信用等级公告

联合[2018] 1007 号

联合资信评估有限公司通过对黄山旅游集团有限公司主体长期信用状况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的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。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

黄山旅游集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 黄山旅游 MTN001	3 亿元	2016/8/17-2021/8/17	AAA	AAA

评级时间：2018 年 6 月 20 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	8.78	11.82	11.15	10.19
资产总额(亿元)	80.82	69.03	66.55	71.42
所有者权益合计(亿元)	32.59	45.22	44.07	44.17
短期债务(亿元)	14.98	3.86	5.05	5.19
长期债务(亿元)	20.67	6.76	3.78	3.80
全部债务(亿元)	35.65	10.62	8.83	8.99
营业收入(亿元)	21.79	23.25	23.50	3.73
利润总额(亿元)	3.37	4.56	6.09	0.94
EBITDA(亿元)	7.94	8.40	8.39	--
经营性净现金流(亿元)	8.31	8.97	11.15	4.98
营业利润率(%)	39.23	41.64	42.36	31.33
净资产收益率(%)	6.48	6.99	10.05	--
资产负债率(%)	59.68	34.50	33.78	38.15
全部债务资本化比率(%)	52.24	19.02	16.70	16.91
流动比率(%)	133.68	240.93	223.24	186.21
经营现金流动负债比(%)	31.01	67.03	68.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.49	1.26	1.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.29	5.18	10.45	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 短期债务中包含了其他流动负债中的有息债务；3. 长期债务中包含了长期应付款中的有息债务。

分析师

孔祥一　刘嘉敏　刘祎烜
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

评级观点

黄山旅游集团有限公司（以下简称“公司”）作为黄山旅游风景区的唯一经营主体，在景区资源、政府及政策支持、地理位置及交通条件、区域经济环境及接待能力等方面优势明显。2017年，随着景区内索道、酒店的升级改造和黄山市交通环境的改善，公司客流量保持增长，收入及利润规模稳步提升，园林开发和索道业务盈利能力强，景区内酒店经营良好。公司加强优质旅游资源整合，宏村和太平湖项目有序推进。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到旅游行业对外部环境存在较强敏感性、公司房地产板块易受政策及行业景气度影响等因素可能给公司带来的不利影响。

未来，公司将积极推进包括黄山风景区东海景区的建设，景区将进一步扩容；加快景区内索道和酒店的升级改造，深入推进高铁客运枢纽项目建设运营；公司坚持“走下山”战略。黄杭高铁等高速铁路建成后将进一步改善黄山市的交通环境，带来客流量的增加，公司收入及利润规模有望进一步提升。

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

优势

1. 跟踪期内，黄山市交通基础设施逐步改善，目前游客至黄山旅游风景区可选择高速公路、航空和铁路多种方式。预计杭黄高铁开通、高铁客运站全部建成后，黄山市游客数量将进一步增长。
2. 公司拥有黄山旅游风景区范围内垄断经营权，资源优势突出。
3. 公司经营黄山旅游风景区内所有酒店，跟踪期内酒店业务经营状况良好；随着景区内各酒店的升级改造完成，接待能力和盈

利水平有望得到进一步提升。

4. 跟踪期内，公司货币资金充裕，货币资金中无使用受限资金，获现能力强，对“16黄山旅游MTN001”保障良好。

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. 公司房地产项目易受宏观调控和当地房地产景气度等因素影响；目前公司以房地产开发成本和开发产品为主的存货规模较大，存在一定去库存压力。

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。

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。

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，按照联合资信评估有限公司关于黄山旅游集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

黄山旅游集团有限公司（以下简称“公司”或“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2018年3月底，公司注册资本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“600054”；B股股票简称“黄山B股”，股票代码“900942”）。截至2018年3月底，公司持有黄山旅游39.69%的股份，为其第一大股东。

截至2018年3月底，公司总部机构包括总裁办公室、战略发展中心、财务审计中心和资本运营部。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 66.55 亿元，所有者权益 44.07 亿元（含少数股东权益 25.04 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 23.50 亿元，利润总额 6.09 亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额71.42亿元，所有者权益合计为44.17亿元（含少数股东权益25.15亿元）。2018年1～3月，公司实现营业收入3.73亿元，利润总额0.94亿元。

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”募集资金3亿元用于偿还有息债务，截至目前，募集资金已使用完毕。

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	3	2016/8/17	2021/8/17

资料来源：

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP

模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基

础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业分析

1. 行业概况

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。“十二五”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。

2017年，国内旅游市场高速增长，入出境市场平稳发展，供给侧结构性改革成效明显。国内旅游人数50.01亿人次，比上年同期增长12.8%；入出境旅游总人数2.7亿人次，同比增长3.7%；全年实现旅游总收入5.40万亿元，增长15.1%。初步测算，全年全国旅游业对GDP的综合贡献为9.13万亿元，占GDP总量的11.04%。旅游直接就业2825万人，旅游直接和间接就业7990万人，占全国就业总人口的10.28%。

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。2014～2016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，国内旅游收入分别同比增长15%、13%和14%。

总体看，在经济发展新常态下，中国旅游行业呈现较快发展态势，旅游投资规模逐年快速增长，预计未来旅游市场散客化自由行趋势会越来越明显，可带动相关产业协同发展。

2. 行业竞争

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。

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。从长远看，国家政策的出台有利于产业整合和市场规范化，行业内劣势企业将在竞争中加速淘汰，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。

3. 产业政策

2017年6月12日，国家旅游局发布《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；实现旅游发展全域化；实现旅游供给品质化；实现旅游参与全民化；实现旅游效应最大化，成为旅游业惠民生、稳增长、调结构、促协调、扩开放的典范。

总体看，跟踪期内国家政策对旅游行业的

支持力度很大，旅游业外部政策环境良好。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；未来，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。

