

# 信用等级公告

联合[2011] 902 号

---

联合资信评估有限公司通过对黄山旅游集团有限公司及其拟发行的 2011 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

黄山旅游集团有限公司  
主体长期信用等级为

AA<sup>-</sup>

黄山旅游集团有限公司  
2011 年度第二期中期票据的信用等级为

AA<sup>-</sup>

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一一年十一月二十八日



## 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、黄山旅游集团有限公司 2011 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司  
二零一一年十一月二十八日  
评级业务专用章

# 黄山旅游集团有限公司

## 2011 年度第二期中期票据信用评级报告

### 评级结果:

主体长期信用等级: AA<sup>-</sup>

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA<sup>-</sup>

本期中期票据发行额度: 2 亿元

本期中期票据期限: 5 年

评级时间: 2011 年 11 月 28 日

### 财务数据

| 项目                 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 11 年 9 月 |
|--------------------|--------|--------|--------|----------|
| 资产总额(亿元)           | 28.66  | 34.73  | 39.85  | 49.15    |
| 所有者权益(亿元)          | 16.91  | 19.79  | 20.73  | 23.15    |
| 长期债务(亿元)           | 1.66   | 2.33   | 1.86   | 3.00     |
| 全部债务(亿元)           | 4.76   | 7.90   | 9.48   | 14.28    |
| 营业收入(亿元)           | 11.87  | 13.57  | 17.12  | 13.74    |
| 利润总额(亿元)           | 2.84   | 4.71   | 3.67   | 4.61     |
| EBITDA(亿元)         | 3.05   | 5.82   | 5.07   | --       |
| 经营性净现金流(亿元)        | 1.52   | 1.14   | 0.53   | -0.67    |
| 营业利润率(%)           | 42.24  | 46.49  | 36.72  | 39.41    |
| 净资产收益率(%)          | 12.07  | 17.83  | 14.00  | --       |
| 资产负债率(%)           | 41.00  | 43.00  | 47.97  | 52.90    |
| 全部债务资本化比率(%)       | 21.95  | 28.53  | 31.38  | 38.16    |
| 流动比率(%)            | 113.78 | 134.60 | 111.18 | 109.50   |
| 全部债务/EBITDA(倍)     | 1.56   | 1.36   | 1.87   | --       |
| EBITDA 利息倍数(倍)     | 14.26  | 28.23  | 14.21  | --       |
| EBITDA/本期中期票据额度(倍) | 1.53   | 2.91   | 2.54   | --       |

注: 2011 年三季度财务数据未经审计

### 分析师

刘新宇 张 成

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,在旅游资源和经营规模等方面的综合优势。同时,联合资信注意到公司酒店管理板块盈利能力下降,资本支出加大等因素可能给公司带来的负面影响。

随着京福高铁、黄杭高铁、赣皖铁路改造项目的建成通车,公司的外部环境将日益优化,公司旅游板块发展前景良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险低。

### 优势

1. 公司拥有的黄山风景区旅游资源具有不可复制性,作为黄山旅游景区的唯一经营主体,公司在景区范围内具有垄断经营权,竞争优势较为明显。
2. 公司拥有旅游商务酒店 20 家,是黄山市最大的旅游商务酒店管理企业。
3. 公司资产整体质量良好,整体盈利能力适宜。

### 关注

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

## 一、主体概况

黄山旅游集团有限公司（以下简称“黄山集团”或“公司”）位于黄山风景区，是1999年5月25日经黄山市人民政府政函（1998）8号批准，由黄山旅游发展总公司改制组建设立的。公司经安徽省人民政府授权经营黄山风景区国有资产，是具有独立法人地位、资格和独立财务核算体系的国有独资公司。黄山风景区管理委员会持有其100%的股权。截至2011年9月底，公司注册资本8.38亿元。

公司下属黄山旅游发展股份有限公司是由黄山集团独家发起，并先后向境内外投资者发行B股、A股筹集资金成立的上市公司，公司目前拥有其41.95%的股份，为第一大股东。

截至2011年9月底，黄山集团总部设有总裁办公室、战略发展中心、财务审计中心等三个职能部门，下辖黄山风景区用电服务公司、黄山风景区供水有限公司、天都旅游地产开发有限公司等5家全资子公司，以及32家控股或参股的二级企业。经营范围涵盖景区管理、酒店、索道、旅行社服务、旅游地产、旅游食品等领域。

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

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

公司注册地址：黄山风景区温泉；法定代表人：许继伟。

## 二、本期中期票据概况

### 1. 发行概要

公司于2011年注册发行中期票据7亿元，期限5年；计划分三期发行，首期2亿元已于2011年6月28日募集到位，并按募集资金使用说明书

使用完毕。公司计划于2011年四季度发行第二期，金额为2亿元，将募集资金全部用于补充项目建设资金。

### 2. 项目概况

#### 补充西海大峡谷地轨缆车项目建设资金

公司发行本期中期票据所募集资金将有一部分用于该项目建设，该部分资金占募集资金比例为30%，金额6000万元。

公司下属核心子公司黄山旅游发展股份有限公司为安徽省资源型旅游类的龙头企业之一，其2010年所建设的西海大峡谷地轨缆车项目已进入建设中期。该项目总投资13000万元，其中，项目资本金4000万元及前期投入已通过公司近几年的经营积累相继到位，预计2012年将投入资金6400万元。公司本期中期票据所募集的资金中将有6000万元用来补充项目所需资金。

目前该项目已获相关批复：安徽省发改委批复文号为皖发改社会函【2009】895号；国家住建部批复文号为建城函【2009】265号、安徽省住建厅批复文号为建城函【2010】617号；国家环保部批复文号为环审【2010】283号。

#### 补充西海饭店改造项目建设资金

公司发行本期中期票据所募集资金将有一部分用于该项目建设，该部分资金占募集资金比例为70%，金额14000万元。

公司下属核心子公司黄山旅游发展股份有限公司为安徽省资源型旅游类的龙头企业之一，其2010年所建设的西海饭店改造项目已进入建设中期。该项目总投资23000万元，其中，项目资本金7200万元及前期投入已通过公司近几年的经营积累相继到位，预计2012年将投入资金14000万元。公司本期中期票据所募集的资金中将有14000万元用来补充项目所需资金。

目前该项目已获相关批复：安徽省发改委批复文号为皖发改社会函【2010】60号；安徽省住建厅批复文号为建城函【2009】634号；安徽省环保厅批复文号为环评函【2010】279号。

### 三、行业分析

旅游产业是指凭借旅游资源和设施，专门或者主要从事招徕、接待游客，为其提供交通、游览、住宿、餐饮、购物和娱乐等六个环节的服务并获取经济收益的综合性产业。旅游业的发展以整个国民经济发展水平为基础并受其制约，其对外部经济、政治、社会 and 自然等条件具有较强的依赖性，属于典型的敏感型行业。

#### 1. 世界旅游产业

20 世纪 50 年代以来，相对稳定的政治环境、高速发展的社会经济和不断进步的科学技术，促进了世界旅游产业的快速发展，全世界国际旅游人数和国际旅游收入呈现持续上升趋势，并已经成为全球经济增长最快、最具国际竞争优势的产业之一。根据联合国世界旅游组织公报数据显示，近十几年，国际旅游业收入年均增长率在 8% 以上，高于同期全球经济增长幅度，行业产值已达到世界国内生产总值的 11% 左右。从旅游目的地分布看，旅游热点地区目前主要集中在欧洲、北美洲和亚太地区，国际旅游收入稳居世界前 15 位的旅游目的地国家中，欧洲占 9 席（西班牙、法国、意大利、德国、英国、奥地利、希腊、土耳其、瑞士），北美洲占 3 席（美国、加拿大、墨西哥），亚太地区占 3 席（中国、土耳其、澳大利亚），这其中又以包括中国在内的亚太地区旅游业发展速度最快。

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。根据联合国世界旅游组织公布数据显示，2008 年全球旅游人数达到 9.24 亿人次，同比增长 1.76%，虽然人数再创新高，但增幅已大幅下滑。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全年下滑 6.00%。2010 年世界旅游

