

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1255 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调整至AA⁺，评级展望为稳定，并将“11黄山MTN1”、“13黄旅游MTN1”的信用等级由AA调整至AA⁺。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月十六日



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: 2015 年 7 月 16 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	5.94	4.90	4.04	3.55
资产总额(亿元)	54.15	71.72	72.54	72.73
所有者权益(亿元)	24.98	25.03	25.70	25.53
长期债务(亿元)	3.77	22.19	24.18	25.26
全部债务(亿元)	16.20	36.10	36.87	37.74
营业收入(亿元)	15.59	15.12	17.39	2.73
利润总额(亿元)	3.75	1.88	2.13	-0.12
EBITDA(亿元)	5.80	6.30	6.67	--
经营性净现金流(亿元)	2.77	0.29	5.52	-0.07
营业利润率(%)	47.98	46.60	43.97	32.42
净资产收益率(%)	10.93	4.42	4.76	--
资产负债率(%)	53.87	65.10	64.57	64.90
全部债务资本化比率(%)	39.34	59.06	58.93	59.65
流动比率(%)	102.88	118.96	116.59	121.55
全部债务/EBITDA(倍)	2.79	5.73	5.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.77	2.19	2.87	--
经营现金流流动负债比(%)	11.02	1.20	24.79	--

注: 1. 2015 年 1 季度财务报表未经审计; 2. 2013~2015 年一季度有息债务及相关指标包括其他流动负债中短期融资券; 3. 2012 年财务数据为 2013 年年初调整数; 4. 现金类资产计算已剔除受限资金。

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

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、经营规模、政策支持等方面的综合优势。跟踪期内,公司在景区范围内继续保持垄断经营权,竞争优势显著;门票、索道、酒店等旅游板块受益于客流量增长收入保持良好发展态势。同时,联合资信也关注到公司地产板块受政策影响收入及盈利水平下滑,徽杭高速债务负担较重等因素可能给公司信用水平造成的影响。

2015年3月,核心子公司黄山旅游发展股份有限公司非公开发行股票申请已获中国证监会发审委有条件通过,募集资金将用于玉屏索道改造项目、北海宾馆环境整治改造项目及偿还银行贷款,将一定程度优化公司资本结构。同时,随着玉屏索道升级改造完成以及京福高铁、黄杭高铁、赣皖铁路改造项目的建成通车,公司的内部及外部环境将日益优化,旅游板块发展前景良好,综合竞争力有望进一步增强。

综合分析,联合资信将公司主体长期信用等级由 AA 调整至 AA⁺,评级展望为稳定,将“11 黄山 MTN1”和“13 黄旅游 MTN1”的信用等级由 AA 调整至 AA⁺。

优势

1. 公司在景区范围内拥有垄断经营权,竞争优势明显。
2. 跟踪期内,受益于客流量增加,公司门票、索道、酒店等旅游板块收入实现较快增长。
3. 公司经营活动现金流入量规模较大,对存续期内中期票据保障能力强。

关注

1. 公司涉足旅游地产行业,跟踪期内受宏观调控及需求疲软影响,收入及毛利率水平有所

下降。

2. 公司旅游地产在建项目仍存在一定资金需求。

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2015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2014年底，公司拥有其41.95%的股份，为第一大股东。

截至2014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2014年底，公司合并资产总额为72.54亿元，所有者权益合计为25.70亿元（其中少数股东权益13.72亿元）。2014年，公司实现营业收入17.39亿元，利润总额2.13亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额为72.73亿元，所有者权益合计为25.53亿元（其中少数股东权益13.81亿元）。2015年1~3月，公司实现营业收入2.73亿元，利润总额-0.12亿元。

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

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2. 政策环境

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098

亿元,增长 10.2%;地方财政支出 129092 亿元,比上年增加 9351 亿元,增长 7.8%。

2014 年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具,创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末,广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%;人民币贷款余额同比增长 13.6%,比年初增加 9.78 万亿元,同比多增 8900 亿元;全年社会融资规模为 16.46 万亿元;12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%,比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右,居民消费价格涨幅 3%左右,城镇新增就业 1000 万人以上,城镇登记失业率 4.5%以内,进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年,稳增长为 2015 年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础设施建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

