信用等级公告

联合[2013] 344 号

联合资信评估有限公司通过对黄山旅游集团有限公司及其拟发行的 2013 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估,确定

黄山旅游集团有限公司 主体长期信用等级为 AA

黄山旅游集团有限公司 2013 年度第一期中期票据的信用等级为 AA

特此公告。



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 2013 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 3亿元

本期中期票据期限:5年

偿还方式:按年付息,到期一次性还本

发行目的: 偿还银行贷款

评级时间: 2013年4月2日

财务数据

项目 2	2009年2	2010年2	2011年1	2年9月
资产总额(亿元)	34.73	39.85	50.74	51.69
所有者权益(亿元)	19.79	20.73	23.37	25.77
长期债务(亿元)	2.33	1.86	5.73	4.46
全部债务(亿元)	7.90	9.48	14.75	15.76
营业收入(亿元)	13.57	17.12	17.27	14.61
利润总额(亿元)	4.71	3.67	4.07	3.79
EBITDA(亿元)	5.82	5.13	5.91	
经营性净现金流(亿元)	1.14	0.53	-0.91	2.13
营业利润率(%)	46.49	36.72	39.74	39.68
净资产收益率(%)	17.83	14.00	12.83	
资产负债率(%)	43.00	47.97	53.95	50.14
全部债务资本化比率(%)	28.53	31.38	38.70	37.94
流动比率(%)	134.60	111.18	118.14	118.54
全部债务/EBITDA(倍)	1.36	1.85	2.49	
EBITDA 利息倍数(倍)	28.23	12.40	7.20	
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	1.94	1.71	1.97	

注: 2012 年三季度财务数据未经审计

分析师

肖雪 王珂

lianhe@lhratings.com 电话: 010-85679696 传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http://www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称"联合资信")对黄山旅游集团有限公司(以下简称"公司")的评级反映了公司作为黄山旅游景区的唯一经营主体,在旅游资源、经营规模、政策支持等方面的综合优势。同时,联合资信注意到公司地产板块受政策影响波动较大,资本支出加大等因素可能给公司带来的负面影响。

黄山市物价局上调公司所属的花山谜窟景 区门票价格,西海饭店目前已改造完成并重新 开业,公司整体盈利能力持续提升。未来随着 京福高铁、黄杭高铁、赣皖铁路改造项目的建 成通车,公司的外部环境将日益优化,公司旅 游板块发展前景良好。联合资信对公司的评级 展望为稳定。

公司EBITDA、现金类资产及经营活动现金 流入量对本期中期票据覆盖程度较高。基于对 公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还 能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中 期票据到期不能偿还的风险低。

优势

- 1. 公司拥有的黄山风景区旅游资源具有不可 复制性,作为黄山旅游景区的唯一经营主 体,公司在景区范围内具有垄断经营权, 竞争优势明显。
- 公司近年来获得当地政府的有力支持。
 2012年初,黄山市物价局上调公司所属的花山谜窟景区门票价格,有助于公司整体收益的改善。
- 3. 公司拥有旅游商务酒店20多家,是黄山市 最大的旅游商务酒店管理企业。
- 4. 公司资产整体质量良好,整体盈利能力较强,债务负担适宜。



- 5. 2013 年 1 月,西海饭店已改造完成并重新 开业;2013 年 5 月之前,西海大峡谷地面 缆车项目的竣工试运营,都将对公司未来 收入规模和利润水平有明显提升作用。
- 6. 公司 EBITDA、现金类资产及经营活动现金 流入量对本期中期票据覆盖程度较高。

关注

- 1. 公司涉足旅游地产行业,2012年受宏观调 控影响,收入及毛利率水平均有所下降。
- 2. 公司未来几年计划资本支出规模较大,对 外融资需求相应上升。



信用评级报告声明

- 一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司(联合资信)与黄山旅游集团有限公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与黄山旅游集团有限公司不存在任何影响 评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序 做出的独立判断,未因黄山旅游集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变 评级意见。
 - 四、本信用评级报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议等。
- 五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由黄山旅游集团有限公司提供, 联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、黄山旅游集团有限公司 2013 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。



一、主体概况

黄山旅游集团有限公司(以下简称"黄山集团"或"公司")位于黄山风景区,是1999年5月25日经黄山市人民政府政函(1998)8号批准,由黄山旅游发展总公司改制组建设立的。公司经安徽省人民政府授权经营黄山风景区国有资产,是具有独立法人地位、资格和独立财务核算体系的国有独资公司。黄山风景区管理委员会持有其100%的股权。截至2012年9月底,公司注册资本8.38亿元。

公司下属黄山旅游发展股份有限公司是由 黄山集团独家发起,并先后向境内外投资者发 行B股、A股筹集资金成立的上市公司(股票代 码: 600054),截至2012年6月底,公司拥有其 41.95%的股份,为第一大股东。

截至2012年9月底,黄山集团设有总裁办公室、战略发展中心、财务审计中心等三个职能部门。经营范围涵盖景区管理、酒店、索道、旅行社服务、旅游地产、旅游食品等领域。

截至2011年底,公司合并资产总额为50.74亿元,所有者权益合计为23.37亿元。2011年,公司实现营业收入17.27亿元,利润总额4.07亿元。

截至2012年9月底,公司合并资产总额为51.69亿元,所有者权益合计为25.77亿元。2012年1~9月,公司实现营业收入14.61亿元,利润总额3.79亿元。

