信用评级公告

联合〔2021〕7309 号

联合资信评估股份有限公司通过对黄山旅游集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持黄山旅游集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“16 黄山旅游 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

黄山旅游集团有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

债券简称	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
黄山旅游集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
16 黄山旅游 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 黄山旅游 MTN001	3 亿元	3 亿元	2021/08/17

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 7 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
旅游企业信用评级方法	V3.0.201907
旅游企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（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风景区的唯一经营主体，在资源禀赋、品牌知名度、旅游产业配套能力等方面具备的显著优势。2020 年，受新冠肺炎疫情冲击，公司景区、酒店、索道接待游客人数均大幅下降，房地产业务结转项目毛利率水平高，对公司利润形成补充。2021 年一季度，随着新冠肺炎疫情影响逐步减缓，公司收入和利润水平同比回升。同时，联合资信也关注到旅游行业对外部环境的敏感度较高、新冠肺炎疫情使得公司经营业绩面临不确定性、房地产项目剩余可售面积较小等因素对公司经营及信用水平可能带来的不利影响。

公司现金类资产对本年度剩余应到期债券余额的保障能力强。

未来，公司将进一步提升运营能力和效益，随着交通条件的改善和酒店升级改造的完成，公司整体竞争实力有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“16 黄山旅游 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **资源禀赋极强，品牌知名度极高。**跟踪期内，公司仍拥有中国十大风景名胜之一、全国“5A”级旅游景区黄山旅游风景区的垄断经营权，并独家运营景区内多家酒店。

2. **整体债务负担轻，财务弹性良好。**跟踪期内，公司债务负担轻，截至 2021 年 3 月底持有上市公司黄山旅游发展股份有限公司 40.66%股权参考市值为 31.85 亿元，未

分析师： 贺苏凝 刘祎烜 刘晓彤
邮箱： 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）
网址： www.lhratings.com

质押，财务弹性良好。

关注

1. **旅游行业对外部环境的敏感度较高，新冠肺炎疫情使得公司经营业绩面临不确定性。**旅游行业对外部环境敏感度较高，受新冠肺炎疫情影响，2020 年公司旅游主业收入规模及毛利率水平大幅下降。考虑到局部地区仍有疫情反复，一定程度影响旅客出游需求，公司业绩仍面临不确定性。
2. **房地产项目剩余可售面积较小。**公司房地产项目剩余可售面积较小，需关注新建项目开发及销售进度。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.65	24.83	45.16	29.03
资产总额(亿元)	70.85	82.83	101.64	104.58
所有者权益(亿元)	45.24	49.88	51.24	51.37
短期债务(亿元)	3.03	3.44	6.31	6.59
长期债务(亿元)	3.74	3.64	19.07	18.55
全部债务(亿元)	6.77	7.08	25.38	25.15
营业收入(亿元)	24.14	23.65	17.68	2.09
利润总额(亿元)	8.76	6.71	2.51	0.22
EBITDA(亿元)	11.01	9.01	4.74	--
经营性净现金流(亿元)	12.92	8.46	0.16	-0.32
营业利润率(%)	43.03	48.26	33.34	20.67
净资产收益率(%)	14.54	10.01	2.86	--
资产负债率(%)	36.14	39.79	49.59	50.88
全部债务资本化比率(%)	13.01	12.43	33.13	32.86
流动比率(%)	202.73	171.49	222.74	216.32
经营现金流动负债比(%)	63.87	30.64	0.53	--
现金短期债务比(倍)	7.47	7.22	7.16	4.40
EBITDA 利息倍数(倍)	28.35	32.64	14.02	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.61	0.79	5.35	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	32.19	33.81	52.83	52.71
所有者权益(亿元)	23.46	23.93	24.11	24.63
全部债务(亿元)	5.38	5.81	23.82	23.14
营业收入(亿元)	0.08	0.07	0.04	0.01
利润总额(亿元)	0.71	0.42	0.52	0.52
资产负债率(%)	27.14	29.24	54.36	53.27
全部债务资本化比率(%)	18.65	19.53	49.69	48.44
流动比率(%)	200.45	156.03	307.39	304.25
经营现金流动负债比(%)	-1.63	30.97	0.16	--

注：公司 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 黄山旅游 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/07/24	孔祥一 刘祎烜	旅游行业信用评级方法 V3.0.201907 旅游行业企业信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
16 黄山旅游 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/07/25	孔祥一 刘祎烜	旅游行业企业信用评级方法（2017 年） 消费服务行业企业评级模型（2016 年）	阅读全文
16 黄山旅游 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/6/20	孔祥一 刘嘉敏 刘祎烜	旅游行业企业信用评级方法（2017 年） 消费服务行业企业评级模型（2016 年）	阅读全文
16 黄山旅游 MTN001	AAA	AAA	稳定	2017/07/19	孔祥一 刘嘉敏 张 源	主体评级方法总论（2013 年） 消费服务行业企业评级模型（2016 年）	阅读全文
16 黄山旅游 MTN001	AA+	AA+	稳定	2016/5/13	黄 滨 孔祥一	主体评级方法总论（2013 年） 消费服务行业企业评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由黄山旅游集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。如有利益冲突情形，请按照公司要求披露。

三、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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

黄山旅游集团有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于黄山旅游集团有限公司（以下简称“公司”或“黄山旅游集团”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

黄山旅游集团是 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。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本为 8.38 亿元，黄山市国有资产监督管理委员会（以下简称“黄山市国资委”）间接持有公司 100%的股权，为公司实际控制人。

公司下属黄山旅游发展股份有限公司（以下简称“黄山旅游”）是由黄山旅游集团独家发起，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（A 股股票简称“黄山旅游”，股票代码为“600054.SH”；B 股股票简称“黄山 B 股”，股票代码“900942.SH”）。截至 2021 年 3 月底，公司持有黄山旅游 40.66%的股份，为其第一大股东，所持股权无质押，期末参考市值为 31.85 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司本部机构包括党委办（总裁办）、人力资源中心、纪检监察室、战略发展中心、财务管理中心、审计室和合规管理中心。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额 101.64 亿元，所有者权益 51.24 亿元（含少数股东权益 27.12 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 17.68 亿元，利润总额 2.51 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 104.58 亿元，所有者权益 51.37 亿元（含少数股东权益 26.84 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 2.09 亿元，利润总额 0.22 亿元。

公司注册地址：安徽黄山市屯溪区天都大道天都大厦 901 号；法定代表人：徐立秋。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期内的中期票据“16 黄山旅游 MTN001”3 亿元用于偿还有息债务，截至目前，募集资金已使用完毕，跟踪期内付息正常。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16黄山旅游MTN001	3.00	3.00	2016/8/17	2021/8/17

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动

[1] 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

力。

2021年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%（为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。），低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017－2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期

分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策环境和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用**。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；

随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

1. 旅游行业

旅游业是第三产业中的支柱产业之一，属于敏感性行业，需求弹性较大，易受外部经济环境和突发公共事件影响。近年来，中国旅游经济保持较快增长态势，但新冠肺炎疫情短期对旅游业生产经营造成较大冲击。

