信用等级公告

联合〔2020〕2523 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

二〇二〇年七月二十四日

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
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

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

跟踪评级债券概况：

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

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 7 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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

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

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对黄山旅游集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为黄山旅游风景区的唯一经营主体，在资源禀赋、品牌知名度、旅游产业配套能力等方面具备的显著优势。2019 年，受益于交通条件的改善和门票价格的下调，公司核心景区接待游客人数有所增加，房地产业务结转项目毛利率水平高，主业经营情况较为稳定，盈利能力保持良好水平。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司收入和利润水平同比下滑明显。同时，联合资信也关注到旅游行业对外部环境的敏感度较高、新冠肺炎疫情使得公司经营业绩面临较大不确定性、房地产项目剩余可售面积较小且未来可能面临一定去化压力等因素对公司经营及信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对存续债券的保障能力强。

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

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

优势

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

2. **旅游产业配套能力完善。**跟踪期内，受益于杭黄高铁的开通，黄山市交通便利性大幅提高，公司核心景区辐射区域范围有所扩张，接待游客人数不断增长；同时，随着公司景区内酒店升级改造逐步完成，公司旅游业务接待能力有望进一步提高。

3. **债务负担轻，财务弹性良好。**跟踪期内，公司债务负担轻，财务弹性良好，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。

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

关注

1. **旅游行业对外部环境的敏感度较高，新冠肺炎疫情使得公司经营业绩面临较大不确定性。**旅游行业对外部环境敏感度较高，公司收入和利润水平易受政策及宏观调控影响。受新冠肺炎疫情影响，2020 年一季度公司经营呈亏损状态，考虑到目前疫情形势尚不明朗，公司未来经营业绩面临较大不确定性。

2. **房地产项目剩余可售面积较小。**公司房地产项目剩余可售面积较小，需关注新建项目开发及销售进度。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.15	22.65	24.83	19.42
资产总额(亿元)	66.55	70.85	82.83	79.86
所有者权益(亿元)	44.07	45.24	49.88	49.83
短期债务(亿元)	5.05	3.03	3.44	3.17
长期债务(亿元)	3.78	3.74	3.64	3.67
全部债务(亿元)	8.83	6.77	7.08	6.84
营业收入(亿元)	23.50	24.14	23.65	4.06
利润总额(亿元)	6.09	8.76	6.71	-0.10
EBITDA(亿元)	8.39	11.01	9.01	--
经营性净现金流(亿元)	11.15	12.92	8.46	-1.30
营业利润率(%)	42.36	43.03	48.26	14.92
净资产收益率(%)	10.05	14.54	10.01	--
资产负债率(%)	33.78	36.14	39.79	37.60
全部债务资本化比率(%)	16.70	13.01	12.43	12.07
流动比率(%)	223.24	202.73	171.49	176.24
经营现金流动负债比(%)	68.58	63.87	30.64	--
现金短期债务比(倍)	2.21	7.47	7.22	6.12
EBITDA 利息倍数(倍)	10.45	28.35	32.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.05	0.61	0.79	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	34.50	32.19	33.81	32.64
所有者权益(亿元)	23.00	23.46	23.93	23.87
全部债务(亿元)	7.31	5.38	5.78	5.55
营业收入(亿元)	0.08	0.08	0.07	0.00
利润总额(亿元)	0.67	0.71	0.42	-0.06
资产负债率(%)	33.34	27.14	29.24	26.86
全部债务资本化比率(%)	24.13	18.65	19.53	18.87
流动比率(%)	158.21	200.45	156.03	162.61
经营现金流动负债比(%)	34.81	-1.63	30.97	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

评级历史：

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

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

声　明

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

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

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

黄山旅游集团有限公司
2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

黄山旅游集团是1999年5月25日经黄山市人民政府政函〔1998〕8号批准，由黄山旅游发展总公司改制组建设立的。公司经安徽省人民政府授权经营黄山风景区国有资产，是具有独立法人地位、资格和独立财务核算体系的国有独资公司。截至2020年3月底，公司注册资本为8.38亿元，黄山市国有资产监督管理委员会（以下简称“黄山市国资委”）间接持有公司100%的股权，为公司实际控制人。公司下属黄山旅游发展股份有限公司（以下简称“黄山旅游”）是由黄山旅游集团独家发起，并先后向境内外投资者发行B股、A股筹集资金成立的上市公司（A股股票简称“黄山旅游”，股票代码为“600054.SH”；B股股票简称“黄山B股”，股票代码“900942.SH”）。截至2020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2020年3月底，公司本部机构包括党委办（总裁办）、人力资源中心、纪检监察室、战略发展中心、财务管理中心、审计室和合规管理中心。

截至2019年底，公司（合并）资产总额为82.83亿元，所有者权益合计49.88亿元（含少数股东权益27.25亿元）。2019年，公司实现营业收入23.65亿元，利润总额6.71亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额为79.86亿元，所有者权益合计49.83亿元（含少数股东权益26.79亿元）。2020年1－3月，公司实现营业收入4.06亿元，利润总额-0.10亿元。

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

三、存续债券概况及募集资金使用情况

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

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

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

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其

中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较上年底有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。上年底至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。

此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

1. 旅游行业

（1）行业概况

在经济发展新常态下，中国旅游行业呈现平稳较快发展态势。

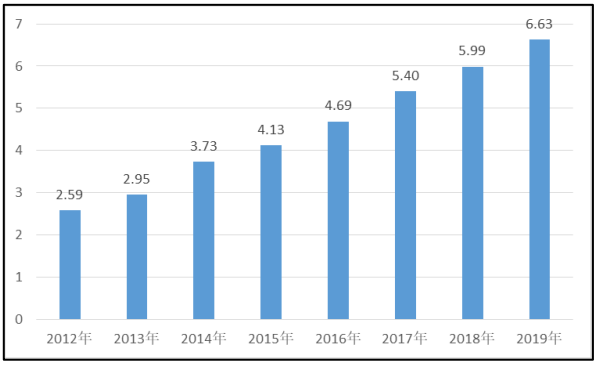
改革开放以来，中国实现了从旅游短缺型国家到旅游大国的历史性跨越。“十三五”期间，旅游业的发展首次被纳入国家重点专项规划，走向国民经济建设的前沿，成为国民经济战略性支柱产业。

