信用等级公告

联合〔2019〕2298 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”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

二〇一九年七月二十五日

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
http://www.lhratings.com

黄山旅游集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

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	2021/8/17	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 25 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.82	11.15	22.65	11.81
资产总额(亿元)	69.03	66.55	70.85	73.08
所有者权益合计(亿元)	45.22	44.07	45.24	46.60
短期债务(亿元)	3.86	5.05	3.03	3.24
长期债务(亿元)	6.76	3.78	3.74	3.76
全部债务(亿元)	10.62	8.83	6.77	7.00
营业收入(亿元)	23.25	23.50	24.14	4.18
利润总额(亿元)	4.56	6.09	8.76	1.06
EBITDA(亿元)	8.40	8.39	11.01	--
经营性净现金流(亿元)	8.97	11.15	12.92	1.30
营业利润率(%)	41.64	42.36	43.03	46.81
净资产收益率(%)	6.99	10.05	14.54	--
资产负债率(%)	34.50	33.78	36.14	36.23
全部债务资本化比率(%)	19.02	16.70	13.01	13.06
流动比率(%)	240.93	223.24	202.73	188.04
经营现金流动负债比(%)	67.03	68.58	63.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.26	1.05	0.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.18	10.45	28.35	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 现金类资产中已剔除受限部分；3. 短期债务中包含其他流动负债中的有息债务；4. 长期债务中包含长期应付款中的有息债务

分析师：孔祥一　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。跟踪期内，随着景区内酒店的升级改造和黄杭高铁的开通运营，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、黄山主景区门票价格下调、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。黄杭高铁的建成开通将进一步改善黄山市交通环境，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，“16 黄山旅游 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 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。
2. 跟踪期内，黄杭高铁建成通车带动游客数量进一步增长，黄山市交通条件得到改善。
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，公司货币资金及理财产品充裕，获现能力强，经营活动现金流量净额及EBITDA对“16黄山旅游MTN001”保障能

力强。

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. 根据《安徽省物价局关于降低国有5A级景区门票价格的通知》，黄山风景区旺季门票价格由230元/人降为190元/人，自2018年9月28日起执行。门票价格下调对公司未来旅游业务增长带来一定压力。
3. 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2019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”，股票代码为“600054.SH”；B股股票简称“黄山B股”，股票代码“900942.SH”）。截至2019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。

截至2019年3月底，公司总部机构包括总裁办、纪委监察室、人力资源中心、财务审计中心和战略发展中心。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额为 70.85 亿元，所有者权益为 45.24 亿元（含少数股东权益 26.52 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 24.14 亿元，利润总额 8.76 亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额为73.08亿元，所有者权益合计为46.60亿元（含少数股东权益25.77亿元）。2019年1-3月，公司实现营业收入4.18亿元，利润总额1.06亿元。

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：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%-7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条

件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长

7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业分析

公司主要行业涉及旅游行业和房地产行业。

1. 旅游行业

（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。

2018 年，国内旅游市场持续高速增长，入境旅游市场稳步进入缓慢回升通道，出境旅游市场平稳发展；其中，国内旅游人数 55.39 亿

人次，比上年同期增长 10.8%；入出境旅游总人数 2.91 亿人次，同比增长 7.8%；全年实现旅游总收入 5.97 万亿元，同比增长 10.5%；全国旅游业对 GDP 的综合贡献为 9.94 万亿元，占 GDP 总量的 11.04%；旅游直接就业 2826 万人，旅游直接和间接就业 7991 万人，占全国就业总人口的 10.29%。

未来，随着社会经济水平的发展和国民生活质量要求的提高，旅游行业有望迈入新的高速增长阶段，并带动相关的上下游行业协同发展。总体来看，未来几年将是中国旅游业发展的“黄金时代”，旅游产业将会快速发展，并成为继投资和消费后中国经济增长的第三极。

（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、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，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，行业内劣势企业将在竞争中得以淘汰，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。

（3）产业政策

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。

2016年11月28日，国务院办公厅发表《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7日，国务院印发的《“十三五”旅游业发展规划》中指出，“十三五”旅游业发展的主要目标是“旅游经济稳步增长”“综合效益显著提升”“人民群众更加满意”和“国际影响力大幅提升”。

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。

2018年6月28日，国家发改委发布《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》（以下简称“《指导意见》”），《指导意见》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。2018年，在推进完善国有景区门票价格形成机制同时，降低重点国有景区门票价格任务取得明显成效。

