

信用等级公告

联合[2016] 640 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 2016 年度第一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⁺

黄山旅游集团有限公司

2016 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。



联合资信评估有限公司
二零一六年五月十三日

黄山旅游集团有限公司

2016 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 3 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

发行目的: 偿还银行借款、补充运营资金

评级时间: 2016 年 5 月 13 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额(亿元)	70.95	72.54	80.82	79.73
所有者权益(亿元)	24.15	25.70	32.59	33.36
长期债务(亿元)	22.27	24.18	20.67	20.68
全部债务(亿元)	38.11	36.87	35.65	35.46
营业收入(亿元)	14.70	17.39	21.79	3.74
利润总额(亿元)	3.22	2.13	3.37	0.61
EBITDA(亿元)	7.05	6.51	7.94	--
经营性净现金流(亿元)	3.54	5.54	8.31	0.29
营业利润率(%)	44.70	43.97	39.23	37.88
净资产收益率(%)	9.97	4.76	6.48	--
资产负债率(%)	65.96	64.57	59.68	58.16
全部债务资本化比率(%)	61.21	58.93	52.24	51.53
流动比率(%)	106.44	116.59	133.68	140.91
全部债务/EBITDA(倍)	5.40	5.67	4.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	2.40	3.29	--
EBITDA/本期中期票据额度 (倍)	2.35	2.17	2.65	--

注: 1. 公司 2016 年一季度财务数据未经审计; 2. 将公司其他流动负债中的短期融资券调整计入短期债务和全部债务; 3. 将公司长期应付款中的融资租赁款调整计入长期债务和全部债务。

分析师

黄滨 孔祥一

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, 旅游板块盈利能力强, 在旅游资源、经营规模、政策支持等方面的综合优势。同时, 联合资信关注到公司旅游地产板块易受政策及地产景气度影响, 未来资本支出压力大, 徽杭高速债务负担较重等因素可能给公司带来的负面影响。

随着玉屏索道和部分酒店的升级改造完成, 以及京福高铁、黄杭高铁的建成通车, 公司的内部及外部环境得到优化, 旅游板块盈利能力进一步增强。未来公司将积极推动景区开发和整合, 加快推进房地产项目开发和库存去化, 公司整体竞争力有望进一步提高。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司 EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金净流量对本期中期票据保障程度较强。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很低。

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, 竞争优势明显。
2. 公司园林开发、索道板块毛利率高, 盈利能力强。
3. 受益于京福高铁的开通, 2015 年景区接待游客大幅增长。
4. 公司 EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金净流量对本期中期票据的保障程度较强。

关注

1. 旅游行业对外部环境存在较强敏感性，公司收入和利润水平易受政策及宏观调控影响。
2. 公司未来计划资本支出规模较大，存在一定资金压力。
3. 公司存货规模较大，且主要为旅游地产开发成本，资产流动性一般。
4. 公司期间费用控制能力有待提升。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与黄山旅游集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与黄山旅游集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因黄山旅游集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由黄山旅游集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、黄山旅游集团有限公司 2016 年度第一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。

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（以下简称“管委会”）持有其100%的股权。截至2016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（股票代码：600054）。截至2016年3月底，公司拥有其39.69%的股份，为第一大股东。

截至2016年3月底，黄山集团设有总裁办公室、战略发展中心、财务审计中心等三个职能部门。经营范围涵盖景区管理、酒店、索道、旅行社服务、旅游地产、旅游食品等领域。

截至2015年底，公司合并资产总额为80.82亿元，所有者权益合计为32.59亿元（含少数股东权益18.73亿元）。2015年，公司实现营业收入21.79亿元，利润总额3.37亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为79.73亿元，所有者权益合计为33.36亿元（含少数股东权益19.07亿元）。2016年1~3月，公司实现营业收入3.74亿元，利润总额0.61亿元。

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：叶正军。

二、本期中期票据概况

公司计划于2016年注册中期票据额度8亿元，本期拟发行2016年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度3亿元，发行期限5年，募集资金将用于偿还银行贷款、补

充运营资金。本期中期票据按年付息，到期一次性还本。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至

2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 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，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

中国旅游业自 1978 年作为一个经济产业起步以来，经过 30 多年的发展，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。

“十二五”期间，国内旅游和出境旅游保

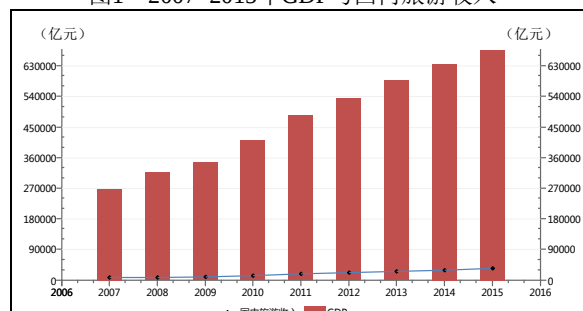
持快速增长态势，入境旅游受多重因素影响持续低迷。2015 年，国内旅游人数达到 40 亿人次，成为全球最大的国内旅游市场。入境旅游约 1.33 亿人次，出境旅游约 1.2 亿人次。旅游直接就业 2798 万人，旅游直接和间接就业 7911 万人，占全国就业总人口的 10.2%。

国内旅游现状

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。2012 年中国国内旅游市场保持较快发展，入境旅游市场基本持平，出境旅游市场继续快速增长；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；2014 年，随着居民消费能力的提升以及城市化进程的持续加快，中国居民旅游潜力继续释放，国内旅游收入达到 30312 亿元，同比增长 15.4%；2015 年，中国旅游业继续保持迅猛发展，国内旅游收入达到 34195 亿元，同比增长 13.1%。

2013~2015 年，中国国内游客分别为 32.6 亿人次、36.1 亿人次和 41.20 亿人次，同比分别增长 10.3%、10.7% 和 14.13%，中国国内旅游业增速持续增长，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。

图1 2007~2015年GDP与国内旅游收入



数据来源：国家旅游局和国家统计局

国际旅游现状

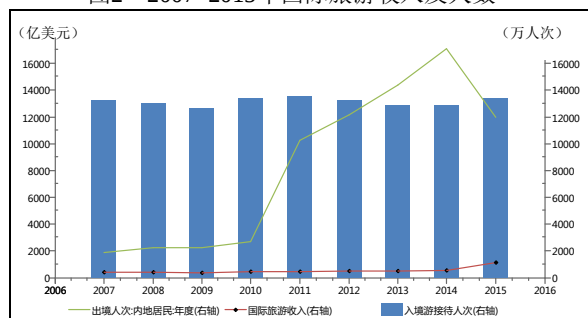
国际旅游包含了入境旅游和出境旅游两大市场。中国人文历史悠久，拥有众多的名胜古迹等良好的旅游环境，再加上 2008 年北京奥运会、2010 年广州亚运会和上海世博会的成功申

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，金融危机深层次影响还在延续，周边国家放松签证政策等带来更大竞争。2013年，全国入境游客1.29亿人次，同比下降2.51%；2014年，全国入境游客1.28亿人次，同比下降0.45%；2015年，全国入境游客1.33亿人次，同比增长3.91%。中国入境游正处于长时间高速发展之后逐渐复归常态化的阶段。

出境旅游方面，在国内经济持续增长形势下，受益于人民币汇率的升值以及周边国家和地区入境旅游竞争力的提升，近年来出境旅游继续保持高速增长态势。2013~2015年，中国出境旅游总人数分别为0.98亿人次、1.17亿人次和1.28亿人次，分别同比增长18.1%、18.7%和9.67%。受此影响，中国旅游服务的贸易逆差不断扩大，中国旅游研究院研究显示，2015年中国国际旅游收入为1136.5亿美元，而居民出境花费预计将达到1045亿美元，旅游服务贸易逆差较大。

图2 2007~2015年国际旅游收入及人数



数据来源：Wind资讯

从政策环境来看，《中华人民共和国旅游法》的正式施行和中央及地方政府近年来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健康发展，从而增强中国旅游行业的竞争力。

2. 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。

2013年10月1日，由中华人民共和国第十二届全国人民代表大会常务委员会第二次会议通过的《中华人民共和国旅游法》（以下简称《旅游法》）正式施行，这一举措力图保障旅游者和旅游经营者的合法权益，规范旅游市场秩序，保护和合理利用旅游资源，促进旅游业持续健康发展。该项法律明文禁止旅行社低团费、零团费、强迫购物及参加自费项目等行为。2013年12月17日，《国家旅游局关于严格执行旅游法第三十五条有关规定的通知》明确了关于指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目、关于“以不合理的低价组织旅游活动”等条款的具体解释。如旅行社在旅游活动中指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目的，应当按照诚实信用、自愿平等、协商一致的原则，与旅游者订立书面合同，且不得以不合理的低价组织旅游活动，不得诱骗旅游者，不得通过指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目获取回扣等不正当利益，也不得影响其他不参加相关活动的旅游者的行程安排。《旅游法》实施后，旅游团费普遍上涨，相当部分游客对跟团出游采取了观望态度，短期内造成跟团游客的减少，但自由行出游人数则明显增加。从中长期来看，《旅游法》的实施将对传统旅游经营模式的带来挑战，倒逼旅行社进行产品结构调整和创新，市场竞争亦将愈加激烈，一些规模较小的旅行社可能被淘汰，有利于行业进行整合。同时，规范的法律将提升旅游行业的规范性，保障旅游行业的发展质量。

2014年8月，国务院发布《关于促进旅游业改革发展的若干意见》（以下简称“意见”），部署进一步促进旅游业改革发展，提出到2020年，境内旅游总消费额达到5.5万亿元，

城乡居民年人均出游 4.5 次，旅游业增加值占国内生产总值的比重超过 5%。上述《意见》指出要深化旅游改革、推动区域旅游一体化、大力拓展入境旅游市场、积极发展休闲度假旅游、大力发展乡村旅游、创新文化旅游产品、积极开展研学旅行、大力发展老年旅游、扩大旅游购物消费、完善旅游交通服务、保障旅游安全、加强市场诚信建设、规范景区门票价格、切实落实职工带薪休假制度、加强旅游基础设施建设、加大财政金融扶持、优化土地利用政策等。中国旅游业正处于转型发展关键时期，上述《意见》是针对性更强、更细、更实的政策措施，有助于进一步激发旅游业发展的活力和潜力。