经文化和旅游部批准，中国旅游研究院（文化和旅游部数据中心）受权发布《2019 年旅游

市场基本情况》。2019 年，旅游经济继续保持高于 GDP 增速的较快增长态势。国内旅游市场和出境旅游市场稳步增长，入境旅游市场基础更加稳固。全年，国内旅游人数 60.06 亿人次，比上年同期增长 8.4%；入出境旅游总人数 3.0 亿人次，同比增长 3.1%；全年实现旅游总收入 6.63 万亿元，同比增长 11%。旅游业对 GDP 的综合贡献为 10.94 万亿元，占 GDP 总量的 11.05%。旅游直接就业 2825 万人，旅游直接和间接就业 7987 万人，占全国就业总人口的 10.31%。

图 1　2012－2019 年中国旅游总收入

（单位：万亿元）



资料来源：联合资信整理

（2）政策环境

近年来国家政策对旅游行业的支持力度很大，各项引导政策可平抑因外部经济等环境波动而带来的不利影响，保障旅游产业平稳发展。同时，为提高行业整体服务质量，主管部门实施了一系列监管措施，规范各业态发展。

中国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。

2017年8月，国家旅游局发布《2017年全域旅游发展报告》，报告中指出，旅游已成为中国民众生活的必需品。全域旅游因此应运而生，将成为一项中长期国家战略和国策，国家各部委将加大对全域旅游的政策和资金支持力度。全面小康社会必然伴随着大众旅游的兴起。

2018年3月，国务院办公厅发布《关于促进全域旅游发展的指导意见》（国办发〔2018〕15号），着力推动旅游业从门票经济向产业经济转变，从粗放低效方式向精细高效方式转变，从封闭的旅游自循环向开放的“旅游+”转变，从企业单打独享向社会共建共享转变，从景区内部管理向全面依法治理转变，从部门行为向政府统筹推进转变，从单一景点景区建设向综合目的地服务转变。

2019年，在旅游行业蓬勃发展的同时，为了提升各业态服务品质，国家和地方均出台了新政并实施了强监管。对于酒店行业，自高星级酒店发生“抹布擦杯子”等一系列卫生事件之后，行业也陷入了卫生信任危机。在此情况下，文旅部多次暗访调查，2019年2月、4月、8月，文旅部公布了针对高星级酒店的暗访调查结果，全国20家五星级饭店被摘星，其中包括北京长安大饭店、重庆希尔顿等知名酒店，此外26家饭店或被责令要求整改。从文化和旅游部到行业协会，都在加强酒店卫生、服务质量方面的建设。2019年7月19日，文化和旅游部官网发布公告，宣布新版《旅游民宿基本要求与评价》已经通过批准，其中新版民宿标准中，还首次对民宿建立了评星机制，同时加强了对民宿行业卫生、安全、消防等方面的要求，对于有私设摄像头侵犯游客隐私等行为的，还将取消该旅游民宿的评定星级。2019年10月8日，文旅部就《在线旅游经营服务管理暂行规定（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）面向社会公开征求意见。根据《征求意见稿》，中国拟禁止在线旅游经营者（OTA）利用大数据进行“价格歧视”、进行虚假预订，或者替代、强制旅游者对平台上的产品服务做出评价等行为。

（3）新冠肺炎疫情影响

疫情防控期内，居民出行意愿大幅降低，旅游行业需求端已受到明显冲击，考虑到本次疫情的预计持续时间及需求复苏存在滞后，景区类、酒店类、餐饮类企业全年经营业绩下滑

的可能性很大。中长期看，旅游行业仍将在疫情结束后迎来需求的反弹。

2020年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，旅游业中多种业态进入“停摆”状态。旅游平台经历了前所未见的千万级的“退单潮”，酒店业不仅面临现金流的收缩，还承受着巨大的资金压力，包括房租成本、企业间的应收账款风险以及人力成本。在境外疫情持续蔓延影响下，许多国家采取限制入境、减少人员流动等非常措施，对国内旅游市场冲击持续加剧。

疫情在全球范围内的流行和控制，运力的减少或暂停，不只是切断了人们出游的可能性。叠加人们对未来旅行安全的疑惑和担忧，以及经济波动对收入的影响，都会对年内的旅游消费产生抑制。中国旅游研究院测算，受疫情影响，2020年一季度及全年，国内旅游人次将分别下降56%和15.5%，国内旅游收入分别下降69%和20.6%；预计全年同比减少旅游人次9.32亿，减收达1.18万亿元。

回顾SARS对旅游行业的影响，2003年SARS从爆发初期到疫情结束，历时约9个月（2002.11-2003.7）。根据国家旅游局数据统计，受疫情影响，2003年旅游业出现十多年以来首次下降，全年旅游行业总收入增速为-12.3%，同比减少23.73个百分点；国内旅游人次同比下降0.9%，增速同比减少12.91个百分点。2003年7月，疫情进入衰退期，但其对消费者出行意愿的影响仍未解除，旅游业虽有反弹但未出现大幅增长。2004年，得益于疫情影响消散及居民旅游需求的释放，旅游业收入及旅游人次均呈现大幅反弹，根据国家旅游局数据统计，旅游业总收入同比增长40.1%，国内旅游人次同比增长26.6%，均高于2003年以前行业增速。因此，疫情作为突发事件，对旅游业短期影响很大，但该类危机事件属于一次性影响，疫情及需求复苏滞后期过后，旅游业将恢复增长。

针对文旅行业面临的实际困难，从国家到地方政府都陆续推出了相关补贴和扶持政策。国家层面发布了《关于积极应对疫情影响保持导游队伍稳定相关工作事项的通知》《关于暂退部分旅游服务质量保证金支持旅行社应对经营困难的通知》《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南》等政策，各地也分别围绕资金支持、金融扶持、税费优惠、社会保障、物业租金等多个方面对涉旅企业给予帮助。

平台方之间、品牌方与加盟商、行业之间的互助增加。飞猪、去哪儿、同程艺龙、马蜂窝等平台企业均采取不同措施扶持上游供应商。首旅如家、锦江、华住、开元、亚朵等在内的多家连锁酒店集团也推出并实施了针对加盟商、合作伙伴的加盟管理费减免政策；锦江国际筹措35亿资金，支持旗下存在流动性困难的酒店渡过难关。