总体看，近年来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

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。根据《2017 年第四季度全国星级饭店统计公报》数据显示，全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计 10926 家，有 9775 家经营情况数据通过省级旅游行政管理部门审核，其中五星级饭店 822 家；四星级饭店 2392 家；三星级饭店 4721 家，二星级饭店 1774 家，一星级饭店 66 家。根据填报的财务数据显示，全国 9775 家星级饭店第四季度的营业收入合计 577.70 亿元，其中客房收入为 252.51 亿元，占营业收入的 43.71%；餐饮收入为 241.65 亿元，占营业收入的 41.83%。全国星级饭店第四季度平均房价为 352.23 元/夜，平均出租率为 57.71%，每间可供出租客房收入为 203.28 元/夜，每间客房平摊营业收入为 39322.09 元/夜。根据《2018 年第三季度全国星级饭店统计公报》数据显示，全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计 10667 家，有 9230 家经营情况数据通过省级旅游行政管理部门审核，其中五星级饭店 819 家；四星级饭店 2351 家；三星级饭店 4434 家，二星级饭店 1567 家，一星级饭店 59 家。根据填报的财务数据显示，全国 9230 家星级饭店 2018 年第三季度的营业收入合计 515.22 亿元，同比基本持平，其中客房收入为 248.70 亿元，占营业收入的 48.27%；餐饮收入为 196.36 亿元，占营业收入的 38.11%。全国星级饭店 2018 年第三季度平均房价为 341.76 元/夜，同比增长 0.44%，平均出租率为 60.86%，同比增加 0.46 个百分点；每间可供出租客房收入为 208.00 元/夜，同比增长 0.91%，每间客房平摊营业收入为 36358.80 元/夜，同比增长 2.74%。

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。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

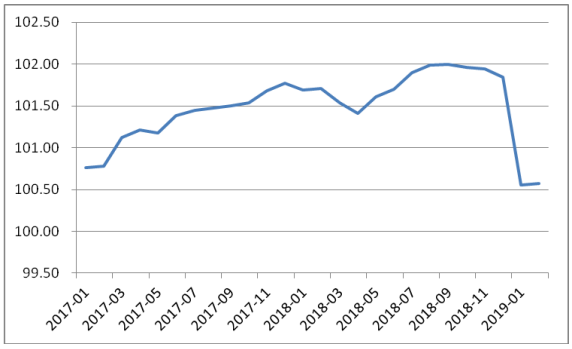
伴随着中国旅游业的高速发展，中国旅行社行业也发生了巨大的变化，近二十年来行业规模不断扩大，从业人员不断增加，旅行社行业已经成为中国拉动经济增长和扩大就业渠道的重要的服务行业之一。产业融合和业态创新将是中国旅行社业发展的核心增长点。产业融合包括旅行服务业与信息产业、供应链上游产业或下游产业融合；业态创新主要以旅游者的需求变化为导向。

2. 房地产行业

（1）房地产开发行业

延续 2017 年以来房地产市场的严控形势，2018 年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图 1　2017 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind 资讯

房地产投资开发方面，2018 年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.50%，增速较上年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿

元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018 年全年商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下降 6.40 个百分点；共实现销售额 15.00 万亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下降 1.50 个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2018 年百城住宅平均价格累计上涨 5.09%，较 2017 年增速下降 2.06 个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018 年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

（2）土地市场与信贷环境

2018 年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋近，房企拿地普遍持谨慎态度。2018 年，全国 300 个城市共推出用地 12.84 亿平方米，同比增长 20.00%，其中住宅用地共推出 5.05 亿平方米，同比增长 26.00%；土地成交量 10.55 亿平方米，同比增长 14.00%，其中住宅用地成交 3.89 亿平方米，同比增长 10.00%。进入 2018 年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较 2017 年明显增加。价格方面，2018 年，全国 300 个城市土地出让金总额为 41773 亿元，同比增长 2.00%；300 个城市成交楼面均价为 2159 元/平方米，同比下跌 11.00%；平均溢价率为 13.00%，较 2017 年同期下降 16.00 个百分点。总体看，进入 2018 年以来，全国 300 城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018 年 1-9 月，房地产开发企业开发资金为 12.19 万亿元，同比增长 7.80%，增速较 2017 年同期下降 0.20 个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的 33.31%和 33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长 11.40 和 16.30 个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的 14.80%、0.04%和 14.38%。

2018 年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入 2018 年 10 月以来，金融市场上货币政策出现松动。11 月 15 日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一、二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在 7 月 31 日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上

涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

（3）政策环境

2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018 年 5 月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出 3-5 年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应 50%以上。2018 年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于 85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为 40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名 5 市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为 1 年。

2018 年 6 月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018 年 7 月 31 日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了 2018 年下半年稳中求进的总基调。但同样在 2018 年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7 月太原宣布取消二手房限售，12 月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在 2018 年 12 月 13 日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018 年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

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 2019 年 3 月底，公司注册资本 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. 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。

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。2018年12月，黄杭高铁正式开通运营，杭州、上海、南京至黄山，最快分别只需要1小时26分、2小时26分、3小时24分可达。并将与沪昆、杭甬、宁杭、合福、昌景黄等多条已运营或规划建设的高铁线相连。黄杭高铁沿线穿越7个5A级景区，50多个4A级景区。黄杭高铁的开通，进一步完善浙皖两省和东部地区高铁路网结构，极大便利沿线群众出行，对促进沿线旅游资源开发，增强长三角地区辐射带动作用，推动区域经济协调发展等具有重要意义。