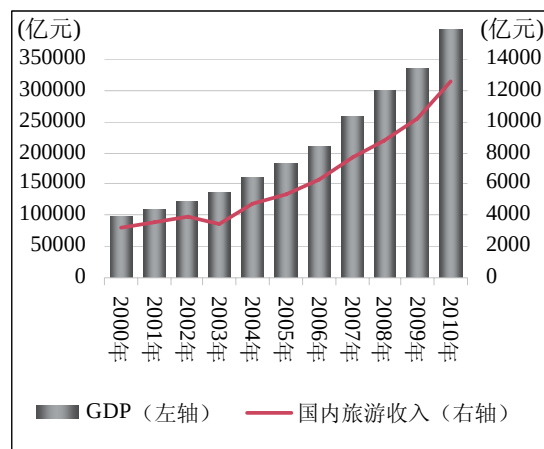
业全面强劲复苏，全球出境游人次同比增长 6.7%，达 9.35 亿人次，创最高纪录；国际旅游消费总额达 1.086 万亿美元，同比增长 7%，其中亚洲和南美市场的增长是旅游业回暖的主要动力。总体看，伴随全球经济的稳步回升，旅游产业呈现回暖趋势。

#### 2. 中国旅游产业

中国旅游业自 1978 年作为一个经济产业起步以来，经过近 30 年的发展，产业形象日益鲜明，规模不断壮大，已成为国民经济中发展速度最快、最具国际竞争优势的产业之一。“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%。目前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%，旅游业对中国经济社会发展的积极作用更加明显。2010 年中国旅游经济呈现又好又快的增长态势：三大市场全面增长，国内市场主体地位进一步突出；旅游投资规模扩大。2010 年全年旅游业总收入 1.57 万亿元，同比增长 21.7%。

#### 国内旅游现状

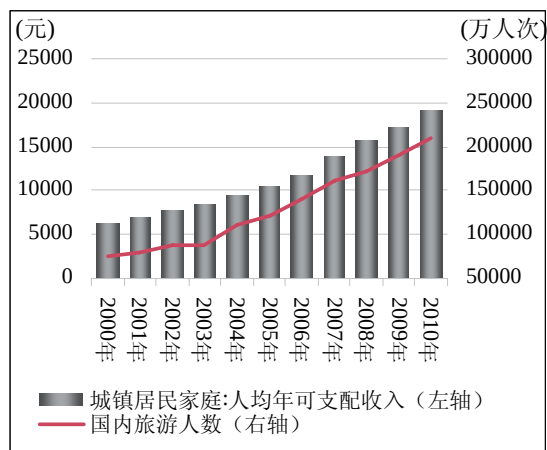
图 1 2000~2010 年 GDP 与国内旅游收入



数据来源：国家旅游局和国家统计局

近十年，随着国民经济健康快速的的增长、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长，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2 2000~2010年人均可支配收入与国内旅游人数



数据来源：国家旅游局和国家统计局

近年来，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。2008年，国内旅游人数为17.10亿人次，同比增长6.21%，同期实现国内旅游收入8749.00亿元，同比增长12.59%；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%。中国国内旅游的持续增长，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。2010年以来国内旅游保持平稳较快增

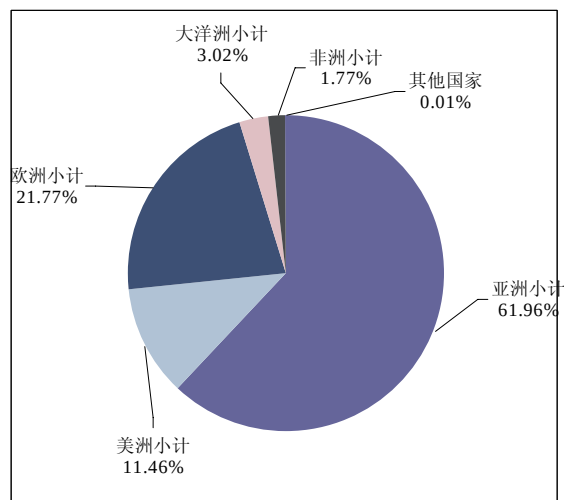
长，全年旅游人数21亿人次，同比增长10.06%；国内旅游收入1.26万亿元，同比增长23.5%；国内旅游市场增速城镇高于农村。

### 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。

入境游方面，2008年，美国次贷危机引发的全球性金融危机对旅游需求特别是入境旅游需求造成一定不利影响，中国入境旅游呈现下降的态势。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%。

图3 2010年中国入境旅游客源地区分布



资料来源：国家旅游局

从入境游客所属地区和国家分布看，目前中国入境旅游市场主要客源地还是来自港澳台和以日本、韩国和马来西亚为主的亚太地区。

出境游方面，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，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，但增幅有所波动。2008年~2010年，中国出境旅游总人数分别达到0.46亿人次、0.48亿人次和0.57亿人次，分别同比增长11.93%、4.0%和20.4%。考虑到未来国内外宏观经济的回暖和稳定，出境旅游有望继续保持较好发展。

目前中国国内旅游市场规模已位居全球第一，出境旅游市场和入境旅游市场规模均位居全球第四，中国已经成为世界旅游大国。整体看，中国国际旅游业务发展势头良好。

### 3. 主要子行业

#### 酒店业

随着中国居民可支配收入持续增长，酒店业成为旅游行业中增幅较大的子行业之一。2004~2009年，中国星级饭店营业额从1170.50亿元增长到1818.18亿元；截至2010年底，国家旅游局星级饭店统计系统共有13652家星级饭店注册账户信息，行业竞争较为激烈。

酒店业对外部宏观经济以及突发事件敏感，波动性较大。2009年，受金融危机和甲型H1N1流感疫情的影响，中国主要地区的星级饭店平均房价和出租率同比均有所下滑。联合资信注意到，经济型酒店在经济危机中受影响相对较小，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。

随着经济形势的渐渐好转及流感疫情的消散，2010年以来全国酒店业经营情况有所好转。2010年4月1日起，国家旅游局根据新的《旅游统计调查制度》执行《星级饭店统计管理系

统》，截至2011年9月底共有13332家星级饭店填报基础信息，其中上报2011年第三季度经营情况统计数据的有11132家。根据国家旅游局公布的信息，11132家星级饭店数量、平均房价及平均出租率如表1所示。2011年第三季度全国星级饭店平均房价294.35元/间夜，平均出租率为64.00%。

表1 2011年第三季度全国星级饭店经营情况统计表  
(按星级分)

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

资料来源：国家旅游局

从各区域的收入结构情况来看，2011年第三季度东、中、西部地区的餐饮和客房收入两项主营业务收入之和占营业总收入比重分别为86.54%、92.08%和87.88%，且西部地区客房收入比重较大、中部地区餐饮收入比重较大、东部地区两项收入比重均低于全国值。

从全国东中西部三大区域来看，2011年第三季度东部地区平均房价高于全国水平，中部地区平均出租率最高。

表2 2011年第三季度全国星级饭店经营情况区域平均值比较

| 星级   | 餐饮收入比重(%) | 客房收入比重(%) | 平均房价(元/间夜) | 平均出租率(%) |
|------|-----------|-----------|------------|----------|
| 东部地区 | 42.12     | 44.42     | 344.85     | 63.89    |
| 中部地区 | 47.05     | 45.03     | 218.89     | 64.72    |
| 西部地区 | 39.86     | 48.02     | 226.31     | 63.76    |

资料来源：国家旅游局

从未来发展看，中国未来经济、人均GDP

将继续保持增长的趋势，经济的健康稳定发展将给酒店业的发展带来契机。据国家旅游局预测，到 2015 年，全国将新增各类住宿设施约 20 万家，其中星级饭店约 1 万家，五星级饭店将超过 500 家。未来大众旅游需求呈现多样性、商务客源增多等因素促使高星级酒店与经济型酒店成为行业中表现作为活跃的两部分。