根据国家文旅部发布的数据，2020 年 5 月 1 日－5 日，全国共计接待国内游客 1.15 亿人次，实现国内旅游收入 475.6 亿元，分别约为上年同期的 60%和 40%，复苏迹象显现。出于安全和舒适的考虑，游客们对高端星级酒店的选择意向更加明显。携程发布的《“五一”旅游市场复苏大数据报告》显示，在携程的酒店预售中，5 星级酒店的间夜占比达到了 50%，选择 1000 元以上酒店产品的订单比例也在全部订单中占比最高。

2. 房地产行业

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求

纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年3月底，公司注册资本为8.38亿元，黄山市国资委间接持有公司100%的股权，为公司实际控制人。

2．企业规模及竞争力

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

黄山位于安徽省黄山市境内，总面积1200平方公里。公司主要的旅游资源是黄山风景区，拥有其垄断经营权。黄山风景区是黄山的精华景区部分，总面积160.6平方公里，距离黄山市区37公里，以自然景观奇特、动植物资源丰富和文化底蕴深厚等特点闻名于世。黄山风景区是全国重点风景名胜区、全国文明旅游区、中国十大风景名胜之一、国家“5A”级旅游景区、“ISO14000国家示范区”，也是全国唯一一个同时拥有世界文化遗产、自然遗产和世界地质公园等称号的景区。除黄山风景区外，公司还拥有花山谜窟景区和太平湖景区。

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

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

黄山旅游是公司旅游业务的经营主体。截至2019年底，黄山旅游合计资产总额49.68亿元，所有者权益45.23亿元；2019年，黄山旅游实现营业收入16.07亿元，利润总额5.11亿元。截至2020年3月底，黄山旅游总股本为7.29亿元，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。

3．企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版）（统一社会信用代码：91341000704953950Q），截至 2020 年 6 月 18 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。

七、管理分析

2019 年，公司高管人员发生变动：调离 1 人，新增 5 位，其中 2 位党委委员、副总裁，3 位总裁助理：

王坤先生，1983 年 3 月生，本科学历。曾任黄山旅游北海宾馆人事行政部主管，黄山旅游狮林大酒店人事行政部经理，黄山旅游市场营销中心策划部经理，合肥徽商故里大酒店总经理，黄山旅游党委委员、总裁助理兼旅行社管理公司总经理，现任团市委兼职副书记、公司党委委员、副总裁。

江存文先生，1971 年 7 月生，本科学历。曾任黄山管委会计财处财务科科员、副科长，黄山管委会经济发展局行政事业财务科科长、（会计核算中心）科长（主任），经济发展局总会计师，现任公司党委委员、总会计师。

张治国先生，1977 年 6 月生，安徽省委党校在职研究生公共管理专业毕业，党校研究生学历。曾任黄山管委会园林局松谷管理区办事员，黄山管委会园林局温泉森林派出所科员、干警，黄山管委会松谷管理处科员、干警、副主任，黄山管委会园林局玉屏管理区主任，黄山管委会园林局办公室主任，黄山旅游集团天都房地产开发有限公司总经理（不再保留公务

员身份），现任公司总裁助理兼天都房地产公司总经理。

汤洪涛先生，1972 年 8 月生，2013 年 9 月加入中国共产党，本科学历。曾任黄山云谷索道公司技术科技术员，黄山玉屏索道筹建处工程部 技术员、技术负责人，黄山旅游集团战略发展中心主办，黄山旅游集团天都房地产开发公司办公室主任、销售部经理、开发部经理，黄山旅游集团战略发展中心战略发展部经理、负责人，黄山市月潭湖开发投资有限公司董事、总经理，现任公司总裁助理。

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

除上述高管人员变动外，公司本部部门设置发生变化，详见附件 1。

八、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司整体经营稳定，毛利率水平有所提升，整体盈利能力强。但受新冠肺炎疫情影响，公司 2020 年一季度经营业绩受到较大冲击。

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。2019 年，受核心景区门票价格下调、房地产板块结转收入波动影响，公司实现营业收入 23.65 亿元，同比下降 2.05%。

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，2019 年收入合计占比超过 80%。受益于交通条件的改善以及景区门票价格下调，公司核心景区接待游客人数保持增长，带动旅游板块营业收入呈增长趋势。2019 年，公司园林开发业务收入同比下降 7.68%，主要系门票价格下调所致；索道、酒店和旅游服务业务收入分别同比增长 11.71%、2.31%和 15.67%。受结转面积减少影响，公司房地产板块收入同比下降 11.81%，占营业收入的比重为 22.35%。公司其他业务板块 2019 年实现收入 2.25 亿元，同比增长 21.22%，主要系新增外部用电服务业务和景区内线、景区直接交通运输等业务增加所致，占营业收入的比重为 9.50%。

从毛利率水平看，2019 年，公司综合毛利率为 51.58%，同比增加 6.78 个百分点。其中，酒店、索道和园林开发业务毛利率均有小幅提升；旅游服务业务毛利率同比减少 6.52 个百分点，主要系新增智慧旅游服务所致；公司房地产业务结转项目毛利率较高，带动该板块毛利率同比上升 25.60 个百分点至 40.27%；其他业务毛利率为 20.47%，同比小幅下滑。

2020 年初爆发的新冠肺炎疫情对公司旅游板块相关业务造成较大冲击。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 4.06 亿元，同比下降 2.82%；其中旅游板块收入合计同比下降约 73%；综合毛利率大幅下滑至 26.12%。

表 3　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

业务	2018 年			2019 年			2020 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
酒店业务	68587.78	28.41	29.35	70170.89	29.67	29.84	4084.46	10.06	-61.48
索道业务	49599.95	20.54	86.74	55409.65	23.43	87.24	1432.98	3.53	12.74
园林开发业务	23095.65	9.57	82.92	21321.31	9.02	83.63	652.82	1.61	-16.99
旅游服务业务	41750.52	17.29	16.49	48292.45	20.42	9.97	2079.83	5.12	-4.30
房地产业务	59956.64	24.83	14.67	52862.67	22.35	40.27	32581.47	80.26	41.58

其他业务	18537.25	7.68	23.28	22471.37	9.50	20.47	1823.21	4.49	-33.49
合并抵消	-20104.41	-8.33	--	-34052.30	-14.40	-12.21	-2060.36	-5.08	-9.64
合 计	**241423.39**	**100.00**	**44.80**	**236476.04**	**100.00**	**51.58**	**40594.41**	**100**	**26.12**