公司注册地址: 黄山风景区温泉; 法定代表人: 许继伟。

二、本期中期票据概况

1. 发行概要

公司于2011年注册发行中期票据7亿元,期限5年;分三期发行,首期2亿元已于2011年6月募集到位,并按募集资金使用说明书使用完毕。

公司计划于2013年发行第二期中期票据,

金额为3亿元, 所募集资金将全部用于偿还银行贷款。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012年以来,国内宏观经济整体运行平稳, 经济增速四季度温和回升态势显现。根据国家 统计局数据,2012年前三季度,中国实现国内 生产总值 353480.0 亿元,同比增长 7.7%, GDP 前三季度同比增速持续回落, 一季度同比增长 8.1%, 二季度增长 7.8%, 三季度增长 7.7%, 但四季度以来,经济增长温和回升态势开始显 现,四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年 1~12 月,中国规模以上工业增加值同比增长10.0%, 其中 12 月单月同比增速达 10.3%,已连续四个 月回升,回升幅度分别为 0.3、0.4、0.5 和 0.4 个百分点。2012 年 1~11 月规模以上工业企业 (年主营业务收入在 2000 万以上的企业, 下 同)实现主营业务收入823325亿元,同比增长 10.8%,单月同比增速连续二个月回升,回升幅 度分别为 0.1、0.5 个百分点。规模以上工业企 业实现利润 46625 亿元,同比增长 3.0%,单月 同比增速连续三个月回升, 回升幅度分别为 1.3、2.3 和 2.5 个百分点。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求基本保持平稳,对外贸易增速下滑明显。具体而言:①消费继续平稳增长。2012年,社会消费品零售总额为 20334亿元,同比增长15.2%,同比增速小幅回落2.9个百分点。②投资增速放缓,结构持续优化。2012年1~11月,固定资产投资(不含农户)364835亿元,同比增长20.6%,较2011年同期减少3.9个百分点。分地区来看,中西部投资增速快于东部;分产业来看,第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显,贸易顺差显著扩大。2012年,全年进出口总额为38667.60亿美元,同比增长6.2%,增速同比大幅下降16.3个百分点,其中出口金额同比增长7.9%,增速



同比下降 12.4 个百分点,进口金额同比增长 4.3%,增速同比下降 20.6 个百分点,全年贸易 顺差达 2311.09 亿美元,较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

2012 年 CPI 整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱,CPI 呈下降态势,10 月份为 1.7%,达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响,带动食品价格大幅上涨,12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看,食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面,由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响,2012 年前三季度 PPI 不断下降,9 月达年内低点-3.6%,10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响,PPI 降幅持续收窄,12 月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面,继续实施积极的财政政策, 通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和 居民收入增长的领域倾斜,加快推进结构性减 税,扩大"营改增"试点范围,同时进一步推 动基础设施建设等多种措施,确保"稳增长" 目标实现。公共支出方面,2012年 1~11 月全 国教育支出 16394 亿元, 同比增长 32.9%; 医 疗卫生支出 6027 亿元,同比增长 19.7%;社会 保障和就业支出 11089 亿元, 同比增长 15.7%; 住房保障支出 3688 亿元,同比增长 16.8%。2012 年1~11月,全国财政累计收入为108903亿元, 累计支出为 104896 亿元, 分别同比增长 11.9% 和 17.9%。结构性减税方面, 2012 年 8 月 1 日 起至年底, 中央决定将交通运输业和部分现代 服务业营业税改征增值税试点范围,由上海市 分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、 福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省(直辖 市、计划单列市)。据初步统计,截至 2012 年 底,已纳入试点的企业户数约71万户,即将纳 入试点的户数约 20 万户,"营改增"减负效果 明显。此外,为进一步加强和改善关税调控作

用,财政部发布通知,自 2013 年 1 月 1 日起,中国将对进出口关税进行部分调整,中国将对780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面,国务院总理温家宝 5 月 23 日主持召开国务院常务会议,要求推进"十二五"规划重大项目按期实施,启动一批事关全局、带动性强的重大项目,已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至11 月末,教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势,均保持两位数以上的增速。

货币政策方面, 央行继续实施稳健的货币 政策,通过降息、降准、公开市场操作等数量 型工具和价格型工具搭配加强预调微调,为"稳 增长"目标实现营造了宽松的货币环境,取得 了预期效果。2012年在国内外需求同步放缓、 外汇占款增长乏力的背景下, 央行同时采取数 量型和价格型货币政策工具向市场投放流动 性,全年两次下调存款准备金率共1个百分点, 公开市场操作净投放 1.44 万亿,成为 2012 年 基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次 下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个 百分点,引导市场利率适当下行,促进货币信 贷合理适度增长。从信贷数量来看,2012年全 年人民币贷款增加 8.20 万亿元,同比多增 7320 亿元,货币信贷保持合理增长支持了实体经济。 人民币汇率方面,截至 2012 年 12 月 26 日,人 民币兑美元汇率中间价仅升值 0.10%, 同时考 虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道, 目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面,继续严格控制"两高"和 产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产, 落实和完善扶持政策,加大农业科技投入。推 进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣,支持中 小企业发展,发展生产性服务业,加强生态建 设。房地产方面,坚持房地产调控不放松,一 方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地