总体来看，近年来酒店业增长较快，但也表现出较强的周期性。随着酒店行业竞争的加剧，单体酒店受制于营销渠道与品牌影响力，竞争力日趋下降，未来酒店业将呈现品牌化、规模化和集团化的趋势。酒店管理业由于资本支出小、利润率高、风险小，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。

#### 旅行社业

伴随着中国旅游业的高速发展，中国旅行社行业也发生了巨大的变化，近二十年来行业规模不断扩大，从业人员不断增加，旅行社行业已经成为中国拉动经济增长、扩大就业渠道的重要的服务行业之一。

中国旅行社行业发展带有较为明显的行政烙印。1987 年以前，旅行社行业一直处于垄断经营状态，尤其是一类旅行社，一直到 1988 年全国一类社总数才有 17 家。1992 年，国务院发布了《关于加快发展第三产业的决定》。各地区掀起发展旅游业的热潮，旅行社逐渐放开，数量明显突破。1996 年 10 月 15 日出台了《旅行社管理条例》，1996 年至 1997 年国家旅游局开始依据《旅行社管理条例》重新审核所有已设立旅行社的业务经营资格，实现一、二、三类旅行社向国际旅行社和国内旅行社的类别转变。在这一阶段，暂不受理和审批新的国际旅行社，国际旅行社数量增长受到一定的遏制，但是国内旅行社增长较快。截至 2011 年 3 月底，全国旅行社总数为 23269 家。

从市场角度分析，旅游业务分为三块：国

内游、入境游、出境游。根据 2011 年全国旅行社统计调查公报的数据，目前国内旅游业务规模最大，出境旅游业务次之，入境旅游业务 2009 年受国际金融危机及甲型 H1N1 疾病的影响，经营情况一般，进入 2010 年后出现恢复性增长。目前旅游业务板块的结构基本与中国旅游业“以国内旅游为基础、入境旅游为重点、出境旅游为补充”的总体状况相一致，较好地反映了“大力发展入境旅游、积极发展国内旅游、适度发展出境旅游”的发展方针。

但是，旅行社行业的传统经营模式（通过服务向旅游者收取一定的手续费，从旅游产品的各类供应商（如航空公司、饭店等）获取一定的佣金和折扣，从中获取基本的收入）决定了行业门槛较低，再加上行业规范度不够，从而导致了旅行社盈利能力提升空间较为有限。目前，中国的旅行社行业普遍存在“小散弱差”的状况，企业规模小，实力弱，竞争力不强。众多企业为了争夺市场份额，不得不进行恶性价格竞争，导致整个行业在总收入不断增加的同时，利润率却不断下降，甚至出现负利润的现象。

近 10 年旅行社业的企业数量不断增加，企业数量每年的增长幅度都超过旅游人数的增长幅度而造成供求失衡。特别是在 2009 年，利润较高的入境业务由于入境游客量的大幅减少而大幅下滑；而国内业务，由于人们越来越多采用“自助游、自驾游”的旅游方式，业务量也将面临萎缩的风险，旅行社整体生存环境面临恶化。从未来看，旅行社行业的产品和服务的差异化特征将逐渐显现，行业市场也将进一步细分，如会奖商务游、自助游、度假自助等等，这些细分市场产品的出现有助于行业盈利能力的增强。

#### 4. 政策环境

中国旅游业作为第三产业的主要支柱产业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距

等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。

2008年，受全球金融危机波及，中国旅游三大市场也呈现出增长放缓甚至是负增长趋势。为了拉动旅游内需，2009年上半年，国家旅游局和中央有关部门陆续提出了“全国乡村旅游倍增计划”、“国民休闲计划”、“旅游促进就业行动计划”等刺激计划，旨在结合国家扩大内需政策，采取具体措施倡导奖励旅游（对优秀员工）、福利旅游（对低收入群体，企业可把奖励旅游、福利旅游支出列入其经营成本）等方式，引导国民休闲旅游沿着正常、安全、持续的方向发展。与此同时，各省市地区也根据自身实际情况特点推出了具有针对性的发展战略，通过发行旅游消费券、减免景区门票收费等方式增加旅游市场的有效需求。

2009年12月，国务院发布《关于加快发展旅游业的意见》，明确提出把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业，旅游业的行业地位得到前所未有的提高。

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

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

总体看，中央和地方政府近一段时间推行的旅游刺激方案存在积极意义，能够平缓因外部不利经济环境而带来的负面影响，最大限度保持中国旅游产业的相对平稳发展。

## 5. 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，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市场规范，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。

## 6. 行业发展

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不断增多，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，中国人均国内旅游仅有 1 次/年，远低于中等发达国家 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。

#### 四、基础素质

##### 1. 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 2011 年 9 月底，公司主要资源为拥有土地储备 548 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 2011 年 9 月底，公司拥有旅游商务酒店 20 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，旅游资源竞争优势较为明显。

##### 2. 人员素质

公司现有高级管理人员 5 人，包括总裁 1 人、副总裁 2 人、总裁助理 1 人以及总会计师 1 人，均具有较长的行业从业经历和较高的专业水平。

公司董事长兼总裁许继伟先生，46 岁，高级经济师，研究生学历。许继伟先生历任黄山管委会副处长，黄山旅游局局长、党委书记，黄山市政府副秘书长，黄山市委常委、黄山风景区管委会党委书记、黄山风景区管委会副主任。现任公司董事局主席兼总裁，及黄山旅游发展股份有限公司董事长。

公司常务副总裁叶树敏先生，56 岁，大学学历。叶树敏先生曾任黄山中国国际旅行社总经理，黄山市旅游局副局长。现任公司常务副总裁。

截至 2011 年 9 月底，公司拥有在岗员工 4036 人，从学历构成看，高中及以下占 70%，大专占 20%，本科以上占 10%；从年龄构成看，30 岁以下占 36%，30 岁~50 岁占 58%，50 岁以上占 6%。公司员工年龄构成合理，文化程度水平一般。

公司高级管理人员综合素质较高，且具有长期从事相关业务的工作经历，具有丰富的经营管理经验，管理能力强，熟悉公司的业务及发展方向，有利于公司的长远发展。公司员工

年龄构成较合理，能够较好地满足公司发展需要。

## 五、管理体制

### 1. 法人治理结构

公司是黄山市国资委出资的国有独资企业。根据《公司章程》，公司设立董事会，董事会成员共有5人，其中董事长1名，副董事长1名，均由董事会民主选举产生，董事长为公司法定代表人。

### 2. 内部管理

在管理架构方面，公司实行董事会领导下的总裁负责制，公司设总裁1人，副总裁2人，由董事会任命。自成立以来，公司始终坚持制度化管理，制定并完善了一系列管理制度。

对财务费用支出管理方面，公司实行预算管理，各下属单位根据全年的工作计划和应履行的职责，对本单位全年的各项支出填报明细预算表交公司财务中心审核汇总，报总裁办公会议研究后，确定为全年该部门的费用支出预算。对于超预算财务支出，由分管财务的副总裁进行审核，并要求总裁办公会审议通过；对于专项专题经费支出，则由总裁或董事会研究审批后方可办理。

在资金管理方面，公司实行收支两条线管理。各下属经营单位在公司制定的银行开立一个收入账户和一个支出账户，经营收入的资金

应及时足额存入收入账户，支出账户所属资金若在年度预算范围内，经公司批准后，按月支付到支出账户，各经营单位按规定使用，严禁坐支现金。

在员工激励和考核方面，公司以劳动用工制度、人事管理制度和薪酬分配制度三项制度为核心，确立了以岗定薪原则，实现了能上能下、能进能出、公平竞争的用人机制，完善了人力资源制度的市场化管理。

在安全管理方面，公司建立了安全管理责任制，健全了目标管理体系。并且适时组织安全大检查，重点检查索道运行、景区防火的重点工作；同时还建立了安全生产应急预案，定期进行演练。2010年，景区内旅游死亡率、道路交通死亡率、游客坠落事故、火灾事故均为零，索道安全率100%。