改革开放以来，中国实现了从旅游短缺型国家到旅游大国的历史性跨越。“十三五”期间，旅游业全面融入国家战略体系，走向国民经济建设的前沿，成为国民经济战略性支柱产业。

2020年，新冠肺炎疫情对旅游业产生了前所未有的影响。根据文化和旅游部公布的数据，2020年入出境旅游市场几乎全面停滞，国内旅游人数28.79亿人次，较上年同期减少30.22亿人次，同比下降52.1%；分季度看，国内旅游呈现降幅收窄趋势，其中一季度国内旅游人数2.95亿人次，同比下降83.4%；二季度国内旅游人数6.37亿人次，同比下降51.0%；三季度国内旅游人数10.01亿人次，同比下降34.3%；四季度国内旅游人数9.46亿人次，同比下降32.9%。中国旅游经济自2021年第二季度开始已经进入了有序复苏到全面复苏的新通道。

（1）行业竞争

中国旅游业市场存在产业化层次较低、发展模式单一等问题，行业规范和发展存在挑战。

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、盈利能力角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，均存在差距。

整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间既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。从长远看，国家政策的出台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。

（2）行业政策

国家相关部委推出各项政策，旨在推动旅游产业整合和市场规范，行业格局有望改善。旅游业作为第三产业的主要支柱行业，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。

表 3 近年来旅游政策一览

时间	政策	主要内容
2015 年 8 月	《国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和投资的若干意见》（国办发〔2015〕62号）	实施旅游基础提升计划、旅游投资促进计划、旅游消费促进计划、乡村旅游提升计划等，以改善旅游消费环境、开辟旅游消费市场、培育新的消费热点等。
2015 年 9 月	国家发改委、国家旅游局发布开展景区门票价格专项整治工作的通知（发改价格〔2015〕2005号）	开展门票价格专项整治工作、规范经营者价格行为、严格执行定价规则、程序、加强市场监管、建立景区质量等级评定与门票价格水平惩戒联动机制等。
2016 年 4 月	《全国旅游标准化发展规划（2016—2020）》（旅发〔2016〕48号）	提出到2020年，中国旅游国家标准将达到45项以上，行业标准达60项以上，地方标准达300项以上，新建200个以上全国旅游标准化试点示范单位。
2016 年 11 月	《国务院办公厅关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见》（国办发〔2016〕85号）	提出加速升级旅游消费、创新发展文化消费、大力促进体育消费等以推进幸福产业服务消费提质扩容、大力促进传统实物消费扩大升级、持续优化消费市场环境。
2016 年 12 月	《“十三五”旅游业发展规划》	“十三五”期间我国旅游业发展的四大目标为旅游经济稳步增长，包括城乡居民出游人数年均增长10%左右，旅游总收入年均增长11%以上，旅游直接投资年均增长14%以上。
2017 年 6 月	《全域旅游示范区创建工作导则》	提出创建工作要实现“五个目标”，并起到相应的示范引领作用：实现旅游治理规范化、发展全域化、供给品质化、全民参与化和效应最大化，成为旅游业惠及民生、稳增长、调结构、促协调、扩开放的典范。
2017 年 8 月	《2017年全域旅游发展报告》	报告指出旅游已成为我国民众生活必需品，全域旅游应运而生，将成为一项中长期国家战略和国策，国家各部委将加大对全域旅游的政策和资金支持力度。
2018 年 3 月	《关于促进全域旅游发展的指导意见》	文件强调要牢固树立和贯彻落实新发展理念，按照“统筹协调，融合发展；因地制宜，绿色发展；改革创新，示范引导”三项基本原则，加快旅游供给侧改革，以实现旅游发展全域化、旅游供给品质化、旅游效益最大化的目标。
2018 年 6 月	《国家发展改革委关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》	文件指出完善国有景区门票价格形成机制、降低重点国有景区门票价格，是加快发展全域旅游，推动景区及旅游业实现持续健康发展的重要举措。
2019 年 3 月	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	文件提出多项激发居民消费、促进旅游市场发展的意见，旨在提升文化和旅游消费质量水平，增强居民消费意愿，以高质量文化和旅游供给增强人民群众的获得感、幸福感。
2019 年 7 月	关于修订印发《文化旅游提升工程实施方案中央预算内投资管理办法》的通知	各地和有关部门要切实承担起文化旅游提升工程的项目实施主体责任，建立工作机制，落实建设方案，统筹资金渠道，组织编制年度投资计划并及时分解转发落实，有序推进工程实施，确保工程建设质量和效益。
2019 年 8 月	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	提出多项激发居民消费、促进旅游市场发展的意见，包括：继续推动国有景区门票降价，各地结合实际情况，制定实施景区门票减免、景区淡季免费开放、演出门票打折等政策；举办文化和旅游消费季、消费月，举办数字文旅消费体验等活动；整合已有资源，提升入境旅游统一宣介平台水平等。
2020 年 1 月	《文化和旅游部办公厅关于全力做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作暂停旅游企业经营活动的紧急通知》	旨在防控新冠肺炎的传播，要求全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品。
2020 年 4 月	《文化和旅游部 国家卫生健康委关于做好旅游景区疫情防控和安全有序开放工作的通知》	旨在规范解禁后旅游景区管理，确保旅游景区安全有序开放。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（3）行业发展

国家政策对旅游行业的支持力度较大，旅游业外部政策环境良好。随着休闲度假需求的持续提升以及出境游优惠政策的逐步落地，中国旅游行业将继续保持良好的发展态势，同时也需关注新冠疫情对旅游业的持续影响。

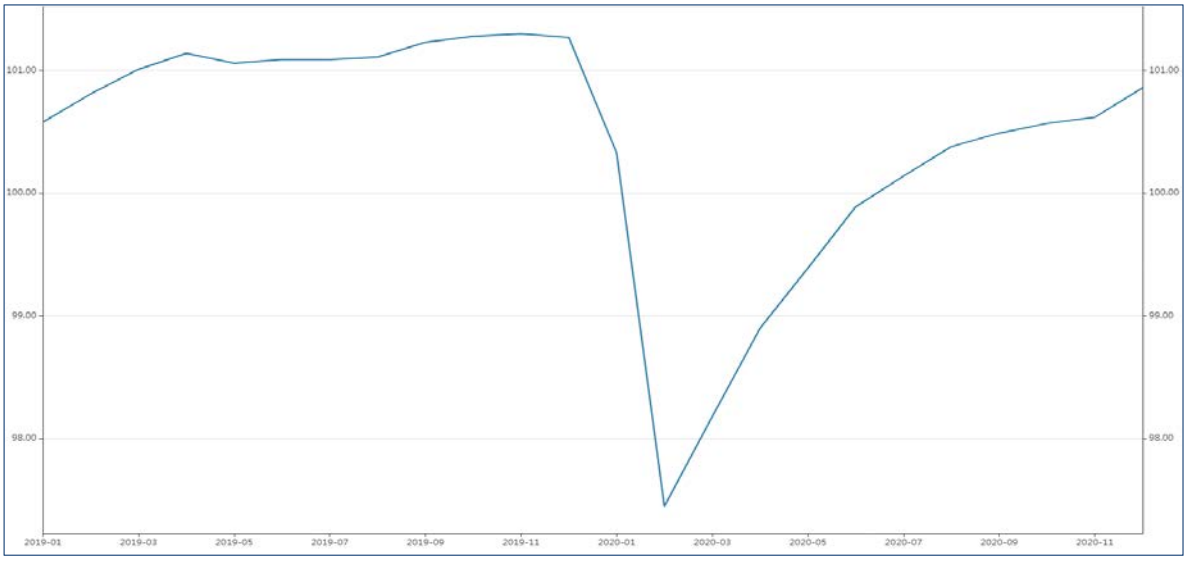
旅游行业属敏感型行业，旅游产品作为弹性消费品，易受外部经济环境的影响，突发公共事件的发生对行业内企业经营会造成较大冲击。从长期看，中国旅游业面临的基本环境没有改变，中国经济有望继续保持良好、快速的发展态势，人均收入的增长和消费结构的升级将根本性的推动中国旅游行业的发展。目前，国内游依然是中国旅游行业中占比最大且发展趋势最好的市场，短期内在旅游细分市场中的支柱地位将不会被动摇。随着中国中高收入人群的扩大，出境游市场将具备较大的发展空间。