4. 主要子行业

（1）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。中国酒店行业供给已呈现相对过剩局面，行业竞争较为激烈。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。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。

（2）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。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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司经安徽省人民政府授权经营黄山风景区国有资产，是具有独立法人地位、资格和独立财务核算体系的国有独资公司。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 8.38 亿元，黄山市国资委持有其 100%的股权，为公司实际控制人。

2. 公司规模和竞争力

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，该景区位于黄山市东郊，是国家级重点风景名胜区、国家“4A”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，内容丰富、品味高，适宜各层次游客观赏的综合景区。2000年5月，花山谜窟景区的所有权及经营权划归公司。

2017年5月26日，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）》（以下简称“《城镇化规划》”）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。

整体看，公司是全国大型旅游企业之一，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很强的竞争优势。

七、管理分析

跟踪期内公司管理体制、管理制度及高层管理人员等方面均无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入构成仍以旅游、房地产及其他三大业务为主。2017年，公司实现营业收入23.50亿元，同比增长1.08%。

分板块来看，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的旅游板块是公司收入的最主要来源，跟踪期内收入合计占比在70%以上。受益于交通条件的改善，公司旅游板块营业收入呈增长趋势。2017年，受安徽省内15市市民免费游黄山等促销活动影响，在接待游客数量增长的情况下，公司园林开发业务的营业收入较上年变动不大；自玉屏索道2015年6月完成升级改造投入使用以来，公司索道运力提高，经济效益显著，2017年索道业务营业收入同比增长3.39%；公司酒店业务仍保持稳定增长，2017年实现营业收入6.63亿元，同比增长6.78%；公司旅游服务收入有所波动，2017年为4.22亿元。跟踪期内，公司房地产板块收入持续增长，2017年收入占比为22.24%。公司其他业务板块主要包括景区内线、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，规模逐步缩减，该板块2017年营业收入同比下降21.92%至1.85亿元，占营业收入的比重下降至7.88%。

从盈利水平看，旅游业务方面，2017年，酒店管理模式的改善带动了盈利能力的提升，公司酒店业务的毛利率持续向好，2017年为31.61%，同比提高1.17个百分点；索道业务始终保持较高的盈利水平，为公司毛利润的重要来源，2017年毛利率为85.15%；受优惠促销活动影响，公司园林开发业务盈利水平较上年有所下降，2017年毛利率为87.49%；旅游服务业务的毛利率跟踪期内持续上升，2017年为14.39%，主要因公司对旅行社业务活动政策调整所致。跟踪期内，公司房地产板块毛利率同比下降至12.18%，主要系结转项目盈利水平存在差异所致。其他业务毛利率2017年为19.98%。综合上述因素，跟踪期内公司保持较强的盈利水平，综合毛利率较为平稳。

表2　2015-2018年3月公司营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2015年			2016年			2017年			2018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	55484.54	25.46	30.21	62048.99	26.69	30.44	66258.26	28.20	31.61	10916.67	29.23	19.68
索道业务	36052.72	16.55	85.82	47463.30	20.41	83.10	49071.57	20.88	85.15	7118.71	19.06	78.14
园林开发业务	27897.81	12.80	86.42	23321.77	10.03	88.10	23269.42	9.90	87.49	3462.81	9.27	80.13
旅游服务业务	39552.03	18.15	12.79	43270.77	18.61	12.90	42236.82	17.97	14.39	6948.70	18.61	14.81
房地产业务	40760.45	18.71	9.01	45503.35	19.57	18.58	52253.55	22.24	12.18	9588.35	25.67	6.04
其他业务	22460.12	10.31	40.28	23713.74	10.20	30.31	18516.07	7.88	19.98	2816.53	7.54	4.25
合并抵消	-4305.19	-1.98	--	-12815.09	-5.51	--	-16627.43	-7.08	--	-3504.65	-9.38	--
合计	**217902.46**	**100.00**	**44.46**	**232506.83**	**100.00**	**44.81**	**234978.25**	**100.00**	**44.62**	**37347.11**	**100.00**	**34.05**

资料来源：公司提供

2018年1～3月，公司实现营业收入3.73亿元，同比下降12.41%，主要系2018年一季度黄山景区受恶劣天气影响进山游客同比大幅下降所致。由于一季度非旅游旺季，公司旅游板块各业务折旧摊销成本较高，盈利水平较低，公司综合毛利率同比减少1.77个百分点至34.05%。

总体看，跟踪期内外部交通条件优化、管理水平提升、房地产销售增长及剥离亏损资产使得公司整体经营状况保持了良好的发展态势，整体盈利能力强。

2. 旅游板块

（1）园林开发

在各项业务中，园林开发业务是公司收入及利润的稳定来源，其收入主要来自于黄山风景区的门票款。对于收入的门票款，黄山旅游与管委会签订了关于授权黄山旅游管理黄山风景区门票事宜的协议，每年门票收入黄山旅游留存50%，另外50%上交管委会。在账务处理上，公司将黄山旅游留存的门票收入全额反映为营业收入（即“净额法”）。2017年，公司门票收入为2.33亿元，同比变化不大。毛利率水平保持高位。

从游客人次方面来看，公司游客人次保持增长趋势，2017年公司共接待进山游客336.87万人，同比增长2.06%；其中，境外游客17.02万人，同比大幅增长58.18%。2018年1～3月，受冰雪天气、阴雨天气较多影响，公司共接待进山游客同比减少18.37%至55.64万人，其中境外游客1.28万人。

表3　黄山风景区接待游客人数情况（单位：万人次）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1-3月
进山游客	318.28	330.08	336.87	55.64

资料来源：公司提供

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），黄山风景区门票价格从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。与其他5A级景区相比，黄山风景区的门票价格处于较高水平。根据国家发改委的规定，同一景区的门票上调频率不能低于3年，截至目前据上次调整门票价格已满3年，黄山风景区门票价格尚未调整，联合资信将持续关注未来门票价格的调整事宜。