总体看，公司管理体系运行顺畅，内部管理严格，整体管理水平较高，管理风险低。

## 六、公司经营

### 1. 业务构成

目前公司已经形成旅游（包括旅行社、酒店、景点门票、索道等）、旅游地产及其它两大类。2010年，公司实现营业收入17.12亿元，同比增长26.16%；实现利润总额3.67亿元，同比下降22.08%，其中旅游业务是公司利润的主要来源。2008年以来主要业务构成占比见下表：

表3 2008年以来公司收入构成情况  
(单位: 万元、%)

|         | 2008年     |          |        | 2009年     |           |         | 2010年     |           |       | 2011年1~9月 |          |       |
|---------|-----------|----------|--------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|-------|-----------|----------|-------|
|         | 营业收入      | 营业成本     | 毛利率    | 营业收入      | 营业成本      | 毛利率     | 营业收入      | 营业成本      | 毛利率   | 营业收入      | 营业成本     | 毛利率   |
| 酒店业务    | 28672.38  | 18378.02 | 35.9   | 30558.95  | 20252.84  | 33.73   | 31978.51  | 25031.91  | 21.72 | 26102.41  | 19455.27 | 25.47 |
| 索道业务    | 28338.39  | 6117.28  | 78.41  | 32127.99  | 7997.15   | 75.11   | 33146.59  | 7836.28   | 76.36 | 27476.22  | 6070.27  | 77.91 |
| 门票      | 42082.72  | 23677.77 | 43.74  | 44190.24  | 24942.19  | 43.56   | 50922.18  | 29561.69  | 41.95 | 35719.09  | 23346.09 | 34.64 |
| 旅游服务业务  | 24807.34  | 22810.63 | 8.05   | 30940.74  | 25924.98  | 16.21   | 28982.99  | 26365.37  | 9.03  | 23354.79  | 21011.69 | 10.03 |
| 地产等其他业务 | -5161.92  | -7126.35 | -38.06 | -2069.57  | -11077.79 | -435.27 | 26194.86  | 12169.1   | 53.54 | 24728.61  | 7937.75  | 67.9  |
| 合计      | 118738.92 | 63857.36 | 46.22  | 135748.35 | 68039.38  | 49.88   | 171225.13 | 100964.35 | 41.03 | 137381.12 | 77821.07 | 43.35 |

资料来源：公司提供

2011年1~9月，公司实现营业收入13.74亿元，是上年全年的80.25%，利润总额4.61亿元，是2010年的1.26倍。2011年1~9月，公司利润总额大幅增长，其主要原因是当期投资收益中有一笔与股份公司的往来业务未作抵消而导致的虚增所致。该笔业务在年底合并集团报表是会做出相应的冲减调整。

### 旅游板块

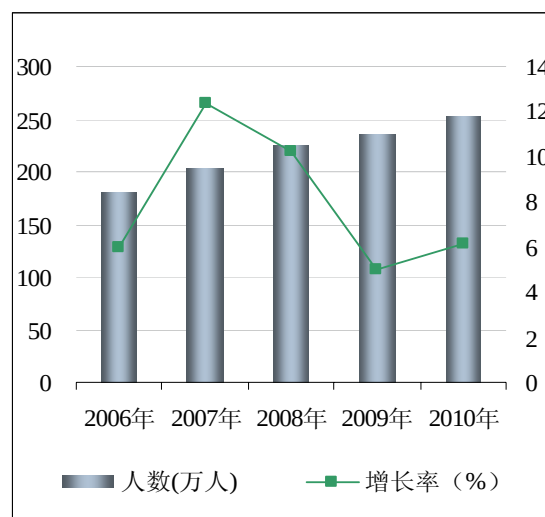
旅游业务一直是公司的主导业务，目前主要有景区门票、索道、旅行社、酒店等几项构成。

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。从近年来的经营情况来看，这部分收入基本保持在4亿元左右，具有较高的稳定性。对于收入的门票款，公司下属股份公司与黄山旅游风景区管委会签订了关于授权股份公司管理黄山风景区门票事宜的协议，按照如下方式进行分成：即每年门票收入在扣除相关规费后（约15%左右），股份公司留存50%，另外50%上交管委会。在账务处理上，公司将门票收入全额反映为营业收入，扣除的相关费用和管委会的分成部分则反映为门票业务的营业成本。2009~2010年以及2011年1~9月，公司门票营业收入分别为4.42亿元、5.09亿元和3.57亿元，近年来毛利率有所下降，其原因是公司近年加大了市场的开发力度，对新兴市场和特定市场在门票价格上采取了优惠政策，而营业成本包含相关费用和付给管委会的分成保持不变，导致毛利率有所下降。

景区门票收入的变化趋势主要决定于旅游游客人次和门票价格两方面。从游客人次方面来看，2006~2010年，景区游客人次保持增长趋势，年均复合增长8.58%，2010年达到251.83万人，2011年1~9月达到214.96万人。近年来的游客人次增加没有带动门票收入的同比增长，主要是由于近年来团体购票占比明显提高，而团体购票需提供9.5折的优惠，因此旅游人次的增长没有带动门票收入的同比增长。

从价格上来看，尽管近年来保持持续上升态势，但由于景区门票由政府统一定价，短期内不会有大幅变动，但长远来看，旅游景区门票价格上涨在中国境内是大趋势，预计未来门票价格仍有一定上升空间。

图4 2006~2010年景区游客量和增幅



资料来源：公司提供

索道是旅游景区上下山的主要途径，承载着80%以上的上下山客源，其与门票具有高度的正相关性。公司索道收入是继门票之后的又一个稳定收入来源，截至2011年9月底，公司拥有四条索道资产，其剩余使用年限均在15~20年，运行状况良好。2009~2010年以及2011年1~9月，公司索道收入分别为3.21亿元、3.31亿元和2.75亿元，其营业成本主要为折旧费和运营成本、人工费等，运营成本不高，因此索道业务保持了较高的毛利水平，三年均在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。2009~2010年以及2011年1~9月，公司酒店管理收入分别为3.06亿元、3.20亿元和2.61亿元，近三年由于市场竞争激烈等原因，酒店管理业务盈利能力有所下降。

公司的旅游服务业务主要包括相关旅游产品、旅游纪念品和旅行社服务等业务，2009～2010年以及2011年1～9月，公司旅游服务业务收入分别为3.09亿元、2.90亿元和2.34亿元，这部分业务大多为代销产品，盈利能力不强。

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。

#### 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，该公司成立于2007年1月，注册资本2000万元，截至2011年9月底，该

公司拥有土地储备141亩，均为黄山市内的优质地段，未来面临一定的升值空间。

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

2009～2010年以及2011年1～9月，分别实现销售收入655.76万元、33608.89万元和19376.38万元，在账务处理上，该项业务收入成本匹配性不尽合理，毛利率参考意义不大。

#### 2. 经营效率

2008～2010年，公司销售债权周转次数分别为27.42次、19.54次和34.28次；三年平均值为28.49次；存货周转次数分别为3.37次、1.25次和1.32次，三年平均值为1.71次；总资产周转次数分别为0.83次、0.43次和0.46次，三年平均值为0.52次。总体来看，公司经营效率尚可。

#### 3. 未来发展规划及主要投资项目

“十二五”期间是公司实现跨越发展、做大做强的关键时期。在旅游板块方面公司将立足现有资源，并积极整合黄山市内的其它旅游资源，发挥联动效应，积极做大做强旅游产业。同时公司还将积极发展旅游商品物流业务，形成公司自己的农产品、旅游产品品牌。公司计划在整个“十二五”期间投资九个大项目，总投资额103.60亿元，其中2012年投资额为27.04亿元，具体投资项目见下表，总体来看，公司未来面临一定的资金压力。