2. 房地产行业

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自2020年3月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 1 2019年—2020年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长7.00%，增速较2019年下降2.90个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额1.31万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，

增速相较 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

（1）土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1－3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 4 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合 计	**165962.89**	**100.00**	**178608.59**	**100.00**	**193114.85**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

（2）政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 3。

表 5 2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020 年以来房地产融资相关政策具体内容见表 4。

表 6 2020 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场工作电视电话会议要求，2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 6 月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020 年 12 月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自 2021 年 1 月 1 日起实施

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，公司注册资本为8.38亿元，黄山市国资委间接持有公司100%的股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司保持了在景区资源、政府及政策支持、地理位置及交通条件、接待能力等方面具备的既有竞争优势。

黄山位于安徽省黄山市境内，总面积1200平方公里。公司主要的旅游资源是黄山风景区，拥有其垄断经营权。黄山风景区是黄山的精华

景区部分，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。除黄山风景区外，公司还拥有花山谜窟景区和太平湖景区。

公司所在地黄山市背靠长三角，紧邻全国旅游消费规模最大、消费能力最强的华东地区，区位优势十分突出。目前，黄山市高速公路密度更是达到长三角发达地区平均水平，尤其是建成、在建和规划中的7条高铁线路，将使黄山成为安徽省内继合肥之后又一形成“米字型”高铁线路的城市，如今黄山市已进入杭州、合肥等城市“1.5小时经济圈”，上海等城市“2.5小时经济圈”，便利的交通将极大扩展公司属下景区的客源圈。

安徽省人民政府印发的《安徽省新型城镇化发展规划（2016-2025年）》中提出，对于黄山市“强化在皖南国际旅游文化示范区的核心地位，打造世界一流旅游目的地、美丽中国先行区、全国重要的休闲产业基地和会展中心，支持和推动开展大黄山国家公园、国家全域旅游示范区建设，建成皖南地区中心城市”的规划，并提出“完善区域及省内交通网络，加快交通基础设施建设”，黄山市将在铁路、航空、交通枢纽等方面受益。

黄山旅游是公司旅游业务的经营主体。截至2020年底，黄山旅游（合并）资产总额49.00亿元，所有者权益44.66亿元（含少数股东权益2.03亿元）；2020年，黄山旅游实现营业收入7.41亿元，利润总额-0.26亿元。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版）（统一社会信用代码：91341000704953950Q），截至 2021 年 7 月 16 日，公司本部无未结清不良信贷信息，已结清的信贷信息中有 7 笔关注类款项。根据公司出具的相关说明，上述关注类贷款系银行系统原因造成。公司过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管及部门设置有所变动；除此以外，法人治理结构、管理体制等方面无重大变化。

2020 年，公司高管人员新增 3 位总裁助理：

张治国先生，1977年6月生，研究生学历。曾任黄山管委会园林局松谷管理区办事员，黄山管委会园林局温泉森林派出所科员和干警，黄山管委会松谷管理处科员、干警和副主任，黄山管委会园林局玉屏管理区主任，黄山管委会园林局办公室主任，黄山旅游集团有限公司天都房地产开发有限公司总经理（不再保留公务员身份），现任公司总裁助理兼天都房地产公司总经理。

汤洪涛先生，1972年8月生，大学学历。曾任黄山云谷索道公司技术科技术员，黄山玉屏索道筹建处工程部技术员、技术负责人，黄山旅游集团战略发展中心主办，黄山旅游集团天都房地产开发公司办公室主任、销售部经理、开发部经理，黄山旅游集团战略发展中心战略发展部经理、负责人，黄山市月潭湖开发投资有限公司董事、总经理，现任公司总裁助理兼新安江百里大画廊开发公司总经理。

黄征兵先生，1969年10月生，大学学历。曾任黄山温泉大酒店前厅部经理，黄山云谷山庄宾馆客房部、前厅经理、营销部总办主任，桃园宾馆总办主任、营销部经理、总助、副总，华山宾馆副总经理，黄山轩辕国际大酒店副总经理，黄山天都国际饭店总经理，现任公司总裁助理兼天都国际饭店总经理。

除上述高管人员变动外，公司本部部门设置有所变动，新部门架构详见附件 1-2。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，受新冠肺炎疫情影响，公司核心主业旅游板块受到较大冲击，房地产项目结转增长对营业收入支撑作用加大；受旅游板块成本刚性影响，公司综合毛利率水平相应下降。2021年一季度，新冠肺炎疫情影响逐步弱化，旅游板块呈现回升态势。

旅游板块是公司核心主业，包含酒店、索道、园林开发（即景区门票收入）及旅游服务相关业务。2020年，受新冠肺炎疫情影响，旅游板块实现收入8.57亿元，同比下降56.10%，占营业收入比重大幅下降至48.50%，旅游板块下各板块业务收入同比均大幅下降；公司其他业务板块实现收入1.23亿元，同比下降45.33%，占营业收入的比重为6.93%；房地产业务实现收入9.14亿元，同比增长72.87%，对营业收入形成有力支撑，占营业收入比重大幅增长至51.66%。

从毛利率水平看，2020年，公司综合毛利率为39.45%，同比下降12.13个百分点。其中，酒店、索道和园林开发业务毛利率分别下降25.90个、14.70个和34.84个百分点，主要系旅游业务固定成本较高所致；旅游服务业务毛利率同比变动不大，主要系疫情影响下控本降费所致；受益于跟踪期内结转项目毛利率较高，房地产毛利率同比上升3.07个百分点至43.34%；其他业务毛利率为6.97%，同比下降13.50个百分点。

2021年以来，新冠肺炎疫情对公司旅游主业的影响有所缓和，但受房地产业务结转波动影响，2021年1—3月，公司实现营业收入2.09亿元，同比下降48.52%；其中旅游板块收入合计1.87亿元，同比增长126.66%；综合毛利率小幅下滑至23.71%。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2018年			2019年			2020年			2021年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
酒店业务	6.86	28.41	29.35	7.02	29.67	29.84	3.55	20.08	3.94	0.76	36.25	-0.05
索道业务	4.96	20.54	86.74	5.54	23.43	87.24	2.42	13.69	72.54	0.46	21.94	70.54
园林开发业务	2.31	9.57	82.92	2.13	9.02	83.63	0.81	4.59	48.79	0.18	8.49	42.71
旅游服务业务	4.18	17.29	16.49	4.83	20.42	9.97	1.79	10.14	10.10	0.47	22.68	7.87
房地产业务	6.00	24.83	14.67	5.29	22.35	40.27	9.14	51.66	43.34	0.37	17.83	48.41
其他业务	1.85	7.68	23.28	2.25	9.50	20.47	1.23	6.93	6.97	0.23	10.89	-0.15
合并抵消	-2.01	-8.33	--	-3.41	-14.40	--	-1.26	-7.10	--	-0.38	-18.08	--
合计	**24.14**	**100.00**	**44.80**	**23.65**	**100.00**	**51.58**	**17.68**	**100.00**	**39.45**	**2.09**	**100.00**	**23.71**