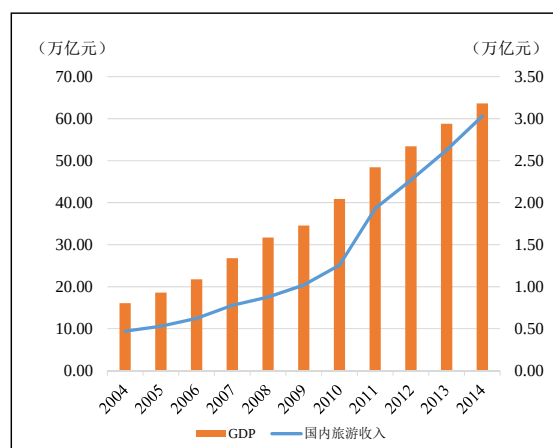
1. 旅游行业

“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。

2012 年国内旅游收入 2.27 万亿元,同比增长 17.6%;2013 年,受政府抑制“三公消费”等政策影响,国内旅游收入增速较 2012 年有所放缓,为 2.63 万亿元,同比增长 15.7%;2014 年国内旅游收入 3.38 万亿元,同比增长 14.7%。

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,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 2004~2014年GDP与国内旅游收入



数据来源:国家旅游局和国家统计局

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。2012年,国际环境严峻,全球经济复苏受阻,但中国国内经济企稳回升,旅游

经济继续保持平稳较快增长；2013年，受政府抑制“三公消费”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。2012~2014年，中国国内游客分别为29.57亿人次、32.6亿人次和36.1亿人次，同比分别增长12.1%、10.3%和10.7%。2014年，国内旅游收入3.03万亿元，同比增长15.4%，中国国内旅游业增速较上年小幅增长。

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 2014 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2014 年黄山市实现地区生产总值 507.2 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.6%。其中：第一产业增加值 54.6 亿元，增长 4.2%；第二产业增加值 234.2 亿元，增长 7.9%；第三产业增加值 218.4 亿元，增长 8.0%。

2014 年，黄山市全年社会消费品零售总额 220.3 亿元，比上年增长 12.7%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 175 亿元，增长 12.7%；乡村消费品零售额 45.3 亿元，增长 12.8%。按消费形态分，商品零售 177.3 亿元，增长 13.0%；餐饮收入 43 亿元，增长 11.9%。

2014 年，黄山市全年接待海内外旅游者 4165.1 万人次，比上年增长 11.6%。其中：接待国内旅游者 3988.2 万人次，增长 11.7%，接待入境旅游者 176.9 万人次，增长 10.1%。在入境旅游者中，外国人 105.3 万人次，同比增长 13.6%；港澳台同胞 71.6 万人次，增长 5.4%。全年旅游总收入 354.4 亿元，增长 12.7%，其中：国内旅游收入 321.1 亿元，增长 12.9%，国际旅游创汇 5.43 亿美元，增长 11.5%。年末全市共有 A 级及以上旅游景点（区）56 处，比上年增加 4 处，其中 5A 级景区 3 处，比上年增加 1 处；星级饭店 68 家，其中四星级以上饭店 28 家；旅行社达 156 家，比上年增加 4 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经济社会发展的重大战略。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2015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。

旅游方面，公司主要的景区资源黄山旅游风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。

在下属经营实体方面，截至2015年3月底，公司拥有旅游商务酒店14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。

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，公司管理体制、管理制度、管理层等方面无变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司旅游业务保持良好发展态势。2014年，公司实现营业收入17.39亿元，同比增长14.98%。

从收入构成来看，旅游业务是公司收入及利润的主要来源，包括酒店、索道、门票及旅游服务相关业务等，2014年上述四个板块合计占营业收入的比重为81.43%。跟踪期内，受益于景区接待游客人数增长，旅游板块相关业务

收入均呈不同程度增长；受宏观调控政策及需求疲软影响，公司房地产板块收入同比下降16.60%；其他业务收入同比下降19.48%，主要由于公司应收索道建设基金（0.27亿元）当年未确认收入所致。

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。2014年索道业务和门票业务毛利润分别占公司整体毛利润的36.66%和26.01%；其他业务毛利润占比为12.20%，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有所波动。2014年，门票业务毛利率为84.06%，同比增加1.08个百分点；酒店业务毛利率为29.11%，同比增加9.36个百分点，主要受益于部分酒店逐步实施“统一价格、统一结算、统一订房”的管理模式带动经营效率提升；房地产板块毛利率下降至21.16%，主要由于行业景气度下降及成本上升综合所致；其他业务毛利率同比减少20.34个百分点。总体看，公司综合毛利率小幅下降，2014年为48.77%，同比减少2.78个百分点，仍维持较高水平。