表4 公司“十二五”期间投资计划  
(单位：万元)

| 项目名称              | 项目概况                                            | 建设期       | 总投资    | 2012年 | 已投资规模 | 项目进度           |
|-------------------|-------------------------------------------------|-----------|--------|-------|-------|----------------|
| 黄山石门水利风景区开发项目     | 景区开发，建设石门度假旅游区                                  | 2011-2015 | 30000  | 25000 | 450   | 除险加固前期规划       |
| 天都房地产齐云大道南侧地块开发项目 | 占地25.08亩，住宅、商业服务设施等                             | 2011-2012 | 17000  | 10000 | 5000  | 支付前期土地款、规划设计中  |
| 天都地产城东地块开发项目      | 用地面积约77355.95 m <sup>2</sup> ；建设居住、商服设施（接待、餐饮）文 | 2011-2014 | 100000 | 60000 | 42000 | 支付前期土地款、规划设计通过 |

|                 |                                                                               |           |         |        |       |                      |
|-----------------|-------------------------------------------------------------------------------|-----------|---------|--------|-------|----------------------|
|                 | 化、娱乐)等                                                                        |           |         |        |       |                      |
| 黄山风景区供水系统改造提升工程 | 供水管网改造及高山提水调度自动化中心控制系统综合改造等                                                   | 2010-2015 | 4000    | 1400   | 200   | 供水管网、除险加固正在推进        |
| 黄山南大门综合整治工程     | 黄山大门至问津桥南侧地块整治改造、中外运黄山建国酒店以下至汤泉桥西侧地块环境整治改造等                                   | 2011-2013 | 25000   | 16000  | 6000  | 已完成原有经营性用户的拆迁、河道整治工作 |
| 温泉地段整治改造        | 规划面积 51.4 公顷,建设集旅游、休闲、健身、疗养和住宿为一体的温泉养生谷                                       | 2007-2012 | 50000   | 7000   |       | 谋划中                  |
| 旅游地产开发项目等       | 积极参与屯溪中心城区以及周边区县的土地竞拍,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  | 140000 | 40000 | 环评报告申报中              |
| 松谷文化旅游项目        | 以松谷禅林为中心,以禅修文化为主干打造松谷文化旅游项目;以松谷禅林为中心,连接翡翠池,开发温泉眼                              |           | 15000   | 6000   |       | 谋划中                  |
| 市内旅游资源整合及开发     | 在黄山风景区周边及黄山市域范围内,通过收购、控股、参股等方式整合旅游资源,投资开发资源性项目                                | 2011-2015 | 15000   | 5000   | 2800  | 已完成谢裕大 12%的股权收购      |
| 合计              |                                                                               |           | 1036000 | 270400 | 96450 |                      |

资料来源:公司提供

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的2008年~2010年度财务报表均已经芜湖徽瑞会计师事务所审计,并均出具了无保留审计意见,公司财务报表按照《企业会计准则》和有关规定及补充规定编制。公司2011年三季度报表未经审计。

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

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

### 2. 资产质量

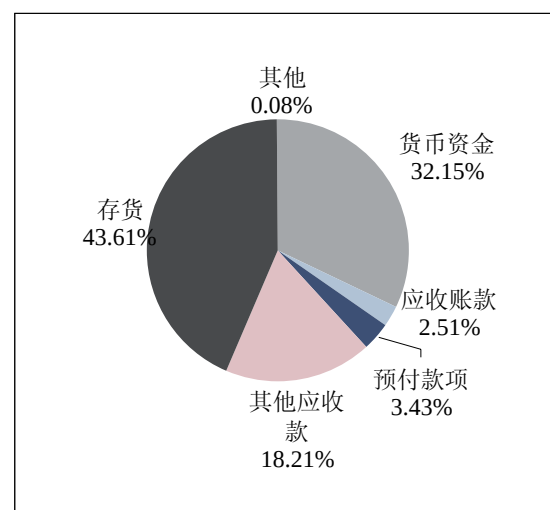
2008~2010年底,公司资产总额快速增长,年均增长17.91%,主要是其他应收款和存货和在建工程增加所致,2010年底达到39.85亿元。其中流动资产占47.49%,非流动资产占

52.51%。

2008~2010年底,公司流动资产快速增长,年均增长30.70%;2010年底为18.93亿元,以货币资金、存货和其他应收款为主。

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

图5 2010年底公司流动资产构成



资料来源:公司提供

截至2010年底,公司其他应收款余额为

3.45 亿元，较 2009 年底增长 25.79%，主要为应收黄山市非税收入征收管理局款项；公司应收账款为 0.48 亿元，较 2009 年底下降 9.09%，其中账龄在 1 年以内的占 74.49%，1~3 年的占 4.68%，3 年以上的占 20.93%。2010 年底公司对其他应收款提取 1343.84 万元坏账准备，其中对 3 年以上的其他应收款计提比例达到 84.68%，计提较为充分。

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

2008 年~2010 年，公司非流动资产年均复合增长 9.09%。截至 2010 年底，公司非流动资产 20.93 亿元。

截至 2010 年底，公司长期股权投资净额 6.26 亿元，较 2009 年底下降 1.03%，主要是对黄山长江徽杭高速公路有限责任公司（以下简称“徽杭高速”）5.06 亿元的股权投资和华安证券有限责任公司（以下简称“华安证券”）1.00 亿元的股权投资，目前徽杭高速经营状况一般，华安证券经营逐渐步入良性循环。2010 年底，公司对长期股权投资提取减值准备 0.70 亿元，计提较为充分。

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

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

总体看，公司资产规模稳步增长，资产构成变化不大。流动资产中，货币资金较为充足；其他应收款和存货占比较大，存货以旅游地产开发成本为主；非流动资产中，以固定资产和长期股权投资为主。总体看，公司整体资产质

量良好，但资产流动性一般。

### 3. 负债及所有者权益

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

负债方面，2008~2010 年底，公司负债总额快速增长，年均增长 27.55%，2010 年底为 19.12 亿元，主要是短期借款和其他应付款增加所致。截至 2010 年底，公司负债总额中流动负债占 89.03%，非流动负债占 10.97%。公司负债以流动负债为主。

2008~2010 年底，公司流动负债快速增长，年均增长 32.22%，2010 年底为 17.02 亿元，其中短期借款快速增长，年均增长 57.00%，2010 年底为 7.62 亿元，短期借款主要为信用借款。截至 2010 年底，公司其他应付款为 5.57 亿元，较 2009 年底增长 90.53%，主要为应付关联方黄山风景区管委会款项。

2008~2010 年底，公司非流动负债波动幅度较大，2010 年底为 2.10 亿元，其中长期借款为 1.86 亿元。

2008~2010 年底，公司全部债务分别为 4.76 亿元、7.90 亿元和 9.48 亿元，年均增长 41.20%，截至 2010 年底，短期债务占 80.35%，长期债务占 19.65%。公司短期债务占全部债务比重较大，债务期限结构较短。同期，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 47.97%、8.25%和 31.38%，较 2009 年底分别上升 4.98 个百分点、-2.28 个百分点和 2.85 个百分点。公司债务负担较轻。

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

截至 2011 年 9 月底,公司负债总额为 26.00 亿元,较 2010 年底增长 36.01%,其中流动负债占 87.75%,非流动负债占 12.25%;流动负债为 22.82 亿元,较 2010 年底增长 34.05%,主要是短期借款和其他应付款增加所致;非流动负债为 3.18 亿元,较 2010 年底增长 51.90%,主要是发行 2 亿元中期票据所致。截至 2011 年 9 月,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 52.90%、38.16% 和 11.48%,较 2010 年底分别上升 4.93 个百分点、6.78 个百分点和 3.24 个百分点,债务负担有所上升,但仍处于适宜水平。

总体看,公司负债以流动负债为主,债务期限结构有待改善,负债水平呈逐年上升趋势,债务负担仍处于适宜水平。

#### 4. 盈利能力

2008 年~2010 年,公司营业收入呈逐年增长趋势,年均复合增长率为 20.08%。2010 年,公司实现营业收入 17.12 亿元,较 2009 年增长 26.13%,近三年,公司营业成本年均复合增长 48.39%,高于营业收入的增长速度,主要原因是房地产开发成本的增加和物价上涨引起的经营成本的上升。2010 年,公司实现营业成本 10.10 亿元,较 2009 年增长 48.39%;2008~2010 年,公司营业利润率分别为 42.24%、46.49% 和 36.72%,在 2010 年以来,公司加大市场的开发力度,对目标市场采取优惠政策,同时房地产开发成本增加,西海饭店停业维修均导致了盈利能力的下降。