表4　截至2018年3月底部分5A级景区门票价格比较

景区	门票价格
黄山	旺季：230元/人；淡季：150元/人
峨眉山	旺季：185元/人；淡季：110元/人
九寨沟	旺季：220元/人；淡季：150元/人
普陀山	旺季：160元/人；淡季：140元/人；春节、国庆、五一：200元/人
九华山	旺季：190元/人；淡季：140元/人
五台山	旺季：218元/人；淡季：190元/人
泰山	旺季：127元/人；淡季：110元/人

资料来源：联合资信整理

此外，公司除黄山风景区外，还拥有花山迷窟景区。花山谜窟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。2017年，该景区接待游客25.94万人次，实现收入1697.20万元，接待人数与收入均实现同比上升。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。

（2）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，与门票具有高度的正相关性，索道收入是公司另一稳定收入来源。截至2018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。

表5　黄山旅游风景区内索道价格明细

索道名称	索道价格（元/人）
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

截至2017年底，公司四条索道共接待游客667.32万人次，实现索道收入4.91亿元。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盈利水平。2018年1～3月，公司四条索道共接待旅客101.37万人次，实现收入0.71亿元。

表6　公司索道接待游客人数情况（单位：万人次）

索道名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
云谷索道	291.07	256.44	263.55	41.55
玉屏索道	146.19	242.33	265.24	47.34
太平索道	63.75	62.21	65.02	9.31
西海观光缆车	74.40	78.80	73.52	3.17
合计	**575.42**	**639.77**	**667.32**	**101.37**

资料来源：公司提供

为推广公司标准化、“5S”索道等先进管理模式，实现索道资源的有效整合和安全运营，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年起公司托管了江西灵山索道，2016年实现托管收入128万元。公司对江西灵山索道的托管期限将于2017年10月到期，公司决定不再托管灵山索道。

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，公司索道业务收入和盈利能力得到提高，未来仍有增长空间。

（3）酒店

截至2018年3月底，公司下属酒店、商务旅馆共12家，其中四星级8家，五星级4家，主要分布在黄山风景区和黄山市区，2017年市场占有率（包含景区内外）为17.28%。跟踪期内，受益于部分酒店的升级改造完成，且公司对部分酒店实施“统一价格、统一结算及统一订房”的“三统一”管理模式，酒店板块经营效率及管理水平明显提升，带动收入及利润水平较快增长。2017年，公司酒店业务实现收入6.63亿元，毛利率为31.61%；2018年1～3月，公司酒店业务实现收入1.09亿元，毛利率为19.68%。

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。目前，公司景区内酒店可提供各种类型的房间约1368间，2017年平均客房入住率为55%。目前公司正在进行北海宾馆的改造项目，排云楼宾馆的改造也在筹划中，随着景区内各酒店的升级改造完成，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，但公司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，2017年入住率较2016年提高7.02个百分点至45.18%。

表7　公司景区内酒店情况

名称	星级
北海宾馆	四星
狮林大酒店	四星
排云楼宾馆	四星
白云宾馆	四星
玉屏楼宾馆	四星
西海饭店	五星

资料来源：公司提供

为延伸产业链，丰富经营业态，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、天津、杭州开设连锁主题餐饮品牌门店。截至2018年3月底，公司在全国共拥有7家“徽商故里”酒店（1家为托管管理模式），其中北京5家，天津1家。2017年，“徽商故里”实现餐饮收入合计0.90亿元，实现净利润794.79万元。

（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业务，其中旅行社业务由下属3家全资子公司经营：黄山市中国旅行社、黄山中国国际旅行社、黄山市海外旅行社。公司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。随着线上交易的提升以及碎片化旅游的趋势发展，2017年公司旅行社接待国内游人数有所提高。

表8 近年来公司旅行社接待游客情况（单位：万人次）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1-3月
出境游	3.44	2.24	1.85	0.25
入境游	12.10	10.78	9.24	0.51
国内游	69.12	65.22	72.01	1.82

资料来源：公司提供

总体看，公司旅游板块业务量的增长直接或间接来源于游客的数量增长。跟踪期内，受益于京福高铁、徽杭高速、合铜黄高速等建成通车，黄山风景区内索道和酒店的升级改造完成，景区周边的交通环境和自身接待能力均得到明显改善，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。

3. 房地产板块

公司的房地产业务主要依托黄山旅游集团的品牌优势，重点投资开发黄山市内的住宅。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”）。公司房地产开发按照“分批开发”的策略，节奏较为谨慎。截至目前，公司已开发项目主要包括齐云府、天都首郡和天都江苑等。

2017年，公司房地产板块营业收入同比增长，毛利率同比有所降低，主要受结转产品毛利不同影响（2015年主要结转毛利较低的LOFT房型，2016年主要结转毛利相对较高的高层，2017年结转部分高层同时结转了毛利较低的联排、商铺、地下车位稀释了部分毛利）。2017年黄山中心城区房价进一步上涨。2018年1～3月，公司房地产板块实现营业收入0.96亿元，为2017年全年的18.36%，同比减少0.18亿元；毛利率为6.04%，同比减少14.01个百分点，系主要结转毛利较低的商铺、地下车位所致。

公司目前在售项目为天都首郡、齐云府、天都江苑一期。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77355.95 m^2，建筑面积234280 m^2，总投资15.16亿元，截至2018年3月底已投资13.90亿元。该项目累计实现回笼资金11.88亿元，其中天都首郡10#于2017年12月31日开盘，去化率100%。

