求有所上升。

2013年，公司筹资性现金流入和流出分别为43.48亿元和40.18亿元，较2012年均大幅增长，主要系公司为收购徽杭高速进行债务重组以及合并徽杭高速所致。2013年公司筹资性活动现金净流量为3.31亿元。

2014年1~3月，公司经营活动净现金流为-0.74亿元；投资活动净现金流为-0.59亿元；筹资活动净现金流为-0.80亿元。

总体看，近年公司经营性现金流量净额波动较大；未来随着投资规模逐步扩大，公司对外筹资压力将进一步增加。

3. 资本及债务结构

跟踪期内，公司收购徽杭高速带动资产总额快速增长。截至2013年底，公司资产总额为71.72亿元，较2012年底增长32.45%，其中流

动资产占40.00%，非流动资产占60.00%，非流动资产占比有所上升。

截至2013年底，公司流动资产为28.68亿元，较2012年底增长11.14%，构成仍以货币资金（占15.62%）、存货（占58.89%）和其他应收款（占20.42%）为主。截至2013年底，公司其他应收款为5.86亿元，同比增长69.98%，主要包括应收黄山市人民政府补贴款（3.30亿元）等；其中，前5名欠款客户合计占75.07%，集中度高。同期，公司存货为16.89亿元，较2012年底增长10.14%，构成主要为下属房地产公司的开发成本（13.63亿元）。

截至2013年底，公司非流动资产为43.03亿元，较2012年底增长51.85%，主要来自固定资产的增加。截至2013年底，公司长期股权投资同比下降75.84%，主要由于公司将徽杭高速转出纳入合并报表范围所致；公司投资性房地产同比增长142.08%，主要系公司将全资子公司黄山风景区供水有限公司西海水榭以及天都房地产部分物业转入所致。截至2013年底，公司固定资产为38.92亿元，较2012年底大幅增长，主要系本年度新增合并长江徽杭高速公路；其中，公路及构筑物占47.30%、房屋及建筑物占41.42%，索道设备占3.83%。同期，公司在建工程同比下降80.20%，主要系本年度西海大峡谷地面缆车工程完工转入固定资产所致。

截至2014年3月底，公司资产总额为69.88亿元，较2012年底下降2.56%，其中流动资产占37.45%，非流动资产占62.55%，流动资产占比较2013年底进一步下降，主要系货币资金减少所致，其余科目较2013年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司收购徽杭高速项目带动资产规模快速增长，整体资产质量良好。

所有者权益方面，截至2013年底，公司所有者权益为25.03亿元；其中公司股本占61.95%、资本公积占14.34%、盈余公积占3.80%、未分配利润占19.68%。2013年，公司资本公积同比大幅增长，主要为管委会垫付款

项转为对追加投资；同期，公司未分配利润同比下降 48.45%，主要由于并入徽杭高速期初未分配利润所致。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益 24.28 亿元，较 2013 年底略有下降，主要为未分配利润减少。总体看，跟踪期内公司所有者权益稳定性有所改善。

截至 2013 年底，公司负债总额为 46.69 亿元，较 2012 年底增长 60.05%；其中流动负债占比下降至 51.65%，非流动负债占比上升至 48.25%。

流动负债方面，截至 2013 年底，公司预收款项同比增长 42.55%，主要系天都首郡项目预收房款增长所致；其他应付款为 4.81 亿元，同比下降 39.69%，主要系公司合并抵消与徽杭高速往来款所致；公司其他流动负债大幅增长至 4.00 亿元，主要为黄山股份发行 2013 年度第一期短期融资券（4 亿元“黄山股 CP001”）。

非流动负债方面，截至 2013 年底，公司长期借款快速增长至 17.03 亿元，主要为徽杭高速抵押借款；公司应付债券增加至 5.16 亿元，主要为 2 亿元“11 黄山 MTN1”和 3 亿元“13 黄旅游 MTN1”。截至 2014 年 3 月底，公司负债总额为 45.60 亿元，较 2013 年底有所下降。

截至 2013 年底，公司全部债务 36.10 亿元，较 2012 年底增长 122.90%，主要由于合并徽杭高速导致长期借款大幅增长；其中短期债务 13.91 亿元，长期债务为 22.19 亿元。截至 2013 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上升至 47.00%、59.06%和 65.10%。截至 2014 年 3 月底，公司全部债务 37.91 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 49.29%、60.96%和 65.26%。总体看，跟踪期内，公司有息债务负担呈加重趋势。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2013 年底，公司流动比率和速动比率分别上升至 118.96%和 48.90%；同期，受经营活动现金流量净额下降

影响，公司经营现金流动负债比下降至 1.20%。截至 2014 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 121.06%和 43.36%。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，受公司并入徽杭高速导致债务及利息水平上升影响，2013 年公司全部债务/EBITDA 为 5.73 倍，同比增长 79.64%；EBITDA 利息倍数为 2.19 倍，同比下降 71.81%。总体看，公司长期偿债能力有所下降。