产调控政策,相关部委及地方政府相继辟谣否 认政策放松。另一方面,支持自住性合理需求, 国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施, 央行指出满足首套房贷款需求,30多个城市通 过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等 方式微调楼市政策。

总体看,2012年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大"营改增"试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策,包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调,基本实现预期政策效果。在产业政策方面,调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线,房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业分析

1. 旅游行业分析

旅游产业是指凭借旅游资源和设施,专门或者主要从事招徕、接待游客,为其提供交通、游览、住宿、餐饮、购物和娱乐等六个环节的服务并获取经济收益的综合性产业。旅游业的发展以整个国民经济发展水平为基础并受其制约,其对外部经济、政治、社会和自然等条件具有较强的依赖性,属于典型的敏感型行业。

(1) 世界旅游产业

20世纪50年代以来,相对稳定的政治环境、高速发展的社会经济和不断进步的科学技术,促进了世界旅游产业的快速发展,全世界国际旅游人数和国际旅游收入呈现持续上升趋势,并已经成为全球经济中最具规模和增长最快速的新兴产业之一。根据联合国世界旅游组织公报数据显示,近十几年,国际旅游业收入年均增长率在8%以上,高于同期全球经济增长幅度,行业产值已达到世界国内生产总值的11%左右。从旅游目的地分布看,旅游热点地区目

前主要集中在欧洲、北美洲和亚太地区,国际旅游收入稳居世界前15位的旅游目的地国家中,欧洲占9席(西班牙、法国、意大利、德国、英国、奥地利、希腊、土耳其、瑞士),北美洲占3席(美国、加拿大、墨西哥),亚太地区占3席(中国、土耳其、澳大利亚),这其中又以包括中国在内的亚太地区旅游业发展速度最快。

2008年底,受全球性金融危机以及传染病 的负面影响,国际旅游产业整体陷入收缩态势, 旅游人数和收入增幅呈现明显回落, 并且从 2008年第四季度开始出现负增长。2009年,金 融危机的蔓延以及甲型 H1N1 传染病的爆发进 一步加剧了旅游产业的下滑,全年国际旅游人 数下降至8.8亿人次,同比下滑4.76%。同期, 全球旅游业收入变化趋势与出游人数基本相 似,全年下滑 6%。2010年,伴随全球经济的 稳步回升,旅游产业正呈现逐步回暖趋势。联 合国世界旅游组织年度调查显示 2011 年的经 济危机以及日本大地震等灾难并未对全球旅游 业造成重大破坏,2011年全球跨国游客增加了 4.4%, 达到 9.8 亿人次, 而 2010 年为 9.4 亿人 次。2012年,旅游产业正呈现逐步回暖趋势。 亚太地区全年目的地入境游客接待总量同比增 幅达到5.3%,高于3~4%的全球水平。

(2) 中国旅游产业

中国旅游业自1978年作为一个经济产业起步以来,经过30多年的发展,产业形象日益鲜明,规模不断壮大,已成为国民经济中发展速度最快、最具国际竞争优势的产业之一。

"十一五"期间,中国旅游业保持了平稳较快发展的良好势头,国内旅游人数平均增长12%,入境过夜旅游人数年均增长3.5%,出境旅游人数年均增长19%,全国旅游业总收入年均增长15%。中国跃居全球第四大入境旅游接待国和亚洲第一大出境旅游客源国,居民人均出游率达1.5次/年,旅游直接就业达1350万人,旅游消费对社会消费的贡献超过10%,旅游业对中国经济社会发展的积极作用更加明显。



2011年,中国旅游经济总体保持较快发展,国内旅游及出境旅游增长均高于预期,入境旅游则受到日本地震、中东动荡以及欧债危机等因素影响,增速低于预期;2012年国内旅游收入2.27万亿元,同比增长17.6%。

国内旅游现状

近十年,随着国民经济健康快速的增长、 人均可支配收入的提高以及假期的增多,国内 旅游市场呈逐步放大趋势。从旅游业的发展规 律看,GDP的增长和人均可支配收入的增加是 旅游业发展的根本动力。近年来,中国GDP及 城乡居民收入的稳定、快速增长直接推动了旅 游行业的快速启动,国内出游人数和旅游总收 入总体保持稳步增长趋势。但需要注意的是, 2003年由于受到SARS的影响,中国国内旅游人 数以及旅游收入同期呈现负增,显现出行业对 外部环境存在较强的敏感性,容易受到各种突 发事件影响。从其后几年的恢复情况看,旅游 行业又体现出一定的韧性,在受到各类突发事 件和自然灾害冲击后,能够在较短时间内得以 恢复。





数据来源: 国家旅游局和国家统计局

近几年,中国自然灾害和突发事件频发,全球金融危机也在2008年下半年逐渐传导入国内,但中国国内旅游市场依然保持了较为平稳的发展态势。根据国家旅游局公布的数据,2009

年,国内旅游出现恢复性增长,国内旅游人数19.02亿人次,同比增长11.1%,国内旅游收入1.02万亿元,同比增长16.4%;2011年中国国内旅游出游人数达26.4亿人次,同比增长13.2%;2012年中国国内旅游出游人数持续增长,达29.60亿人次,反映出国内宏观经济运行相对平稳,且国内居民出游欲望仍较为强烈,出游消费已呈现出一定的惯性。