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2018年3月底，已累计投资11.32亿元。项目一期中的6幢多层和3幢高层分别于2014年4月和2015年9月开盘销售，截至2018年3月底已分别销售7.92万平方米和4.75万平方米，销售均价分别为5869元/平方米和5108元/平方米。截至2018年3月底，该项目累计实现回笼资金5.68亿元。

天都江苑项目的开发主体为天都地产。该项目总用地面积67148.31㎡，规划总建筑面积23.07万㎡，计划总投资14.15亿元，一期建筑面积11.14万㎡，包括1#、2#、3#、5#、6#、16#、一期车库、1#和2#配电房；二期建筑面积11.93万㎡。公司将视市场情况分期建设，滚动开发，以一期项目预售款投入二期项目建设。天都江苑项目自2017年1月开工，截至2018年3月底已投资6.30亿元，一期项目于2017年10月和12月两次开盘，去化率99%，项目累计回笼资金6.28亿元。

2017年，天都地产销售1337套商品房（包括658高层住宅，22套联排，24间商铺，631个车位，2个储藏间），签约销售总建筑面积为11.97万平方米，销售额9.77亿元；2018年1～3月，天都地产销售总建筑面积为9531.13平方米，销售额8319.15万元。

2017年，玉屏地产全年销售房产549套，年度房产销售面积4.92万平方米，销售额3.28亿元（含订金）；2018年1～3月，玉屏地产销售额13582.11万元（含订金）。

表 9　截至 2018 年 3 月底公司在售房地产项目情况

项目名称	总投资（亿元）	累计投资（亿元）	总建筑面积（㎡）	累计销售面积（㎡）	剩余可售面积（㎡）	2017 年签约销售面积（㎡）	累计回笼资金（亿元）	累计销售收入（万元）	销售均价（元/㎡）	剩余投资（万元）
齐云府	26.00	11.32	660000	137324	20824	39019	5.68	2.60	5316	14.68
天都首郡	15.16	13.90	234280	167515	8809.3	19501.27	11.88	9.75	7307	1.26
天都江苑	14.15	6.30	230709	93390	4289.77	30045.57	6.28	0	7890	7.85

资料来源：公司提供

注：天都首郡剩余可售面积是指截至2018年3月底已开盘未售（含未签约）面积。

考虑到目前黄山市房地产市场环境较为利好，公司适时加快新项目的开发建设，目前正在开发的项目为天都江苑二期项目。

从土地储备情况来看，截至2018年3月底，天都地产合计拥有土地储备27亩，已开发的剩余可销售面积为3.79万平方米，天都地产剩余土地储备将用于天都首郡10#和天都江苑的开发，预计形成资金回流1.86亿元；玉屏地产剩余土地储备236亩，已开发的剩余可销售面积为3.56万平方米，预计形成资金回流1.26亿元。

总体看，公司房地产开发业务节奏较为谨慎；在建项目投资规模大，考虑到公司将分期建设，滚动开发，资金压力可控。

4. 其他业务板块

公司其他业务板块主要包括景区内线、供水、洗涤、用电服务等后勤业务、农产品加工业务等，公司聚焦于主业，其他业务规模逐步缩减。公司于2016年9月剥离徽杭高速导致其他业务收入和毛利率水平较2016年有所下降。2015年，徽杭高速实现通行收入1.53亿元，占其他业务收入的70.51%。2017年公司其他业务板块收入下降至1.85亿元。

5. 经营效率

2015～2017年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均呈上升趋势，2017年分别为39.75次、0.87次和0.35次。总体看，公司经营效率持续提升。

6. 在建项目和未来发展

（1）在建项目

从在建和未来投资计划来看，截至2018年3月底，公司在建及未来投资项目包括天都首郡项目、天都江苑项目、市内旅游资源整合及开发、高铁综合客运站项目和黄山东海景区开发项目。

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53315m^2，总建筑面积57267m^2，其中地上建筑面积53625m^2。站内停车场面积20395m^2，站前广场面积4383m^2，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%）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31000.00万元，补贴资金5000.00万元，企业自筹9086.00万元；截至2018年3月底，项目已投资2.12亿元。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。

黄山东海景区开发是黄山旅游“二次创业”的战略举措，从黄山风景区的实际情况看，黄山东部开发是提高游客满意度和舒适度的需要，是从景区保护管理发展的需要，更是带动山上山下联动发展的需要。东海景区索道建成、谭家桥小镇开发后黄山东门将作为游客主要上山选择路径。黄山风景区目前每年有超330万以上的游客量，且每年有10%左右的增幅。目前景区已运营的玉屏索道和云谷索道每年利润高达1亿元。东海景区索道与之相比，未来具有更大市场和运营优势。目前东海景区云谷索道下半段建设方案已经实地勘探、筛选及省住房和建设厅批复同意。索道线路分为S1和S2两段，S1段自下站（白亭站）到中间转角站（九天峰站），S2段从中间转角站（九天峰站）到上站（十八罗汉站）。线路总水平距离6308.378m，线路总高差1150m（最大高差1200m）。索道采用新型D-line脱挂抱索器吊厢索道系统，全封闭8（容量10人）人车厢，最高运行速度6（7）m/s，运输量为单向2000p/h。

上述五个项目总投资合计43.32亿元，截至2018年3月底，已累计完成投资22.72亿元，未来在建房地产项目，考虑到公司房地产项目将视市场情况分期建设、滚动开发，整体资金压力可控。