资料来源：公司提供

2. 旅游板块

2019 年，受益于黄杭高铁的开通以及门票价格下降，黄山风景区接待游客人数保持增长，公司旅游板块各业务整体经营平稳；其中，园林开发和索道业务盈利能力保持良好水平，酒店业务在提质增效管理下克服了部分酒店升级改造产生的负面影响。受新冠肺炎疫情影响，2020 年一季度公司旅游板块经营业绩受到较大冲击，考虑到目前疫情形势尚不明朗，联合资信将持续关注公司旅游板块未来经营情况。

（1）园林开发

公司园林开发业务收入主要系各景区门票收入。2019年，公司实现门票收入2.13亿元，同比略有下降，毛利率水平保持高位。

2018 年 6 月，在国家发改委发布的《指导意见》等相关文件的指导下，公司对各景区门票价格进行下调。此后，公司各景区门票价格未发生变化。其中，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 公司各景区门票价格（单位：元/人）

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

资料来源：公司提供

从游客人次来看，2019年，黄山风景区共接待进山游客350.08万人次，同比增长3.57%；其中，境外游客8.62万人次。受新冠肺炎疫情影响，黄山风景区自2020年1月25日起关闭，2020年2月21日起恢复开放但采取限流措施（每日不超过1万人），2020年1－3月，公司接待进山游客11.15万人；其中，境外游客0.25万人。

2019年，太平湖景区接待游客21万人次，实现门票收入593.3万元，同比基本持平。受新冠肺炎疫情影响，太平湖风景区自2020年1月25日起关闭，于2020年3月20日起恢复开放。

花山谜窟景区于2019年8月6日停业进行升级改造，因此2019年该景区接待游客人次和门票收入同比均大幅下降。截至本报告出具日，花山谜窟景区尚未营业。

表5 黄山风景区接待游客人数情况（单位：万人次）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
接待游客人数	336.87	338.00	350.08	11.15

资料来源：公司提供

（2）索道

索道收入与门票收入具有高度的正相关性。截至2020年3月底，公司拥有四条索道资产，分别是云谷索道、太平索道、玉屏索道和西海观光缆车，四条索道均为全国“5S”索道，其剩余使用年限均在15～20年，运行状况良好。跟踪期内，索道价格未发生变化。

表 6 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

2019年，公司通过加强门前营销、推行多趟索道、提升运行效率等举措推进索道业务的良性发展。2019年，公司四条索道共接待游客737.95万人次，同比增长10.29%；实现索道收入5.54亿元，同比增长11.71%。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。2020年1－3月，受新冠肺炎疫情影响，公司四条索道共接待旅客20.38万人次，较上年

同期大幅下滑81.65%，当期实现收入0.14亿元。

表7 公司索道接待游客人数情况（单位：万人次）

索道名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
云谷索道	263.55	256.43	270.64	8.48
玉屏索道	265.24	269.94	306.07	10.64
太平索道	65.02	58.45	55.92	1.26
西海观光缆车	73.52	84.29	105.33	0.00
合计	**667.32**	**669.11**	**737.95**	**20.38**

资料来源：公司提供

（3）酒店

2019年，尽管面临北海宾馆[1]、排云楼宾馆、狮林精舍停业改造等负面影响，公司通过实行优质优价、加强收益管理等举措，酒店业务整体保持平稳，此外，公司旗下迎客松酒店管理系统上线后，进一步提升了酒店板块的管理运营水平。2019年，公司酒店业务实现收入7.02亿元，毛利率为29.84%；2020年1－3月，公司酒店业务实现收入0.41亿元，同比下降69.14%，受运营成本较高影响，经营呈亏损状态。

截至2020年3月底，公司下属酒店、商务旅馆共12家，其中四星级6家，五星级1家，主要分布在黄山风景区和黄山市区。

公司经营黄山风景区内所有酒店旅馆，在景区内具有垄断性。目前，北海宾馆、排云楼宾馆、狮林精舍正处于停业改造状态，黄山风景区内首个酒店度假产品云谷山宿于2019年正式投入运营。目前，公司景区内酒店可提供各种类型的房间约796间，包括14间套房、731间标准间（含三人间和单间），51件经济房（376床经济床位），2019年平均标间客房入住率为59%。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，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措施提升经营效率。2019年，公司景区外酒店入住率为42.30%。

餐饮方面，截至2020年3月底，公司在全国共拥有10家“徽商故里”酒店（1家为托管管理模式）；其中，2019年1月18日和2019年12月31日，公司分别在合肥市和济南市新开设2家徽商故里酒店。2019年，“徽商故里”实现餐饮收入合计1.36亿元，实现净利润729.40万元。未来，公司将以南徽餐饮公司为平台，以长三角为中心，全力拓展餐饮和优质原材料两大板块业务，逐步形成徽菜体验中心、黄山旅游及徽文化推广中心、徽州特色产品展示中心、实现业务领域的扩张。

（4）旅游服务

公司的旅游服务业务主要包括旅行社业务、会展服务、文化旅游服务和电子商务服务等业务，其中旅行社主要从事地接业务。受行业特点限制及市场竞争较为激烈影响，公司旅游服务业务的盈利能力相对较弱，但为公司其他业务提供了重要的客源支持。跟踪期内，公司旅行社接待人数大幅下滑，系新增智慧旅游业务后调整统计口径和境外游客减少所致。

表8 近年来公司旅行社接待游客情况（单位：万人次）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
出境游	1.02	0.98	0.09
入境游	4.43	1.90	0.06
国内游	58.89	29.13	0.46

资料来源：公司提供

3. 房地产板块

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

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

2019 年，公司房地产板块营业收入同比有

[1]北海宾馆系黄山风景区的历史和标志性建筑之一，备受各方关注，需要听取社会各界观点及建议。另景区内项目施工难度大，需充分做好方案论证，影响了整体设计进度，导致该项目推进延后。目前，北海宾馆项目已启动实施建设，施工期预计两年半。

所下降，但毛利率上升明显，主要系当期结转天都江苑毛利率较高的项目所致。2020 年 1－3 月，公司房地产板块实现营业收入 3.26 亿元，同比大幅提升；毛利率为 41.58%，同比保持稳定。2019 年和 2020 年一季度，公司房地产销售现金回流分别为 11.06 亿元和 2.48 亿元。