国际旅游现状

国际旅游包含了入境旅游和出境旅游两大市场。中国人文历史悠久,拥有众多的名胜古迹等良好的旅游环境,再加上2008年北京奥运会、2010年广州亚运会和上海世博会的成功申办和召开扩大了中国在世界上的影响范围,中国入境旅游市场近十几年得到快速发展;同时,由于国内旅游业在某种程度上已满足不了部分居民的旅游需求,境外旅游成为了中国旅游业的有益补充。

图2 2001~2012年国际旅游收入及人数

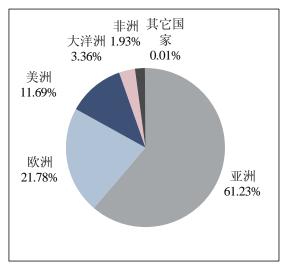


数据来源: Wind资讯

入境游方面,2009年,受甲型H1N1流感的暴发和金融危机的蔓延,中国入境旅游整体表现疲软,根据国家旅游局公布的数据,2009年中国入境旅游人数和入境旅游外汇收入分别实现1.26亿人次和397亿美元,同比依然延续下降态势,但降幅已开始逐季度收窄。2010年中国入境旅游实现恢复增长,全年入境旅游人数

1.34亿人次(同比增长5.8%),入境过夜旅游人数5566万人次(同比增长9.4%);旅游外汇收入458亿美元,同比增长15.5%。2011年,全球经济恶化、人民币持续升值,受此影响中国入境游市场增长低于预期,全年共计接待入境旅游者1.35亿人次,同比增长1.24%。2012年,随世界经济复苏不确定性增加,1-12月全国共计接待入境旅游者1.32亿人次,同比下降2.23%。

图3 2012年中国入境旅游外国人客源地区分布



资料来源: 国家旅游局

从入境游客所属地区和国家分布看,目前中国入境旅游市场主要客源地还是来自港澳台和以日本、韩国和马来西亚为主的亚太地区(见图3)。

出境旅游方面,受益于人民币汇率的升值,国际旅游产品价格的调整以及国际对中国市场促销力度的增加,近两年,出境旅游市场呈现相对良好运行态势,出境旅游人数保持较快增长。国家旅游局统计数据显示,2009年~2011年,中国出境旅游总人数分别达到0.48亿人次、0.57亿人次和0.70亿人次,分别同比增长4.0%、20.4%和22.4%;2012年前3季度,中国出境旅游总人数达0.61亿人次,同比增长18.40%。受此影响,中国旅游服务的贸易逆差不断扩大,2011年中国旅游外汇收入为485亿美元,而居民出境花费预计将达到690亿美元,旅游服务贸易逆差达225亿美元。2012年1~12月中国

旅游外汇收入为 500.28 亿美元,预计出境游消费达 800 亿美元,逆差进一步扩大。

(3) 政策环境

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。

2008年,受全球金融危机波及,中国旅游三大市场也呈现出增长放缓甚至是负增长趋势。2009年,国务院常务会议通过了《关于加快发展旅游业的意见》(国发[2009]41号),提出"把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业"的最新定位,使旅游业纳入国家发展战略获得实质性进展。此外,旅游业发展也作为重要方面纳入《文化产业振兴规划》、《服务贸易中长期发展规划纲要》等国家战略。

2011年3月公布的《中国国民经济和社会发展十二五规划纲要》把推动现代服务业大发展作为产业结构优化升级的战略重点,提出要全面发展国内旅游,积极发展入境旅游,有序发展出境旅游;坚持旅游资源保护和开发并重,加强旅游基础设施建设,推进重点旅游区、旅游线路建设;推动旅游业特色化发展和旅游产品多样化发展,全面推动生态旅游,深度开发文化旅游,大力发展红色旅游;完善旅游服务体系,加强行业自律和诚信建设,提高旅游服务质量。

2012年2月国务院七部委联合发布的《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》([银发【2012】32号)文件,以加强和改进对旅游业的金融服务,完善金融支持政策,促进旅游业加快发展。

2011 年 12 月公布的《中国旅游业"十二五"发展规划纲要》提出要通过推展消费需求,全面发展国内旅游,提升发展质量,积极发展入境旅欧,同辉加强服务引导,有序发展出境

8



旅游,力争到 2020 年中国旅游产业规模、质量、效益基本达到世界旅游强国水平,同时使旅游服务质量明显提高,市场秩序明显好转,可持续发展能力明显增强。

总体看,中央和地方政府近年来推行的旅 游刺激方案存在积极意义,能够平缓因外部不 利经济环境而带来的负面影响,最大限度保持 中国旅游产业的相对平稳发展。

(4) 市场竞争

从国内旅游市场的竞争格局看,虽然中国旅游业的总体规模已经位居世界前列,但发展模式单一,产业形态落后,产业集中度低,行业秩序混乱,产品质量不高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。仅从上市旅游公司的数量来看,2011年4月底中国共有2100余家A股上市公司,但其中旅游类上市公司仅有30家左右,占比不到2%。旅游类上市公司比重较低的现象与旅游业在国民经济中的重要地位不太相称,在一定程度上也说明目前旅游类公司的整体实力偏弱。