表10　公司在建项目及未来重大投资计划（单位：亿元）

项目名称	建设期	总投资	截至 2018 年 3 月底已累计投资	2018 年 4-12 月	2019 年	项目进度
天都首郡	2011-2019 年	15.16	13.90	0.2	1.06	已完成一期所有工程建设施工及验收交付，剩余 10#楼项目在建
天都江苑	2016-2021 年	14.15	6.30	2.48	依据市场环境进行投入	天都江苑一期：5 栋高层墙体砌筑工程完成 天都江苑二期：地下车库 1#区段地下室顶板浇筑；2#区段地下室顶板钢筋绑扎，9.10.11 区段砖胎膜砌筑完成；7#1 层钢筋绑扎，8#地下室墙体钢筋绑扎，9#地下室浇筑完成，10#1 层钢筋绑扎，11#地下室浇筑，12#地下室顶板钢筋绑扎，13#15#楼底板防水保护层施工完成
市内旅游资源整合及开发	2011-2020 年	1.50	0.37	0.10	0.05	参股黄山市月潭湖开发投资有限公司。黄山市月潭湖开发投资有限公司主要对黄山市月谭水库周边旅游资源进行开发.
高铁综合客运站	2014-2018 年	4.51	2.12	0.05	2.34	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逐步建设完善中
黄山东海景区开发	2017-2020 年	8.00	0.03	1.04	3.50	目前处于项目立项阶段
合计	--	**43.32**	**22.72**	**3.87**	**6.95**	--

资料来源：公司提供

（2）未来发展

未来，公司将通过聚焦旅游主业、优化经营结构、推进“旅游+”、拓展发展空间、加强资本运作全力推进“二次创业”。旅游主业方面，公司将积极推进黄山风景区东海景区和参股的东黄山国际旅游小镇的开发建设，黄山旅游将落实“一山一水一村一窟”发展战略，加快太

平湖项目和宏村项目落地，对索道和酒店进行升级改造，推进民宿产业开发，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。

外延扩张，落实“一山一水一村一窟”发展战略

根据子公司黄山旅游发布的公告，公司将与黄山市黄山区人民政府和喀什中坤旅游有限公司、喀什玉合物业服务有限公司及京黟公司就太平湖项目和宏村项目展开合作。

公司还计划对花山谜窟景区进行重新规划，欲将其打造成有音乐节、烧烤、漂流等休闲旅游景区，丰富黄山旅游的资源和形式，提升游客的游玩体验。预计整体项目规划开发完成后，花山谜窟的客流量将有显著提高，有望为公司带来新的盈利点。

东黄山开发稳步推进

黄山东部开发是大黄山国家公园建设的核心，主要内容为黄山风景区内的东海景区开发和山下的东黄山国际旅游小镇建设。

2017年3月初，《黄山风景名胜区东海景区详细规划（评审稿）》（以下简称“《规划》”）已通过专家论证并进行公示。《规划》显示，东海景区规划面积约为44.52平方公里，共设置景点61个，项目开发时间为3年，预计2019年完成建设。东海景区规划打造四大游赏主题：以石门峡揽胜为主的生态观光游赏主题；以福固、天游访古为主的黄山文化寻踪游赏主题；以山林十渡为主的自然山林运动游赏主题；以翡翠谷-凤凰源溯源为主的生态科考游赏主题。2017年6月，公司成立了黄山东海景区开发项目筹备组，负责东海景区开发具体事宜。其中，云谷索道下半段建设方案已经实地勘探、筛选及省住房和建设厅批复同意。

为进一步提升黄山景区的吸引力和游客的游玩体验创造了更多空间，有利于提升景区整体客流量和盈利水平。2016年7月，公司与黄山市黄山区国有资产运营有限公司（以下简称“黄山区国资”）合资成立了黄山东海旅游发展有限公司（以下简称“东海旅游”）作为项目平台公司。东海旅游注册资本1.00亿元，公司和黄山区国资分别持股55%和45%。2017年6月9日，公司、黄山区国资、东海旅游和北京城建设计发展集团股份有限公司（以下简称“北京城建”）共同签订了增资扩股协议，成功引进北京城建共同参与东黄山国际旅游小镇项目建设。增资扩股后，东海旅游将由黄山区国资控股。

参股月潭湖项目

月潭湖旅游区综合开发项目由黄山市月潭湖开发投资有限公司负责，该公司由公司、黄山市城投集团有限公司和休宁县齐云城市建设投资有限责任公司三方分别出资30%、40%和30%共同组建。月潭湖旅游区位于安徽省黄山市休宁县月潭水库库区及周边陈霞乡、海阳镇、溪口镇三个乡镇，规划面积约114平方公里，主要建设内容包含旅游码头、游客集散中心、文旅特色小镇、自驾车营地、温泉度假村、骑行道及驿站、景区轨道交通、索道及高空观光平台、智慧景区系统、农业渔业综合养殖，以及消落区治理和利用、库区古建和古树名木的迁建保护等设施建设，同时进行农林渔业综合开发等。项目近期建设阶段为2017～2019年，中远期建设阶段为2020～2030年。项目总投资约30亿元，其中公司出资约10亿元，资金来源为自筹。

加强对外投资，合作成立基金

2016年8月，子公司黄山旅游与天津赛富盛元投资管理中心（有限合伙）（以下简称“赛富盛元”）共同发起设立黄山赛富旅游文化产业发展基金（有限合伙）（以下简称“赛富旅游基金”）。2017年12月，该基金已收到合伙人的认缴出资，最终出资总额为人民币10亿元，其中公司认缴2.40亿元。基金主要投资方向为大旅游及文化产业相关项目，包括旅游资产、消费、文化、体育、信息服务、电子商务等领域。该基金的设立将进一步扩大公司的产业投资能

力，为公司外延式拓展提供坚实的基础；同时双方依托各自的影响力和优势，进行深度合作，有助于公司更好地推进旅游资源整合。

九、财务分析

公司提供了2015～2017年合并财务报告，华普天健会计师事务所（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审计结论；公司提供的2018年一季度财务报告未经审计。