2015 年 9 月 8 日，国家发展改革委、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），通过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措施，进一步营造良好旅游消费环境。

总体看，中央和地方政府近年来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健康发展，从而增强中国旅游行业的竞争力。

3. 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，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，截至 2014 年底中国共有约 2500 家 A 股上市公司，其中旅游类上市公司占比不足 2%。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。

4. 主要子行业

旅游业是为游客提供游览、住宿、餐饮、购物和娱乐等环节的服务并获取经济收益的综合性产业，旅游业的发展带动了包括景区、酒店、旅行社等细分行业的发展。

酒店业

随着中国居民可支配收入持续增长，酒店业成为社会消费品零售业中增幅较大的子行业之一。2004~2013 年，中国星级酒店年营业收入从 1239 亿元增长到 2293 亿元。根据《2014 年度全国星级饭店统计公报》数据显示，截至 2014 年底，全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计 12803 家，其中有 12037 家经营情况数据通过省级旅游行政管理部门审核，除停业的 857 家饭店外，有 11180 家完成了 2014 年经营数据的填报，其中五星级饭店 745 家；四星级饭店 2373 家；三星级饭店 5406 家，二星级饭店 2557 家，一星级饭店 99 家。根据填报的财务数据显示，截至 2014 年底，全国 11180 家星级饭店营业收入总计 2151.54 亿元，其中餐饮收入占营业收入的 43.53%；客房收入占营业收入的 41.13%。全国星级饭店平均房价为 334.80 元/间夜，同比增长 0.52%；平均出租率为 54.00%，同比下降 1.82%。总体看，中国酒店行业自 2004 年开始新一轮高速扩张，但供给

已呈现相对过剩局面，行业竞争较为激烈。

尽管高星级酒店供给快速增加，酒店供给已呈现相对过剩局面，行业竞争较为激烈。除2008年、2009年受金融危机影响下滑外，高星级酒店的客房出租率均高于低星级酒店，高星级酒店需求较为旺盛。

另一方面，酒店业对外部宏观经济以及突发事件敏感，波动性较大。2013年以来，受政府抑制“三公消费”等因素的影响，全国星级酒店平均房价和出租率同比均有所下滑，尤以四星级以上酒店收入下降最为明显。联合资信注意到，经济型酒店受影响相对较小，由于定位于低端消费，并且受益于星级酒店客人转入经济型酒店带来的增量效应，其指标降幅略低。传统低星级酒店目前正面临来自经济型酒店越来越大的竞争压力，酒店效益呈现分化局面。

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。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较为活跃的两部分。

总体来看，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。短期内，政府抑制“三公消费”政策等因素使得以政府接待为主的高星级酒店面临转型挑战；从中长期看，旅游产业政策推动和旅游需求拉动将成为驱动中国旅游业长期高速增长的基本动力，随着中国旅游业的持续发展，酒店行业仍面临良好的发展机遇。

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。根据《2014年度全国旅行社统计调查情况公报》和《2015年第二季度全国旅行社统计调查情况公报》数据显示，截至2014年底，全国旅行社总数为26650家；截至2015年6月底，全国旅行社总数为27250家。

根据《2014年度全国旅行社统计调查情况公报》数据显示，2014年度全国旅行社国内旅游组织13116.66万人次、41545.83万人天，接待14457.77万人次、34978.44万人天，同比分别增长2.03%、1.72%、减少0.43%和增长3.40%；出境旅游组织3914.98万人次、20911.77万人天，分别同比增长16.67%和24.74%。根据《2015年第二季度全国旅行社统计调查情况公报》数据显示，2015年第二季度全国旅行社国内旅游组织3585.34万人次、10833.23万人天，接待3868.63万人次、9106.30万人天，分别同比增长10.56%、12.55%、8.52%和9.69%；出境旅游组织1169.69万人次、6127.70万人天，分别同比增长36.88%和42.45%。

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。

从行业竞争格局来看，目前中国的旅行社行业仍呈现过度竞争特征，表现为旅行社进入门槛低、数量多、产业集中度低、产品同质性强、长期利润水平低等特点。众多企业为了争

夺市场份额，不得不进行恶价格竞争，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。这种情况下，不仅消费者不能从旅游中获得高质量的服务，旅行社企业也不能从中获得发展的足够利润，直接影响了产业的发展。

未来产业融合和业态创新将是中国旅行社业发展的核心增长点。产业融合包括旅行服务业与信息产业、供应链上游产业或下游产业融合；业态创新主要以旅游者的需求变化为导向。

5. 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有所增多，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，中国人均国内旅游近2次/年，尚低于中等发达国家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。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。

6. 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2015年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2015年黄山市实现地区生产总值530.9亿元，按可比价格计算，比上年增长6.1%。其中，第一产业增加值55.1亿元，增长3.9%；第二产业增加值219.7亿元，增长5.1%；第三产业增加值256.1亿元，增长7.7%。人均GDP38793元（折合6229美元），比上年增长1488元。

2015年，黄山市全年社会消费品零售总额281.1亿元，比上年增长11.0%。按经营地统计，城镇消费品零售额235.7亿元，增长10.7%；乡村消费品零售额45.4亿元，增长12.1%。按消费形态统计，商品零售225.6亿元，增长10.4%；餐饮收入55.5亿元，增长13.1%。按单位规模统计，限额以上单位零售额98.0亿元，增长0.8%；限额以下单位零售额183.2亿元，增长15.5%。网上零售势头强劲，全年限上单位实现网上零售额2.7亿元，增长83.1%。

2015年，黄山市全年入境旅游人数195.1万人次，比上年增长10.3%，其中外国人122.9万人次，增长16.7%，港澳台72.2万人次，增长0.8%。国内游客4470.8万人次，增长12.1%。旅游总收入400.7亿元，增长13.1%。其中，旅游外汇收入6.04亿美元，增长11.3%；国内旅游收入363.4亿元，增长13.3%。年末全市有A级及以上旅游景点（区）50家，比上年减少5家（由于达不到国家标准规定被取消等级）；星级饭店64家，其中四星级以上饭店29家；旅行社164家，比上年增加8家。

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

1. 产权状况

公司经安徽省人民政府授权经营黄山风景区国有资产，是具有独立法人地位、资格和独立财务核算体系的国有独资公司。黄山风景区管理委员会持有其100%的股权。截至2016年3月底，公司注册资本8.38亿元。

2. 竞争优势

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。公司具有如下竞争优势：

(1) 资源优势。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。除黄山旅游风景区外，公司还拥有花山谜窟景区，该景区位于黄山市东郊，是国家级重点风景名胜区、国家AAAA级旅游风景区，是一个集青山、绿水、田园景致、千年谜窟、奇峰怪石、摩崖石刻、石窟、庙宇、古建筑等自然景观和人文景观之大成，是一个内容丰富、品味高，适宜各层次游客观赏的综合景区。在2000年5月，其所有权及经营权划归黄山旅游集团。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2016年3月底，公司拥有土地储备466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2016年3月底，公司拥有旅游商务酒店13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。

(2) 政策优势。2014年，国家发改委正式批复《皖南国际文化旅游示范区建设发展规划纲要》。皖南示范区包括黄山、池州、安庆、宣城、铜陵、马鞍山、芜湖七市，共47个县（市、区），国土面积5.7万平方公里。国家发改委在批复中明确提出，要把《规划纲要》实施作为深化区域发展总体战略、大力实施中部地区崛起战略的重大举措。

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，政策支持力度大。

3. 下属上市公司

黄山股份是公司最重要的子公司，是由公司作为独家发起人，于1996年11月18日在中国安徽省黄山市成立的股份公司，目前注册资本4.98亿元，主要经营旅游服务、酒店经营、旅游运输、饮食服务、旅游资源开发、旅游商品开发、旅游商品开发销售、其他与旅游相关贸易活动及广告代理。截至2016年3月底，公司对其持股39.69%。黄山股份的A股及B股均在上海证券交易所上市（股票简称：黄山旅游；股票代码：A股600054，B股900942）。

截至2015年底，黄山股份拥有黄山玉屏客运索道有限责任公司80%股份、黄山太平索道有限责任公司70%股份、黄山市花山谜窟旅游开发有限责任公司75%股份、华安证券有限责任公司3.54%股份、长春净月潭游乐有限责任公司20%股份。2015年，黄山股份共接待入山游客318.28万人次，同比增长7.13%；索道业务累计运送游客575.42万人次，同比增长9%。截至2015年底，黄山股份总资产40.37亿元，所有者权益30.10亿元，全年实现营业收入16.65亿元，净利润3.12亿元，经营活动现金流量净额6.35亿元。截至2016年3月底，黄山股份总资产39.49亿元，所有者权益30.68亿元；2016年1~3月实现营业收入3.01亿元，净利润0.62亿元，经营活

动现金流量净额-0.12亿元。

4. 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。

公司总裁叶正军先生,1961年生,曾任黄山市黄山区委副书记、区长,黄山市黄山区委书记,太平湖风景区管委会党委第一书记,黄山风景区管委会副主任、党委副书记,公司副董事长。现任黄山风景区管委会副主任、党委副书记,黄山旅游集团有限公司总裁,黄山旅游发展股份有限公司董事长。

公司副总裁黄世稳先生,1970年生,曾任黄山国际旅游休闲中心副总经理,公司企业发展部副经理、总经理办公室副主任、行政管理中心总监。现任黄山旅游集团有限公司副总裁、黄山旅游发展股份有限公司董事。

截至2016年3月底,公司拥有在岗员工3782人,从学历构成看,高中及以下占65.34%,大专占23.00%,本科以上占11.66%;从年龄构成看,30岁以下占42.86%,30岁~50岁占46.40%,50岁以上占10.74%;从岗位构成看,管理人员占8.14%,技术人员占16.21%,生产人员占66.05%,销售人员占9.60%。