公司负责旅游地产开发的经营主体为天都房地产开发有限公司（以下简称“天都地产”）和玉屏房地产开发有限公司（以下简称“玉屏地产”）。目前，公司在售项目为齐云府和天都江苑。齐云府项目总用地面积 407.5 亩，为居住、商业等多功能复合型项目，总户数约为 3800 户，总建设规模约 64 万平方米，计划总投资约 26 亿元，采取滚动开发的模式。截至 2020 年 3 月底，齐云府项目已累计投资 15.05 亿元，累计实现销售收入 6.34 亿元，累计实现回笼资金 13.68 亿元。

天都江苑项目总用地面积 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。截至 2020 年 3 月底，天都江苑项目已累计投资 14.15 亿元，累计实现销售收入 6.42 亿元，累计实现回笼资金 16.10 亿元，销售已接近尾声。

表 9　截至 2020 年 3 月底公司在售房地产项目概况（单位：亿元、平方米、元/平方米）

项目名称	总投资	累计投资	累计销售面积	剩余可售面积	2019 年签约销售面积	2020 年 1-3 月签约销售面积	累计回笼资金	累计销售收入	销售均价	剩余投资
齐云府	26.00	15.05	243997.99	24129.00	58110.00	10275.78	13.68	6.34	6024	10.95
天都江苑	14.15	14.15	204251.81	10891.84	84243.09	23697.71	16.10	6.42	7885	0.00

资料来源：公司提供

公司在建项目包括天都南苑、天都浦溪苑和齐云府剩余楼盘。

天都南苑地块总用地面积 16169 平方米，该项目规划 5 栋高层（15 层、16 层）住宅，规划总建筑面积 37787 平方米。截至 2020 年 5 月底，已完成 1#、3#、5#、6#楼及相应地下室土方开挖，同时完成该区域内的基坑边坡支护施工，1#、3#楼地下室底板砼垫层、防水层施工已完成，1#、3#楼地下室底板钢筋制安正在施工中，预计 2020 年 10 月开盘预售。

天都浦溪苑项目位于黄山区老城区与政务新区板块中间，是城西南片区滨水空间的中心位置，区位条件优越。该项目规划产品类型为高层住宅及其配套商建，总体定位于满足区域刚改以及改善客户需求，同时局部小面积户型吸附投资以及度假型客群，整体产品走中高端化发展路线。项目总占地面积 96106.56 平方米，总建筑面积为 225873.54 平方米。根据项目实际，全部工程开发建设计划 4 年滚动完成。其中 2020 年拟完成 3.10 亿元投资，主要用于土地出让金交纳、一期工程主体施工等；2021 年计划投资 3.30 亿元，2022 年计划投资 3.80 亿元，2023 年计划投资 1.80 亿元。目前，该项目仍处于图纸设计过程中，预计 2021 年 5 月开盘预售。

表 10　截至 2020 年 5 月底公司在建房地产项目概况（单位：万元、平方米）

项目名称	总投资	累计投资	资金来源	总建筑面积	预计开盘时间	计划实现销售收入
天都南苑	37000.00	6500.00	自筹	37787.00	2020.10	38200.00
天都浦溪苑	120000.00	28800.00	自筹	225873.00	2021.05	135000.00

注：齐云府剩余项目规划可能将发生调整，故上表中暂未列示

资料来源：公司提供

从土地储备情况来看，公司于 2019 年 6 月和 10 月分别取得土地用于天都南苑和天都浦溪苑项目的建设，土地出让金分别为 1.77 亿元和 2.88 亿元。截至 2020 年 3 月底，天都房产剩余土地储备 144 亩，已开发的剩余可销售面积为 4.21 万平方米，预计形成资金回流 2.03 亿元；玉屏地产剩余土地储备 160 亩，已开发的剩余可销售面积为 3.40 万平方米，预计形成资金回流 2.70 亿元。

4. 经营效率

2019 年，公司销售债权周转次数为 37.22 次，较上年有所提高；存货周转次数和总资产周转次数分别为 0.79 次和 0.31 次，均较上年有所下降。公司经营效率尚可。

5. 在建项目

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

公司在建项目主要包括酒店和景区升级改造项目，以及黄山市全域旅游公共服务体系项目、高铁综合客运站项目和黄山东海景区开发项目。上述项目总投资合计 18.43 亿元，截至 2020 年 3 月底，公司已累计完成投资 2.46 亿元。

黄山高铁综合客运站项目是市委、市政府确定的 2014 年“十大工程”重点项目之一，是京福高铁建成通车的重要配套工程和重大民生工程，是市政府引进社会资金参与交通基础设施建设改革的首项工程。项目建成后，依托黄山风景区专业化的旅游客运交通企业，为游客提供景区客运交通、汽车维修、停车服务、餐饮住宿、商业物流等多种服务，有利于提高黄山市旅游客运交通服务水平和形象。游客可以实现“景区游、市区住”的旅游模式，从而减轻高峰期旅游景区的停车等压力，提高交通效率，促进景区与中心城区一体化发展。项目计划总投资 4.51 亿元，资金主要来源为交通运输部补助资金、银行贷款和企业自筹，其中银行贷款 31000.00 万元，补贴资金 5000.00 万元，企业自筹 9086.00 万元。该项目于 2014 年 12 月开工建设，工程主站房于 2015 年 6 月竣工，2015 年 7 月与高铁黄山北站同步投入使用，商业商铺等附属设施仍在建设中。截至 2020 年 3 月底，项目已投资 2.12 亿元。

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

表 11 截至 2020 年 3 月底公司在建及拟建项目未来投资计划（单位：亿元）

项目名称	建设期	总投资	已累计投资	2020 年 4-12 月	2021 年
高铁综合客运站	2014 年起	4.51	2.12	依据市场环境进行投入	依据市场环境进行投入
黄山东海景区开发	2017-2024 年	7.70	0.34	0.50	2.40
黄山市全域旅游公共服务体系项目	2019 年起	6.22	0.00	依据市场环境进行投入	依据市场环境进行投入
合计	--	**18.43**	**2.46**	--	--

资料来源：公司提供

6. 未来发展

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

九、财务分析

1. 财务质量概况

公司提供了 2019 年合并财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2020 年一季度财务报告未经审计。