从合并范围来看，2017年公司合并范围增加黄山东海景区开发有限公司、黄山天海投资管理有限公司，减少黄山东海旅游发展有限公司；截至2018年3月底，公司合并范围较上年底未发生变化。总体看，跟踪期内公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 66.55 亿元，所有者权益 44.07 亿元（含少数股东权益 25.04 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 23.50 亿元，利润总额 6.09 亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额71.42亿元，所有者权益合计为44.17亿元（含少数股东权益25.15亿元）。2018年1～3月，公司实现营业收入3.73亿元，利润总额0.94亿元。

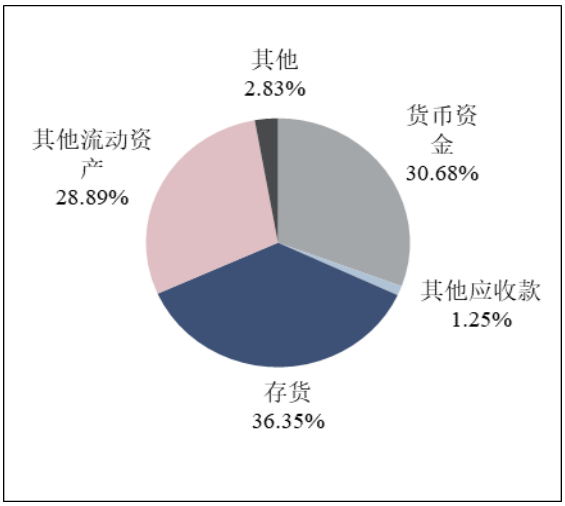
1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额为 66.55 亿元，同比下降 3.60%；从资产结构来看，流动资产占 54.56%，非流动资产占 45.44%，公司资产结构以流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产为 36.31 亿元，同比增长 12.62%，主要由货币资金、存货和其他流动资产构成。

图 1　截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2017 年底，公司货币资金 11.14 亿元，同比下降 5.73%；其中银行存款占 99.78%，其余为现金和其他货币资金。公司货币资金中无使用受限资金。

公司存货主要由开发产品（2017 年占 14.16%）和开发成本（2017 年占 83.98%）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 2017 年底，存货账面价值 13.20 亿元，同比下降 20.94%；公司累计对存货计提跌价准备 1.34 亿元（开发产品 0.71 亿元，开发成本 0.62 亿元）；计提对象主要为商铺、地下车位以及天都首郡剩余未开发 27 亩商业房产项目。

公司其他流动资产主要为购买的银行理财产品，截至2017年底为10.49亿元，同比大幅增长336.41%。

非流动资产

受剥离徽杭高速和可供出售金融资产规模波动影响，截至 2017 年底公司非流动资产为 30.24 亿元，同比下降 17.81%；可供出售金融资产和固定资产为非流动资产主要构成部分，2017 年底占比分别为 24.38%和 62.80%。

截至 2017 年底，公司可供出售的金融资产为 7.37 亿元。跟踪期内公司通过上海证券交易所交易系统以集合竞价方式累计减持华安证券无限售流通股 1000 万股，截至 2017 年年底，

公司尚持有华安证券 9000 万股，占华安证券总股本的 2.49%，公允价值为 6.54 亿元。

表 11　截至 2017 年底公司可供出售金融资产明细

（单位：亿元、%）

被投资单位	账面余额	持股比例
华安证券（按公允价值计量）	6.54	2.49
谢裕大茶叶股份有限公司（按成本计量）	0.10	4.41
黄山温泉风景区联合旅游管理有限公司（按成本计量）	0.23	25.46
黄山市黄河宾馆（按成本计量）	0.01	23.22
黄山市安元现代服务业投资基金有限公司（按成本计量）	0.50	10.00
合计	**7.39**	--

资料来源：公司 2017 年度审计报告

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 18.99 亿元。从固定资产构成来看，房屋建筑物占 83.01%、索道设备占 8.00%，其余为机器设备、运输工具和其他设备；固定资产累计折旧 12.70 亿元（其中 2017 年计提折旧 1.57 亿元），计提减值准备 0.04 亿元。截至 2017 年底，公司固定资产无用于抵押、担保或其他所有权受到限制的情况。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 71.42 亿元，较上年底增长 7.33%，主要来自其他流动资产的增加；资产结构较上年底变动不大。

总体看，公司货币资金充足，以开发成本为主的存货占比大，跟踪期内公司资产流动性有所提升；公司整体资产质量较好。

3.所有者权益及负债

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 44.07 亿元，同比变动不大，其中少数股东权益 25.04 亿元（占 56.82%）；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 44.04%，资本公积占 32.97%，未分配利润占 12.00%，其他综合收益占 9.79%。

截至 2017 年底，公司资本公积为 6.27 亿元，同比增加 0.12 亿元，系黄山管委会对公司增资计入资本溢价所致。公司其他综合收益 1.86 亿元，同比下降 48.84%，主要系公司处置部分权益工具及按公允价值计量的权益工具公允价值下降所致。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 44.17 亿元，与上年底基本持平，其中少数股东权益 25.15 亿元（占 56.94%），其余各科目变化均不大。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比大，所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2017 年底，公司负债总额为 22.48 亿元，同比下降 5.61%；其中流动负债占 72.35%，非流动负债占 27.65%，公司负债以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债合计为 16.26 亿元，同比增长 21.54%，主要来自短期借款、预收款项和一年内到期的非流动负债的增加；从构成来看，主要由短期借款（占 11.81%）、应付账款（占 11.14%）、预收款项（占 32.96%）、其他应收款（占 11.57%）和一年内到期的非流动负债（占 19.26%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款为 1.92 亿元，同比大幅增长 209.68%，主要包含信用借款（0.72 亿元）和保证借款（1.20 亿元）。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 2017 年底为 5.36 亿元，同比增长 60.82%，其中预收房款 5.11 亿元，系天都首郡 10#和天都江苑一期部分楼盘开盘销售所致。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 3.13 亿元，同比大幅增加主要系将“13 黄旅游 MTN1”（2018 年 5 月到期）调整至该科目所致。