总体看,公司员工年龄构成合理,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。

六、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,严格按照《国有资产监督管理条例》、《公司法》及相关法律、法规、规章的相关要求,制定并完善了《黄山旅游集团有限公司章程》。

公司设董事局,董事局成员由实际控制人或出资人推荐、委派或指定。公司董事局设董事局主席一人、副主席一人,由实际控制人或

出资人从董事局成员中指定。目前公司董事局包含董事局主席一人、副主席一人、董事三人。

公司设监事会,监事会由五名监事组成,其中应有不低于三分之一比例的职工代表;监事会设监事会主席一名,由实际控制人或出资人从监事会成员中委派、指定或更换;监事会成员中除职工代表外,由实际控制人或出资人委派。

总体看,公司建立了较为完善的法人治理结构。

2. 管理水平

在管理架构方面,公司实行董事会领导下的总裁负责制。截至2016年3月底,公司设总裁1人,副总裁2人,由董事局任命。公司本部设有4个职能部门:资本运营部、战略发展中心、财务审计中心和总裁办公室,各部门分工明确,能较好地满足业务运营的实际需要。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。

在财务会计管理方面,公司财务管理工作实行统一领导,分级管理,由公司总裁直接领导,财务总监协助总裁组织管理。公司设置独立的财务审计中心,按照企业会计准则、《企业会计制度》及其补充规定组织会计核算,并根据公司业务实际情况和经营管理要求建立了相关的财务管理制度和独立的财务核算体系。

在财务预算方面,公司按照“分级编制、逐级汇总、审查平衡、审议批准、下达执行”的程序编制财务预算,各子公司分别编制费用预算,汇总至公司财务审计中心审核,最后提交总裁办公会研究确定。公司及子公司财务预算一经批复下达,各预算执行单位必须认真组织实施,按月度上报预算执行情况,以分期预算控制确保年度财务预算目标的实现。

在安全生产方面,为了强化安全生产目标管理,落实安全生产主体和监管责任,加强隐患管理,杜绝事故发生,公司制定了《黄山旅游集团有限公司安全生产制度》。根据制度,公

司建立了安全生产控制指标体系，落实安全生产责任制，健全目标管理体系，成立了安全生产检查组，建立健全安全生产应急预案，实行安全生产年终考核“一票否决制”。

在旅游安全管理制度方面，为切实做好黄山风景区安全工作，确保景区安全生产继续保持良好态势，加快打造国际精品旅游景区，公司制定了《黄山风景区安全管理（暂行）规范》，规定了 5A 级旅游景区——黄山风景区的安全管理总则、安全管理组织与职能、安全宣传教育与培训、游览场所安全管理、治安安全管理、交通安全管理、消防安全管理、食品与卫生安全管理、环境与生态安全管理、特种游乐活动与特种设备安全管理、日常生产安全管理、黄金周（节假日）与大型活动安全管理、突发事件应急救援与医疗救护、安全管理考核等内容。

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。

七、重大事项

1. 收购徽杭高速

2013年5月30日，公司以人民币2.90亿元收购黄山长江徽杭高速公路有限责任公司（以下简称“徽杭高速”）60%股权，收购完成后公司持股比例上升至100%，2013年纳入合并报表范围。

徽杭高速（安徽段）是国家“7918”干线高速公路-杭瑞高速（G56）的一部分，是安徽省承东启西重要的升级高速公路通道。徽杭高速主要负责徽杭高速公路（安徽段）收费机配套设施经营、公路沿线的广告经营、服务区及加油站的经营与管理。设计最大日交通量为3.7万辆，收费里程81.62公里，收费年限30年（2004年10月至2034年9月）。

2013~2015年，徽杭高速分别实现通行收入1.20亿元、1.36亿元和1.53亿元；日均车流量分别为6260辆、1.64万辆和1.87万辆，稳步上升。但由于折旧成本较大，2015年徽杭高速实现利

润总额-2304.59万元。截至2015年底，徽杭高速注册资本为3.50亿元，资产总额21.79亿元，所有者权益4.85亿元，有息债务16.17亿元，占公司全部债务的45.36%。

高速公路业务有利于公司业务结构多元化发展，但考虑到其债务负担较重及成本回收周期较长，对公司经营管理以及盈利水平带来一定压力。

2. 非公开发行

2015年8月，经证监会核准，公司核心子公司黄山股份通过非公开发行人民币普通股，发行数量26850000股，募集资金净额4.89亿元，其中1.42亿元用于玉屏索道改造项目，2.80亿元用于北海宾馆环境整治改造项目，0.67亿元用于偿还银行贷款款。

改造前的玉屏索道于1996年9月26日建成投入运营，下起慈光阁（海拔871m），上至蒲团松（海拔1623m），全长2012.2m，连接温泉与玉屏两大景区；索道配备40个全封闭车厢，每车可乘坐6人，单向最大运送量每小时1000人。改造前的玉屏索道面临游客人数逐年增加，节假日运输压力巨大，站点设置不合理，技术功能、安全性等降低等问题。改造后的索道线路水平长度2409.42m，比原索道延长397.22m；改造后的高差871.6m，比原索道增加118.85m；改造后正常运行速度3m/s，正常运输能力1000p/h，高峰疏散能力可达2400p/h，保证客流高峰时索道能完成疏散游客的任务。根据中国恩菲工程技术有限公司编制的《黄山风景名胜区玉屏索道改造可行性研究（项目申请）报告》，该项目建设期2年，按20年运行评价期的财务测算，运营期年度平均营业收入1.98亿元，平均净利润1.22亿元，动态投资回收期（含建设期）为3.84年。2015年6月，玉屏索道已改造完成并投入使用。

北海宾馆各建筑分属于不同时期，建筑布局不合理，平面及竖向交通混乱，且部分建筑年久失修，存在渗水等现象。北海宾馆环境整

治改造项目通过优化北海宾馆前广场的设计，拆除宾馆前楼并前移3~5m，新设负一层，负一层北端与宾馆前篮球广场处衔接，与后楼通过路廊连接；对宾馆前楼及对面的游客服务中心的建筑布局重新规划建设，对后楼进行外立面改造和贡阳山庄的加层改造，贡阳山庄由目前的2层增加至3层。在整体改造的前提下对北海宾馆及其周边环境进行统一整治，处理好前广场同景区服务、交通、建筑的关系。该项目总拆除建筑面积为4263.60m²，新建建筑面积为4141.40m²，改造原有建筑面积为9968.80 m²。根据安徽省工业工程设计院编制的《黄山风景名胜区北海宾馆环境整治改造项目可行性研究报告》，该项目建设期2年，按20年运行评价期的财务测算，运营期年度平均营业收入0.79亿元，平均净利润0.28亿元，动态投资回收期10.63年。

本次非公开募集资金按计划投入使用后，公司景区内基础设施升级，进一步提高了景区接待能力，有利于可持续发展，对公司整体收入情况有所提升；同时一定程度上降低了公司债务负担。

八、经营分析

1. 业务构成

目前公司已经形成旅游、旅游地产及其它三大板块。2013~2015年，公司经营情况保持良好发展态势，营业收入持续增长，年均复合增长率21.75%。2015年，公司实现营业收入21.79亿元，同比增长25.32%。

从收入构成来看，旅游板块是公司收入及利润的主要来源，包括酒店、索道、园林开发及旅游服务相关业务等。2013~2015年，公司旅游板块营业收入呈增长趋势。2015年6月，京福高铁建成通车，京福高铁分三段，分别是京沪高铁（北京至蚌埠段）、合蚌高铁（蚌埠-合肥）合福高铁（合肥-福州），其中合福高铁全程806.27千米，经安徽合肥、黄山、江西上饶，

至福建武夷山、建瓯、福州。受益于该段铁路的开通，2015年公司景区接待游客人数大幅增长。除索道业务受玉屏索道2015年6月才完成升级改造投入使用影响收入外，2015年公司其余各项旅游业务收入均呈不同程度的增长。2015年，公司酒店业务实现营业收入5.55亿元，同比增长11.59%；园林开发业务实现营业收入2.79亿元，同比增长6.31%；旅游服务业务实现营业收入3.61亿元，同比增长5.50%。近三年，公司旅游地产板块收入波动较大，其中2014年达到近三年最低位，主要受宏观调控政策及需求疲软影响；2015年，由于部分项目交房确认收入，公司旅游地产板块实现营业收入4.07亿元，同比大幅增加2.77亿元，成为公司第二大收入来源。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。受徽杭高速通行费收入增长的影响，2015年该板块实现营业收入同比增长53.06%至2.17亿元，占营业收入的比重为9.96%。

从毛利率来看，受旅游地产板块毛利率持续下滑的影响，2013~2015年，公司综合毛利率持续下滑，2015年为44.46%。近三年，公司酒店业务和园林开发业务的毛利率持续增长，2015年上述两项业务毛利率分别为31.84%和86.42%，分别同比增长2.73个百分点和2.36个百分点，主要受益于部分酒店管理模式的改善带动经营效率提升和游客人数的增长；公司索道业务毛利率始终保持较高水平，2015年为85.82%；旅游服务业务的毛利率2015年为14.59%。公司旅游地产板块毛利率近三年呈下降趋势，2015年下降至12.55%，主要由于部分房型成本较高。其他业务毛利率近三年分别为65.39%、63.42%和63.56%。

表1 公司近年来经营情况(单位:万元、%、%)

项目	2013年			2014年			2015年			2016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	36414.39	24.77	19.75	49723.42	28.60	29.11	55484.53	25.46	31.84	10984.58	29.41	16.66
索道业务	30700.72	20.89	85.66	36593.19	21.04	84.96	36052.72	16.55	85.82	7474.34	20.01	81.57
园林开发业务	22770.08	15.49	82.98	26242.49	15.09	84.06	27897.81	12.80	86.42	5404.73	14.47	80.62
旅游服务业务	21811.05	14.84	15.13	34173.82	19.65	15.91	36053.18	16.55	14.59	5964.85	15.97	13.52
旅游地产业务	15560.74	10.59	29.22	12976.94	7.46	21.16	40716.59	18.69	12.55	1887.66	5.05	15.95
其他业务	19741.11	13.43	65.39	14173.58	8.15	63.42	21697.64	9.96	63.56	5634.23	15.08	46.98
合计	146998.09	100.00	49.76	173883.44	100.00	48.77	217902.46	100.00	44.46	37350.39	100.00	42.94