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，公司营业收入构成仍以旅游、房地产及其他三大业务为主。2018年，公司实现营业收入24.14亿元，同比增长2.74%。

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。2018年黄山主景区旺季门票价格有所下调，由于新门票价格自9月28日起实行，对公司当年园林开发业务收入影响不大；2018年索道业务实现收入4.96亿元，同比增长1.08%；公司酒店业务仍保持稳定增长，2018年实现营业收入6.86亿元，同比增长3.52%；公司旅游服务收入近年来持续下滑，2018年为4.18亿元。跟踪期内，公司房地产板块收入持续增长，2018年收入占比为24.83%。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和农产品加工业务等，2018年实现收入1.85亿元，同比保持稳定，占营业收入的比重下降至7.68%。

从盈利水平看，旅游业务方面，2018 年，受酒店改造及促销活动力度加大的影响，公司酒店业务毛利率同比有所下滑，2018 年为29.35%，同比下降 2.26 个百分点；索道业务始终保持良好的盈利水平，为公司毛利润的重要来源，2018 年毛利率为 86.74%；受门票价格下调影响，公司园林开发业务盈利水平较上年有

所下降，2018 年毛利率为 82.92%；旅游服务业务的毛利率近年来持续上升，2018 年为 16.49%，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回升至 14.67%。其他业务毛利率为 23.28%。

表 2　2016-2019 年 3 月公司营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	62048.99	26.69	30.44	66258.26	28.20	31.61	68587.78	28.41	29.35	13234.03	31.68	18.77
索道业务	47463.30	20.41	83.10	49071.57	20.88	85.15	49599.95	20.54	86.74	8188.30	19.60	78.84
园林开发业务	23321.77	10.03	88.10	23269.42	9.90	87.49	23095.65	9.57	82.92	3570.03	8.55	79.23
旅游服务业务	43270.77	18.61	12.90	42236.82	17.97	14.39	41750.52	17.29	16.49	5712.41	13.68	10.74
房地产业务	45503.35	19.57	18.58	52253.55	22.24	12.18	59956.64	24.83	14.67	11945.84	28.60	41.44
其他业务	23713.74	10.20	30.31	18516.07	7.88	19.98	18537.25	7.68	23.28	2956.40	7.08	8.13
合并抵消	-12815.09	-5.51	--	-16627.43	-7.08	--	-20104.41	-8.33	--	-3835.09	-9.18	--
合计	**232506.83**	**100.00**	**44.81**	**234978.25**	**100.00**	**44.62**	**241423.39**	**100.00**	**44.80**	**41771.92**	**100.00**	**48.26**

资料来源：公司提供

2019年1-3月，公司实现营业收入4.18亿元，同比增长11.85%。受黄杭高铁于2018年底开通运营，带动2019年一季度景区游客同比增长的影响，公司2019年一季度酒店、索道、园林开发等业务收入同比均实现增长，公司旅游各业务板块一季度毛利率同比保持稳定。同期，房地产板块毛利率41.44%，同比大幅增长，主要系天都房地产开发有限公司（以下简称“天都地产”）转让合计0.95亿元的27亩商业用地所致，带动公司综合毛利率同比增长14.21个百分点至48.26%。

总体看，跟踪期内受益于外部交通条件优化、管理水平提升及房地产销售增长，公司经营状况保持良好发展态势，整体盈利能力强。随着主景区旺季门票价格下调的影响逐步显现，公司未来旅游业务增长存在一定压力。

2. 旅游板块

（1）园林开发

黄山旅游为公司园林开发业务经营主体，园林开发业务是公司收入及利润的稳定来源，板块收入主要来自于黄山风景区的门票款。截至2018年底，黄山旅游合计资产规模47.03亿元，所有者权益42.08亿元；2018年实现营业收入16.21亿元，利润总额8.15亿元。对于门票款，黄山旅游与黄山风景区管理委员会（以下简称“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”）。2018年，公司门票收入为2.31亿元，同比变化不大。毛利率水平保持高位。

从游客人次来看，公司游客人次保持增长趋势，2018年公司共接待进山游客338.00万人，同比增长1.02%；其中，境外游客7.28万人，同比大幅下降57.23%。2019年1-3月，受益于黄杭高铁通车，公司接待进山游客同比增长6.34%至59.17万人，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	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
进山游客	330.08	336.87	338.00	59.17

资料来源：公司提供

从门票价格看，在2018年6月国家发改委发布的《指导意见》等相关文件的指导下，各地区重点景区均进行了景区门票价格下调工作。根据《安徽省物价局关于降低国有5A级景区门