整体来看,受到旅游行业经营模式特殊性的影响,旅游企业之间即是相互依存的合作伙伴,又为相互排斥的竞争对手,旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。此次金融危机的爆发,短期内对国内旅游市场产生了一定冲击,但从长远看,行业紧缩有利于产业整合和市场规范,行业内劣势企业将在竞争中加快得以淘汰,从而为优势企业进一步控制市场资源,提高市场占有率提供了机遇,行业长期竞争格局有望得到改善。

(5) 主要子行业

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

景区

全国旅游资源丰富,但优质景区资源目前相对有限。截至 2013 年 1 月 16 日,全国共有5A 级景区 153 家。景点资源数量相对有限,景点尤其是4A 级以上景点的供不应求使得这些景区拥有了独特的资源垄断优势。

根据国家旅游局发布的《2011年中国旅游景区发展报告》显示,截至2011年底,全国共有各类旅游景区20976家,其中,A级旅游景区5573家。旅游景区已成为居民旅游消费的热点之一,景区收益不断增加。2011年全国A级旅游景区接待游客人数25.54亿人次,平均每人到景区游览约2人次;营业收入达到2658.60亿元,在全国旅游总收入的比重在不断提高。2011年全国旅游景区接待游客规模和综合营业收入增长均超过20%,增速明显高于同期全国星级饭店和旅行社行业,旅游景区的主体地位进一步增强。

景区类公司收入增长的动力主要来自客流的增长与票价的提升,而由于景区固定成本占比相对较大的特征,景区盈利一般可实现比客流更快速度的增长。2005年中华人民共和国建设部叫停门票经营权转让、2008年八部委禁止门票经营权或风景区开发权打包上市,因此拥有国家最高等级景区门票经营权的景区稀缺性更加突出。

目前中国旅游行业发展迅速,旅游增长潜力巨大,景区作为观光游最受益的子行业,作为居民消费升级首先会选择的旅游产品,将会首先受益。

酒店业

随着中国居民可支配收入持续增长,酒店业成为旅游行业中增幅较大的子行业之一。根据《2011年中国旅游业统计公报》数据显示,截至2011年底,全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计13513家,其中有11676家完成了2011年财务状况表的填报,并通过省级



旅游行政管理部门审核。根据 11676 家星级饭店填报的财务数据显示:到 2011 年末,全国 11676 家星级饭店,拥有客房 147.49 万间,床位 258.63 万张。在 11676 家星级饭店中:五星级饭店 615 家;四星级饭店 2148 家;三星级饭店 5473 家,二星级饭店 3276 家,一星级饭店 164 家。

总体看,酒店供给已呈现相对过剩局面,行业竞争较为激烈。酒店业对外部宏观经济以及突发事件敏感,波动性较大。2009年,受金融危机和甲型 H1N1 流感疫情的影响,中国主要地区的星级饭店平均房价和出租率同比均有所下滑。随着经济形势的渐渐好转及流感疫情的消散,全国酒店业经营情况有所好转。

从未来发展看,中国未来经济、人均 GDP 将继续保持增长的趋势,经济的健康稳定发展将给酒店业的发展带来契机。据国家旅游局预测,到 2015 年,全国将新增各类住宿设施约20万家,其中星级饭店约1万家,五星级饭店将超过500家。未来大众旅游需求呈现多样性、商务客源增多等因素促使高星级酒店与经济型酒店成为行业中表现作为活跃的两部分。

总体来看,近年来酒店业增长较快,但也表现出较强的周期性。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。酒店管理业由于资本支出小、利润率高、风险小,从中长期看,旅游产业政策推动和旅游需求拉动将成为驱动中国旅游业长期高速增长的基本动力,随着中国旅游业的持续发展,酒店行业仍面临良好的发展机遇。

旅行社业

伴随着中国旅游业的高速发展,中国旅行社行业也发生了巨大的变化,近二十年来行业规模不断扩大,从业人员不断增加,旅行社行业已经成为中国拉动经济增长、扩大就业渠道的重要的服务行业之一。截至2011年底,全国共有各类旅行社23690家,同比增长3.98%。

根据国家旅游局统计数据,中国各类旅行社的营业收入从2002年的710.63亿元上升到2010年的2649.01亿元,年均复合增长率为17.88%。2011年,全国旅行社入境旅游外联1454.96万人次、6181.81万人天,分别比上年增长7.61%和33.96%;经旅行社接待的入境旅游2280.81万人次、7165.44万人天,分别比上年下降5.28%和增长27.72%。

从市场角度分析,旅行社业务分为三块: 入境游、国内游、出境游。从近年来全国旅行 社组织国内游、入境游、出境游三项旅游业务 比较分析看,呈现的是"金字塔"型结构。国内 旅游业务规模最大,毛利润占总量的6成左右, 排在最底层;入境旅游业务规模次之,毛利润 占总量的2成以上,排在中间层;出境旅游业务 规模较小,毛利润占总量不到2成,排在最上层。 这一结构基本与中国旅游业"以国内旅游为基 础、入境旅游为重点、出境旅游为补充"的总体 状况相一致,较好的反映了"大力发展入境旅 游、积极发展国内旅游、适度发展出境旅游" 的发展方针。