资料来源:公司提供

2016年1~3月,公司实现营业收入3.74亿元,同比增长36.67%,是2015年全年的17.14%;综合毛利率为42.94%,同比增长5.93个百分点,较2015年略有下滑。2016年1~3月,公司旅游板块盈利水平较2015年下降明显,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;旅游地产板块毛利率较上年上升3.40个百分点至15.95%,主要系成本较高的loft房型逐步完成销售所致。

总体看,公司旅游业务板块保持良好发展,旅游地产板块受政策和市场影响较大,但2015年收入有所回升,公司整体盈利能力较强。

(1) 旅游板块

旅游业务一直是公司的主导业务,目前主要有园林开发、索道、旅行社、酒店等业务构成。

园林开发

在各项收入中,园林开发收入是公司收入及利润的稳定来源,主要来自于黄山旅游景区的门票款。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,每年门票收入股份公司留存50%,另外50%上交管委会。在账务处理上,公司将股份公司留存的门票收入全额反映为营业收入。2013~2015年,随着游客的增长,公司门票营业收入呈增长态势,分别为2.28亿元、2.62亿元和2.79亿元,毛利率亦小幅增长。

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,2013~2015年,景区游客人次保持增长趋势,2015年,公司共接待进山游客318.28万人,同比增长7.13%;其中,境外游客12.66万人,同比增长1.28%。2016年1~3月,公司共接待进山游客62.29万人,同比增长33.96%;其中,境外游客1.40万人,与上年同期基本持平。从价格上来看,根据黄山市物价局《关于调整黄山风景区门票价格的批复》(黄价字【2009】22号),黄山景区门票价格从2009年5月1日起调整,调整内容如下:1、黄山风景区门票价格旺季每票由200元调至230元,淡季每票由120元调至150元。2、淡旺季时间:淡季时间为当年12月1日至次年2月28日,旺季时间为3月1日至11月30日。黄山风景区门票至今仍执行这一标准。

此外,公司除黄山景区外,还拥有花山谜窟景区。花山谜窟景区位于黄山市东郊,是国家重点风景名胜区、国家AAAA级旅游风景区。2015年,该景区接待游客23.08万人次,实现收入1524.30万元。2012年2月6日,根据黄山市物价局《关于调整花山谜窟景区门票价格的批复》(黄价字【2011】119号),花山谜窟景区门票价格由70元/票调至91元/票。

公司景区的门票政策由物价部门核定,近年来未见变动。公司无景区门票的定价权,市场化程度低。

索道

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2016年3月底,公司拥

有四条索道资产，分别是新云谷索道、太平索道、玉屏索道和西海大峡谷地面缆车，其剩余使用年限均在15~20年，运行状况良好。

2013~2015年，公司四条索道共接待游客459.61万人次、527.9万人次和575.42万人次，实现索道收入分别为3.07亿元、3.66亿元和3.61亿元。公司索道业务营业成本主要为折旧费和运营成本、人工费等，运营成本不高，因此索道业务保持了较高的毛利水平，三年均在85%左右。2016年1~3月，公司四条索道共接待旅客117.89万人次，实现收入0.75亿元。

老云谷索道于1986年建成并投入运营，由于云谷老索道设备老化且运力较低，无法满足日益增多的游客需求，为了提升运力，公司于2006年12月动工建设云谷新索道，2007年10月建成投入运营。云谷新索道全长2666米，是目前世界最先进的单线循环脱挂抱索器吊箱式索道设备。索道下起云谷景区北侧，上至白鹅岭东北侧，高差775米，共69个客运车厢，每车厢载客8人，速度为6米/秒，单向最大运输能力为2000人/小时，沿途共有14座支架。新云谷索道位于黄山风景区南部的核心景区，游客乘坐率较高，且新云谷索道建成时间较短，运能较大，后续仍有较大增长空间。

2013~2015年，新云谷索道共运送游客205.28万人次、246.52万人次和291.07万人次；2016年1~3月共运送旅客约53.79万人次。

玉屏索道共投资6322万元，属于自动循环吊箱式客运索道，1996年9月竣工投入运营。索道地处莲花峰、天都峰、玉屏楼之间，下起慈光阁，上至玉屏楼蒲团松，连接温泉景区和玉屏景区，与迎客松相邻。索道全长2176米，高差752米，6人座车厢单项运量可达1000人/小时。由于游客人数逐年增加，节假日运输压力巨大，站点设置不合理，技术功能、安全性等降低，公司于2013年开始实施玉屏索道改造项目。2015年8月，核心子公司黄山股份非公开发行股票募集资金净额4.89亿元，其中1.42亿元用于玉屏索道改造项目。改造后，玉屏索道线路

水平长度2409.42m，比原索道延长397.22m；改造后的高差871.6m，比原索道增加118.85m；改造后正常运行速度3m/s，正常运输能力1000人/小时，高峰疏散能力可达2400人/小时，保证客流高峰时索道能完成疏散游客的任务。改造后的玉屏索道已于2015年6月18日投入运行。玉屏索道的改造期间（2014年10月至2015年6月）停运，对公司索道收入有所影响。

2013~2015年，玉屏索道共运送游客190.57万人次、176.51万人次和146.19万人次（以改造后的索道投入运行起计算）；2016年1~3月共运送旅客约50.65万人次。

太平索道建成于1995年，是目前亚洲最长、国内最大的往复式客运索道。索道上站设在西海景区的松林峰，下站设在松谷景区的松谷庵，全线斜长3709米，沿途设有6座支架，车厢容量100+1人，单程最快运行时间为8分钟，索道成套机电设备从奥地利引进。太平索道位于黄山北大门，受从北大门进山的游客较少以及黄山东北部景区开发不够等因素影响，太平索道乘坐率不高。

2013~2015年，太平索道共运送游客46.90万人次、55.25万人次和63.75万人次；2016年1~3月共运送旅客约12.71万人次。

西海大峡谷地轨缆车项目于2013年7月开始运营，2015年共接待游客74.40万人次，实现收入5868.58万元，实现税前利润3181.37万元。地轨缆车每年冬季11月至次年3月停运，受此影响，2016年1~3月，西海大峡谷地面缆车共接待游客0.74万人次，实现收入72.51万元，实现税前利润-286.14万元。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。

公司索道接待人数增长率与入山游客数增速基本保持一致。2010年，公司所属的云谷、玉屏、太平三条索道，均进入首批全国“5S”索道行列。目前全国仅有四条索道获得“5S”索道授牌。2015年，公司上述三条索道通过全国“5S”等级索道复评。

目前新云谷索道、太平索道和西海大峡谷地轨缆车价格均为淡季65元/人、旺季80元/人；改建后的玉屏索道价格为淡季75元/人、旺季90元/人。

对外拓展方面，公司积极发展索道托管业务。托管形式一方面推广了公司标准化、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。2014年公司托管了江西灵山索道，托管期限3年，公司收取托管管理费。公司托管管理费的收取取决于索道营业收入；索道营业收入1000万元/年以下，收取基本管理费50万元/年，索道营业收入超过1000万元/年，则按超出部分的5%收取。2014和2015年，公司对灵山索道的托管收入均超过50万元。

总体看，随着玉屏索道改造完成投入运营和游客人数的增长，未来公司索道业务收入有望逐步增加。

酒店

酒店管理是旅游板块的另一主要收入来源。截至2016年3月底，公司下属酒店、商务旅馆等13家，其中四星级9家，五星级4家，主要分布在黄山风景区和黄山市区，2015年市场占有率为17.51%。近年来，由于公司对部分酒店实施“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。2013~2015年，公司酒店业务分别实现收入3.64亿元、4.97亿元和5.55亿元，毛利率分别为19.75%、29.11%和31.84%；2016年1~3月，公司酒店业务实现收入1.10亿元，毛利率为16.66%。

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。公司分布于黄山风景区内的酒店包括白云宾馆、北海宾馆、狮林大酒店、玉屏楼宾馆、排云楼宾馆、西海饭店及其分部西海山庄，可提供各种类型的房间约1150间，2015年平均客房入住率为67.77%，盈利状况良好。近年来，为了提升黄山风景区的游客接待

能力和旅游形象，公司陆续对西海饭店、玉屏楼宾馆进行改造，目前已改造完成；西海饭店分部西海山庄正在进行局部改造。预计未来景区接待水平将会得到提升。

公司在黄山市区及山脚拥有徽商故里大酒店、汤泉大酒店、黄山国际大酒店、黄山轩辕国际大酒店和昱城皇冠假日酒店。由于景区外酒店市场竞争激烈，2015年入住率为47.18%。

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，依托黄山旅游品牌、资源、资金、人才、技术和管理优势，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。公司成立了徽商故里文化发展集团公司，陆续在北京、合肥、黄山开设连锁主题餐饮品牌门店。截至2016年3月底，公司在全国共拥有6家“徽商故里”酒店（2家为托管管理模式），其中北京5家，合肥1家。预计2016年5月，徽商故里品牌在天津的门店将开业。2015年，“徽商故里”实现餐饮收入合计1.15亿元，实现净利润99.60万元。

旅游服务

公司的旅游服务业务主要包括相关旅游产品、旅游纪念品和旅行社服务等业务，受行业特点限制，旅游服务业务较其他业务板块的盈利能力相对较弱，利润较低，但为公司其他业务提供了重要的客源支持。2013~2015年，随着景区接待游客人次增长，公司旅游服务业务分别实现营业收入2.18亿元、3.42亿元和3.61亿元，毛利率分别为15.13%、15.91%和14.59%。2016年1~3月，公司旅游服务业务实现营业收入0.60亿元，毛利率为13.52%。

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之一，也是安徽省首批通过ISO-9001国际质量体系认证的旅游企业。