票价格的通知》（皖价服函〔2018〕195号），黄山市物价局对黄山风景区门票价格进行调整，黄山风景区旺季门票价格由230元/人降为190元/人，淡季维持150元/人。新的门票价格自2018年9月28日起执行。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 4　截至 2019 年 3 月底部分 5A 级景区门票价格比较

（单位：元/人）

景区	门票价格
黄山	旺季：190；淡季：150
峨眉山	旺季：160；淡季：110
九寨沟	旺季：190；季：80
普陀山	旺季：160；淡季：120；春节、国庆、五一：180
九华山	旺季：160；淡季：140
五台山	旺季：135；淡季：118
张家界	旺季：225；淡季：115

资料来源：联合资信整理

此外，公司除黄山风景区外，还拥有花山谜窟景区和太平湖景区。2018年8月，根据黄山市物价局发布的《关于降低国有4A级景区门票价格的通知》，花山谜窟景区门票价格由91元/人调至78元/人，太平湖门票价格由71元/人降为63元/人。

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。2018年，该景区接待游客18.26万人次，实现收入1287.49万元，受景区改建及门票价格下调的影响，花山谜窟景区接待人数与收入均同比下滑。子公司黄山旅游于2018年6月与黄山市国资委签署协议，受让其持有的太平湖文化旅游有限公司（以下简称“太平湖文旅”）56%的股权，交易对价为1.12亿元，截至目前标的资产已完成交割。太平湖景区位于黄山市西北部，国家AAAA级旅游风景区，是安徽省实施“两山一湖”（黄山、九华山、太平湖）旅游发展战略的重要组成部分。2018年，太平湖景区接待游客22.43万人次，实现收入695.30万元。

（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2019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（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

2018年，公司四条索道共接待游客 669.11万人次，实现索道收入4.96亿元。索道价格同比未发生变化。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，因此索道业务保持了良好的盈利水平。2019年1-3月，公司四条索道共接待旅客111.04万人次，实现收入0.82亿元，分别同比增长9.54%和15.49%。

表6　公司索道接待游客人数情况（单位：万人次）

索道名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
云谷索道	256.44	263.55	256.43	46.46
玉屏索道	242.33	265.24	269.94	51.81
太平索道	62.21	65.02	58.45	7.86
西海观光缆车	78.80	73.52	84.29	4.91
合计	**639.77**	**667.32**	**669.11**	**111.04**

资料来源：公司提供

总体看，公司索道业务盈利能力保持良好水平，未来随着游客增加，收入利润仍有增长空间。

（3）酒店

截至2019年3月底，公司下属酒店、商务旅

馆共13家，其中四星级12家，五星级1家，主要分布在黄山风景区和黄山市区，2018年市场占有率（包含景区内外）为17.56%。跟踪期内，受北海宾馆和排云楼宾馆改建的影响，公司酒店业务毛利水平同比有所下滑。2018年，公司酒店业务实现收入6.86亿元，毛利率为29.35%；2019年1-3月，公司酒店业务实现收入1.32亿元，毛利率为18.77%。

截至目前，北海宾馆曙光13套客房主体框架已形成，配套设施已基本完备，按照“高山精品民宿”的定位，已谋划组建管理服务队伍，北海宾馆前楼的改造正在按计划推进；排云楼宾馆改造项目拆除工作稳步推进，按照“高山户外”主题酒店定位，排云楼宾馆正在进行企业形象设计（CI设计），产品文化包装等工作均在规划实施。

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1302间，包括19间套房、953间标准间（含三人间和单间），330床经济床位，2018年平均标间客房入住率为54%，受景区内酒店改造工程影响，公司可提供房间数量同比减少66间。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，2018年入住率较2017年保持平稳，为44.89%。

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	四星
西海山庄	四星

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2019年3月底，公司在全国共拥有8家“徽商故里”酒店（1家为托管管理模式）。2018年，“徽商故里”实现餐饮收入合计1.01亿元，实现净利润651.04万元。

（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和黄山市海外旅行社。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，但为公司其他业务提供了重要的客源支持，2018年公司旅行社接待国内游人数明显下滑，主要由于统计口径调整，未包含山上云谷等景区接待量。

表8　近年来公司旅行社接待游客情况（单位：万人次）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
出境游	2.24	1.85	1.02	0.13
入境游	10.78	9.24	4.43	0.42
国内游	65.22	72.01	58.89	6.26

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，受益于黄杭高铁、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和天都江苑等。

2018年，公司房地产板块营业收入及毛利率均实现同比增长，得益于2018年黄山中心城区房价上涨。2019年1-3月，公司房地产板块实现营业收入1.19亿元，同比增加0.23亿元；毛利率为41.44%，同比大幅增长，主要系结转毛利较高的多层和高层所致。

公司目前在售项目为齐云府和天都江苑。齐云府项目的开发主体为玉屏地产，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64万平方米（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2019年3月底，已累计投资12.97亿元。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2019年3月底已分别销售7.30万平方米和8.40万平方米，销售均价分别为5299元/平方米和5627元/平方米。截至2019年3月底，该项目累计实现回笼资金9.50亿元。