表1 公司近年来经营情况（单位：万元、%）

板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~3 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
酒店业务	35826.31	22.99	30.22	36414.39	24.08	19.75	49723.42	28.60	29.11	7168.88	26.23	10.61
索道业务	30841.13	19.79	87.97	30700.72	20.30	85.66	36593.19	21.04	84.96	5098.91	18.66	78.10
门票业务	25712.78	16.50	86.19	22770.08	15.06	82.98	26242.49	15.09	84.06	3656.64	13.38	77.22
旅游服务业务	28013.20	17.97	19.06	21811.05	14.42	15.13	29043.21	16.70	14.06	4859.73	17.78	11.13
商品房销售	21766.44	13.97	41.86	15560.74	10.29	29.22	12976.94	7.46	21.16	1570.71	5.75	12.79
其他业务	13696.37	8.78	61.87	23975.59	15.85	73.93	19304.19	11.11	53.59	4973.42	18.20	36.32
合计	155856.23	100.00	53.28	151232.57	100.00	51.55	173883.44	100.00	48.77	27328.29	100.00	37.01

资料来源：公司提供

2015年1~3月，公司实现营业收入2.73亿元，综合毛利率为37.01%，同比变化不大；其中旅游业务盈利水平较2014年底下降明显，主要由于一季度非景区旺季，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12.79%，主要由于子公司天都房地产开发有限公司（以下简称“天都房产”）已销售的商品房未交房确认收入，导致2015年一季度商品房销售板块全部为租赁收入，造成毛利率下降。

总体看，跟踪期内，受益于景区接待游客人次增长，公司旅游业务各板块保持良好发展，收入稳定增长，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、酒店等业务构成。

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。

2014年，在“山上山下联动，线上线下并举”的营销模式下，黄山旅游景区客流实现稳定增长。2014年，公司门票营业收入为2.62亿元，毛利率为84.06%，保持良好发展趋势。全年公司共接待进山游客297.1万人，同比增长8.19%；其中，境外游客12.5万人，同比增长5.57%。2015年1~3月，公司共接待进山游客46.5万人，同比增长10.56%；其中，境外游客1.4万人。

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2015年3月底，公司拥有四条索道资产，分别是云谷新索道、太平索道、玉屏索道和北海大峡谷地面缆车，其剩余使用年限均在15~20年，运行状况良好。目前索道实行淡季65元/人、旺季80元/人的统一票价。

2014年10月，公司开始玉屏索道升级改造，解决索道整体老化问题的同时，提高运输能力和设备检修便捷性，带动周围景区发展。玉屏索道下起慈光阁，上至蒲团松，连接温泉和玉屏两大景区。改建后，玉屏索道预计2015年6月18日开始运行，运输能力将从1000人/次提升至2400人/次，同时索道价格提升至90元。未来，随着玉屏索道恢复运营，公司景区游客接待能力提升的同时，索道板块收入及盈利将进一步增长。

2014年，受景区接待游客增长带动，公司

四条索道共接待游客527.9万人次，同比增长14.86%；实现索道收入3.66亿元，同比增长19.19%。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，2014年为84.96%。2015年1~3月，公司四条索道共接待游客62.5万人次，同比下降11.74%，主要由于玉屏索道停运改建导致运力减少。

西海大峡谷地面缆车项目于2013年7月开始运营，目前处于培育期。2014年共接待游客49.59万人次，实现收入3919.3万元，实现利润2113.8万元。2015年1~3月，受冬季地轨缆车停运影响，西海缆车共接待游客9145人次，实现收入74.44万元，利润-205.47万元。目前，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，盈利能力有望提高。

对外拓展方面，2014年公司托管了江西灵山索道，托管期限3年，一方面推广公司标准化、5S索道等先进管理模式，实现索道资源的有效整合和安全运营；一方面培养索道管理型人才和加强索道技术力量，增强技术储备。

2015年3月，核心子公司黄山股份非公开发行股票申请已获中国证监会发审委有条件通过。本次非公开发行拟以12.43元/股价格发行不超过4020万股，总募集资金不超过5亿元，用于玉屏索道改造项目、北海宾馆环境整治改造项目及偿还银行贷款。本次非公开发行后，公司景区内基础设施升级将进一步提高接待能力，旅游板块发展前景良好。

酒店

酒店管理是旅游板块的另一主要收入来源。跟踪期内，受益于部分酒店实施“统一价格、统一结算及统一订房”的管理模式，酒店板块经营效率及管理水平明显提升，带动收入及盈利规模同比较快增长。2014年公司酒店业务实现收入4.97亿元，同比增长36.55%；毛利率为29.11%，同比增加9.36个百分点。2015年1~3月，公司酒店业务市场占有率为17.50%，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14家。