表2 公司近年来旅行社接待情况（单位：万人次）

项目	2013年	2014年	2015年	16年13月
出境游	2.36	3.32	3.44	0.66
入境游	5.58	8.97	12.10	0.57
国内游	21.44	40.03	69.12	9.20

资料来源：公司提供

总体看，公司旅游板块业务量的增长均直接或间接来源于游客的增长量。近年来，受益于黄山风景区内索道和酒店的升级改造完成，黄祁高速、京福高铁等的建成通车，公司景区的接待能力和周边的交通环境明显改善，游客人数持续增长。未来，随着国家2.5天休假模式及带薪年假的推行及交通条件的日益优化，公司旅游板块未来发展前景良好。

（2）旅游地产板块

公司的旅游地产业务主要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，并且也不符合国家的相关产业政策，因此公司的旅游地产开发目前立足于黄山市内。

公司负责旅游地产开发的经营主体为天都房地产开发有限公司（以下简称“天都房产”）和黄山旅游玉屏房地产开发有限公司（以下简称“玉屏地产”）。截至目前，公司已开发项目主要包括齐云府、天都首郡、黄山旅游广场等项目。

2013~2015年，公司旅游地产板块营业收入波动较大，分别为1.56亿元、1.30亿元和4.07亿元。毛利率方面，自2013年以来，受宏观经济下行压力加大，房地产市场行业景气度下降的影响，部分三、四线城市房地产销售价格及销售均有所下降，公司房地产板块近三年毛利率分别为29.22%、21.16%和12.55%。2015年，公司旅游地产业务收入大幅回升，主要由于天都首郡一期一标段五栋高层、部分停车位及储藏间交房确认收入；同期，房地产业务毛利率降幅较大，主要由于天都首郡一期一标段五栋高层为loft房型，成本较高。2016年1~3月，公司旅游地产板块实现营业收入0.19亿元，为2015年全年的4.64%，同比增长20.18%；毛利率为15.95%，较2015年略有回升。

2015年，天都房产销售436套商品房（包括6间商铺，80个车位，54个储藏间），销售总建筑面积为40008平方米，销售额26253万元；2016年1~3月，天都房产销售总建筑面积为5648.49平方米，销售额3697万元。

2015年，玉屏地产全年销售房产190套，年度房产销售面积29321.47平方米，销售额11762.15万元；2016年1~3月，玉屏地产销售面积7521.5平方米，销售额3239.1万元。

公司目前在售项目如下表所示：

表3 截至2016年3月底公司在售项目

项目名称	开发主体	总投资（万元）	总建筑面积（㎡）	累计销售面积（㎡）	累计回笼资金（亿元）	截至2016年3月底累计销售收入（万元）	销售均价（元/㎡）	剩余投资（万元）
齐云府	玉屏地产	260000	660000	40400	1.39	13656.55	4023	172900
天都首郡	天都房产	151600	234280	82602	5.06	53546.47	6482	17655

资料来源：公司提供

齐云府项目位于黄山市齐云大道8号，西南濒临横江。项目总用地面积407.5亩，为居住、商业等多功能复合型项目，总户数约为3800户，总建设规模约66万平方米（其中高层住宅28万平方米、多层住宅16.4万平方米、商业7.2万平方米、市政服务配套1.1万平方米）。项目计划总投资约26亿元。截至2016年3月底，齐云府项

目已累计投资8.71亿元（其中土地款5.80亿元（含契税）、开发成本2.91亿元）。项目一期中的6幢多层2011年7月6日开工建设，建筑面积为4.3万平方米，2013年底完工；3幢高层2014年12月18日开工建设，建筑面积为4.8万平方米。一期多层、高层项目分别于2014年4月26日、2015年9月26日开盘销售，截至2016年3月底，

已分别销售2.55万平方米和1.49万平方米，销售均价分别为4300元/平方米和3807元/平方米。截至2016年3月底，该项目累计实现回笼资金1.39亿元。

天都首郡项目位于黄山市滨江东路15号，为住宅和商业等多功能复合型项目，占地面积77355.95m²，建筑面积234280m²，总投资15.16亿元，截至2016年3月底已投资13.39亿元。截至2016年3月底，该项目累计实现回笼资金5.06亿元。

从土地储备情况来看，截至2016年3月底，天都房产合计拥有土地储备127亩，已开发的剩余可销售面积为56438平方米，预计形成资金回流3.65亿元；玉屏房产合计拥有土地储备339亩，已开发的剩余可销售面积为48332万平方米，预计形成资金回流为1.83亿元。

总体看，公司土地储备较丰富，但旅游地产板块开发及资金回笼进度较慢。

（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。公司自2013年4月收购徽杭高速60%股权，带动其他业务收入大幅增长。

2013~2015年公司其他业务收入分别为1.97亿元、1.42亿元和2.17亿元，其中徽杭高速分别实现通行收入1.20亿元、1.36亿元和1.53亿元，稳步上升。但由于折旧成本较大，2015年徽杭高速实现利润总额-2304.59万元。从车流量情况来看，2015年徽杭高速日均车流量1.87万辆，同比增长14.02%，但增幅同比下降10.9个百分点，车流增长趋势放缓。2016年1~3月，徽杭高速实现营业收入0.42亿元，受益于财务费用的减少，实现利润总额283.89万元。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，且其债务负担较重，成本回收周期较长，对公司经营管理以及盈利水平带来一定压力。

2. 经营效率

2013~2015年，公司销售债权周转次数分别为25.22次、30.34次和31.07次，存货周转次数分别为0.47次、0.53次和0.66次，总资产周转次数分别为0.24次、0.24次和0.28次。总体来看，公司经营效率尚可。

3. 未来发展

未来，公司将加快对外拓展步伐，全力推进“二次创业”。在旅游板块方面，公司将积极推动东部景区、东黄山开发；积极创新业态，稳妥推进景区景点、旅游换乘、民宿产业开发等项目对外拓展；启动文化旅游产业项目。旅游地产板块方面，公司将加快推进房地产项目开发和库存去化。同时公司还将深入推进高铁客运枢纽项目建设运营。

从在建和未来投资计划来看，截至2016年3月底，公司在建及未来投资项目包括天都地产城东地块开发项目、1210#地块项目、市内旅游资源整合及开发和高铁综合客运站项目。

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。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。

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%）（以下简称“高铁客运”）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2016年3月底，高铁综合客运站已投资2.03亿元。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。

上述四个项目总投资合计35.32亿元，截至2016年3月底，已累计完成投资19.17亿元。总体看，公司战略发展明确，在建项目及投资计划未来投资规模大，公司未来面临一定的资金压力。

表4 公司在建项目及未来重大投资计划（单位：亿元）

项目名称	项目概况	建设期	总投资	截至2016年3月底已累计投资	2016年4~12月	2017年	项目进度
天都首郡项目	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	2011~2019	15.16	13.39	0.21	0.95	截至到2016年3月底，首郡项目进度：1、目前进行一期三标段室外工程地下管网施工，水、电、气、有线电视等主管已全部施工完成，计划4月10日完成所有地下工程，进行园林绿化施工。2、一期三标段验收工程已经启动。正随各工程进度逐一安排现场验收工作。
1210#地块项目	用地面积约 67148.31 m ² ；建设居住、商业服务建筑等	2016~2021	14.15	3.50	1.00	1.00	2012年12月竞拍的城东1210#地块，面积100亩，土地出让金3亿元。目前，1210#地块开发全案策划服务采购招标完成，合同已签订。现处于设计合同条款谈判商议阶段。由于国家“去库存”宏观政策环境，旅游地产项目开发将依据市场情况进行投入开发。
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	2011~2020	1.50	0.25	0.30	0.30	2014年8月，实施旅游纪念品项目，成立了合资公司。旅游纪念品项目，正在整合销售渠道，分别在景区集散中心、黎阳水街等地设立店面。
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。根据规划，项目占地面积约80亩，项目总投资近4.51亿元。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，有利于提高我市旅游客运交通服务水平和形象。游客来黄山旅游，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。	2014~2018	4.51	2.03	0.50	1.50	项目工程主站房于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。
合计		--	35.32	19.17	2.01	3.75	--

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2013~2015年财务报表已经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）连审，并出具了标准无保留审计意见；公司提供的

2016年一季度财务报表未经审计。

从合并范围来看，截至2013年底，公司合并范围内子公司9家；截至2014年底，公司合并范围内子公司11家，较2013年底增加2家，分别是通过投资设立的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

年底，公司纳入合并范围的子公司共11家，较上年底无变化；截至2016年3月底，公司纳入合并范围的子公司与2015年底相比无变化。总体看，财务数据可比性强。

截至2015年底，公司合并资产总额为80.82亿元，所有者权益合计为32.59亿元（含少数股东权益18.73亿元）。2015年，公司实现营业收入21.79亿元，利润总额3.37亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为79.73亿元，所有者权益合计为33.36亿元（含少数股东权益19.07亿元）。2016年1~3月，公司实现营业收入3.74亿元，利润总额0.61亿元。

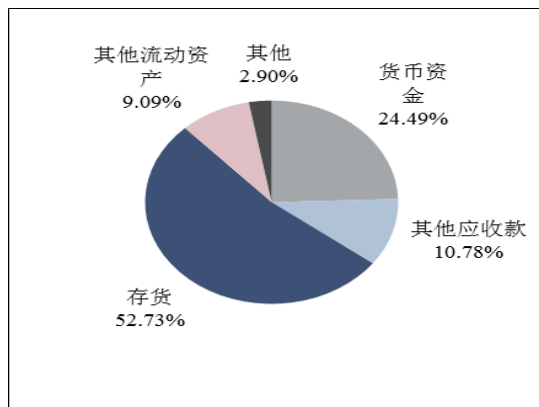
2. 资产质量

2013~2015年，公司资产总额有所增长，年均增幅6.73%，主要由于自子公司黄山股份2015年完成非公开发行后货币资金增加所致。截至2015年底，公司资产总额为80.82亿元，同比增长11.41%，其中流动资产占44.33%，非流动资产占55.67%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2013~2015年，公司流动资产快速增长，年均复合增长率为18.34%，主要来自货币资金、存货和其他流动资产的增长。截至2015年底，公司流动资产35.83亿元，同比增长37.92%，主要由货币资金（占24.49%）、其他应收款（占10.78%）、存货（占52.73%）和其他流动资产（占9.09%）构成。