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平方米，规划总建筑面积22.85万平方米，计划总投资14.15亿元，一期建筑面积11.14万平方米，包括1#、2#、3#、5#、6#、16#、一期车库、1#和2#配电房；二期建筑面积11.93万平方米。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2019年3月底已投资10.97亿元，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9.04亿元。

表 9　截至 2019 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（平方米）	累计销售面积（平方米）	剩余可售面积（平方米）	2018 年签约销售面积（平方米）	累计回笼资金（亿元）	累计销售收入（万元）	销售均价（元/平方米）	剩余投资（万元）
齐云府	26.00	12.97	640133.27	184947.00	15283.11	61629.00	9.50	56874.63	5960.00	130300.00
天都江苑	14.15	10.97	228546.33	124474.62	90808.95	3391.22	9.04	0.00	7963.00	31800.00

资料来源：公司提供

注：齐云府累计销售面积、剩余可售面积及2018年签约销售面积包含地下车库和储藏间

从土地储备情况来看，截至2019年3月底，天都地产已开发的剩余可销售面积为9.08万平方米，天都地产剩余土地储备将用于天都江苑的开发，预计形成资金回流8.43亿元；玉屏地产剩余土地储备168亩，已开发的剩余可销售面积为1.53万平方米，预计形成资金回流2541万元。

总体看，公司房地产开发业务去化压力较大；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。2018年公司其他业务板块实现收入1.85亿元，同比变动不大。

5. 经营效率

2018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分别为34.13次、1.06次和0.35次。总体看，公司经营效率尚可。

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2019年3月底，公司在建及未来投资项目包括天都江苑项目、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32.58亿元，截至2019年3月底，已累计完成投资13.31亿元。

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；截至2019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。

黄山东海景区开发项目中东海景区云谷索道下半段建设方案已经实地勘探、筛选，并获得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6308.378米，线路总高差1150米（最大高差1200米）。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。

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2019年3月底已累计投资	2019年4-12月	2020年	项目进度
天都江苑项目	2016-2021	14.15	10.97	1.90	依据市场环境进行投入	天都江苑二期有8栋高层和连体地下室在建，截至目前7#、8#、9#完成主体结构验收，正在施工内墙粉刷及外墙保温；10#、11#、12#、13#、15#正在砌筑墙体；地下室已完成主体结构施工
高铁综合客运站	2014-2018	4.51	2.12	0.00	依据市场环境进行投入	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。跟据项目一期经营需求，逐步实施二期项目开发
黄山东海景区开发	2017-2021	7.70	0.22	1.30	4.00	索道项目已完成可研、测绘、选址、地勘、地灾评估、客运索道设备采购及供配电工程招标准备等工作，站房建筑方案已通过管委会组织的专家预审，施工索道已进场，已完成材料设备进场工作，正在搭建防护棚；游

						步道项目施工单位已进场完成现场临设的搭建工作，游步道地质灾害工程已完成招投标工作。当前，正在围绕索道环评审批和立项核准开展系列工作
黄山市全域旅游公共服务体系项目	2019.1-2020.12	6.22	0.00	1.34	1.53	目前处于项目立项阶段
合计	--	**32.58**	**13.31**	**4.54**	**5.53**	--

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。

公司计划对花山谜窟景区进行重新规划，2018年10月子公司黄山旅游通过其子公司黄山市花山谜窟公司投资建设花山迷窟景区提升一期工程，计划投资总额3.83亿元，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5年，预计2021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。

东黄山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。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。

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。

九、财务分析

公司提供了2018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2019年一季度财务报告未经审计。

从合并范围来看，截至2018年底，公司合并范围子公司较2017年底增加7家，其中非同一控制下企业合并2家，分别为太平湖文化旅游有限公司和西大门客运有限公司，新设子公司5家；减少黄山市黄山航空旅游服务有限责任公司；截至2019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 2018 年底，公司（合并）资产总额 70.85 亿元，所有者权益 45.24 亿元（含少数股东权益 26.52 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 24.14 亿元，利润总额 8.76 亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额73.08亿元，所有者权益合计为46.60亿元（含少数股东权益25.77亿元）。2019年1-3月，公司实现营业收入4.18亿元，利润总额1.06亿元。

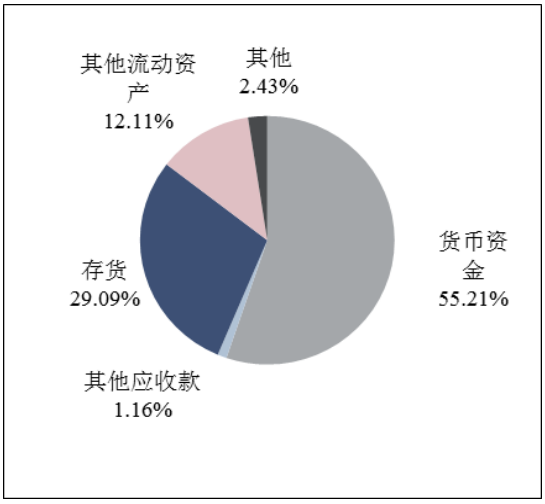
1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 70.85 亿元，同比增长 6.46%；从资产结构来看，流动资产占 57.87%，非流动资产占 42.13%，公司资产结构以流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 41.00 亿元，同比增长 12.92%，主要由货币资金、存货和其他流动资产构成。