从行业发展特点来看, 近年来中国旅行社 业集中呈现出在线旅游呈井喷式发展、产业结 构持续优化、旅行社业产品设计与营销策略不 断创新、诚信问题日益突出等特点。随着经济 收入的增加、旅游消费水平的提高、旅游经验 的丰富、旅游品位的提升,游客已从"走马观花 型"重量不重质的旅游方式,向深度体验、个性 游的方式转变。自由行产品、深度游产品等新 业态旅游产品不断涌现。随着信息技术的发展, 互联网已成为旅行社经营中不可缺少的媒介和 技术手段,不断地推动着旅行社的产业融合进 程。同时也促使旅行社新业态的不断出现。2011 年,传统旅行社争相上线,旅行社与网络平台 加速融合,"在线旅行社"模式显现。第三方在 线企业加入在线旅游业务, 在线旅游领域竞争 激烈。但现阶段中国旅行社在信息化发展方面 不平衡, 尤其中小旅行社在信息化方面相对滞 后。



从行业竞争格局来看,目前中国的旅行社行业仍呈现过度竞争特征,表现为旅行社进入门槛低、数量多、产业集中度低、产品同质性强,长期利润水平低等特点。众多企业为了争夺市场份额,不得不进行恶性价格竞争,导致整个行业在总收入不断增加的同时,利润率却不断下降,甚至出现负利润的现象。这种情况下,不仅消费者不能从旅游中获得高质量的服务,旅行社企业也不能从中获得发展的足够利润,直接影响了产业的发展。

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

(6) 行业展望

旅游行业属敏感型行业,旅游产品作为弹 性消费品, 易受外部经济环境的影响, 突发公 共事件的发生对行业内企业经营会造成较大 冲击。从短期看,尽管目前全球经济发展积极 因素有所增多,但宏观环境仍然处于较不稳定 的状态,全球金融风险也存在向财政领域进一 步转移的趋势, 部分国家经济形势进一步恶 化,全球就业率和居民收入增长率受惯性影响 短期内也难以有明显改观。另外,一些外汇短 缺或外债沉重的国家为了节约外汇度过危机, 也有可能采取限制出境旅游等措施(如1997年 亚洲金融危机时期, 部分东盟国家就曾经采取 提高出境税和护照费、发布行政命令等措施, 限制本国国民出境旅游),这都会对中国的入 境旅游业产生负面影响。总体看,短期内中国 旅游产业,特别是高端入境旅游业形势依然严 峻,行业内企业发展将呈现更为明显的两极分 化趋势。

从长期看,中国旅游业面临的基本环境没有 改变,中国经济有望继续保持良好、快速的发 展态势,人均收入的增长和消费结构的升级将 根本性的推动中国旅游行业的发展。目前,中 国人均国内旅游近2次/年,尚低于中等发达国 家3次的平均水平。根据旅游发达国家的经验,一个国家人均GDP超过3000美元时,才进入旅游业的繁荣期。世界旅游组织测算,到2015年中国将有望超越法国成为全球最大的入境旅游接待国和第四大出境旅游客源国。综合来看,中国旅游业仍具备十分广阔的发展空间,未来行业有望迎来新一轮的长期增长周期。

2. 区域经济环境

公司经营的业务主要集中在黄山市。根据《黄山市2011年国民经济和社会发展统计公报》数据显示,2011年黄山市实现地区生产总值378.8亿元,比上年增长12.5%。其中,第一产业增加值45.1亿元,增长4.4%;第二产业增加值175.4亿元,增长17.8%;第三产业增加值158.2亿元,增长9.4%。产业结构不断调整优化,2011年三次产业结构为11.9;46.3;41.8。

2011年,黄山市全年社会消费品零售总额 148.3亿元,比上年增长17.9%。按经营单位所在地分,城镇消费品零售额118.1亿元,增长 17.6%;乡村消费品零售额30.2亿元,增长 18.6%。按行业分,批发业零售额10.6亿元,增长11.7%;零售业零售额107.9亿元,增长18.6%;住宿业零售额6.3亿元,增长21.5%,餐饮业零售额23.6亿元,增长15.8%。按企业规模分,限额以上企业零售额42.9亿元,增长38.9%;限额以下企业零售额105.5亿元,增长9.6%。

2011年,黄山市年末限额以上批发零售和住宿餐饮企业单位数193家,比上年增加53家。在限额以上企业商品零售额中,粮油、食品类增长49.0%,饮料、烟酒增长67.7%、金银首饰类增长191.3%、石油及制品类增长44.0%、家用电器类增长42.4%、汽车类增长72.6%。全年共销售"家电下乡"产品17.1万台,销售额4.6亿元,分别增长20.2%和33.0%。

2011年,黄山市全年接待海内外旅游者 3054.4万人次,比上年增长20.0%。其中:接待 国内旅游者2923.0万人次,增长19.8%,接待入 境旅游者131.4万人次,增长25.1%。在入境旅



游者中,外国人76.3万人次,增长27.5%;港澳台同胞55.1万人次,增长22%。全年旅游总收入251.0亿元,增长24.2%,其中:国内旅游收入226.0亿元,增长23.8%,国际旅游创汇3.85亿美元,增长27.9%。从52个旅游景区(点)看,共接待游客2038.8万人次,增长15.1%,其中入境游客65.7万人次,增长18.0%。其中:黄山风景区接待游客274.4万人,同比增长9.0%,其中入境游客28.0万人,同比增长9.2%。