从期间费用看,2008~2010 年,公司期间费用(营业费用、管理费用和财务费用)占营业收入的比例分别为 18.13%、14.83% 和 16.24%,期间费用较高。

2008~2010 年,公司营业利润、利润总额和净利润也快速增长,年均增长分别为 13.63%、13.80% 和 19.28%,2010 年分别为 3.68 亿元、3.67 亿元和 2.90 亿元,受票价调整 and 成本上升的影响与去年相比均有不同程度的下降

公司 2011 年投资收益增幅较为明显,主要是其中有一笔与股份公司的往来业务(约 8000 万元)未作抵消而导致的虚增所致。该笔业务在年底合并集团报表是会做出相应的冲减调整。

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

总体看,近年来公司营业收入和利润水平均逐年增长,盈利能力强。

#### 5. 现金流

从经营活动看,2008 年~2010 年,公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生现金流入均分别呈上升趋势,2010 年分别为 16.33 亿元和 19.44 亿元;购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出均分别呈上升趋势,2010 年分别为 7.08 亿元和 18.91 亿元。2008 年~2010 年,经营活动产生的现金流量净额分别为 1.52 亿元、1.14 亿元和 0.53 亿元。

从现金收入实现质量来看,2008~2010 年,公司现金收入比分别为 98.46%、111.25% 和 95.38%,三年平均值为 100.75%,公司现金实现质量正常。

从投资活动看,2008~2010 年,公司投资活动现金流入分别为 0.87 亿元、0.41 亿元和 0.24 亿元,投资活动现金流出分别为 3.53 亿元、1.65 亿元和 4.12 亿元,主要是在建工程支付的现金;近三年,公司投资活动产生的现金流量净流出量分别为 2.66 亿元、1.23 亿元和 3.88 亿元。2010 年,筹资活动前产生的现金流量净额为 -3.36 亿元,公司经营活动现金流量无法满足投资的资金需求,存在一定的对外融资需求。

从筹资活动现金流量净额看,2008~2010 年,公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.65 亿元、0.82 亿元和 4.06 亿元,2010 年伴随借款规模的扩大而大幅增加。

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

总体看, 公司现金流状况较好, 经营活动获取现金能力较强, 收入实现质量正常; 由于公司投资规模有所上升, 存在一定的对外融资需求。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债指标看, 2008 年~2010 年, 公司流动比率、速动比率均呈波动态势, 三年加权平均值分别为 118.73%和 69.09%, 2010 年分别为 111.18%和 62.69%, 较上年均有所下降; 近三年经营现金流动负债比呈下降趋势, 分别为 15.61%、9.43%和 3.09%。总体看, 公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看, 2008~2010 年, 公司 EBITDA 利息倍数分别为 14.26 倍、28.23 倍和 14.21 倍, 三年平均值为 18.42 倍, EBITDA 对利息保护较好; 全部债务/EBITDA 倍数分别为 1.56 倍、1.36 倍和 1.87 倍, 三年平均值为 1.65 倍, EBITDA 对全部债务保护能力较好。总体看, 公司对全部债务的保护能力强。

截至2011年9月底, 公司无对外担保。

截至 2011 年 9 月底, 公司无重大应披露的未决诉讼事项。

公司与各家银行保持着密切的合作关系。截至 2011 年 9 月底, 公司共获得各家商业银行授信额度总量为 27.70 亿元, 尚未使用的额度为 15.39 亿元。公司间接融资渠道较为畅通。

#### 八、本期中期票据偿债能力分析

公司发行本期中期票据的额度为 2 亿元, 占 2010 年底公司长期债务、全部债务和负债总额的比重分别为 107.32%、21.09%和 10.46%; 占 2011 年 9 月底公司长期债务、全部债务和负

债总额的比重分别为 66.59%、14.00%和 7.69%, 对公司现有债务有一定影响。

截至2011年9月底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 52.90%、38.16%和11.48%, 本期中期票据发行后, 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上升为 54.75%、41.29%和17.77%, 公司债务负担加重。

2008~2010年, 公司EBITDA快速增长, 分别是本期中期票据的1.53倍、2.91倍和2.54倍, EBITDA对本期中期票据的保护能力较强。

2008~2010年, 公司经营活动现金流入量对本次中期票据的比率分别为6.40倍、8.34倍和9.72倍, 三年平均值为8.64倍; 公司经营活动现金净流量/本次中期票据的比率分别为0.76倍、0.57倍和0.26倍, 三年平均值为0.45倍; 经营活动产生的现金流量对本期中期票据保障能力较强。

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

总体分析, 公司对本期中期票据具有较强的保障能力。

#### 九、综合评价

黄山风景区旅游资源具有不可复制性, 作为景区的唯一经营主体, 公司在景区范围内具有垄断经营权, 同时较强的政府背景, 也使得公司能够在政策上获得管委会较大的支持; 此外, 公司拥有旅游商务酒店 20 家, 是黄山市最大的旅游商务酒店管理企业。公司资产规模稳步增长, 资产质量良好, 债务负担较轻, 营业收入和利润水平平均逐年增长, 盈利能力强, 现金流状况较好, 经营活动获取现金能力较强。

近年来, 公司下属西海饭店停业维修的影响, 公司酒店管理业务板块盈利能力下降; 公司涉足旅游地产行业, 未来几年资本支出规模较大, 仍存在一定的资金压力。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，公司旅游板块发展前景良好。

公司计划发行的本期中期票据额度2亿元，对2011年9月底债务结构有较大影响，2010年公司EBITDA为本期中期票据的2.54倍；经营活动现金流入量对本次中期票据的比率分别为9.72倍。截至2011年9月底，公司现金类资产是本期中期票据的3.10倍；对本期中期票据的保障能力较强。

总体来看，公司主体信用风险低，本期中期票据到期不能偿还的风险低。

## 附件 1-1 资产负债表（资产）

（单位：万元）

| 项目             | 2008 年           | 2009 年           | 2010 年           | 变动率(%)       | 2011 年 9 月       |
|----------------|------------------|------------------|------------------|--------------|------------------|
| 流动资产：          |                  |                  |                  |              |                  |
| 货币资金           | 46560.93         | 53795.42         | 60857.40         | 14.33        | 60014.65         |
| 交易性金融资产        | 0.00             | 0.00             | 0.00             |              | 2000.00          |
| 应收票据           |                  |                  |                  |              |                  |
| 应收账款           | 8659.18          | 5232.65          | 4756.87          | -25.88       | 5657.48          |
| 预付款项           | 7686.80          | 3976.43          | 6497.09          | -8.06        | 13325.48         |
| 应收利息           | 659.66           | 0.00             | 6.75             | -89.88       | 0.00             |
| 应收股利           | 0.00             | 0.00             | 0.00             |              | 0.00             |
| 其他应收款          | 9321.53          | 27393.86         | 34458.11         | 92.27        | 29814.41         |
| 存货             | 37867.24         | 70900.79         | 82541.78         | 47.64        | 138633.69        |
| 一年内到期的非流动资产    | 0.00             | 7.22             | 0.00             |              | 0.00             |
| 其他流动资产         | 44.53            | 1258.65          | 147.46           | 81.97        | 439.18           |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>110799.87</b> | <b>162565.01</b> | <b>189265.46</b> | <b>30.70</b> | <b>249884.89</b> |
| 非流动资产：         |                  |                  |                  |              |                  |
| 可供出售金融资产       |                  |                  |                  |              |                  |
| 持有至到期投资        | 450.00           | 450.00           | 2000.00          | 110.82       | 0.00             |
| 长期应收款          | 0.00             | 2640.00          | 400.00           |              | 0.00             |
| 长期股权投资         | 63441.14         | 63282.22         | 62633.51         | -0.64        | 70070.75         |
| 投资性房地产         | 0.00             | 0.00             | 1156.10          |              | 1112.77          |
| 固定资产           | 99159.98         | 102464.56        | 103742.66        | 2.28         | 97448.78         |
| 在建工程           | 2770.51          | 5710.76          | 20066.35         | 169.12       | 52233.28         |
| 工程物资           |                  |                  |                  |              |                  |
| 固定资产清理         | 0.00             | 0.82             | 0.00             |              | 925.84           |
| 生产性生物资产        |                  |                  |                  |              |                  |
| 油气资产           |                  |                  |                  |              |                  |
| 无形资产           | 2099.61          | 1885.44          | 8047.33          | 95.77        | 8096.40          |
| 开发支出           |                  |                  |                  |              |                  |
| 商誉             | 0.00             | 599.74           | 0.00             |              | 0.00             |
| 合并价差           | 0.00             | 0.00             | 0.00             |              | 5855.06          |
| 长期待摊费用         | 2646.56          | 2916.47          | 5462.68          | 43.67        | 3687.97          |
| 递延所得税资产        | 2371.29          | 2354.63          | 3687.97          | 24.71        | 0.00             |
| 其他非流动资产        | 2899.49          | 2385.42          | 2073.35          | -15.44       | 2223.35          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>175838.58</b> | <b>184690.05</b> | <b>209269.95</b> | <b>9.09</b>  | <b>241654.19</b> |
| <b>资产总计</b>    | <b>286638.46</b> | <b>347255.06</b> | <b>398535.40</b> | <b>17.91</b> | <b>491539.08</b> |