图 2　截至 2018 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 2018 年底，公司货币资金为 22.63 亿元，同比大幅增长 103.20%，主要系赎回银行理财产品及地产板块预售房款增长所致。构成上，银行存款占 97.44%，其余为现金和其他货币资金。公司货币资金中无使用受限部分。

公司存货主要由开发产品（2018 年底占 10.14%）和开发成本（2018 年底占 87.57%）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 2018 年底，存货账面价值为 11.93 亿元，同比下降 9.65%；公司累计对存货计提跌价准备 0.93 亿元（其中开发产品 0.26 亿元，开发成本 0.66 亿元）。

截至2018年底，公司其他流动资产为4.96亿元，主要由理财产品构成（占78.23%），由于跟踪期内赎回部分银行理财产品，公司其他流动资产同比下降52.67%。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产为 29.85 亿元，同比下降 1.29%；可供出售金融资产、无形资产和固定资产为非流动资产主要构成部分，2018 年底占比分别为 17.30%、9.32% 和

62.30%。

截至 2018 年底，公司可供出售的金融资产为 5.17 亿元，同比下降 29.94%，主要系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 4900 万股所致，截至 2018 年底，公司尚持有华安证券 4100 万股，占华安证券总股本的 1.13%，公允价值为 1.94 亿元。

表 11　截至 2018 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）	1.94	1.13
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
黄山赛富旅游文化产业发展基金（按成本计量）	2.40	24.00
合计	**5.17**	--

资料来源：公司 2018 年度审计报告

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 18.60 亿元，同比变动不大。从固定资产构成来看，房屋建筑物占 83.55%、索道设备占 7.47%，其余为机器设备、运输工具和其他设备；固定资产累计折旧 13.95 亿元（其中 2018 年计提折旧 1.52 亿元），计提减值准备 0.04 亿元。截至 2018 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 2019 年 3 月底，公司资产总额为 73.08 亿元，较上年底增长 3.15%，由于会计准则调整，公司可供出售金融资产调至其他权益工具投资科目计量，较 2018 年底增长 2.77 亿元，主要系公司增加对北京文科融资租赁公司投资 1.80 亿元所致；同期，长期应收款新增 1.30 亿元，主要系子公司黄山旅游新增对关联企业黄山蓝城小镇投资有限公司拆借款所致。由于公司利用闲置资金购买银行理财产品，使得 2019 年 3 月底公司货币资金较 2018 底下降至 11.79 亿元，其他流动资产增长至 13.77 亿元。

总体看，公司货币资金及理财产品充足，以开发成本为主的存货占比大，对公司资金存在一定占用，地产开发业务存在一定去化压力。公司整体资产质量较好。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益为 45.24 亿元，同比增长 2.67%，其中少数股东权益 26.52 亿元（占 58.62%）；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 44.76%，资本公积占 33.91%，未分配利润占 23.52%。

截至 2018 年底，公司归属于母公司所有者权益同比下降 1.61%至 18.72 亿元，主要系子公司黄山旅游通过集中竞价交易的方式使用自有资金回购黄山旅游 B 股股票并注销所致。截至 2018 年底，公司合计回购 B 股 1494.60 万股，占黄山旅游总股本的 2.00%，合计支付金额 1.26 亿元。截至 2019 年 2 月 1 日，公司累计回购 B 股 1792.06 万股，合计支付金额 1.50 亿元。

截至 2018 年底，公司其他综合收益为 0.54 亿元，同比大幅下降 71.15%，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 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 46.60 亿元，较 2018 年底增长 2.99%，主要来自未分配利润的增长；其中少数股东权益为 25.77 亿元，占当期所有者权益总额的 55.31%，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，股权回购导致归母权益有所下降，所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2018 年底，公司负债总额为 25.60 亿元，同比增长 3.42%；其中流动负债占 78.98%，非流动负债占 21.02%，公司负债以流动负债为

主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 20.22 亿元，同比增长 21.54%，主要来自预收款项的增加；从构成来看，主要由短期借款（占 14.74%）、应付账款（占 11.52%）和预收款项（占 55.02%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 2.98 亿元，同比增长 55.21%，主要包含信用借款（2.36 亿元）和保证借款（0.62 亿元）。同期，公司应付账款合计 2.33 亿元，同比增长 28.55%，主要系房地产业务投入带动应付工程款项增加所致。