从合并范围来看，2019 年度，公司合并范围子公司较 2018 年度增加 4 家，均系新投资设立；另减少 3 家子公司，均系注销清算。2020 年一季度，公司合并范围较上年度未发生变化。由于增加和减少子公司规模较小，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 82.83 亿元，所有者权益合计 49.88 亿元（含少数股东权益 27.25 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 23.65 亿元，利润总额 6.71 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 79.86 亿元，所有者权益合计 49.83 亿元（含少数股东权益 26.79 亿元）。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 4.06 亿元，利润总额-0.10 亿元。

2. 资产质量

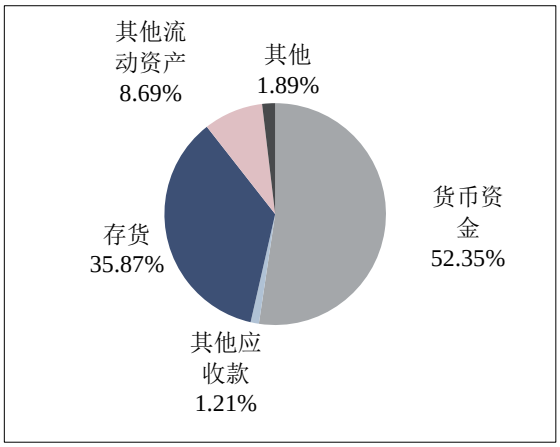
跟踪期内，公司资产总额整体呈增长态势，仍以流动资产为主；公司货币资金充裕且持有一定规模理财产品和上市公司股权，资产流动性良好，但以开发成本为主的存货规模较大，对资金存在一定占用。公司整体资产质量较好。

截至 2019 年底，公司资产总额为 82.83 亿元，较上年底增长 16.92%，主要系存货和在建工程增加所致。从资产结构来看，流动资产占 57.17%，非流动资产占 42.83%，公司资产结构仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产为 47.35 亿元，较上年底增长 15.51%，主要由货币资金、存货和其他流动资产构成。

图 2 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信整理

截至 2019 年底，公司货币资金为 24.79 亿元，较上年底增长 9.53%，主要系赎回银行理财产品及地产板块预收房款增长所致。构

成上，银行存款占 99.82%，其余为库存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和开发成本构成，存货规模受房地产项目建设和销售进度影响较大。截至 2019 年底，公司存货账面价值为 16.99 亿元，较上年底增长 42.44%，开发产品和开发成本分别为 4.93 亿元和 11.74 亿元。公司累计对存货计提跌价准备 0.56 亿元（其中开发产品 0.28 亿元，开发成本 0.27 亿元）。

截至 2019 年底，公司其他流动资产较上年底下降 17.15%至 4.11 亿元，主要系赎回理财产品所致。

（2） 非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产较上年底增长 18.85%至 35.48 亿元，主要由可供出售金融资产（占 6.78%）、其他权益工具投资（占 8.35%）、固定资产（占 48.36%）、在建工程（占 6.57%）和无形资产（占 7.61%）构成。

2019 年 1 月 1 日起，公司执行新金融工具准则，对部分科目进行调整，将原计入“可供出售金融资产”核算的权益性投资列报至“其他权益工具投资”和“其他非流动金融资产”。截至 2019 年底，公司可供出售金融资产、其他权益工具投资和其他非流动金融资产分别为2.41亿元、2.96亿元和2.36亿元。其中，公司可供出售金融资产为按成本计量的可供出售权益工具；其他权益工具投资包括对华安证券、黄山温泉风景区联合旅游管理有限公司和黄河宾馆的投资；其他非流动金融资产为对私募基金黄山赛富旅游文化产业发展基金（有限合伙）的投资。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值为 17.16 亿元，较上年底下降 7.75%。从固定资产构成来看，房屋建筑物占 84.34%、索道设备占 7.22%，其余为机器设备、运输工具和其他设备。截至 2019 年底，公司固定资产累计折旧 14.63 亿元，减值准备 0.04 亿元。

截至 2019 年底，公司在建工程为 2.33 亿元，较上年底增加 1.76 亿元，主要系花山谜窟景区提升建设（一期项目）和排云楼宾馆装饰改造项目投入增加所致。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 79.86 亿元，较上年底下降 3.59%；其中，货币资金较上年底下降 40.41%，交易性金融资产和其他流动资产分别较上年底增加 4.60 亿元和 2.54 亿元，系子公司黄山旅游利用闲置资金购买银行理财产品所致。

3. 所有者权益和负债

（1）所有者权益

跟踪期内，在未分配利润增加的带动下，公司所有者权益有所增长，其中少数股东权益占比高，所有者权益稳定性一般。

截至2019年底，公司所有者权益为49.88亿元，较上年底增长10.24%，主要系未分配利润增加所致。截至2019年底，公司所有者权益中少数股东权益27.25亿元（占54.63%），较上年底变化不大；归属于母公司所有者权益中，实收资本占37.03%，资本公积占29.62%，未分配利润占28.34%。

截至2020年3月底，公司所有者权益为49.83亿元，规模及构成较2019年底变化不大。

（2）负债

跟踪期内，受预收房款增加影响，公司负债总额有所增长，流动负债占比进一步上升；有息债务规模有所下降。公司整体债务负担轻，财务弹性良好。

截至2019年底，公司负债总额为32.96亿元，较上年底增长28.72%，主要系预收款项增加所致；其中，流动负债占83.79%，占比较上年底进一步上升。

截至2019年底，公司流动负债合计27.61亿元，较上年底增长36.56%，主要来自预收款项的增加；从构成来看，主要由短期借款（占12.09%）、应付账款（占12.01%）、预收

款项（占63.55%）和其他应付款（占6.07%）构成。

截至2019年底，公司短期借款为3.34亿元，较上年底增长12.05%，主要包含信用借款（2.79亿元）和保证借款（0.55亿元）。

截至2019年底，公司应付账款为3.32亿元，较上年底增长42.41%，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2019年底，公司预收款项17.55亿元，较上年底增长57.73%，系子公司新开楼盘预收房款增加所致；其中预收房款17.26亿元。

截至2019年底，公司其他应付款为1.68亿元，主要由保证金及押金（0.88亿元）、往来款（0.34亿元）和其他（0.31亿元）构成。

截至2019年底，公司非流动负债合计5.34亿元，较上年底变化不大，主要由长期借款（占11.53%）、应付债券（占56.63%）、递延收益（占18.19%）和递延所得税负债（占13.22%）构成。