非流动负债方面，截至 2017 年底，公司非流动负债为 6.22 亿元，同比下降 40.43%，主要由长期借款（占 12.33%）、应付债券（占 48.47%）、递延收益（占 15.05%）和递延所得税负债（占 23.78%）构成。

截至 2017 年底公司长期借款为 0.77 亿元，

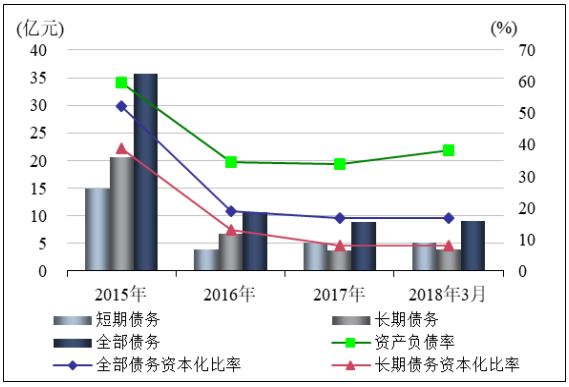
其中抵押借款 0.74 亿元，其余为信用借款；公司应付债券有所波动，截至 2017 年底为 3.01 亿元，系“16 黄山旅游 MTN001”（3 亿元）。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 27.25 亿元，较上年底增长 21.23%；其中流动负债占 77.78%，非流动负债占 22.22%，流动负债占比有所提升，增长主要来自预收款项增长至 11.65 亿元。

2017 年底，公司有息债务同比有所下降，为 8.83 亿元。从期限结构来看，2017 年底短期债务占比上升至 57.21%。债务指标方面，跟踪期内，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趋势，分别为 33.78%、16.70%和 7.90%，分别较上年底减少 0.72 个百分点、2.32 个百分点和 5.11 个百分点。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务合计 8.99 亿元，债务结构较 2017 年底变化不大；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 38.15%、16.91%和 7.93%。

图2　近年来公司有息债务情况



资料来源：联合资信整理

总体看，跟踪期内公司负债总额有所下降，负债结构以流动负债为主，有息债务规模持续下降。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司经营情况较为平稳，2017年营业收入为23.50亿元，同比增长1.06%。同期公司营业利润率持续小幅提高至42.36%，营业利润率维持在较高水平。

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。受益于处置徽杭高速和有息债务规模的减少，2017年公司期间费用同比下降至4.11亿元，占营业收入的比重为17.51%，同比减少2.84个百分点。其中财务费用0.38亿元，同比下降71.67%。总体看，受益于剥离徽杭高速，期间费用对利润总额侵蚀大的情况有所缓解。

公司资产减值损失2017年为0.77亿元，同比下降19.21%；其中子公司天都地产计提的商品房存货跌价损失0.79亿元，主要对象是现存的商铺、地下车位以及天都首郡剩余未开发27亩商业房产项目计提减值。本期冲回坏账损失0.02亿元。

2017年公司投资收益为0.95亿元，同比增加0.49亿元，其中处置华安证券股权取得的投资收益0.70亿元。2017年公司营业外收入和其他收益合计0.18亿元，其中各类补贴、奖励和税费返还约占75%。

受公司期间费用控制能力提高的影响，跟踪期内，公司利润总额快速增长至6.09亿元，同比增长33.70%。从盈利指标看，跟踪期内，公司总资本收益率和净资产收益率均进一步上升，2017年分别为9.15%和10.05%。

2018年1～3月，公司实现营业收入3.73亿元，同比下降12.41%，营业利润率为31.33%，同比减少2.60个百分点；实现利润总额0.94亿元，同比增长24.70%。同期，公司期间费用占营业收入的比重为23.25%，同比提高5.68个百分点。投资收益0.62亿元，主要系减持华安证券股权收益。

总体看，2017年公司收入规模平稳增长，受益于利息支出的减少，期间费用有所下降，整体盈利能力得到提升；同时，非经常性损益对公司利润水平有一定影响。

5. 现金流分析

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现

金流入及流出量分别为 30.92 亿元和 19.76 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 26.33 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 4.59 亿元（主要为门票专营权使用费、遗产保护费、资源有偿使用费等款项）。公司经营活动产生的现金流量净额为 11.15 亿元，同比增长 24.36%。公司现金收入比为 112.06%，收入实现质量持续提高。

从投资活动看，2017 年，公司投资活动现金流入 19.44 亿元，同比增长 263.95%，其中收回投资收到的现金 18.46 亿元，系处置华安证券股权所致；公司投资活动现金流出 27.99 亿元，同比增加 23.99 亿元，其中投资支付的现金 23.00 亿元，由于购买理财产品。公司投资活动产生的现金流量净额为-8.56 亿元。

筹资活动方面，2017 年公司筹资活动现金流入为 2.46 亿元。同期，筹资活动现金流出为 5.73 亿元，主要系偿还债务支付的现金。公司筹资活动产生的现金流量净额为-3.28 亿元。

2018 年 1～3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 10.25 亿元，同比大幅增长，系预售天都首郡 10#、天都江苑一期楼盘收到的现金，使得经营活动产生的现金流量净额增长至 4.98 亿元，同期现金收入比大幅提高至 274.52%；投资活动产生的现金流量净额为-5.79 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-0.15 亿元。

跟踪期内，随着景区客流量增长带动旅游主业收入稳定增长，公司经营性净现金流表现良好；2017 年公司融资规模明显回落，但考虑到在建和拟建项目及未来发展规划投资规模较大，公司存在一定外部融资需求。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，2017 年底，公司流动比率为 223.24%；受开发成本为主的存货规模较大影响，公司速动比率水平明显低于流动比率， 2017 年底为 142.08%。同期，公司经营现金流动负债比呈上升趋势， 2017 年底为 68.58%。截至 2018 年 3 月底，公司流动负债规模所有上升，流动比率和速动比率分别下滑至 186.21%和 123.31%。考虑到公司现金类资产充裕，可供出售金融资产流动性强，公司短期偿债能力强。