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 2018 年底为 11.13 亿元，同比大幅增长 107.53%，其中预收房款 10.81 亿元，系子公司玉屏地产齐云府项目新开楼盘预收房款及天都地产 2017 年底部分签约销售商品房于 2018 年收到回流资金所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 5.38 亿元，同比下降 13.41%，主要由长期借款（占 13.31%）、应付债券（占 56.10%）和递延收益（占 21.64%）构成。

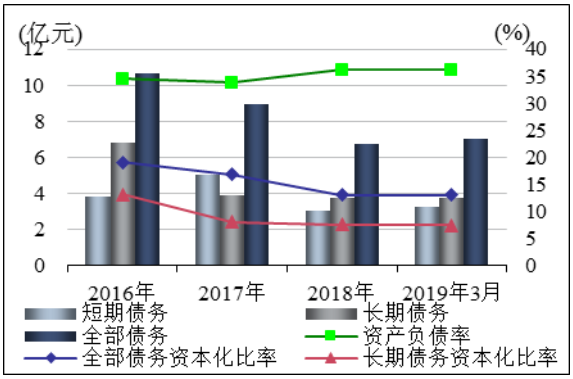
截至 2018 年底，公司长期借款为 0.72 亿元，同比变动不大，其中抵押借款 0.69 亿元，其余为信用借款；公司应付债券为目前存续的 3 亿元中期票据“16 黄山旅游 MTN001”。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 26.48 亿元，较上年底变动不大；其中流动负债占 78.68%，非流动负债占 21.32%，负债结构变动不大。

截至 2018 年底，公司有息债务同比有所下降，为 6.77 亿元。从期限结构来看，2018 年底短期债务占比下降至 44.79%。债务指标方面，截至 2018 年底，公司资产负债率有所上升、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 36.14%、13.01%和 7.63%。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务合计 7.00 亿元，较 2018 年底增长 3.49%，债务结构仍以长期债务为主；同期，公司资产负债率和全部债务资本化比率较 2018 年底有所上升，长期债务资本化比率有所下降，三项指标分别为 36.23%、13.06%和 7.47%。

图3　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增长，负债结构以流动负债为主，有息债务规模进一步下降。整体债务负担轻，财务弹性良好。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司经营情况较为平稳，2018 年营业收入为24.14亿元，同比增长2.74%。同期公司营业利润率小幅提高至43.03%，营业利润率维持在较高水平。

公司期间费用中管理费用和销售费用占比较大，由于2018年子公司黄山旅游支付民航公司广告宣传费导致当期公司销售费用大幅增长；管理费用主要为职工薪酬、税金和折旧费等。2018年公司期间费用同比增长13.14%至4.65亿元，占营业收入的比重为19.27%，同比增长1.76个百分点。其中财务费用0.35亿元，同比下降7.16%。

2018年公司投资收益为3.12亿元，同比增加2.17亿元，其中处置华安证券股权取得的投资收益为2.63亿元。2018年公司非经营性损益（投资收益+营业外收入+其他收益）合计3.25亿元，占当期利润总额的37.10%，对公司利润形成良好补充。

2018年，公司实现利润总额8.76亿元，同比增长44.20%。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，2018年分别为13.40%和14.54%。

2019年1-3月，公司实现营业收入4.18亿元，同比增长11.85%，营业利润率为46.81%，同比增长15.48个百分点；实现利润总额1.06亿元，同比增长13.30%。同期，公司期间费用率为21.14%，同比下降2.11个百分点。

总体看，2018年公司收入规模平稳增长，主营业务盈利能力强，非经营性损益对公司利润形成良好补充，但可持续性不强。

5．现金流分析

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入及流出量分别为 35.16 亿元和 22.24 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 31.14 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 4.02 亿元（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）。公司经营活动产生的现金流量净额为 12.92 亿元，同比增长 15.79%。公司现金收入比为 128.97%，收入实现质量持续提高，经营获现保持良好水平。

从投资活动看，2018 年，公司投资活动现金流入 40.03 亿元，同比增长 105.91%，其中收回投资收到的现金 39.42 亿元，系处置华安证券股权及赎回理财产品所致；公司投资活动现金流出 35.87 亿元，同比增长 28.13%，其中投资支付的现金 33.52 亿元，主要为购买理财产品。公司投资活动产生的现金流量净额为 4.16 亿元。

筹资活动方面，2018 年公司筹资活动现金流入为 3.23 亿元。同期，筹资活动现金流出为 8.81 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-5.58 亿元。

2019 年 1-3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 1.30 亿元，同期现金收入比大幅提高至 149.45%；投资活动产生的现金流量净额为-12.00 亿元，主要为购买理财产品支出的现金，筹资活动产生的现金流量净额为-0.14 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；考虑到在建和拟建项目投资规模可控，公司对外融资需求较小。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，截至 2018 年底，公司流动比率为 202.73%；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， 2018 年底为 143.76%。同期，公司经营现金流动负债比有所下降，2018 年底为 63.87%。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别下滑至 188.04%和 130.22%。考虑到公司现金类资产充裕，可供出售金融资产及理财产品变现能力极强，公司短期偿债能力极强。