2011年黄山市政府在《黄山市"十二五" 旅游业发展规划》中提出"十二五"时期,安 徽旅游业发展的目标主要是推进旅游强省建 设,把旅游业建设成为国民经济战略性支柱产 业和现代服务业的主导产业,重点支持发展皖 南国际文化旅游示范区、大合肥经济圈旅游区 和皖北旅游区三大板块; 黄山市作为皖南国际 文化旅游示范区的核心城市以及南部门户,是 联系皖南国际文化旅游示范区与长三角城市群 的枢纽城市之一,将在未来旅游强省建设中获 得更多的发展机遇。黄山市已正式获批成为首 个国家现代服务业综合改革试点城市, 优先发 展现代服务业是黄山市社会经济发展的重大战 略。黄山市在"十二五"期间,将加快建立现 代服务业体系,逐步形成以匹配旅游为主的现 代服务业格局,形成服务经济为主的产业结构, 促进旅游业的发展。

总体看,黄山市旅游旅游资源丰富,旅游产品较为成熟,政府相关政策支持力度大,作为皖南国际旅游文化示范区的核心,黄山市旅游行业将获得新的发展机遇。目前黄山市经济保持持续快速增长,产业结构不断优化,公司经营面临的外部环境良好。

五、基础素质

1. 产权状况

公司经安徽省人民政府授权经营黄山风景 区国有资产,是具有独立法人地位、资格和独 立财务核算体系的国有独资公司。黄山风景区 管理委员会持有其100%的股权。截至2012年9 月底,公司注册资本8.38亿元。

2. 企业规模

公司是黄山市最大的旅游企业,拥有黄山 景区内旅游资源的垄断经营权。目前公司主要 业务包括旅游和旅游地产两大板块。

在旅游方面,公司主要的景区资源是黄山旅游风景区。黄山位于安徽省黄山市境内,总面积1200平方公里,"黄山风景区"是黄山的精华景区部分,其总面积160.6平方公里,距离黄山市区37公里,以自然景观奇特、动植物资源丰富和文化底蕴深厚等特点闻名于世。黄山景区是全国重点风景名胜区、全国文明旅游区、中国十大风景名胜之一、国家"5A"级旅游景区、"ISO14000国家示范区",也是全国唯一一个同时拥有世界文化遗产、自然遗产和世界地质公园等称号的景区。公司拥有的旅游资源具有不可复制性,竞争优势较为明显。

在旅游地产板块方面,截至2012年9月底, 公司拥有土地储备548亩,均为黄山市内的优质 地段,未来面临一定的升值空间。

在下属经营实体方面,截至2012年9月底, 公司拥有旅游商务酒店20多家,其经营地点除 旅游景区之外,还遍布于黄山市内,是黄山市 最大的旅游商务酒店管理企业。

总体看,公司作为黄山旅游景区的唯一经营主体,在景区范围内具有垄断经营权,旅游资源竞争优势明显。

3. 近期主要荣誉

2011年8月,黄山风景区管理委员会加入亚 太旅游协会(PATA),成为全国首家加入亚太 旅游协会的旅游景区暨世界遗产地。

2011年11月,黄山旅游发展股份有限公司通过"全国旅游标准化试点企业"终期评估验收,成为安徽省唯一实现标准化经营管理的综合型旅游企业。

2011年12月,黄山风景区管委会加入世界



自然保护联盟(IUCN),成为该国际组织中首个中国景区类旅游目的地暨世界遗产地(黄山编号: AF/25250);

2011年12月,中国旅游研究院与中国旅游协会联合发布2011年度中国旅游集团营业额20强名单,公司排名第18位。这是公司连续三年入选该排行榜。

4. 人员素质

公司现有高级管理人员5人,包括总裁1人、副总裁3人以及总会计师1人,均具有较长的行业从业经历和较高的专业水平。

公司董事长兼总裁许继伟先生,1964年生,高级经济师,研究生学历。许继伟先生历任黄山管委会副处长,黄山旅游局局长、党委书记,黄山市政府副秘书长,黄山市市委常委、黄山风景区管委会党委书记、黄山风景区管委会副主任。现任公司董事局主席兼总裁,及黄山旅游发展股份有限公司董事长。

公司常务副总裁叶树敏先生,1954年生,大学学历,翻译师。叶树敏先生曾任黄山中国国际旅行社总经理,黄山市旅游局副局长。现任公司常务副总裁。

截至2012年9月底,公司拥有在岗员工3962 人,从学历构成看,高中及以下占70%,大专占19.9%,本科以上占10.1%;从年龄构成看, 30岁以下占29.5%,30岁~50岁占60.1%,50岁 以上占10.4%。公司员工年龄构成合理,文化程 度水平一般。

公司高级管理人员综合素质较高,且具有 长期从事相关业务的工作经历,具有丰富的经 营管理经验,管理能力强,熟悉公司的业务及 发展方向,有利于公司的长远发展。公司员工 年龄构成较合理,能够较好地满足公司发展需 要。

六、管理体制

1. 法人治理结构

公司是黄山市国资委出资的国有独资企业。根据《公司章程》,公司设立董事会,董事会成员共有5人,其中董事长1名,副董事长1名,均由董事会民主选举产生,董事长为公司法定代表人。