资料来源：公司提供

2. 旅游板块

2020年，受新冠肺炎疫情影响，公司旅游板块经营业绩受到较大冲击，旅游板块各业务客流量及收入规模均有所下降。2021年一季度，随着疫情得到有效控制，公司旅游板块经营业绩有所回升，但考虑到目前疫情仍有反复，联合资信将持续关注公司旅游板块未来经营情况。

（1）园林开发

公司园林开发业务收入主要系各景区门票收入。2020年，公司实现门票收入0.81亿元，同比下降61.97%，毛利率大幅下降34.84个百分点至48.79%，主要系疫情影响所致。

跟踪期内，公司各景区门票价格未发生变化。与其他5A级景区相比，黄山风景区的门票价格仍处于较高水平。

表 8 公司各景区门票价格（单位：元/人）

景区名称	门票价格
黄山风景区	淡季 150；旺季 190
花山谜窟景区	78（不分淡旺季）
太平湖景区	63（不分淡旺季）

资料来源：公司提供

从游客人次来看，2020年，黄山风景区共接待进山游客151.15万人次，同比下降56.82%；受新冠肺炎疫情影响，黄山风景区自2020年1月25日起关闭，2020年2月21日起恢复开放但采取限流措施（每日不超过1万人）。2021年1－3月，公司接待进山游客31.49万人次，同比增长182.42%。

2020年，太平湖景区接待游客23.17万人次，实现门票收入483万元，同比下降18.59%。受新冠肺炎疫情影响，太平湖风景区自2020年1月25日起关闭，于2020年3月20日起恢复开放。

花山谜窟景区于2019年8月6日停业进行升级改造，预计2021年国庆前重新开业。

表9 黄山风景区接待游客人数情况（单位：万人次）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
接待游客人数	338.00	350.08	151.15	31.49

资料来源：公司提供

（2）索道

索道收入与门票收入具有高度的正相关性。截至2021年3月底，公司拥有四条索道资产，分别是云谷索道、太平索道、玉屏索道和西海观光缆车，四条索道均为全国“5S”索道，其剩余使用年限均在15～20年，运行状况良好。跟踪期内，索道价格未发生变化。

表 10 黄山旅游风景区内索道价格明细

（单位：元/人）

索道名称	索道价格
云谷索道	淡季 65；旺季 80
玉屏索道	淡季 75；旺季 90
太平索道	淡季 65；旺季 80
西海观光缆车	淡季 80；旺季 100

资料来源：公司提供

2020年，公司四条索道共接待游客313.20万人次，同比下降57.56%；实现索道收入2.42亿元，同比下降56.32%。公司索道业务营业成本主要为折旧费、运营成本和人工费等，运营成本不高，2020年索道业务毛利率有所下降，但仍保持良好的盈利水平。2021年1－3月，公司四条索道共接待旅客60.68万人次，较上年同期大幅增长197.74%，当期实现收入0.46亿元。

表11 公司索道接待游客人数情况（单位：万人次）

索道名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
云谷索道	256.43	270.64	114.66	22.32
玉屏索道	269.94	306.07	146.61	30.99
太平索道	58.45	55.92	16.78	4.67
西海观光缆车	84.29	105.33	35.15	2.70
合计	**669.11**	**737.95**	**313.20**	**60.68**

资料来源：公司提供

（3）酒店

2020年，公司酒店业务实现收入3.55亿元，毛利率为3.94%，受新冠肺炎疫情影响，毛利率及收入规模均大幅下降；2021年1－3月，公司酒店业务实现收入0.76亿元，同比增长85.37%。

截至2021年3月底，公司下属酒店、商务旅馆共12家，其中四星级6家，五星级1家，主要分布在黄山风景区和黄山市区。

公司经营黄山风景区内6家酒店旅馆，在景区内具有垄断性。目前，北海宾馆、排云楼宾馆、狮林精舍正处于停业改造状态，黄山风景区内首个酒店度假产品云谷山宿于2019年正式投入运营。目前，公司景区内酒店可提供各种类型的房间约864间，包括18间套房、833间标准间（含三人间和单间），16间经济房（98张经济床位）。2020年，受疫情影响，客流下降，公司景区内酒店平均标间客房入住率为30.33%。未来，随着景区内各酒店的升级改造完成以及疫情得以有效控制，公司酒店板块接待能力和盈利水平有望得到进一步提升。

景区外酒店市场竞争激烈，公司景区外酒店入住率低于景区内酒店，通过网络平台加大市场营销力度、开展线上线下业务、增加协议合作单位等措施提升经营效率。2020年，公司景区外酒店入住率为24.24%。

餐饮方面，截至2021年3月底，公司在全国共拥有13家“徽商故里”酒店（1家为托管管理模式）。其中，2020年12月31日和2021年2月3日，公司分别在合肥市和北京市新开设2家徽商故里酒店，另有1家北京徽商故里酒店和2家合肥徽商故里酒店正在装修中，尚未开业。2020年，“徽商故里”实现餐饮收入合计0.83亿元，实现净利润-0.12亿元。未来，公司将以南徽餐饮公司为平台，以长三角为中心，全力拓展餐饮和优质原材料两大板块业务，逐步形成徽菜体验中心、黄山旅游及徽文化推广中心、徽州特色产品展示中心、实现业务领域的扩张。

（4）旅游服务

公司的旅游服务业务主要包括旅行社业务、会展服务、文化旅游服务和电子商务服务等，其中旅行社主要从事地接业务。受行业特点限制及市场竞争较为激烈影响，公司旅游服务业务的盈利能力弱，但为公司其他业务提供了重要的客源支持。跟踪期内，受新冠肺炎疫情影响，出入境游业务停止，公司旅行社接待出入境游人数大幅下滑；国内游接待人次大幅增长166.22%至77.55万人次。

表12 近年来公司旅行社接待游客情况（单位：万人次）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
出境游	1.02	0.98	0.09	--
入境游	4.43	1.90	0.07	--
国内游	58.89	29.13	77.55	10.91

资料来源：公司提供

3. 房地产板块

公司房地产业务采取分期建设、滚动开发的模式，资金压力可控。跟踪期内，公司房地产业务现金回流稳定，但剩余可售面积较小，需关注新项目建设进度。

跟踪期内，公司房地产业务仍然重点投资开发黄山市内的住宅，按照“分批开发”的策略，节奏较为谨慎。

2020年，公司房地产板块实现营业收入9.14亿元，同比增长72.78%，毛利率同比有所上升，主要系当期结转项目毛利率较高所致。2021年1—3月，公司房地产板块实现营业收入0.37亿元，同比大幅下降88.64%；毛利率为48.41%，同比有所增长。2020年和2021年一季度，公司房地产销售现金回流分别为8.30亿元和2.10亿元。

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“天都地产”）和玉屏房地产开发有限公司（以下简称“玉屏地产”）。目前，公司在售项目为齐云府、天都江苑和天都南苑。齐云府项目总用地面积407.5亩，为居住、商业等多功能复合型项目，总建设规模约64万平方米，计划总投资约26亿元，采取滚动开发的模式。截至2021年3月底，齐云府项目已累计投资16.47亿元，累计结转收入9.70亿元，累计实现回笼资金18.49亿元。

天都江苑项目规划总建筑面积22.85万平方米，计划总投资14.15亿元。截至2021年3月底，天都江苑项目已累计投资14.15亿元，累计结转收入9.22亿元，累计实现回笼资金17.49亿元，销售已接近尾声。