## 附件 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：万元）

| 项目                | 2008 年           | 2009 年           | 2010 年           | 变动率(%)       | 2011 年 9 月       |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|------------------|
| 流动负债：             |                  |                  |                  |              |                  |
| 短期借款              | 30910.00         | 55738.21         | 76190.00         | 57.00        | 112800.00        |
| 交易性金融负债           |                  |                  |                  |              |                  |
| 应付票据              |                  |                  |                  |              |                  |
| 应付账款              | 3040.64          | 3295.82          | 9553.97          | 77.26        | 7925.09          |
| 预收款项              | 1204.01          | 20680.31         | 19178.73         | 299.11       | 24163.03         |
| 应付职工薪酬            | 2865.10          | 2354.42          | 2922.38          | 0.99         | 2482.99          |
| 应交税费              | 12247.86         | 8330.10          | 5793.57          | -31.22       | 5337.10          |
| 应付利息              | 8.38             | 666.04           | 20.29            | 55.66        | 0.00             |
| 应付股利              | 387.01           | 0.00             | 559.36           | 20.22        | 654.22           |
| 其他应付款             | 46320.43         | 29259.43         | 55748.35         | 9.71         | 74115.96         |
| 预计负债              |                  |                  |                  |              |                  |
| 一年内到期的非流动负债       |                  |                  |                  |              |                  |
| 其他流动负债            | 393.37           | 451.46           | 265.18           | -17.90       | 722.70           |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>97376.79</b>  | <b>120775.79</b> | <b>170231.83</b> | <b>32.22</b> | <b>228201.08</b> |
| 非流动负债：            |                  |                  |                  |              |                  |
| 长期借款              | 16648.75         | 23259.16         | 18635.17         | 5.80         | 10035.17         |
| 应付债券              | 0.00             | 26.50            | 0.00             |              | 20000.00         |
| 长期应付款             | 3242.94          | 4941.15          | 1699.44          | -27.61       | 1199.44          |
| 专项应付款             | 0.00             | 56.00            | 126.60           |              | 106.60           |
| 预计负债              |                  |                  |                  |              |                  |
| 递延收益              | 0.00             | 3.88             | 0.00             |              | 503.68           |
| 递延所得税负债           | 249.16           | 248.84           | 503.68           | 42.18        | 0.00             |
| 其他非流动负债           | 0.00             | 0.00             | 0.00             |              | 0.00             |
| <b>非流动负债合计</b>    | <b>20140.85</b>  | <b>28535.54</b>  | <b>20964.89</b>  | <b>2.03</b>  | <b>31844.89</b>  |
| <b>负债合计</b>       | <b>117517.65</b> | <b>149311.33</b> | <b>191196.71</b> | <b>27.55</b> | <b>260045.97</b> |
| 所有者权益：            |                  |                  |                  |              |                  |
| 实收资本(或股本)         | 83806.51         | 83806.51         | 83806.51         |              | 83806.51         |
| 资本公积              | 3384.56          | 3384.56          | 3384.56          |              | 4178.19          |
| 减：库存股             |                  |                  |                  |              |                  |
| 盈余公积              | 0.00             | 0.00             | 2962.43          |              | 2962.43          |
| 未分配利润             | 10131.65         | 33476.80         | 44390.40         | 109.32       | 64073.83         |
| 外币报表折算差额          |                  |                  |                  |              |                  |
| <b>归属于母公司权益合计</b> | <b>97322.72</b>  | <b>120667.86</b> | <b>134543.89</b> | <b>17.58</b> | <b>155020.96</b> |
| 少数股东权益            | 71798.09         | 77275.87         | 72794.80         | 0.69         | 76472.15         |
| <b>所有者权益合计</b>    | <b>169120.81</b> | <b>197943.73</b> | <b>207338.69</b> | <b>10.72</b> | <b>231493.11</b> |
| <b>负债和所有者权益总计</b> | <b>286638.46</b> | <b>347255.06</b> | <b>398535.40</b> | <b>17.91</b> | <b>491539.08</b> |

## 附件 2 利润表

(单位: 万元)

| 项目            | 2008 年    | 2009 年    | 2010 年    | 变动率(%) | 2011 年 1~9 月 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|--------|--------------|
| 一、营业收入        | 118738.92 | 135748.35 | 171225.13 | 20.08  | 137381.12    |
| 减: 营业成本       | 63857.36  | 68039.38  | 100964.35 | 25.74  | 77821.07     |
| 营业税金及附加       | 4725.91   | 4603.51   | 7392.03   | 25.07  | 5413.69      |
| 销售费用          | 819.81    | 1367.74   | 3452.95   | 105.23 | 1599.01      |
| 管理费用          | 18568.43  | 16696.13  | 20806.41  | 5.85   | 14307.72     |
| 财务费用          | 2139.89   | 2062.39   | 3542.39   | 28.66  | 3532.97      |
| 资产减值损失        | 0.00      | 11.47     | 500.30    |        | 0.00         |
| 加: 公允价值变动收益   |           |           |           |        |              |
| 投资收益          | -159.11   | 101.04    | 2188.45   |        | 10797.76     |
| 其中: 对合营企业投资收益 |           |           |           |        |              |
| 汇兑收益          |           |           |           |        |              |
| 二、营业利润        | 28468.40  | 43068.78  | 36755.14  | 13.63  | 45504.42     |
| 加: 营业外收入      | 788.99    | 4125.86   | 1427.77   | 34.52  | 687.25       |
| 减: 营业外支出      | 879.53    | 134.12    | 1434.04   | 27.69  | 83.32        |
| 其中: 非流动资产处置损失 |           |           |           |        |              |
| 三、利润总额        | 28377.86  | 47060.52  | 36748.88  | 13.80  | 46108.35     |
| 减: 所得税费用      | 7971.20   | 11765.13  | 7713.93   | -1.63  | 8806.75      |
| 四、净利润         | 20406.66  | 35295.39  | 29034.95  | 19.28  | 37301.60     |