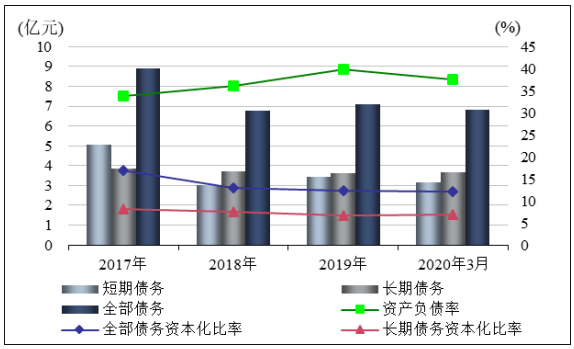
截至2019年底，公司长期借款为0.62亿元，与上年底基本持平，其中抵押借款0.59亿元，其余为信用借款；公司应付债券为存续的3亿元中期票据“16黄山旅游MTN001”。

截至2020年3月底，公司负债合计30.03亿元，较上年底下降8.88%，主要系短期借款和预收款项减少所致；其中流动负债占82.02%，负债结构较上年底变动不大。

截至2019年底，公司全部债务较上年底增长4.66%至7.08亿元，长短期债务结构较为均衡。债务指标方面，截至2019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有所下降，分别为39.79%、12.43%和6.80%。

截至2020年3月底，公司全部债务合计6.84亿元，较2019年底下降3.43%，债务结构较2019年底变动不大。同期，公司资产负债率和全部债务资本化比率较2019年底有所下降，长期债务资本化比率较2019年底略有上升，三项指标分别为37.60%、12.07%和6.86%。

图3　近年来公司有息债务情况



资料来源：联合资信整理

4.　盈利能力

2019年，公司收入水平有所下降，但剔除非经常损益波动影响后主业盈利能力仍保持良好水平；受新冠肺炎疫情影响，公司2020年一季度经营亏损。联合资信将持续关注公司未来经营业绩。

2019年，公司实现营业收入23.65亿元，同比下降2.05%；营业成本11.45亿元，同比下降14.08%。同期，公司营业利润率同比提高5.23个百分点至48.26%。

2019年，公司期间费用同比增长4.47%至4.86亿元，占营业收入的比重为20.55%。公司期间费用中管理费用占比较高，2019年，公司发生管理费用3.51亿元，同比增长14.84%，主要系职工薪酬和离退休人员费用增加所致。此外，公司财务费用0.15亿元，同比下降55.74%。

2019年，公司实现投资收益0.40亿元，同比大幅下降，主要来自理财产品收益。同期，公司资产减值损失为0.41亿元，同比增长47.33%，主要系存货跌价损失增加所致。

2019年，公司营业外收入和其他收益合计0.22亿元，同比增长69.52%。

2019年，公司实现利润总额6.71亿元，同比下降23.45%。从盈利指标看，2019年，公司总资本收益率和净资产收益率均较上年均有所下降，分别为9.25%和10.01%，分别减少

4.15个百分点和4.53个百分点。

2020年1－3月，公司实现营业收入4.06亿元，同比下降2.82%，房地产板块收入同比增长弥补了疫情期间游客减少的负面影响；营业利润率为14.92%，同比减少31.89个百分点。同期，公司期间费用率为21.14%，同比下降2.47个百分点。综合作用下，公司利润总额为-0.10亿元。

5. 现金流

跟踪期内，受支付土地款影响，公司经营活动产生的现金流量净额有所减少，经营获现能力保持良好水平；2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司经营性现金流表现为净流出；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。

经营活动方面，2019 年，公司经营活动现金流入量为 35.50 亿元，同比保持稳定；其中销售商品、提供劳务收到的现金 31.64 亿元，同比变化不大；收到其他与经营活动有关的现金 3.87 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。同期，公司经营活动现金流出量位 27.05 亿元，同比增长 21.59%；其中购买商品、接受劳务支付的现金 12.70 亿元，同比增长 47.78%；支付其他与经营活动有关的现金 5.70 亿元，主要系门票专营权使用费和业务宣传费。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 8.46 亿元，同比下降 34.50%。公司现金收入比为 133.80%，同比提高 4.83 个百分点，经营获现能力持续提高。

从投资活动看，2019 年，公司投资活动现金流入 24.95 亿元，同比下降 37.67%；其中收回投资收到的现金 24.17 亿元，同比下降 38.69%，主要来自赎回理财产品。同期，公司投资活动现金流出 30.21 亿元，同比下降 15.78%；其中投资支付的现金 25.19 亿元，同比下降 24.85%，主要为购买理财产品。2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 -5.26 亿元。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入为 4.06 亿元，同比增长 25.69%；其中取得借款收到的现金 3.49 亿元。同期，公司筹资活动现金流出为 5.10 亿元，同比下降 42.07%，主要系偿还债务支付的现金。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 -1.04 亿元，净流出规模同比有所收窄。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-1.30 亿元，同期现金收入比下降至 84.06%；投资活动产生的现金流量净额为-8.36 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-0.35 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司偿债指标虽有所弱化，但仍处于适宜水平；公司债务负担轻，货币资金充裕，持有的理财产品和上市公司股权变现能力强，可用授信余额充裕，公司偿债能力极强。

短期偿债能力指标方面，截至 2019 年底，公司流动比率为 171.49%，较上年底减少 31.25 个百分点；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，2019 年底为 109.97%，较上年底减少 33.79 个百分点；现金短期债务比为 7.22 倍，较上年底变动不大。2019 年，公司经营现金流动负债比进一步下降至 30.64%。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别上升至 176.24%和 111.97%，现金短期债务比下降至 6.12 倍。

长期偿债能力方面，2019 年公司 EBITDA 为 9.01 亿元，同比下降 18.14%；公司 EBITDA 利息倍数为 32.64 倍，较上年有所上升；全部债务/EBITDA 为 0.79 倍，较上年有所上升。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保 1.91 亿元，系为黄山市铁路投资有限公司提供的借款担保，公司或有负债风险较低。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信总额 48.84 亿元，尚未使用的额度为 45.05 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. 本部财务概况

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

截至 2019 年底，公司本部资产总额合计 33.81 亿元，较上年底增长 5.03%，构成上仍以非流动资产为主，占公司本部资产总额的 68.52%。截至 2019 年底，公司本部流动资产合计 10.64 亿元，主要由其他应收款 6.33 亿元（主要包括对天都房产借款 3.08 亿元和对玉屏房产的借款 2.76 亿元）和货币资金 3.93 亿元构成；同期，非流动资产合计 23.17 亿元，主要为长期股权投资 20.60 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司本部资产总额合计 32.64 亿元，资产规模及结构较 2019 年底变动不大。