天都南苑项目规划总建筑面积3.78万平方米，计划总投资3.70亿元。截至2021年3月底，天都江苑项目已累计投资1.95亿元，尚未确认收入，累计实现回笼资金1.74亿元。

截至2021年6月底，公司剩余可售面积为6.56万平方米，预计资金回流8.71亿元。

表 13 截至 2021 年 3 月底公司在售房地产项目概况（单位：亿元、平方米、元/平方米）

项目名称	总投资	累计投资	累计销售面积	剩余可售面积	2020 年签约销售面积	2021 年 1-3 月签约销售面积	累计回笼资金	累计结转收入	销售均价	剩余投资
齐云府	26.00	16.47	306656.52	36140.21	50034.28	22655.34	18.49	9.70	6369	9.53
天都江苑	14.15	14.15	207960.72	7386.88	29378.24	172.51	17.49	9.22	8400	--
天都南苑	3.70	1.95	16476.39	22105.98	13049.82	3426.57	1.74	-	12627	1.75

注：天都江苑、天都南苑销售均价计包含车位
资料来源：公司提供

公司在建项目包括天都南苑、天都浦溪苑和齐云府剩余楼盘。

天都浦溪苑项目位于黄山区老城区与政务新区板块中间，是城西南片区滨水空间的中心位置，区位条件优越。该项目规划产品类型为高层住宅及其配套商建，总体定位于满足区域刚改以及改善客户需求，同时局部小面积户型吸附投资以及度假型客群，整体产品走中高端化发展路线。项目总建筑面积为 225873.00 平方米，计划 4 年滚动开发。其中 2020 年完成 3.96 亿元投资，主要用于土地出让金交纳、一期工程主体施工等；2021 年计划投资 3.30 亿元，2022 年计划投资 3.80 亿元，2023 年计划投资 1.80 亿元。项目已于 2021 年 5 月开盘预售，可售房源共计 114 套，可售车位共计 757 个。截止 2021 年 7 月 11 日，共计销售住宅 60 套，车位 51 个，销售总额为 6019.91 万元。其中，已签约住宅 53 套，签约额 4984.95 万元，回款额 3338.25 万元；签约车位 47 个，签约额 298.30 万元，回款额 302.30 万元（回款额略大于签约额系收取定金所致）。

表 14 截至 2021 年 3 月底公司在建房地产项目概况（单位：万元、平方米）

项目名称	总投资	累计投资	资金来源	总建筑面积	开盘时间	计划实现销售收入
天都南苑	37000.00	19500.00	自筹、开发贷	37787.00	2020.10	40068.00
天都浦溪苑（一期）	120000.00	42204.00	自筹	225873.00	2021.05	39793.00
齐云府（四、五期）	86000.00	52947.00	自筹	235120.00	四期已开盘、五期部分开盘	128100

注：齐云府剩余项目规划可能将发生调整，故上表中暂未列示
资料来源：公司提供

从土地储备情况来看，截至 2021 年 6 月底，公司土地储备合计 487.57 亩。

4. 经营效率

2020 年，公司销售债权周转次数为 39.57 次，较上年有所提高；存货周转次数和总资产周转次数分别为 0.63 次和 0.19 次，均较上年有所下降。公司经营效率尚可。

5. 在建项目

公司酒店和景区升级改造项目投资金额较小；其他投资项目建设期较长，集中投资压力较小，且由于规划调整等原因仍处于建设初期，公司整体资金压力可控。

公司在建项目主要包括酒店和景区升级改造项目，以及黄山市全域旅游公共服务体系项目、高铁综合客运站项目和黄山东海景区开发项目。上述项目总投资合计 18.43 亿元，截至

2021 年 3 月底，公司已累计完成投资 2.50 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。项目建成后，依托黄山风景区专业化的旅游客运交通企业，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，有利于提高黄山市旅游客运交通服务水平和形象。游客可以实现“景区游、市区住”的旅游模式，从而减轻高峰期旅游景区的停车等压力，提高交通效率，促进景区与中心城区一体化发展。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 31000.00 万元，补贴资金 5000.00 万元，企业自筹 9086.00 万元。该项目于 2014 年 12 月开工建设，工程主站房于 2015 年 6 月竣工，2015 年 7 月与高铁黄山北站同步投入使用，商业商铺等附属设施仍在建设中。截至 2021 年 3 月底，项目已投资 2.12 亿元。

黄山东海景区开发项目一期工程正在推进，其中云谷索道下半段建设项目综合选址报告已获省住建厅批准，环境影响评价报告已获省生态环境厅批准，施工索道已完成招标工作，连接云谷索道下半段和北海景区的游步道项目已完成施工招标工作。现《黄山风景区自然保护地优化调整方案》顺利通过省林业局组织的第一轮专家评审。项目林地等级调整可研报告已通过省林业局组织的专家评审；《索道项目建设对黄山风景区世界自然与文化遗产地影响评价专题报告》已上报至省林业局，待省林业局组织专家评审；云谷索道下半段上站至石笋矶游步道项目已完成线路设计、地形测绘、地质勘察、水保、地灾、环评等工作并完成施工招标。

表 15 截至 2021 年 3 月底公司在建及拟建项目未来投资计划（单位：亿元）

项目名称	建设期	总投资	已累计投资	2021 年 4-12 月	2022 年
高铁综合客运站	2014 年起	4.51	2.12	依据市场环境进行投入	依据市场环境进行投入
黄山东海景区开发	2017-2024 年	7.70	0.38	2.62	3.00
黄山市全域旅游公共服务体系项目	2019 年起	6.22	0.00	依据市场环境进行投入	依据市场环境进行投入
合计	--	**18.43**	**2.50**	--	--

资料来源：公司提供

6. 未来发展

未来，公司将按照“走下山、沉下来、走出去、上台阶”的指导方针，进一步提升运营能力和效益，持续发展旅游板块，拓展房地产板块、旅游交通板块，尽快形成休闲度假板块、资本运作板块，提升改善服务保障板块业务，大力实施“一核引领、两翼延展、六轮驱动”的发展思路。“一核”就是以深化国有企业体制机制改革为核心。建立健全现代国有企业制度，推进公司治理体系和治理能力现代化，优化集团公司管理架构，开展流程再造或流程优化，理顺各项工作流程，优化组织架构，进而提升决策效率；“两翼”就是一手抓产业发展，以项目建设为支撑，拓展集团公司在经营领域上的发展空间；一手抓资本运作，以资本为纽带，拓宽集团公司在股权投资上的发展渠道。“六轮”就是以“旅游板块、旅游地产板块、旅游交通板块、休闲度假板块、资本运作板块、服务保障板块”六大板块为主体，通过产业发展和资本运作的融合推进，推动和实现产业发展和资本运作的真实有为。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年合并财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2021年一季度财务报告未经审计。

从合并范围来看，2020年度，公司合并范围子公司较2019年底增加10家，其中10家为投资新设，2家为非同一控制下合并；另减少2家子公司，均系注销清算。2021年一季度，公司合并范围较上年底新增3家子公司。由于增加和减少子公司规模较小，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2020年底，公司（合并）资产总额101.64亿元，所有者权益51.24亿元（含少数股东权益27.12亿元）；2020年，公司实现营业收入17.68亿元，利润总额2.51亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额104.58亿元，所有者权益51.37亿元（含少数股东权益26.84亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入2.09亿元，利润总额0.22亿元。

2. 资产质量

截至2020年底，公司资产总额呈增长态势，仍以流动资产为主；公司货币资金充裕且持有一定规模理财产品和上市公司股权，资产流动性良好，但以开发成本为主的存货规模较大，对资金存在一定占用。公司整体资产质量较好。