为延伸产业链，丰富经营业态，公司以徽菜品牌“徽商故里”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。截至2015年3月底，公司拥有6家“徽商故里”酒店，其中2家为托管管理模式。2014年，徽商故里实现餐饮收入合计1.07亿元，实现净利润-0.15亿元，尚处于培育期。

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1316间。2014年平均客房入住率约为60.32%，同比明显提升，主要受益于景区客流增长。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；目前，西海酒店处于培育期，2014年实现收入5593.81万元，实现利润总额788.95万元，实现扭亏为盈。

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。2014年，随着景区接待游客人次增长，公司旅游服务业务收入为2.90亿元，同比增长33.16%；毛利率为14.06%，同比减少0.36个百分点。

表2 公司近年来旅行社接待情况（单位：万人次）

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1-3月
出境游	1.96	2.36	3.32	0.68
入境游	6.56	5.58	8.97	0.77
国内游	32.92	21.44	40.03	4.84
合计	41.44	29.38	52.32	6.29

资料来源：公司提供

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。

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。2014年，受益于景区接待游客人次同比增长，旅游板块保持良好发展趋势。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玉屏索道升级改造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，并且也不符合国家相关产业政策，因此目前公司旅游地产开发立足于黄山市内。

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”）。2014年，受宏观经济下行压力加大，房地产市场行业景气度下降，部分三、四线城市房地产销售价格及销售量均有所下降。跟踪期内，受市场环境及需求疲软影响，公司旅游地产板块收入及利润规模呈下降趋势。

2014年，天都房产销售146套商品房，销售总建筑面积为18414平方米，销售额（合同款）11852.07万元，销售价格同比变化不大；2015年1~3月，天都房产销售总建筑面积为9028平方米，销售额6030.91万元。截至2015年3月底，天都房产合计拥有土地储备101亩，已开发的剩余可销售面积为45139.04平方米，预计形成资金回流2.10亿元。

2014年，玉屏地产全年销售房产124套（含车位26个），全年房产销售面积15138.8平方米（含车位面积1080.21平方米），销售额5759万元；2015年1~3月，玉屏地产销售面积2998.3万平方米（含车位面积206平方米），销售额868

万元（含车位29万元）。截至2015年3月底，玉屏房产合计拥有土地储备334亩，已开发的剩余可销售面积为20971.45平方米，预计形成资金回流为0.90亿元。

（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。2014年，公司其他业务收入为1.93亿元，同比下降19.48%，主要由于公司应收索道建设基金（0.27亿元）未确认收入所致。其中，徽杭高速实现通行费收入1.36亿元，同比增长13.33%，实现利润总额-2763.03万元；2015年1~3月，徽杭高速实现营业收入0.40亿元，利润总额-347.65万元。2014年，徽杭高速日均车流量1.64万辆，同比大幅增长198.18%，主要受益于①一类客车保有量增长带动所致；②节假日免费政策的执行带动一类客车流量增长。总体看，徽杭高速路产质量相对较弱，目前仍处于车流量培育期。

（4）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52.17亿元，截至2015年3月底投资额为16.54亿元。

黄山高铁综合客运站项目是市委、市政府确定的2014年“十大工程”重点项目之一，是京福高铁建成通车的重要配套工程和重大民生工程，是市政府引进社会资金参与交通基础设施建设改革的首项工程。项目按照部颁一级站标准建设，设计规模为日发送15000人次，占地面积53315m²，总建筑面积57267m²；其中地上建筑面积53625m²，地下建筑面积5000m²。站内停车场面积20395m²，站前广场面积4383m²，站内停车位156个，发客车位22个，落客车位5个，站外地面停车位68个。

公司与新国线运输集团有限公司共同组建黄山高铁客运枢纽实业有限公司（公司持股60%）负责投资、建设和运营黄山高铁综合客运站项目。项目计划总投资4.51亿元，资金主要来源为交通运输部补助资金、银行贷款和企业自筹；其中银行贷款31000万元，补贴资金5000万元，企业自筹9086万元。截至2015年3月底，高铁综合客运站已投资1.07亿元。项目于2014年12月开工建设，计划于2015年6月28日前完工，并投入运营。高铁客运站建成后，将极大改善黄山市交通运输环境，方便黄山市居民和游客的出行，促进黄山旅游业的发展。