**附件 3-1 现金流量表**  
(单位: 万元)

| 项目                   | 2008 年           | 2009 年           | 2010 年           | 变动率(%)        | 2011 年 1~9 月     |
|----------------------|------------------|------------------|------------------|---------------|------------------|
| 一、经营活动产生的现金流量:       |                  |                  |                  |               |                  |
| 销售商品、提供劳务收到的现金       | 116916.00        | 151014.80        | 163306.41        | 18.19         | 134102.18        |
| 收到的税费返还              | 2.84             | 0.41             | 0.00             | -100.00       | 0.00             |
| 收到其他与经营活动有关的现金       | 11179.32         | 15819.37         | 31074.65         | 66.72         | 23280.67         |
| <b>经营活动现金流入小计</b>    | <b>128098.16</b> | <b>166834.58</b> | <b>194381.06</b> | <b>23.18</b>  | <b>157382.86</b> |
| 购买商品、接受劳务支付的现金       | 43749.12         | 56318.48         | 70754.94         | 27.17         | 63778.84         |
| 支付给职工以及为职工支付的现金      | 14197.75         | 15443.30         | 18187.20         | 13.18         | 13919.08         |
| 支付的各项税费              | 15282.48         | 18232.21         | 20379.46         | 15.48         | 17293.56         |
| 支付其他与经营活动有关的现金       | 39667.11         | 65447.57         | 79805.92         | 41.84         | 69062.93         |
| <b>经营活动现金流出小计</b>    | <b>112896.46</b> | <b>155441.56</b> | <b>189127.51</b> | <b>29.43</b>  | <b>164054.41</b> |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b> | <b>15201.70</b>  | <b>11393.02</b>  | <b>5253.55</b>   | <b>-41.21</b> | <b>-6671.55</b>  |
| 二、投资活动产生的现金流量:       |                  |                  |                  |               |                  |
| 收回投资收到的现金            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |               | 11000.00         |
| 取得投资收益收到的现金          | 2878.49          | 2227.27          | 5.03             | -95.82        | 1023.41          |
| 处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额 | 5151.42          | 45.98            | 2008.84          | -37.55        | 12.24            |
| 处置子公司及其他单位收到的现金净额    | 0.00             | 0.00             | 50.01            |               | 0.00             |
| 收到其他与投资活动有关的现金       | 714.69           | 1866.20          | 364.79           | -28.56        | 175.72           |
| <b>投资活动现金流入小计</b>    | <b>8744.60</b>   | <b>4139.45</b>   | <b>2428.68</b>   | <b>-47.30</b> | <b>12211.37</b>  |
| 购建固定资产、无形资产等支付的现金    | 27133.98         | 14681.25         | 18484.71         | -17.46        | 31673.33         |
| 投资支付的现金              | 182.00           | 1688.79          | 2000.26          | 231.52        | 13853.60         |
| 取得子公司等支付的现金净额        | 7193.58          | 0.00             | 0.00             | -100.00       | 0.00             |
| 支付其他与投资活动有关的现金       | 800.19           | 112.02           | 20747.27         | 409.20        | 14.46            |
| <b>投资活动现金流出小计</b>    | <b>35309.75</b>  | <b>16482.06</b>  | <b>41232.24</b>  | <b>8.06</b>   | <b>45541.39</b>  |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b> | <b>-26565.14</b> | <b>-12342.61</b> | <b>-38803.56</b> | <b>20.86</b>  | <b>-33330.02</b> |
| 三、筹资活动产生的现金流量:       |                  |                  |                  |               |                  |
| 吸收投资收到的现金            | 0.00             | 150.00           | 0.00             |               | 19940.00         |
| 取得借款收到的现金            | 22657.83         | 47621.04         | 85840.00         | 94.64         | 89970.00         |
| 发行债券收到的现金            |                  |                  |                  |               |                  |
| 收到其他与筹资活动有关的现金       | 2844.88          | 2439.82          | 16820.53         | 143.16        | 1810.51          |
| <b>筹资活动现金流入小计</b>    | <b>25502.71</b>  | <b>50210.86</b>  | <b>102660.53</b> | <b>100.64</b> | <b>111720.51</b> |
| 偿还债务支付的现金            | 7771.21          | 21916.81         | 52937.35         | 161.00        | 65860.00         |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金    | 11255.12         | 8590.00          | 5651.96          | -29.14        | 6672.71          |
| 支付其他与筹资活动有关的现金       | 20.50            | 11519.96         | 3459.53          | 1199.07       | 28.98            |
| <b>筹资活动现金流出小计</b>    | <b>19046.83</b>  | <b>42026.77</b>  | <b>62048.85</b>  | <b>80.49</b>  | <b>72561.69</b>  |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b> | <b>6455.88</b>   | <b>8184.09</b>   | <b>40611.69</b>  | <b>150.81</b> | <b>39158.82</b>  |

### 附件 3-2 现金流量表附表

(单位: 万元)

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

## 附件 4 主要财务指标

| 项目                   | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 平均值    | 2011 年 9 月 |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|------------|
| <b>经营效率</b>          |        |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)          | 27.42  | 19.54  | 34.28  | 28.49  | --         |
| 存货周转次数(次)            | 3.37   | 1.25   | 1.32   | 1.71   | --         |
| 总资产周转次数(次)           | 0.83   | 0.43   | 0.46   | 0.52   | --         |
| 现金收入比(%)             | 98.46  | 111.25 | 95.38  | 100.75 | 97.61      |
| <b>盈利能力</b>          |        |        |        |        |            |
| 营业利润率(%)             | 42.24  | 46.49  | 36.72  | 40.75  | 39.41      |
| 总资本收益率(%)            | 10.41  | 13.49  | 10.79  | 11.52  | --         |
| 净资产收益率(%)            | 12.07  | 17.83  | 14.00  | 14.76  | --         |
| <b>财务构成</b>          |        |        |        |        |            |
| 长期债务资本化比率(%)         | 8.96   | 10.53  | 8.25   | 9.07   | 11.48      |
| 全部债务资本化比率(%)         | 21.95  | 28.53  | 31.38  | 28.64  | 38.16      |
| 资产负债率(%)             | 41.00  | 43.00  | 47.97  | 45.09  | 52.90      |
| <b>偿债能力</b>          |        |        |        |        |            |
| 流动比率(%)              | 113.78 | 134.60 | 111.18 | 118.73 | 109.50     |
| 速动比率(%)              | 74.90  | 75.90  | 62.69  | 69.09  | 48.75      |
| 经营现金流负债比(%)          | 15.61  | 9.43   | 3.09   | 7.50   | --         |
| EBITDA 利息倍数(倍)       | 14.26  | 28.23  | 14.21  | 18.42  | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍)       | 1.56   | 1.36   | 1.87   | 1.65   | --         |
| 筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)   | -0.24  | -0.01  | -0.35  | -0.23  | --         |
| 筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)   | -5.31  | -0.46  | -9.40  | -5.90  | --         |
| <b>本期中期票据偿债能力</b>    |        |        |        |        |            |
| EBITDA/本期中期票据发行额度(倍) | 1.53   | 2.91   | 2.54   | 2.45   | --         |
| 经营活动现金流入量偿债倍数(倍)     | 6.40   | 8.34   | 9.72   | 8.64   | --         |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)    | 0.76   | 0.57   | 0.26   | 0.45   | --         |
| 筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)   | -0.57  | -0.05  | -1.68  | -0.97  | --         |

## 附件 5 有关指标的计算公式

| 指 标 名 称           | 计 算 公 式                                                                                             |
|-------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                                     |
| 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%<br>(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 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        |                                                                                                     |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                                     |
| 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%                                                                      |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                                     |
| 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%                                                                                  |
| 主营业务利润率           | 主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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%                                                               |
| <b>债务结构指标</b>     |                                                                                                     |
| 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%                                                                                 |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                                     |
| 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                                                                                  |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                                     |
| 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                                                                                  |
| <b>本期中期票据偿债能力</b> |                                                                                                     |
| EBITDA / 本期发债额度   | EBITDA / 本期发债额度                                                                                     |
| 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 / 本期中期票据到期偿还额                                                                          |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数    | 经营活动现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额                                                                            |
| 筹资活动前现金流量净额偿债倍数   | 筹资活动前现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额                                                                           |

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

## 联合资信评估有限公司关于 黄山旅游集团有限公司 2011 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

黄山旅游集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。黄山旅游集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，黄山旅游集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注黄山旅游集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现黄山旅游集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如黄山旅游集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送黄山旅游集团有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一一年十一月二十八日

评级业务专用章