截至2020年底，公司合并资产总额101.64亿元，较上年底增长22.70%，主要系货币资金增长所致。其中，流动资产占64.04%，非流动资产占35.96%。公司资产以流动资产为主，流动资产比重较上年底上升较快。

表16 2018－2020年末和2021年3月末公司资产主要构成（单位：亿元，%）

科目	2018年末		2019年末		2020年末		2021年3月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**41.00**	**57.87**	**47.35**	**57.17**	**65.09**	**64.04**	**65.07**	**62.22**
货币资金	22.63	31.95	24.79	29.93	45.10	44.37	17.44	16.68
存货	11.93	16.83	16.99	20.51	17.20	16.92	17.96	17.17
非流动资产	**29.85**	**42.13**	**35.48**	**42.83**	**36.55**	**35.96**	**39.51**	**37.78**
固定资产	18.60	26.25	17.16	20.71	18.80	18.50	18.70	17.88
资产总额	**70.85**	**100.00**	**82.83**	**100.00**	**101.64**	**100.00**	**104.58**	**100.00**

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至2020年底，公司流动资产65.09亿元，较上年底增长37.45%，主要由货币资金和存货构成。

截至2020年底，公司货币资金45.10亿元，较上年底增长81.90%，主要系收到发行欧元债资金所致，主要为银行存款（占99.20%）。无受限资金。

公司存货主要由开发产品和开发成本构成，存货规模受房地产项目建设和销售进度影响较大。截至2020年底，公司存货账面价值为17.20亿元，较上年底变化不大，开发产品和开发成本分别为4.14亿元和11.55亿元。公司累计对存货计提跌价准备0.74亿元（其中开发产品0.46亿元，开发成本0.26亿元）。

（2） 非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产36.55亿元，较上年底增长3.02%，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占6.58%）、其他非流动金融资产（占7.20%）、长期应收款（占7.17%）、固定资产（合计）（占51.43%）、在建工程（占8.60%）和无形资产（占7.19%）

构成。

截至 2020 年底，公司固定资产账面价值 18.80 亿元，较上年底增长 9.57%，主要系房屋建筑物计提折旧所致。从构成来看，固定资产主要由房屋建筑物（占 86.01%）和索道（占 5.80%）构成，其余为机器设备、运输工具和其他设备。截至 2020 年底，公司固定资产累计计提折旧 15.84 亿元，减值准备 0.09 亿元。

截至 2020 年底，公司在建工程为 3.14 亿元，较上年底增加 0.81 亿元，主要系花山谜窟景区提升建设（一期项目）、花山花海景观工程和其他零星工程投入增加所致。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额 104.58 亿元，较上年底变化不大。其中，货币资金较上年底减少 27.66 亿元，主要系购买理财产品所致。新增使用权资产 2.90 亿元，系适用新租赁准则所致。

3. 所有者权益和负债

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模及构成较上年底变化不大，所有者权益稳定性一般。

截至2020年底，公司所有者权益51.24亿元，较上年底增长2.74%。其中，归属于母公司所有者权益占比为47.07%，少数股东权益占比为52.93%。所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，分别占16.36%、13.53%和16.22%。所有者权益结构稳定性一般。

截至2021年3月底，公司所有者权益51.37亿元，规模及构成较上年底变化不大。

（2）负债

截至2020年底，受新增应付债券影响，公司负债总额有所增长，非流动负债占比上升较快；有息债务规模有所增长。公司整体债务负担轻，财务弹性良好。

截至2020年底，公司负债总额50.40亿元，较上年底增长52.92%，主要系应付债券增长所致。其中，流动负债占57.98%，非流动负债占42.02%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

表 17 2021 年 3 月末公司负债主要构成（单位：亿元，%）

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	**20.22**	**78.98**	**27.61**	**83.79**	**29.22**	**57.98**	**30.08**	**56.53**
短期借款	2.98	11.64	3.34	10.13	3.10	6.15	3.05	5.74
应付账款	2.33	9.10	3.32	10.07	3.54	7.02	3.17	5.96
预收款项	11.13	43.45	17.55	53.24	15.77	31.29	0.02	0.03
一年内到期的非流动负债	0.05	0.20	0.10	0.30	3.15	6.25	3.48	6.54
非流动负债	**5.38**	**21.02**	**5.34**	**16.21**	**21.17**	**42.02**	**23.13**	**43.47**
应付债券	3.02	11.79	3.03	9.18	18.42	36.56	17.72	33.31
负债总额	**25.60**	**100.00**	**32.96**	**100.00**	**50.40**	**100.00**	**53.22**	**100.00**

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2020 年底，公司流动负债 29.22 亿元，较上年底增长 5.82%，主要系应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债构成。

截至 2020 年底，公司短期借款 3.10 亿元，较上年底下降 7.16%，主要包含信用借款（占 90.32%）和保证借款（占 9.68%）。

截至 2020 年底，公司应付账款 3.54 亿元，较上年底增长 6.57%，主要包含应付工程款（占 69.54%）、应付货款（占 10.71%）和应付其他款项（占 19.75%）。

公司预收款项主要由预收房款和预收团费、房餐费等构成。截至2020年底，公司预收款项15.77亿元，较上年底下降10.14%，主要系结转收入所致。其中预收房款15.65亿元。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债3.15亿元，较上年底增长3051.69%，主要系3.03亿元应付债券（“16黄山旅游MTN001”）到期转入一年内到期的非流动负债所致

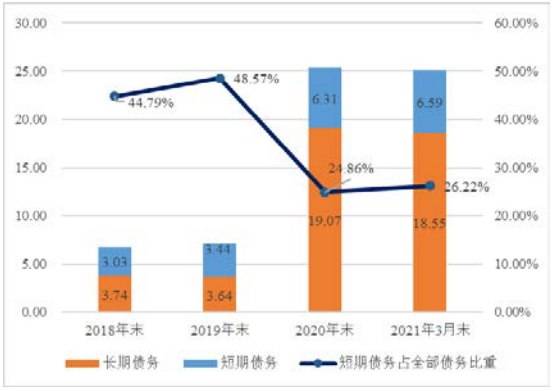
截至2020年底，公司非流动负债21.17亿元，较上年底增长296.35%。非流动负债主要由应付债券（占87.01%）构成。应付债券18.42亿元，较上年底增长508.95%，主要为2.3亿欧元债（按发行日2020年8月31日汇率计算，折算为人民币为18.71亿元），该债券票面利率0.90%，将于2025年8月31日到期，募集资金计划用途为偿付即将到期的16MTN001（3.00亿元）以及投入黄山东海景区开发。

截至2021年3月底，公司负债总额53.22亿元，较上年底增长5.59%，主要系适用新租赁准则，租赁负债增长所致。其中，流动负债占56.53%，非流动负债占43.47%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至2020年底，公司全部债务25.38亿元，较上年底增长258.49%，主要系新增应付债券所致。债务结构方面，短期债务占24.86%，长期债务占75.14%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至2020年底，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49.59%、33.13%和27.12%，较上年底分别提高9.80个百分点、提高20.70个百分点和提高20.32个百分点。公司整体债务负担轻。