图3 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司货币资金波动增长，年复合增长率为37.77%，主要由于子公司黄山股份2015年收到非公开发行募集资金所致。截至2015年底，公司货币资金8.78亿元，主要是银行存款（占99.87%），其余为现金和其他货币资金，金额较小。公司货币资金中无使用受限资金。

公司应收账款规模较小。截至2015年底，应收账款规模随公司业务量的扩大而增长，公司应收账款账面价值0.79亿元，同比增长27.93%；公司对应收账款按账龄分析法计提坏账准备0.15亿元，计提比例16.18%，其中账龄在1年以内的占85.25%，1至2年的占2.24%，2年以上的占12.49%，账龄较短。从集中度来看，截至2015年底，公司应收账款余额前五名金额占应收账款期末余额合计数的28.51%，集中度一般。

表5 截至2015年底公司应收账款前5名

单位名称	期末余额（元）	占应收账款期末余额合计数的比例(%)
新国线集团（黄山）运输有限公司	15742471.24	16.58
安徽省高速公路联网运营有限公司	4682795.50	4.93
黄山风景区管委会	3286467.06	3.46
谭志刚	1793397.34	1.89
黄山温泉风景区联合旅游管理有限公司	1560507.74	1.64
合计	27065638.88	28.51

资料来源：公司提供

2013~2015年，公司预付款项波动下降，年均降幅21.93%。截至2015年底，公司预付款项0.25亿元，同比增长63.08%，主要系公司预付团费增加所致。从账龄来看，账龄在1年以内的占83.10%，1至2年的占12.29%，2至3年的占2.53%，3年以上的占2.08%，账龄较短。

2013~2015年，公司其他应收款有所波动，年均增长2.44%，主要为应收的借款。截至2015年底，公司其他应收款账面价值3.86亿元，同

比增长 11.14%，其中 3.20 亿元为应收黄山市交通运输局的借款（因政府已确认需支付于公司，故未计提坏账准备），其余主要为往来款。公司按账龄法对其他应收款计提坏账准备 0.37 亿元，计提比例 35.79%，计提比例高；其中账龄 1 年以内的占 62.61%，1 至 2 年的占 6.94%，2 年以上的占 30.44%（坏账准备计提比率 100%）。截至 2015 年底，公司其他应收款前 5 名如下所示：

表 6 截至 2015 年底公司其他应收款前 5 名

单位名称	款项性质	金额(万元)	占其他应收款期末余额合计数的比例(%)
黄山市交通运输局	借款	32000.00	75.60
新国线集团(黄山)运输有限公司	往来款	2366.77	5.59
东阳第三建筑公司黄山分公司	借款	1219.08	2.88
黄山市房地产事务管理局	项目基金	1176.84	2.78
徽州区财政局	保证金	425.85	1.01
合计	--	37188.54	87.86

资料来源：公司提供

2013~2015 年，公司存货规模有所增长，年均增幅 9.11%。截至 2015 年底，公司存货为 18.89 亿元，同比增长 7.54%，主要由开发产品（占 18.63%）和开发成本（占 79.75%）构成，主要以旅游地产开发成本为主。2015 年公司对存货中的开发产品计提跌价准备 0.22 亿元。

2013~2015 年，公司其他流动资产波动较大，分别为 0.46 亿元、0.12 亿元和 3.26 亿元。截至 2015 年底，公司其他流动资产余额较上年底大幅增长 3.14 亿元，主要由于公司将部分闲置资金（2.79 亿元）用于购买银行理财产品所致。

非流动资产

2013 年~2015 年，公司非流动资产规模保持相对稳定。截至 2015 年底，由于在建工程规模的下降，公司非流动资产同比下降 3.38% 至 44.99 亿元。从构成来看，截至 2015 年底，公司非流动资产主要以固定资产（占 89.74%）和无形资产（占 3.67%）为主。

2013~2015 年，公司可供出售金融资产余

额保持相对稳定。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产账面余额 1.52 亿元。其中，公司对华安证券股份有限公司投资 1.00 亿元，持股比例为 3.54%；由于华安证券前期经营持续亏损，公司对该投资计提减值准备 0.68 亿元。2015 年，华安证券经营有所好转，公司 2015 年收到现金红利 600 万元（2014 年收到现金红利 190 万元）；对黄山谢裕大茶叶股份有限公司投资 0.29 亿元，持股比例为 12.00%，2015 年收到现金红利 0.01 亿元；对黄山温泉风景区联合旅游管理有限公司投资 0.23 亿元，持股比例 25.46%；对黄山市黄河宾馆投资 139.90 万元，持股比例 23.22%，由于黄山市黄河宾馆经营不善，公司按会计准则对该投资全额计提减值准备。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产账面价值 0.83 亿元。

2013~2015 年，公司投资性房地产波动下降，年均降幅 27.80%。截至 2015 年底，公司投资性房地产 0.57 亿元，同比下降 44.48%，主要系子公司天都房产投资性房地产转为存货导致。

2013~2015 年，公司固定资产规模保持相对稳定，分别为 40.08 亿元、39.80 亿元和 40.37 亿元。截至 2015 年底，公司固定资产账面原值 53.06 亿元，累计折旧 12.65 亿元（其中 2015 年计提折旧 2.09 亿元），计提减值准备 0.04 亿元，固定资产账面价值 40.37 亿元；其中主要为高速公路及构筑物占 46.58%，房屋建筑物占 43.04%，索道占 4.90%。

2013~2015 年，公司在建工程波动下降，分别为 0.33 亿元、2.17 亿元和 0.09 亿元。公司在建工程 2014 年底余额较 2013 年底增加 1.84 亿元，主要系玉屏索道改造与黄山高铁综合客运站建设投入增加所致；2015 年底余额较 2014 年底减少 2.08 亿元，主要系玉屏索道改造项目及黄山高铁综合客运站项目部分完工，分别转入固定资产、无形资产、长期待摊费用核算所致。其中，玉屏索道改造项目 2015 年转入固定资产 1.25 亿元，余额 341.45 万元；黄山高铁综

合客运站项目 2015 年转入固定资产 0.89 亿元，2015 年项目土地使用权转入无形资产产生其他减少 0.88 亿元，余额 95.07 万元。

2013~2015 年，公司无形资产波动增长，年均增幅 39.64%，主要为土地使用权。截至 2015 年底，公司无形资产为 1.65 亿元，同比增长 103.93%，主要系黄山高铁综合客运站项目新增土地使用权所致。截至 2015 年底，公司无形资产中有价值为 0.85 亿元的土地使用权用于向银行办理抵押借款。

2013~2015 年，公司其他非流动资产快速下降，分别为 1.01 亿元、0.76 亿元和 703.87 万元。其中，2015 年底余额较 2014 年底下降 90.76%，主要系子公司天都房产前期预付的土地购置款结算交付转入存货核算所致。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 79.73 亿元，较 2015 年底相比变化不大，其中流动资产和非流动资产占比分别为 44.15%和 55.85%，资产结构总体变化不大。截至 2016 年 3 月底，公司货币资金 8.45 亿元，较 2015 年底下降 3.67%；应收账款较 2015 年底下降 28.61%至 0.56 亿元；公司其他应收款 3.66 亿元，较 2015 年底下降 5.30%；其他流动资产 3.08 亿元，较 2015 年底下降 5.60%。

总体看，近年来公司资产规模稳步增长。流动资产中，货币资金较为充足，以开发成本为主的存货占比大，资产流动性一般；非流动资产中，固定资产占比大。公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益规模快速增长，年均复合增长 16.16%。截至 2015 年底，公司所有者权益（含少数股东权益 18.73 亿元）规模合计 32.59 亿元，同比增长 26.81%，主要由于资本公积和少数股东权益的增加所致。截至 2015 年底，公司归属于母公司所有者权益中，实收资本占 60.48%，资本公积占 38.45%，

盈余公积占 0.44%，专项储备占 0.35%，未分配利润占 0.27%；所有者权益中，少数股东权益占 57.48%，占比较大。

2013~2015 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长率为 23.61%。截至 2015 年底，公司资本公积 5.33 亿元，同比增长 46.15%，其中黄山管委会对公司增资 0.27 亿元，子公司黄山股份非公开发行导致公司对其股权比例变动而确认的其他资本公积 1.42 亿元。

2013~2015 年，公司的未分配利润波动较大，分别为 112.74 万元、-1508.77 万元和 376.82 万元，其中 2015 年归属于母公司所有者的净利润为 1885.59 万元。

2013~2015 年，公司少数股东权益快速增长，年均复合增长 24.01%。截至 2015 年底，公司少数股东权益 18.73 亿元，同比增长 36.54%。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益 19.07 亿元）合计 33.36 亿元，较 2015 年底增长 2.36%。其中资本公积较 2015 年底增长 5.42%至 5.62 亿元；未分配利润较 2015 年底增长 226.33%至 0.12 亿元。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比达，归属于母公司的所有者权益以实收资本和资本公积为主；总体看，所有者权益稳定性一般。

负债

2013~2015 年，公司负债总额保持相对稳定，年均增长 1.53%。截至 2015 年底，公司负债合计 48.23 亿元，同比增长 2.97%；其中流动负债占比 55.57%，非流动负债占比 44.43%，公司负债以流动负债为主。

流动负债方面，2013~2015 年，公司流动负债规模波动中有所增长，年均增幅 5.59%，主要来自一年内到期的非流动负债的增长。截至 2015 年底，公司流动负债合计 26.80 亿元，同比增长 20.29%，主要由短期借款（占 32.51%）、应付账款（占 12.12%）、预收款项（占 11.55%）、其他应付款（占 12.46%）、一年内到