总体看，公司战略发展明确，在建旅游地产项目仍有一定资金需求。

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	截至2015年3月底已投资	2015年	2016年	项目进度
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	2011~2016	12.66	9.27	1.30	2.00	项目共分二期开发建设。一期住宅地块分为一、三两个标段施工，其中一标段已完成建设并交付使用；三标段主体已封顶，现进行配套设施建设。二期商业地块正在进行建筑设计前期准备工作。
旅游地产开发	积极参与屯溪中心城区以	2011-2018	30.00	3.50	2.00	2.00	2012年12月竞拍的城东1210#

发项目等	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						地块,面积 100 亩,土地出让金 3 亿元。目前正在开展地块建设方案策划等开发前置工作。
市内旅游资源整合及开发	在黄山风景区周边及黄山区域范围内,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	1.50	0.20	0.30	0.30	2014 年 8 月,实施旅游纪念品项目,成立了合资公司。目前正推进产品研发、渠道整合等工作。
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	1.80	1.20	0.60	--	索道主体工程已完工,于 2015 年 6 月 18 日已投入运行。
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	1.70	1.30	0.40	--	徽商故里已完成改造,已于 2014 年 10 月开始营业;其他宾馆改造工程也已完成工程的 85%。
高铁综合客运站	高铁客运站项目位于高铁黄山北站,是高铁黄山北站的重要配套设施。项目建成后,依托黄山风景区专业化的旅游客运企业,为游客提供景区客运交通、汽车维修、停车服务、餐饮住宿、商业物流等多种服务。	2014-2016	4.51	1.07	1.00	1.00	项目前期报建手续全部完成,主站房及附属工程主体结构框架已封顶,现正进行内装饰等工程的施工和设备的安装。主站房计划于 2015 年 6 月 20 日竣工,2015 年 7 月 1 日与高铁黄山北站同步投入使用。
合计	--	--	52.17	16.54	5.60	5.30	

资料来源:公司提供

八、募集资金使用情况

截至2015年3月底,公司仍处于存续期的债券主要包括2亿元“11黄山MTN1”和3亿元“13黄旅游MTN1”。截至2015年3月底,公司存续期内债券均已使用完毕,并按时付息。

九、财务分析

公司提供的2012~2013年度财务数据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;公司提供的2014年财务数据已经华普天健会计师事务所审计,并出具了标准无保留审计意见。公司提供的2015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 2014 年底纳入合并报表范围的二级子公司共 11 家,

较 2013 年底通过投资设立方式新增 2 家,分别为黄山始信文化发展有限公司和黄山高铁客运枢纽实业有限公司。截至 2015 年 3 月底,公司合并范围较 2014 年底无变化。总体看,公司财务数据可比性较强。

截至 2014 年底,公司合并资产总额为 72.54 亿元,所有者权益合计为 25.70 亿元(其中少数股东权益 13.72 亿元)。2014 年,公司实现营业收入 17.39 亿元,利润总额 2.13 亿元。

截至2015年3月底,公司合并资产总额为 72.73 亿元,所有者权益合计为 25.53 亿元(其中少数股东权益 13.81 亿元)。2015 年 1~3 月,公司实现营业收入 2.73 亿元,利润总额 -0.12 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内,公司业务规模稳定增长,2014

年营业收入和营业成本分别为17.39亿元和8.91亿元，同比分别增长14.98%和21.58%。受营业成本增速较快影响，2014年公司营业利润率小幅下降至43.97%。

从期间费用来看，2014年公司期间费用占营业收入的比重小幅下降至31.22%，同比减少6.01个百分点，构成以管理费用（占54.45%）及财务费用（占39.30%）为主。2013年以来，受合并范围新增债务负担较重的徽杭高速影响，公司财务费用维持较高水平，2014年为2.17亿元。总体看，公司期间费用占营业收入比重高，控制水平有待提高。

非经营性损益方面，2014年公司实现投资收益0.02亿元，主要为持有可供出售金融资产等取得的投资收益；营业外收入为0.18亿元，同比下降65.13%，其中政府补助0.13亿元，主要为税收返还及旅游局奖励等。2014年，公司营业外支出0.28亿元，主要为玉屏索道改造所形成的拆除资产处置损失增加所致。2014年，公司非经营性损益占利润总额比重为9.60%，对利润总额贡献程度不大。

2014年，受益于旅游板块良好发展，公司营业利润和利润总额分别为2.23亿元和2.13亿元，同比分别增长51.91%和8.94%。从盈利指标看，2014年公司总资本收益率和净资产收益率分别为5.67%和4.76%，同比变化不大。