图2 2018－2021年3月末公司债务结构

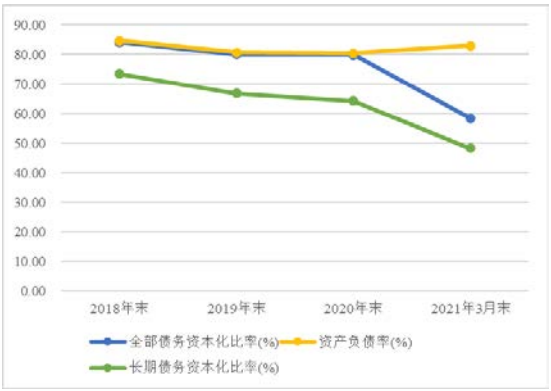
（单位：亿元）



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

图3 2018－2021年3月末公司债务杠杆水平

（单位：%）



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年3月底，公司全部债务25.15亿元，债务规模及债务结构较上年底变化不大。从债务指标来看，截至2021年3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50.88%、32.86%和26.53%，较上年底分别提高1.30个百分点、下降0.26个百分点和下降0.59个百分点。

4. 盈利能力

2020年，新冠肺炎疫情对公司经营冲击较大，主业盈利能力有所下降，非经常损益对公司利润形成补充。联合资信将持续关注公司未来经营业绩恢复情况。

2020年，公司实现营业收入17.68亿元，同比下降25.21%；营业成本10.71亿元，同比下降6.49%；同期，营业利润率为33.34%，同比下降14.92个百分点。

2020年，公司费用总额为3.99亿元，同比下降17.98%，主要系销售费用下降所致。从构成看，期间费用主要由管理费用构成，占89.36%，管理费用为3.56亿元，同比增长1.37%；财务费用为-0.18亿元，同比下降218.37%，主要系利息收入增加所致。2020年，公司期间费用率为22.54%，同比提高1.99个百分点。

2020年，公司实现投资收益0.38亿元，同比下降4.47%，主要来自理财产品收益；公司资产减值损失为0.39亿元，同比变动不大；其他收益0.20亿元，同比增长25.76%，主要为政府补助；营业外收入0.20亿元，同比增长217.37%，主要系稳岗补贴及技能补贴类政府补助增加所致；营业外支出0.14亿元，同比增长265.32%，主要为捐赠支出。2020年，公司利润总额2.51亿元，同比下降62.54%。

从盈利指标看，2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.36%和2.86%，同比分别下降6.90个百分点和7.15个百分点。

2021年1－3月，公司实现营业收入2.09亿元，同比下降48.44%，主要系房地产业务收入下降所致；营业利润率为20.67%，同比增长5.76个百分点。

5. 现金流

2020年，受支付土地款影响，公司经营活动产生的现金流量净额有所下降，投资活动净现金流转为净流入。考虑到公司在建和拟建项目投资规模可控，公司对外融资需求不大。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入19.24亿元，同比下降45.82%，其中销售商品、提供劳务收到的现金17.25亿元，同比下降45.47%，收到其他与经营活动有关的现金1.98亿元，同比下降48.47%，主要为门票专营权使用费、遗产保护费和资源有偿使用费等款项。经营活动现金流出19.08亿元，同比下降29.45%，其中购买商品、接受劳务支付的现金8.66亿元，支付其他与经营活动有关的现3.63亿元，主要为门票专营权使用费和业务宣传费。2020年，公司经营活动现金净流入0.16亿元，同比下降98.17%，主要系支付土地款所致。现金收入比为97.56%，同比下降36.24个百分点。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入19.02亿元，同比下降23.75%，其中收回投资收到的现金18.44亿元，主要来自赎回理财产品；投资活动现金流出16.88亿元，同比下降44.12%，其中，投资支付的现金12.76亿元，主要为购买理财产品。2020年，公司投资活动现金净流入2.14亿元，同比净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入23.17亿元，同比增长470.44%，其中取得借款收到的现金3.47亿元，收到其他与筹资活动有关的现金19.37亿元，为发行境外欧元债；筹资活动现金流出5.10亿元，主要系偿还债务支付的现金。2020年，公司筹资活动现金净流入18.07亿元。

2021年1－3月，公司实现经营活动现金净流出-0.32亿元，实现投资活动现金净流出27.09亿元（闲置资金购买理财产品），实现筹资活动现金净流出0.06亿元。

6. 偿债能力

公司债务负担轻，货币资金充裕，持有的理财产品和上市公司股权变现能力强，可用授信余额充裕，公司偿债能力极强。

截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的171.49%和109.97%提高至222.74%和163.87%，流动资产对流动负债的保障程度高；公司经营现金流动负债比率为0.53%，同比下降30.11个百分点；公司现金短期债务比为7.16倍。截至2021年3月底，公司流动比率与速动比率分别下降至216.32%

和156.61%，现金短期债务比为4.40倍，较上年底下降2.75倍。

2020年，公司EBITDA为4.74亿元，同比下降47.36%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占29.00%）、摊销（占10.90%）、计入财务费用的利息支出（占7.13%）、利润总额（占52.97%）构成。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的32.64倍下降至14.02倍，EBITDA对利息的覆盖程度高；全部债务/EBITDA由上年的0.79倍提高至5.35倍。

截至2021年3月底，公司无对外担保。

截至2021年3月底，公司共获得各家商业银行授信总额40.49亿元，尚未使用的额度为37.50亿元，公司间接融资渠道畅通。公司核心子公司黄山旅游为上市公司，公司具备直接融资渠道。

7. 本部财务概况

跟踪期内，公司本部资产规模有所增长，以货币资金和长期股权投资为主，有息债务规模增长较快；公司本部无经营性收入，利润总额主要来自投资收益，偿债压力较小。

截至2020年底，母公司资产总额52.83亿元，较上年底增长56.24%，主要系发行境外债券货币资金增长所致。其中，流动资产29.29亿元(占比55.44%)，非流动资产23.54亿元(占比44.56%)。从构成看，流动资产主要由货币资金（占77.18%）和其他应收款（合计）（占21.98%）构成；非流动资产主要由可供出售金融资产（占10.23%）和长期股权投资（占89.40%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为22.61亿元。

截至2020年底，母公司负债总额28.72亿元，较上年底增长190.43%。其中，流动负债9.53亿元（占比33.18%），非流动负债19.19亿元（占比66.82%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占24.14%）、其他应付款（合计）（占43.07%）和一年内到期的非流动负债（占31.82%）构成，非流动负债主要由应付债券（占96.02%）构成。母公司2020年资产负债率为54.36%，较2019年底提高25.11个百分点。截至2020年底，母公司全部债务23.82亿元。其中，短期债务占22.64%，长期债务占77.36%。截至2020年底，母公司短期债务为5.39亿元，全部债务资本化比率49.69%。

截至2020年底，母公司所有者权益为24.11亿元。所有者权益主要由实收资本为8.38亿元（占34.75%）、资本公积合计12.91亿元（占53.52%）和未分配利润合计2.46亿元（占10.20%）构成。

2020年，母公司营业收入为0.04亿元，利润总额为0.52亿元。同期，母公司投资收益为0.40亿元。

现金流方面，2020年，母公司经营活动现金流净额为0.02亿元，投资活动现金流净额0.38亿元，筹资活动现金流净额18.35亿元。

截至2021年3月底，母公司资产总额52.71亿元，所有者权益为24.63亿元，负债总额28.08亿元；母公司资产负债率53.27%；全部债务23.14亿元，全部债务资本化比率48.44%。2021年1－3月，母公司营业收入0.01亿元，利润总额0.52亿元，主要来自投资收益。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产对本年度剩余应到期债券余额的保障能力强。