长期偿债能力方面，2017 年公司 EBITDA 为 8.39 亿元；公司 EBITDA 利息倍数分别为 10.45 倍，较去年大幅增长；全部债务/EBITDA 为 1.05 倍。总体看，公司长期偿债指标跟踪期内逐步向好，EBITDA 对有息债务的保障能力强。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信总额为 63.40 亿元，尚未使用的额度为 61.72 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。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为 G1037032300003040A），截至 2018 年 5 月 24 日，公司无未结清不良信贷信息，已结清的信贷信息中有 12 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。

7. 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。

十、存续债券偿还能力分析

截至 2017 年底，公司现金类资产为“16 黄山旅游 MTN001”（3 亿元）金额的 3.72 倍；2017 年 EBITDA 为上述金额的 2.80 倍。截至 2018 年 3 月底，公司剔除受限部分的现金类资产为上述金额的 3.40 倍。总体看，公司现金类

资产及 EBITDA 对“16 黄山旅游 MTN001”的保障能力较强。

表12　公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	-
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	10.31
经营活动现金流净额/应付债券余额	3.72
EBITDA/应付债券余额	2.80

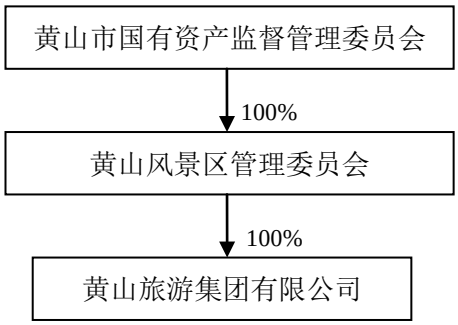
资料来源：联合资信整理

整体看，公司现金类资产及 EBITDA 对“16 黄山旅游 MTN001”的保障能力较强，公司经营活动现金流入量对公司应付债券余额保障能力强。

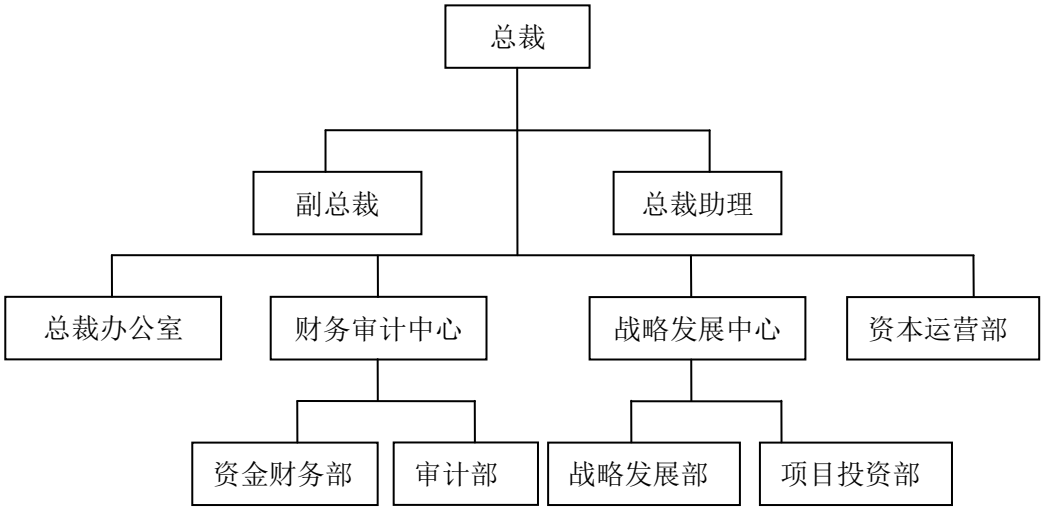
十一、结论

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

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　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.78	11.82	11.15	10.19
资产总额(亿元)	80.82	69.03	66.55	71.42
所有者权益(亿元)	32.59	45.22	44.07	44.17
短期债务(亿元)	14.98	3.86	5.05	5.19
长期债务(亿元)	20.67	6.76	3.78	3.80
全部债务(亿元)	35.65	10.62	8.83	8.99
营业总收入(亿元)	21.79	23.25	23.50	3.73
利润总额(亿元)	3.37	4.56	6.09	0.94
EBITDA(亿元)	7.94	8.40	8.39	--
经营性净现金流(亿元)	8.31	8.97	11.15	4.98
财务指标				
销售债权周转次数(次)	31.07	37.12	39.75	--
存货周转次数(次)	0.66	0.72	0.87	--
总资产周转次数(次)	0.28	0.31	0.35	--
现金收入比(%)	98.11	106.00	112.06	274.52
营业利润率(%)	39.23	41.64	42.36	31.33
总资本收益率(%)	5.98	8.07	9.15	--
净资产收益率(%)	6.48	6.99	10.05	--
长期债务资本化比率(%)	38.81	13.01	7.90	7.93
全部债务资本化比率(%)	52.24	19.02	16.70	16.91
资产负债率(%)	59.68	34.50	33.78	38.15
流动比率(%)	133.68	240.93	223.24	186.21
速动比率(%)	63.19	116.16	142.08	123.31
经营现金流动负债比(%)	31.01	67.03	68.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.29	5.18	10.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.49	1.26	1.05	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 短期债务中包含了其他流动负债中的有息债务；3. 长期债务中包含了长期应付款中的有息债务。

附件 3　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-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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 4-1　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：AAAA、AAA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAAA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
AAAA	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
AAA	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 4-2　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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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

附件 4-3　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。