2015年1~3月，公司实现营业收入2.73亿元，实现利润总额-0.12亿元，基本与上年同期持平。其中，公司实现投资收益0.06亿元，超过2014年全年水平，主要为子公司黄山股份投资收益。

总体看，跟踪期内公司营业收入稳定增长，盈利水平较强；公司期间费用占比高，对利润形成一定侵蚀。

2. 现金流及保障

公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金为主。跟踪期内，随着客流量增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金为

18.42亿元，同比增长12.15%；公司收到其他与经营活动有关的现金4.02亿元，主要为收到景区专营权使用费（2.24亿元）、风景名胜资源保护费（0.68亿元）、单位间借款（0.35亿元）等。公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金为主，2014年为6.67亿元，较2013年下降3.97%；公司支付其他与经营活动有关的现金为5.09亿元，主要包括支付门票专营权分成款（2.37亿元）、风景名胜资源保护费（0.72亿元）、门票价格调节基金（0.22亿元）等。2014年公司经营活动现金流量净额为5.52亿元，同比大幅提升。从现金收入实现质量来看，2014年公司现金收入比为105.93%，收入实现质量较好。

2014年，公司投资活动现金流入为0.74亿元，规模较小；其中收到其他与投资活动有关的现金0.68亿元，主要包括银行理财产品收回（0.42亿元）和利息收入（0.20亿元）。同期，公司投资活动现金流出以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为主，2014年为3.33亿元，主要为玉屏索道升级改造及黄山高铁综合客运站项目投入的资金。2014年，公司投资活动现金流量净额为-2.78亿元。2014年，公司筹资活动前现金流量净额为2.74亿元，公司经营活动产生的现金流量净额能满足当期投资需求，对外融资压力不大。

2014年，公司筹资性现金流入和流出分别为15.71亿元和19.03亿元，较2013年均大幅下降。2014年公司筹资性活动现金净流量为-3.32亿元。

2015年1~3月，公司经营活动净现金流为-0.07亿元；投资活动净现金流为-0.63亿元；筹资活动净现金流为0.20亿元。

总体看，跟踪期内，随景区客流量增长带动旅游主业收入增长，公司经营性现金流量净额表现良好，能够覆盖当期投资需求。但考虑到未来旅游地产项目逐步投入，未来存在一定资金需求。

3. 资本及债务结构

跟踪期内，公司资产总额保持稳定。截至2014年底，公司资产总额为72.54亿元，较2013年底增长1.15%，其中流动资产占35.81%，非流动资产占64.19%，非流动资产占比有所上升。

流动资产方面，截至2014年底，公司流动资产为25.98亿元，同比下降9.43%，构成以货币资金（占15.57%）和存货（占67.63%）为主。

截至2014年底，公司预付款项下降至0.16亿元，同比下降60.87%，主要系房地产业务预付工程款结转至开发成本核算所致。

截至2014年底，公司其他应收款3.48亿元，同比下降40.66%，主要包括应收黄山市交通运输局借款3.20亿元。根据黄山市徽杭高速公路建设开发总公司、黄山长江徽杭高速公路有限责任公司（以下简称“徽杭高速”）及公司签订的《协议书》，徽杭高速公路项目一年期3.3亿元贷款变更为徽杭高速公司名下15年期的长期项目贷款；但借款期内，徽杭高速仅在形式上作为上述贷款的借款人，该笔项目贷款的实际还本付息义务仍由黄山市徽杭高速公路建设开发总公司承担。

截至2014年底，公司存货为17.57亿元，同比增长4.00%，构成主要为下属房地产公司的开发成本（15.61亿元）。公司累计对开发产品计提跌价准备0.07亿元，计提比例为15.91%，计提水平较高。

截至2014年底，公司其他流动资产0.12亿元，主要包括理财产品（0.07亿元）和待摊租金（0.04亿元）。

非流动资产方面，截至2014年底，公司非流动资产为46.56亿元，同比增长8.21%，构成以固定资产（占85.46%）为主。

截至2014年底，公司可供出售金融资产账面余额1.52亿元，计提减值准备0.70亿元，主要包括华安证券股份（期末余额0.68亿元）、黄山谢裕大茶叶股份有限公司（期末余额0.29亿元）及黄山温泉风景区联合旅游管理有限公