公司存续期内债券包括 2 亿元“11 黄山 MTN1”和 3 亿元“13 黄旅游 MTN1”，分别于 2016 年和 2018 年到期。2013 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对最近一期到期债券（2 亿元“11 黄山 MTN1”）保护倍数分别为 3.15 倍、9.70 倍和 0.14 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对最近一期到期债券保障能力较强。截至 2014 年 3 月底，公司扣除受限资金后现金类资产为 2.60 亿元，对最近一期到期债券的保护倍数为 1.30 倍。

截至 2014 年 3 月底，公司无对外担保。

公司与各家银行保持着密切的合作关系。截至 2014 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 43.62 亿元，尚未使用的额度为 26.34 亿元。公司间接融资渠道较为畅通。公司核心子公司黄山股份为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

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显示，截至 2014 年 4 月 25 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。

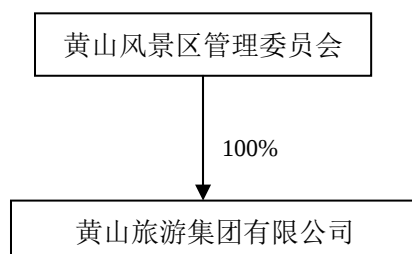
6. 抗风险能力

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。

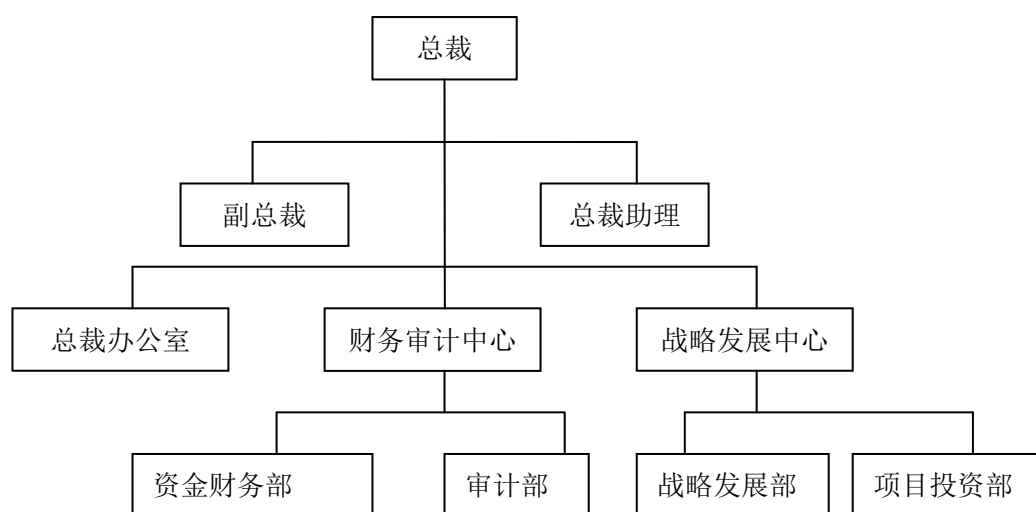
十、结论

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 主要财务指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.20	5.94	4.91	2.60
资产总额(亿元)	50.74	54.15	71.72	69.88
所有者权益(亿元)	23.37	24.98	25.03	24.28
短期债务(亿元)	9.02	12.43	13.91	14.32
长期债务(亿元)	5.73	3.77	22.19	23.59
全部债务(亿元)	14.75	16.20	36.10	37.91
营业收入(亿元)	13.88	15.59	15.12	2.72
利润总额(亿元)	4.07	3.75	1.88	-0.10
EBITDA(亿元)	5.91	5.80	6.30	--
经营性净现金流(亿元)	-0.91	2.77	0.29	-0.74
财务指标				
销售债权周转次数(次)	31.03	24.51	24.69	--
存货周转次数(次)	0.85	0.49	0.45	--
总资产周转次数(次)	0.38	0.30	0.24	--
现金收入比(%)	123.22	111.13	108.59	110.35
营业利润率(%)	49.45	47.98	46.60	32.41
总资本收益率(%)	10.02	8.45	5.91	--
净资产收益率(%)	12.83	10.93	4.42	--
长期债务资本化比率(%)	19.70	13.10	47.00	49.29
全部债务资本化比率(%)	38.70	39.34	59.06	60.96
资产负债率(%)	53.95	53.87	65.10	65.26
流动比率(%)	118.14	102.88	118.96	121.06
速动比率(%)	50.70	41.74	48.90	43.36
经营现金流流动负债比(%)	-4.27	11.02	1.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.20	7.77	2.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.49	2.79	5.73	--

注：公司 2014 年 1 季度财务报表未经审计；短期债务包括其他流动负债；2011~2012 年财务数据为 2013 年年初调整数。

附件 3 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-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
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%

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

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 4 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。