长期偿债能力方面，2018 年公司 EBITDA 为 11.01 亿元；公司 EBITDA 利息倍数为 28.35 倍，较上年大幅增长；全部债务/EBITDA 为 0.61 倍。总体看，公司长期偿债指标持续向好，EBITDA 对有息债务的保障能力强，长期偿债能力强。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信总额 67.83 亿元，尚未使用的额度为 64.05 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. 公司本部财务分析

截至 2018 年底，公司本部资产总额合计 32.19 亿元，同比下降 6.70%，构成上仍以非流动资产为主，占公司本部资产总额的 66.11%。截至 2018 年底，公司本部流动资产合计 10.92 亿元，主要由其他应收款 8.34 亿元和货币资金 1.59 亿元构成；同期，非流动资产合计 21.28 亿元，主要为长期股权投资 20.58 亿元。

截至 2018 年底，公司本部负债合计 8.74 亿元，同比下降 24.00%。构成上，流动负债合

计 5.45 亿元，主要为短期借款 2.36 亿元和其他应收款 3.04 亿元；非流动负债合计 3.29 亿元，主要为应付债券“16 黄山旅游 MTN001”3.02 亿元。同期，公司本部有息债务合计 5.38 亿元，公司本部偿债压力较小。

截至 2018 年底，公司本部所有者权益合计 23.46 亿元，主要为股本 8.38 亿元和资本公积 12.08 亿元。

2018 年，公司本部实现营业收入 784.37 万元，实现投资收益 0.81 亿元，实现利润总额 0.71 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司本部资产总额合计 32.54 亿元，资产规模及结构较 2018 年底变动不大；同期，负债总额合计 9.12 亿元，有息债务合计 5.47 亿元，其中短期债务 2.42 亿元。所有者权益较 2018 年底变动不大，合计 23.43 亿元。2019 年 1-3 月，公司本部实现营业收入 108.32 万元，由于当期利息收入大幅减少，财务费用同比增长至 240.00 万元，导致公司当期利润总额为-272.94 万元。

总体看，公司本部资产以长期股权投资为主，有息债务规模小，利润总额主要来自投资收益。

8. 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 G1034100300006780R），截至 2019 年 7 月 12 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。

9. 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。

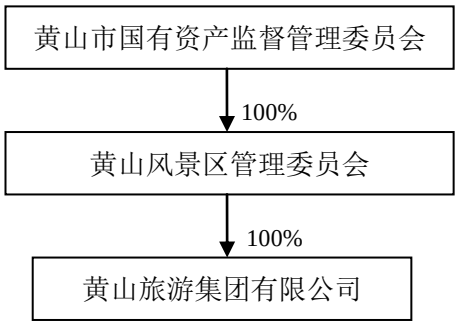
2018 年，公司经营活动现金流入量 35.16 亿元，是存续期债券余额的 11.72 倍；经营活动现金流量净额 12.92 亿元，是存续期债券余额的 4.31 倍；公司 EBITDA 为 11.01 亿元，是存续期债券余额的 3.67 倍。

总体看，公司经营活动现金流量净额及 EBITDA 对存续期内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，“16黄山旅游MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.82	11.15	22.65	11.81
资产总额(亿元)	69.03	66.55	70.85	73.08
所有者权益(亿元)	45.22	44.07	45.24	46.60
短期债务(亿元)	3.86	5.05	3.03	3.24
长期债务(亿元)	6.76	3.78	3.74	3.76
全部债务(亿元)	10.62	8.83	6.77	7.00
营业总收入(亿元)	23.25	23.50	24.14	4.18
利润总额(亿元)	4.56	6.09	8.76	1.06
EBITDA(亿元)	8.40	8.39	11.01	--
经营性净现金流(亿元)	8.97	11.15	12.92	1.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	37.12	39.75	34.13	--
存货周转次数(次)	0.72	0.87	1.06	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.35	0.35	--
现金收入比(%)	106.00	112.06	128.97	149.45
营业利润率(%)	41.64	42.36	43.03	46.81
总资本收益率(%)	8.07	9.15	13.40	--
净资产收益率(%)	6.99	10.05	14.54	--
长期债务资本化比率(%)	13.01	7.90	7.63	7.47
全部债务资本化比率(%)	19.02	16.70	13.01	13.06
资产负债率(%)	34.50	33.78	36.14	36.23
流动比率(%)	240.93	223.24	202.73	188.04
速动比率(%)	116.16	142.08	143.76	130.22
经营现金流动负债比(%)	67.03	68.58	63.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.18	10.45	28.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.26	1.05	0.61	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 现金类资产中已剔除受限部分；3. 短期债务中包含了其他流动负债中的有息债务；4. 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　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 4-3　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