司0.23亿元。

截至2014年底，公司投资性房地产1.04亿元，同比增长121.13%，主要系天都房产将天都大厦1-5层7944万元根据用途从开发产品转入投资性房地产。

截至2014年底，公司固定资产净额39.80亿元，同比增长2.24%；其中房屋及建筑物占43.21%、高速公路及构筑物占42.63%、索道设备占4.46%。公司累计计提折旧10.64亿元，计提减值准备0.04亿元。

截至2014年底，公司在建工程增长至2.17亿元，同比大幅增长，主要为玉屏索道改造项目（期末余额1.09亿元）和黄山高铁综合客运站（期末余额0.96亿元）。

截至2014年底，公司其他非流动资产0.76亿元，构成主要为预付土地款（0.69亿元，天都房地产竞标保证金）和旅游局保证金（0.07亿元）。

截至2015年3月底，公司资产总额为72.73亿元，较2014年底变化不大；其中流动资产占36.01%，非流动资产占63.99%，资产构成变化不大。

跟踪期内，公司资产规模稳定增长。流动资产中，以开发成本为主的存货占比大，资产流动性偏弱；非流动资产中，固定资产比重大，公司整体资产质量较好。

所有者权益方面，截至2014年底，公司所有者权益为25.70亿元；归属母公司所有者权益中，股本占69.96%、资本公积占30.43%、专项储备占0.35%、盈余公积占0.51%、未分配利润占-1.26%。2014年，公司资本公积同比增长87.87%至3.65亿元；盈余公积下降至0.06亿元，同比下降62.37%；未分配利润下降至-0.15亿元，上述项目变化均系公司更换会计事务所后，合并抵消及账务处理更规范所致。所有者权益中，少数股东权益占比为53.39%。

截至2015年3月底，公司所有者权益25.53亿元，较2014年底略有下降，主要为未分配利润减少。总体看，跟踪期内公司少数股东权益

比重进一步上升，所有者权益稳定性较弱。

截至 2014 年底，公司负债总额为 46.84 亿元，同比变化不大；其中流动负债占比下降至 47.57%，非流动负债占比上升至 52.43%。

流动负债方面，截至 2014 年底，公司流动负债 22.28 亿元，同比下降 7.59%，构成以短期借款（占 43.04%）、预收款项（占 14.93%）和其他流动负债（占 13.46%）为主。

截至 2014 年底，公司预收款项 3.33 亿元，同比增长 51.07%，主要系本期天都房产首郡项目预售款增加所致；其中预收房款 2.90 亿元、预收团费、房餐费等款项 0.30 亿元、预收租金 0.12 亿元。

截至 2014 年底，公司其他应付款 2.31 亿元，同比下降 39.69%，主要包括代收代付款（1.30 亿元）、借款（0.35 亿元）及保证金及押金（0.32 亿元）。

截至 2014 年底，公司其他流动负债 3.00 亿元，全部为子公司黄山股份新发行 3 亿元短期融资券“14 黄山股 CP001”。

非流动负债方面，截至 2014 年底，公司非流动负债稳定增长至 24.56 亿元，构成主要为长期借款（占 77.41%）和应付债券（占 21.05%）。截至 2014 年底，公司长期借款稳定增长至 19.01 亿元，主要为徽杭高速质押借款；公司应付债券 5.17 亿元，主要为 2 亿元“11 黄山 MTN1”和 3 亿元“13 黄旅游 MTN1”。截至 2015 年 3 月底，公司负债总额为 47.20 亿元，较 2014 年底略有增长。

有息债务方面，截至 2014 年底，公司全部债务 36.87 亿元，同比增长 2.13%；其中短期债务占 34.42%，长期债务占 65.58%。债务指标方面，截至 2014 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 48.48%、58.93%和 64.57%，同比分别增加 1.48 个、减少 0.13 个和减少 0.53 个百分点。

截至 2015 年 3 月底，公司全部债务 37.74 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 49.73%、59.65%和

64.90%。跟踪期内，公司有整体债务负担呈加重趋势。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 116.59%和 37.74%，受开发成本为主的存货比重较高影响，公司速动比率水平较低；同期，公司经营现金流动负债比下降提升至 24.79%。截至 2015 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 121.55%和 39.27%。总体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债指标看，2014 年公司全部债务/EBITDA 为 5.53 倍，同比略有下降；EBITDA 利息倍数为 2.87 倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

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。2014 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存续期内中期票据的保护倍数分别为 1.33 倍、4.50 倍和 1.10 倍。公司经营活动现金流入规模较大，对存续期内中期票据保障能力强。