期的非流动负债（占 12.19%）和其他流动负债（占 11.19%）构成。

2013~2015 年，公司短期借款不断下降，年均降幅 14.20%。截至 2015 年底，公司短期借款 8.72 亿元，同比下降 9.12%，全部为信用借款。

2013~2015 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长率为 17.36%。截至 2015 年底，公司应付账款 3.25 亿元，同比增长 15.97%，其中应付工程款 2.42 亿元，应付货款 0.71 亿元。

2013~2015 年，公司预收款项波动中有所增长，年均复合增长率为 13.16%。截至 2015 年底，公司预收款项 3.10 亿元，其中房地产销售预收款 2.63 亿元，预收团费、房餐费等款项 0.33 亿元。

2013~2015 年，公司其他应付款波动增长，年均增幅 18.83%。截至 2015 年底，公司其他应付款 3.34 亿元，同比增长 44.74%，主要为代收代付款（1.61 亿元）和往来款（0.94 亿元），其中应付黄山管委会门票款和公司代黄山管委会收取的黄山股份公司 2014 年度索道建设基金¹。

2014 和 2015 年，公司一年内到期的非流动负债余额分别为 0.10 亿元和 3.27 亿元。2014 年公司一年内到期的非流动负债余额系将于一年内到期的长期借款。2015 年公司一年内到期的非流动负债余额中将于一年内到期的长期借款 1.20 亿元；将于一年内到期的应付债券 2.07 亿元，系公司于 2011 发行的中期票据“11 黄山 MTN1”，发行规模 2 亿元，发行期限 5 年。

2013~2015 年，公司其他流动负债分别为 4.00 亿元，3.00 亿元和 3.00 亿元，系子公司黄山股份发行的短期融资券。

非流动负债方面，2013~2015 年，公司非流动负债有所波动，年均降幅 2.96%。截至 2015 年底，公司非流动负债 21.43 亿元，主要由长期借款（占 81.27%）和应付债券（14.47%）构

成。

2013~2015 年，公司长期借款规模有所波动，年均复合变动 0.92%。截至 2015 年底，公司长期借款 17.42 亿元，同比下降 8.39%，其中保证借款 0.08 亿元，信用借款 3.49 亿元，质押借款 12.85 亿元，抵押借款 1.00 亿元。

2013~2015 年，公司应付债券快速下降，年均降幅 22.54%。截至 2015 年底，公司应付债券余额 3.10 亿元，系公司于 2013 年发行的中期票据 13 黄旅游 MTN1，发行规模 3 亿元，发行期限 5 年。

2013~2015 年，公司长期应付款快速增长，年均增幅 62.51%。截至 2015 年底，公司长期应付款 0.24 亿元，较上年底增加 0.15 亿元，主要系子公司高铁客运与交银金融租赁有限公司签订 50 辆大巴车的融资租赁合同形成的应付融资租赁款，租金及利息每月支付一期，共计 36 期，已计入长期债务。

2013~2015 年，公司递延收益波动增长，年均增幅 53.17%。截至 2015 年底，公司递延收益 0.67 亿元，同比增长 138.74%，全部为政府补助，其中子公司高铁客运收到的黄山高铁综合客运站项目建设补助资金 0.39 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 46.37 亿元，较上年底下降 3.68%；其中流动负债占 53.87%，非流动负债占 46.13%，负债结构总体变化不大。截至 2016 年 3 月底，公司短期借款较 2015 年底下降 2.65%至 8.48 亿元；应付账款 2.73 亿元，较 2015 年底下降 16.07%，主要系应付工程款减少；主要由于天都房产预收房产销售收入增长，公司预收款项较 2015 年底增长 10.96%至 3.44 亿元。

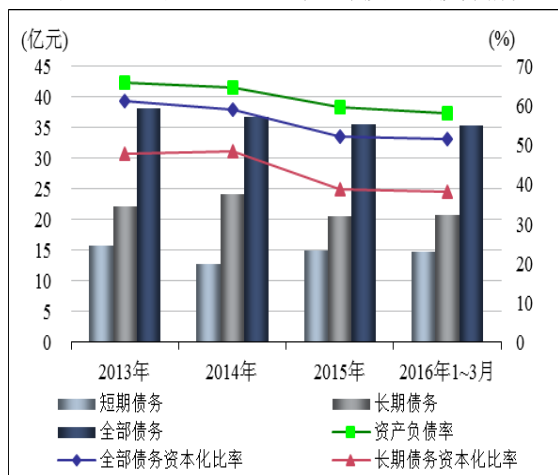
有息债务方面，2013~2015 年，公司全部债务规模有所下降，年均降幅 3.28%。截至 2015 年底，公司全部债务 35.65 亿元，其中短期债务占 42.03%，长期债务占 57.97%，公司债务以长期债务为主。从债务指标方面看，2013~2015 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈下降态势，三年均值

¹ 索道建设基金系索道涨价部分应归管委会的收益分成，暂由公司代管委会收取。

分别为 62.40%、56.04%和 43.54%。截至 2015 年底,受益于有息债务规模的下降和 2015 年子公司黄山股份非公开发行的完成,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 59.68%、52.24%和 38.81%,分别较上年下降 4.89 个百分点、6.69 个百分点和 9.67 个百分点。

截至 2016 年 3 月底,公司全部债务合计 35.46 亿元,其中短期债务占 41.69%,长期债务占 58.31%,较 2015 年底变化不大。截至 2016 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 58.16%、51.53%和 38.27%,与 2015 年底基本持平。

图 4 公司 2013~2016 年一季度公司债务情况



资料来源: 根据公司审计报告整理

总体看,近年来公司负债规模保持相对稳定,债务结构以长期债务为主,结构较为合理;2015 年子公司非公开发行完成后,权益资本得以充实,资产负债水平下降明显,债务压力适中。

4. 盈利能力

2013 年~2015 年,公司营业收入快速增长,年均复合增长率为 21.75%,主要受益于旅游板块收入的增加;2015 年,公司实现营业收入 21.79 亿元,同比增长 25.32%。2013~2015 年,公司营业成本亦快速增长,年均增幅 28.01%,高于营业收入的增幅;2015 年,公司营业成本 12.10 亿元,同比增长 35.85%。受营业成本增速

高于营业收入增速的影响,公司近三年营业利润率呈下降趋势,分别为 44.70%、43.97%和 39.23%。

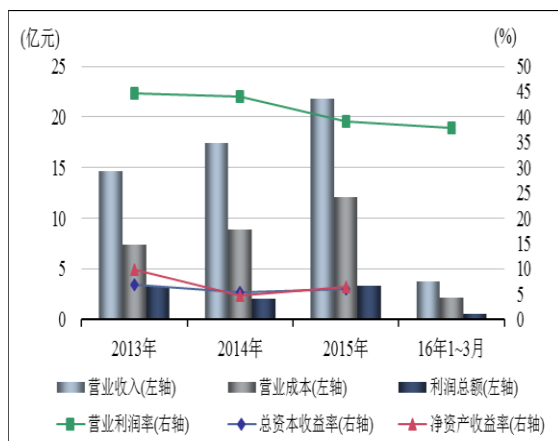
从期间费用看,2013~2015 年,公司期间费用波动增长,分别为 5.01 亿元、5.43 亿元和 5.38 亿元;公司期间费用中管理费用和财务费用占比较大,管理费用主要系职工薪酬、税金和折旧费等,财务费用主要系利息支出,2013 年以来,受合并范围新增债务负担较重的徽杭高速影响,公司财务费用和管理费用维持较高水平。受益于营业收入的快速增长,近三年公司期间费用占营业收入的比重逐年降低,分别为 34.09%、31.22%和 24.68%,但整体期间费用控制水平仍有待提高。

非经营性损益方面,2013~2015 年,公司投资收益波动中有所增长,年均增幅 6.16%。2015 年,公司投资收益 707.32 万元,同比大幅增加 472.39 万元,主要为公司收到的华安证券股份有限公司分红款。总体看,投资收益对公司利润贡献不大。

2013~2015 年,公司营业外收入波动下降,分别为 1.79 亿元、0.18 亿元和 0.42 亿元,其中 2014 年营业外收入较 2013 年下降 89.88%,主要系 2013 年公司收购徽杭高速产生的折价收购收益较大所致;2015 年营业外收入较 2014 年增长 132.41%,主要系子公司天都房产收到的租赁商业用房客户违约赔款 2300 万元所致。政府补助一直是公司营业外收入重要来源,2013~2015 年,公司分别收到政府补助 0.15 亿元、0.13 亿元和 0.14 亿元。

2013~2015 年,公司利润总额波动幅度较大,分别为 3.22 亿元、2.13 亿元和 3.37 亿元。

图5 2013~2016年3月公司盈利情况



资料来源：根据公司审计报告整理

从盈利指标看，2013~2015年，公司净资产收益率和总资产收益率呈波动下降趋势，三年均值分别为7.07%和6.10%；2015年分别为6.48%和5.98%。

2016年1~3月，公司实现营业收入3.74亿元，同比增长37.00%，为2015年全年的17.14%。营业利润率为37.88%，较2015年略有下降。同期，公司期间费用占营业收入的比重为28.09%，占比较2015年有所提高；公司实现投资收益0.25亿元，较上年大幅增长，主要来自出售黄山谢裕大茶叶股份有限公司520万股股票，产生投资收益967万元；实现利润总额0.61亿元，为2015年全年的18.10%。

总体看，近年来公司营业收入快速增长，盈利能力有所下滑但仍保持较好水平；公司期间费用占比高，对利润形成一定侵蚀。

5. 现金流

从经营活动看，2013~2015年，公司经营活动产生的现金流入量不断增长，年均增幅14.47%，主要为销售商品提供劳务收到的现金。2015年，受益于客流量的增长，公司经营活动产生的现金流入量为26.24亿元，同比增长16.73%；其中销售商品提供劳务收到的现金21.38亿元，同比增长16.07%，收到其他与经营活动有关的现金4.83亿元，同比增长20.04%，主要为收到的景区门票专营权使用费（2.42亿