截至本报告出具日，公司存续期内债券为“16 黄山旅游 MTN001”，债券余额为 3 亿元，将于 2021 年 8 月 17 日到期；“21 黄山旅游 SCP001”，债券余额为 6 亿元，将于 2021 年 8 月 28 日到期；境外欧元债 18.71 亿元（2.3 亿欧元，按发行日 2020 年 8 月 31 日汇率计算），将于 2025 年 8 月 31 日到期，

达到存续债券待偿本金峰值。

截至本报告出具日，公司存续债券余额为27.71亿元，其中本年度剩余应到期债券余额为9.00亿元。

截至2021年3月底，公司现金类资产为29.03亿元，为本年度剩余应到期债券余额的3.23倍。2020年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为19.24亿元、0.16亿元、4.74亿元，分别为公司存续债券待偿还本金峰值的的1.03倍、0.01倍和0.25倍。公司现金类资产对本年度剩余应到期债券余额的覆盖程度强。

表18 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

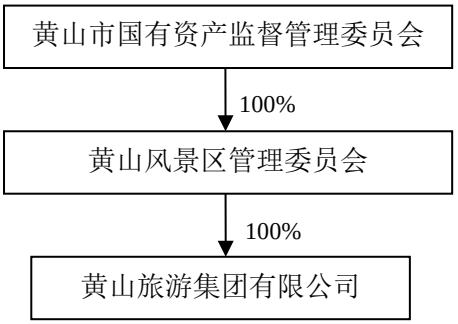
主要指标	指标值
本年度剩余应到期债券余额	9.00
未来待偿债券本金峰值	18.71
现金类资产/本年度剩余应到期债券余额	3.23
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.03
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.01
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.25

资料来源：根据公司年报及公开资料整理

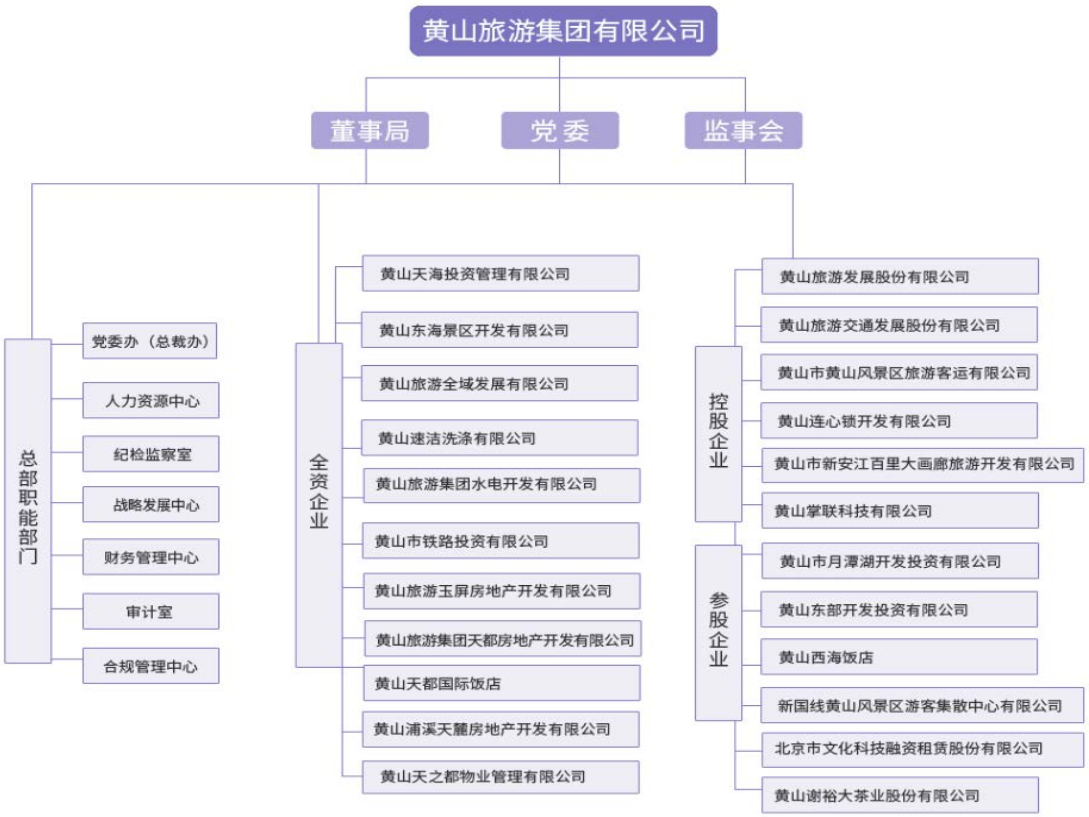
十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“16 黄山旅游 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图和组织架构图



附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.65	24.83	45.16	29.03
资产总额(亿元)	70.85	82.83	101.64	104.58
所有者权益(亿元)	45.24	49.88	51.24	51.37
短期债务(亿元)	3.03	3.44	6.31	6.59
长期债务(亿元)	3.74	3.64	19.07	18.55
全部债务(亿元)	6.77	7.08	25.38	25.15
营业收入(亿元)	24.14	23.65	17.68	2.09
利润总额(亿元)	8.76	6.71	2.51	0.22
EBITDA(亿元)	11.01	9.01	4.74	--
经营性净现金流(亿元)	12.92	8.46	0.16	-0.32
财务指标				
销售债权周转次数(次)	34.13	37.22	39.57	--
存货周转次数(次)	1.06	0.79	0.63	--
总资产周转次数(次)	0.35	0.31	0.19	--
现金收入比(%)	128.97	133.80	97.56	188.18
营业利润率(%)	43.03	48.26	33.34	20.67
总资本收益率(%)	13.40	9.25	2.36	--
净资产收益率(%)	14.54	10.01	2.86	--
长期债务资本化比率(%)	7.63	6.80	27.12	26.53
全部债务资本化比率(%)	13.01	12.43	33.13	32.86
资产负债率(%)	36.14	39.79	49.59	50.88
流动比率(%)	202.73	171.49	222.74	216.32
速动比率(%)	143.76	109.97	163.87	156.61
经营现金流动负债比(%)	63.87	30.64	0.53	--
现金短期债务比(倍)	7.47	7.22	7.16	4.40
EBITDA 利息倍数(倍)	28.35	32.64	14.02	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.61	0.79	5.35	--

注：公司 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.60	3.97	22.67	9.04
资产总额(亿元)	32.19	33.81	52.83	52.71
所有者权益(亿元)	23.46	23.93	24.11	24.63
短期债务(亿元)	2.36	2.78	5.39	5.42
长期债务(亿元)	3.02	3.03	18.42	17.72
全部债务(亿元)	5.38	5.81	23.82	23.14
营业收入(亿元)	0.08	0.07	0.04	0.01
利润总额(亿元)	0.71	0.42	0.52	0.52
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-0.09	2.11	0.02	0.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	84.44	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	116.68	109.22	60.79	357.48
营业利润率(%)	95.73	96.39	96.27	98.39
总资本收益率(%)	2.52	1.43	1.08	--
净资产收益率(%)	3.09	1.77	2.14	--
长期债务资本化比率(%)	11.40	11.23	43.31	41.85
全部债务资本化比率(%)	18.65	19.53	49.69	48.44
资产负债率(%)	27.14	29.24	54.36	53.27
流动比率(%)	200.45	156.03	307.39	304.25
速动比率(%)	200.44	156.02	307.38	304.25
经营现金流动负债比(%)	-1.63	30.97	0.16	--
现金短期债务比(倍)	0.68	1.43	4.20	1.67
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：公司 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 4 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对公司因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。