截至 2015 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 2015 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 48.87 亿元，尚未使用的额度为 32.38 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，公司具备直接融资渠道。

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 2015 年 5 月 6 日，公司有已结清关注类贷款 14 笔，主要系银行系统原因所致；无未结清不良信贷信息，无欠息信息。公司过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

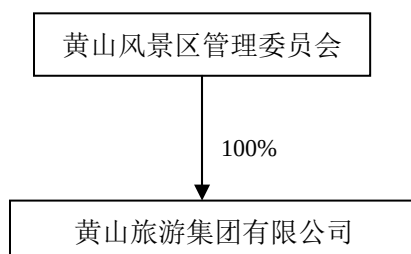
公司作为黄山旅游景区的唯一经营主体，

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。

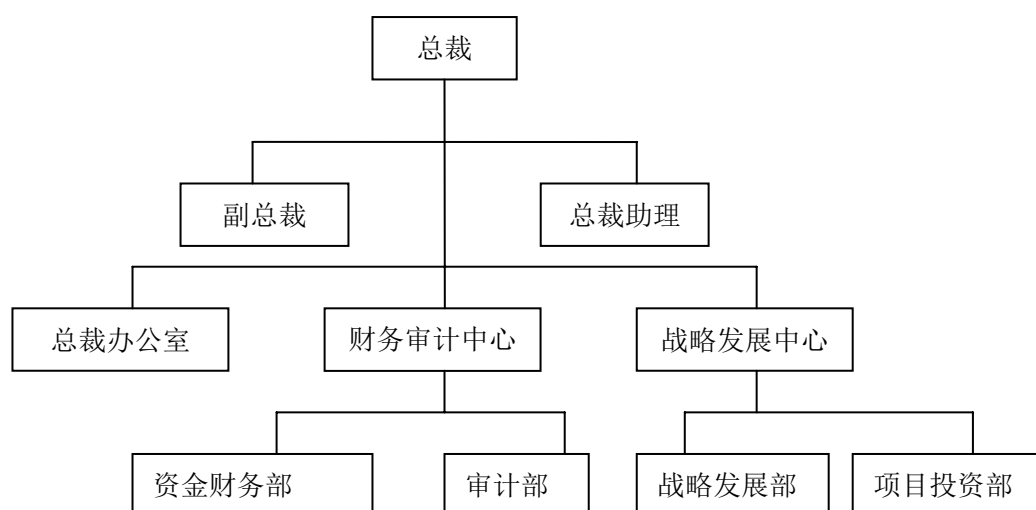
十、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA调整至AA⁺，评级展望为稳定，将“11黄山MTN1”和“13黄旅游MTN1”的信用等级由AA调整至AA⁺。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.94	4.90	4.04	3.55
资产总额(亿元)	54.15	71.72	72.54	72.73
所有者权益(亿元)	24.98	25.03	25.70	25.53
短期债务(亿元)	12.43	13.91	12.69	12.49
长期债务(亿元)	3.77	22.19	24.18	25.26
全部债务(亿元)	16.20	36.10	36.87	37.74
营业收入(亿元)	15.59	15.12	17.39	2.73
利润总额(亿元)	3.75	1.88	2.13	-0.12
EBITDA(亿元)	5.80	6.30	6.67	--
经营性净现金流(亿元)	2.77	0.29	5.52	-0.07
财务指标				
销售债权周转次数(次)	24.51	24.69	28.84	--
存货周转次数(次)	0.49	0.45	0.52	--
总资产周转次数(次)	0.30	0.24	0.24	--
现金收入比(%)	111.13	108.59	105.93	120.03
营业利润率(%)	47.98	46.60	43.97	32.42
总资本收益率(%)	8.45	5.91	5.67	--
净资产收益率(%)	10.93	4.42	4.76	--
长期债务资本化比率(%)	13.10	47.00	48.48	49.73
全部债务资本化比率(%)	39.34	59.06	58.93	59.65
资产负债率(%)	53.87	65.10	64.57	64.90
流动比率(%)	102.88	118.96	116.59	121.55
速动比率(%)	41.74	48.90	37.74	39.27
经营现金流流动负债比(%)	11.02	1.20	24.79	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.77	2.19	2.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.79	5.73	5.53	--

注：1. 公司 2015 年 1 季度财务报表未经审计；2. 2013~2015 年一季度有息债务及相关指标包括其他流动负债中短期融资券；3. 2012 年财务数据为 2013 年年初调整数；4. 现金类资产计算已剔除受限资金。

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/营业收入×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。