元）、风景名胜资源保护费（0.72亿元）和风景区建设维护费（0.31亿元）等款项。2013~2015年，公司经营活动现金流出有所增长，年均增幅4.28%，主要为购买商品接受劳务支付的现金。2015年，公司经营活动现金流出为17.93亿元，同比增长5.87%；其中购买商品接受劳务支付的现金7.96亿元，同比增长14.72%，支付其他与经营活动有关现金4.20亿元，同比下降12.55%，主要是公司支付的景区门票专营权使用费（2.38亿元）、风景名胜资源保护费（0.30亿元）和风景区建设维护费（0.34亿元）。2013~2015年，公司经营活动现金流量净额表现为净流出，分别为3.54亿元、5.54亿元和8.31亿元。

公司近三年的现金收入比分别为107.60%、105.93%和98.11%，公司收入实现质量有所下滑。

从投资活动看，2013~2015年，公司投资活动现金流入量波动增长，年均增幅78.99%，主要为收到其他与投资活动有关的现金。2015年，公司投资活动现金流入量为0.19亿元，同比下降73.61%；其中收到其他与投资活动有关的现金0.12亿元，较上年大幅下降82.38%，主要由于利息收入和银行理财产品收回的减少所致。2013~2015年，公司投资活动现金流出规模波动下降，年均降幅18.87%，主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金构成。2015年，公司投资活动现金流出5.30亿元，同比增长50.48%；其中购建固定资产、无形资产等支付的现金2.34亿元，同比下降29.65%，支付其他与投资活动有关的现金2.90亿元，较上年大幅增长2.74亿元，主要由于购买理财产品支出2.78亿元。2013~2015年，公司投资活动产生的现金流量净额波动较大，分别为-7.99亿元、-2.80亿元和-5.11亿元。

随着公司经营状况的良好发展和投资规模的下降，近两年公司经营活动现金流量能够满足投资需求。

从筹资活动来看, 2013~2015年, 公司筹资活动现金流入主要分别为43.42亿元、15.71亿元和36.01亿元, 其中取得借款收到的现金分别是40.38亿元、15.30亿元和30.86亿元。同期, 公司筹资活动现金流出分别为39.92亿元、19.03亿元和34.48亿元, 其中偿还债务支付的现金分别为37.52亿元、16.52亿元和32.23亿元。2013~2015年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为3.49亿元、-3.32亿元和1.53亿元。

2016年1~3月, 公司经营活动产生的现金流量净额为0.29亿元, 投资活动产生的现金流量净额为0.05亿元, 筹资活动产生的现金流量净额为-0.67亿元。同期现金收入比为116.36%, 较2015年提高18.25个百分点。

总体看, 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; 考虑到公司在建和拟建项目, 尤其是旅游地产项目投入规模较大, 未来存在一定融资需求。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面, 2013年~2015年, 公司流动比率和速动比率呈上升趋势, 三年均值分别为118.90%和47.11%, 2015年分别为133.68%和63.19%。公司速动比率较低, 主要由于存货规模较大。2013年~2015年, 由于经营活动现金流量净额的增幅大于流动负债的增幅, 公司经营现金流动负债比呈上升趋势, 分别为14.72%、24.88%和31.01%。截至2016年3月底, 公司流动比率和速动比率分别为140.91%和65.24%。总体看, 公司短期偿债能力尚可。

长期偿债能力方面, 2013~2015年, 公司EBITDA波动中有所增长, 三年分别为7.05亿元、6.51亿元和7.94亿元; 公司EBITDA利息倍数分别为3.16倍、2.40倍和3.29倍; 全部债务/EBITDA分别为5.40倍、5.67倍和4.49倍。总体看, 公司长期偿债指标近年来有所波动, EBITDA对有息债务的保障能力较强。

截至2016年3月底, 公司无对外担保。

截至2016年3月底, 公司共获得各家商业银行授信额度总量为53.73亿元, 尚未使用的额度为39.09亿元, 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。

7. 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2016年5月6日, 公司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。

8. 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。公司园林开发和索道业务毛利率水平高, 整体盈利能力强。公司整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司发行本期中期票据的额度为3亿元, 占2016年3月底公司长期债务和全部债务14.51%和8.46%, 对公司现有债务有一定影响。

截至2016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58.16%、51.53%和38.27%; 预计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59.68%、53.55%和41.51%, 公司债务负担上升。考虑到本期中期票据募集资金将有部分用于偿还银行借款, 实际债务水平将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015年, 公司EBITDA分别为7.05亿元、6.51亿元和7.94亿元, 分别是本期中期票据的2.35倍、2.17倍和2.65倍, EBITDA对本期中

期票据的保护能力较强。

2013~2015年，公司经营活动现金流入量分别为20.03亿元、22.48亿元和26.24亿元，分别为本期中期票据的6.68倍、7.49倍和8.75倍，对本期中期票据的保障能力较强；公司经营活动现金净流量分别为3.54亿元、5.54亿元和8.31亿元，分别为本期中期票据的1.18倍、1.85倍和2.77倍，对本期中期票据的保障能力较强。

总体分析，公司EBITDA和经营活动现金流入量及净流量对本期中期票据具有较强的保障能力。

十、结论

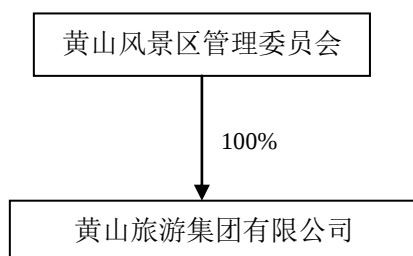
黄山风景区旅游资源具有不可复制性，作为景区的唯一经营主体，公司在景区范围内具有垄断经营权，同时较强的政府背景，也使得公司能够在政策上获得管委会较大的支持；此外，公司拥有多家旅游商务酒店，是黄山市最大的旅游商务酒店管理企业。随着玉屏索道和部分酒店的升级改造完成，以及京福高铁的建成通车，公司的内部及外部环境得到优化，旅游板块盈利能力进一步增强。同时，近年来公司旅游地产板块受政策及地产景气度影响波动较大；公司未来存在一定资本支出压力。

未来公司将积极推动景区开发和整合，加快推进旅游地产项目开发和库存去化，公司整体竞争力有望进一步提高。

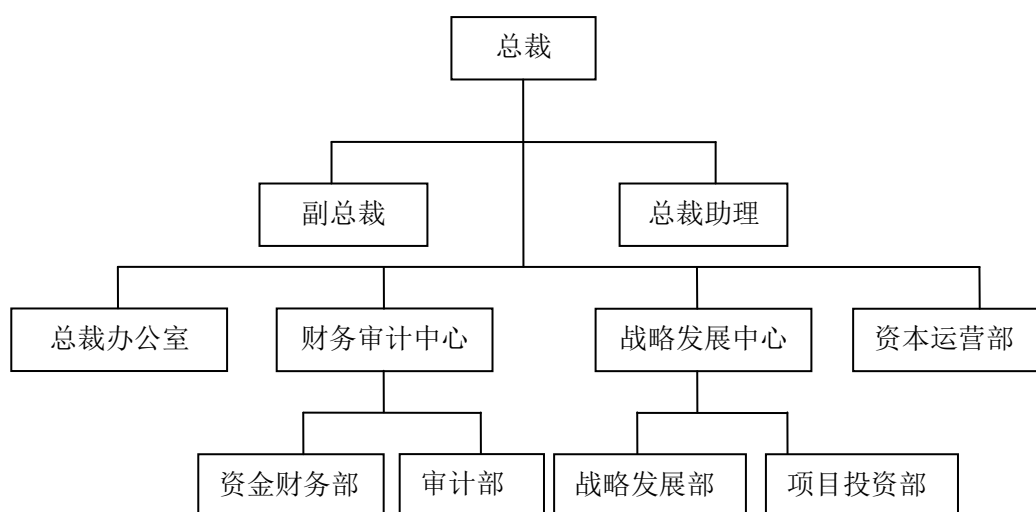
公司资产规模稳步增长，资产质量较好，2015年子公司非公开发行完成后，资产负债率下降明显；公司营业收入持续增长，旅游板块盈利能力强，债务压力适中。EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金净流量对本期中期票据的保障能力较强。

总体来看，公司主体信用风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.63	4.05	8.78	8.45
资产总额(亿元)	70.95	72.54	80.82	79.73
所有者权益(亿元)	24.15	25.70	32.59	33.36
短期债务(亿元)	15.84	12.69	14.98	14.79
长期债务(亿元)	22.27	24.18	20.67	20.68
全部债务(亿元)	38.11	36.87	35.65	35.46
营业收入(亿元)	14.70	17.39	21.79	3.74
利润总额(亿元)	3.22	2.13	3.37	0.61
EBITDA(亿元)	7.05	6.51	7.94	--
经营性净现金流(亿元)	3.54	5.54	8.31	0.29
财务指标				
销售债权周转次数(次)	25.22	30.34	31.07	--
存货周转次数(次)	0.47	0.53	0.66	--
总资产周转次数(次)	0.24	0.24	0.28	--
现金收入比(%)	107.60	105.93	98.11	116.36
营业利润率(%)	44.70	43.97	39.23	37.88
总资本收益率(%)	6.91	5.42	5.98	--
净资产收益率(%)	9.97	4.76	6.48	--
长期债务资本化比率(%)	47.97	48.48	38.81	38.27
全部债务资本化比率(%)	61.21	58.93	52.24	51.53
资产负债率(%)	65.96	64.57	59.68	58.16
流动比率(%)	106.44	116.59	133.68	140.91
速动比率(%)	40.41	37.74	63.19	65.24
经营现金流动负债比(%)	14.72	24.88	31.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	2.40	3.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.40	5.67	4.49	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	6.68	7.49	8.75	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.18	1.85	2.77	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.35	2.17	2.65	--

注：1. 公司 2016 年一季度财务数据未经审计；2. 将公司其他流动负债中的短期融资券调整计入短期债务和全部债务；3. 将公司长期应付款中的融资租赁款调整计入长期债务和全部债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

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%
本期中期票据偿债能力	
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
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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 中长期债券信用等级的定义

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，中长期债券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

主体长期信用等级含义同中长期债券信用等级。

联合资信评估有限公司关于 黄山旅游集团有限公司 2016 年度第一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，联合资信有权终止信用等级。

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。