截至 2019 年底，公司本部负债合计 9.89 亿元，较上年底增长 13.15%，仍以流动负债为主。截至 2019 年底，公司流动负债合计 6.82 亿元，主要由短期借款（2.78 亿元）和其他应付款（4.00 亿元）构成；非流动负债合计 3.07 亿元，主要为应付债券“16 黄山旅游 MTN001”。截至 2020 年 3 月底，公司本部负债合计 8.77 亿元，较 2019 年底减少 1.12 亿元。有息债务方面，截至 2019 年底，公司本部有息债务合计 5.78 亿元；截至 2020 年 3 月底，公司本部有息债务合计 5.55 亿元。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益合计 23.93 亿元，主要由实收资本（8.38 亿元）和资本公积（12.67 亿元）构成。截至 2020 年 3 月底，公司本部所有者权益规模和结构较 2019 年底变动不大。

2019 年，公司本部实现营业收入 0.07 亿元，同比下降 4.77%；实现投资收益 0.49 亿元；实现利润总额 0.42 亿元，同比下降 41.62%。2020 年 1－3 月，公司本部实现营业收入 21.40 万元，同比下降 80.24%；利润总额为-552.05 万元，同比下降 102.26%。

现金流方面，2019 年，公司本部经营活动产生的现金流量净额为 2.11 亿元，主要系收到其他与经营活动有关的现金；投资活动产生的现金流量净额为 0.17 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 0.06 亿元。2020 年 1－3 月，公司本部经营活动产生的现金流量净额-0.89 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 0.15 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-0.31 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

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。

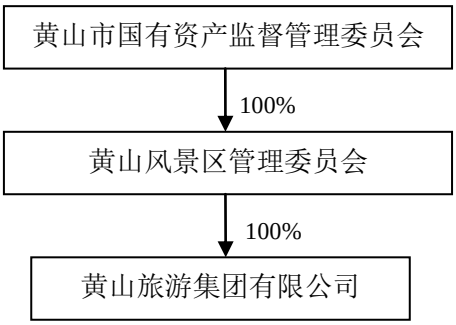
截至本报告出具日，公司存续期内债券为“16 黄山旅游 MTN001”，债券余额为 3 亿元，将于 2021 年 8 月 17 日到期。

2019 年，公司经营活动现金流入量为 35.50 亿元，是存续期债券余额的 11.83 倍；经营活动现金流量净额 8.46 亿元，是存续期债券余额的 2.82 倍；公司 EBITDA 为 9.01 亿元，是存续期债券余额的 3.00 倍。

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　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图和组织架构图





附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.15	22.65	24.83	19.42
资产总额(亿元)	66.55	70.85	82.83	79.86
所有者权益(亿元)	44.07	45.24	49.88	49.83
短期债务(亿元)	5.05	3.03	3.44	3.17
长期债务(亿元)	3.78	3.74	3.64	3.67
全部债务(亿元)	8.83	6.77	7.08	6.84
营业收入(亿元)	23.50	24.14	23.65	4.06
利润总额(亿元)	6.09	8.76	6.71	-0.10
EBITDA(亿元)	8.39	11.01	9.01	--
经营性净现金流(亿元)	11.15	12.92	8.46	-1.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	39.75	34.13	37.22	--
存货周转次数(次)	0.87	1.06	0.79	--
总资产周转次数(次)	0.35	0.35	0.31	--
现金收入比(%)	112.06	128.97	133.80	84.06
营业利润率(%)	42.36	43.03	48.26	14.92
总资本收益率(%)	9.15	13.40	9.25	--
净资产收益率(%)	10.05	14.54	10.01	--
长期债务资本化比率(%)	7.90	7.63	6.80	6.86
全部债务资本化比率(%)	16.70	13.01	12.43	12.07
资产负债率(%)	33.78	36.14	39.79	37.60
流动比率(%)	223.24	202.73	171.49	176.24
速动比率(%)	142.08	143.76	109.97	111.97
经营现金流动负债比(%)	68.58	63.87	30.64	--
现金短期债务比(倍)	2.21	7.47	7.22	6.12
EBITDA 利息倍数(倍)	10.45	28.35	32.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.05	0.61	0.79	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.72	1.60	3.97	2.91
资产总额(亿元)	34.50	32.19	33.81	32.64
所有者权益(亿元)	23.00	23.46	23.93	23.87
短期债务(亿元)	4.30	2.36	2.78	2.50
长期债务(亿元)	3.01	3.02	3.03	3.05
全部债务(亿元)	7.31	5.38	5.78	5.55
营业收入(亿元)	0.08	0.08	0.07	0.00
利润总额(亿元)	0.67	0.71	0.42	-0.06
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	2.95	-0.09	2.11	-0.89
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	61.97	116.68	109.22	0.00
营业利润率(%)	92.98	95.73	96.39	93.14
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	2.90	3.09	1.77	--
长期债务资本化比率(%)	11.58	11.40	11.23	11.33
全部债务资本化比率(%)	24.13	18.65	19.53	18.87
资产负债率(%)	33.34	27.14	29.24	26.86
流动比率(%)	158.21	200.45	156.03	162.61
速动比率(%)	158.21	200.44	156.02	162.60
经营现金流动负债比(%)	34.81	-1.63	30.97	--
现金短期债务比(倍)	0.40	0.68	1.43	1.16
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4　同行业企业对比数据

发行人	酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司	云南世博旅游控股集团有限公司	北京首都旅游集团有限责任公司	黄山旅游集团有限公司
主体信用等级	AA	AA^{+}	AAA	AAA
企业性质	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业
总资产周转次数（次）（2019 年）	0.05	0.21	0.62	0.31
财务数据时点	**2019 年**			
资产总额（亿元）	156.28	223.27	1318.10	82.83
所有者权益（亿元）	73.78	148.39	506.95	49.88
营业收入（亿元）	7.68	43.98	773.58	23.65
利润总额（亿元）	2.57	3.11	21.50	6.71
经营活动现金流净额（亿元）	0.17	19.95	49.56	8.46
资产负债率（%）	52.79	33.54	61.54	39.79

附件 5　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“－”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 6-2 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 6-3 评级展望设置及其含义

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

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