2. 管理水平

在管理架构方面,公司实行董事会领导下的总裁负责制,公司设总裁1人,副总裁2人,由董事会任命。自成立以来,公司始终坚持制度化管理,制定并完善了一系列管理制度。

对财务费用支出管理方面,公司实行预算管理,各下属单位根据全年的工作计划和应履行的职责,对本单位全年的各项支出填报明细预算表交公司财务中心审核汇总,报总裁办公会议研究后,确定为全年该部门的费用支出预算。对于超预算财务支出,由分管财务的副总裁进行审核,并要求总裁办公会审议通过;对于专项专题经费支出,则由总裁或董事会研究审批后方可办理。

在资金管理方面,公司实行收支两条线管理。各下属经营单位在公司制定的银行开立一个收入账户和一个支出账户,经营收入的资金应及时足额存入收入账户,支出账户所属资金若在年度预算范围内,经公司批准后,按月支付到支出账户,各经营单位按规定使用,严禁坐支现金。

在员工激励和考核方面,公司以劳动用工制度、人事管理制度和薪酬分配制度三项制度为核心,确立了以岗定薪原则,实现了能上能下、能进能出、公平竞争的用人机制,完善了人力资源制度的市场化管理。

在安全管理方面,公司建立了安全管理责任制,健全了目标管理体系。并且适时组织安全大检查,重点检查索道运行、景区防火的重点工作;同时还建立了安全生产应急预案,定

期进行演练。2011年,景区内旅游死亡率、道路交通死亡率、游客坠落事故、火灾事故均为零,索道安全率 100%。

总体看,公司管理体系运行顺畅,内部管理严格,整体管理水平较高,管理风险低。

七、公司经营

1. 业务构成

目前公司已经形成旅游(包括旅行社、酒店、景点门票、索道等)、旅游地产及其它两大

类业务板块。2011年,公司实现营业收入17.27亿元,同比增长0.84%;实现利润总额4.07亿元,同比增长10.66%,其中旅游业务是公司利润的主要来源。2009年以来主要业务构成占比见下表。2009~2011年,从各板块构成来看,公司旅游板块业务总体较为稳定,其中酒店业务及门票业务呈上升趋势,索道业务及旅游服务业务略有波动。公司旅游地产业务2009年占比较低,自2010年起稳定发展,成为公司的收入来源之

表1 公司近年来经营情况(单位:万元、%)

		2009年			2010年		2011 年			2012年1~9月		
板块	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
酒店业务	30558.95	20252.84	33.73	31978.51	25031.91	21.72	32134.48	21454.15	33.24	31998.65	21748.02	32.03
索道业务	32127.99	7997.15	75.11	33146.59	7836.28	76.36	32985.65	7061.44	78.59	31030.66	6032.32	80.56
门票	44190.24	24942.19	43.56	50922.18	29561.69	41.95	51883.68	28302.60	45.45	48072.38	26174.89	45.55
旅游服务业 务	30940.74	25924.98	16.21	28982.99	26365.37	9.03	29062.61	25789.25	11.26	28950.57	24317.35	16.00
地产等其他 业务		-11077.79	-435.27	26194.86	12169.1	53.54	26590.24	13937.71	47.58	6050.87	3662.99	39.46
合计	135748.35	68039.38	49.88	171225.13	100964.35	41.03	172656.66	96545.16	44.08	146103.13	81935.57	43.92

资料来源:公司提供

2012年1~9月,公司实现营业收入14.61亿元,是上年全年的84.62%,利润总额3.79亿元,是2011年的93.08%。从各板块构成来看,旅游板块各子行业经营情况良好,几乎达到2011年全年水平;地产及其他业务板块受政策宏观调控影响,房屋预售有所减少,毛利率也有所下降。

(1) 旅游板块

旅游业务一直是公司的主导业务,目前主 要有景区门票、索道、旅行社、酒店等几项构 成。

门票

在各项收入中,门票收入是公司收入占比最大、稳定性最强的一项,其主要来自于黄山旅游景区的门票款。从近年来的经营情况来看,这部分收入基本保持在5亿元左右,具有较高的稳定性。对于收入的门票款,公司下属股份公

司与黄山旅游风景区管委会签订了关于授权股份公司管理黄山风景区门票事宜的协议,按照如下方式进行分成:即每年门票收入在扣除相关规费后(约15%左右),股份公司留存50%,另外50%上交管委会。在账务处理上,公司将门票收入全额反映为营业收入,扣除的相关费用和管委会的分成部分则反映为门票业务的营业成本。2009~2011年,公司门票营业收入分别为4.42亿元、5.09亿元和5.19亿元,近年来毛利率有所波动,其原因是公司适时加大了市场的开发力度,对新兴市场和特定市场在门票价格上采取了优惠政策,而营业成本包含相关费用和付给管委会的分成保持不变,导致毛利率有所波动。

景区门票收入的变化趋势主要决定于旅游游客人次和门票价格两方面。从游客人次方面来看,2009~2011年,景区游客人次保持增长趋势,2011年,公司共接待进山游客274.4万人,



同比增长8.96%; 其中,境外游客28.04万人,同比增长9.2%。2012年1~9月,公司共接待进山游客227万人,同比增长5.22%; 其中,境外游客21.75万人,同比增长12.32%。近年来的游客人次增加没有带动门票收入的同比增长,主要是由于近年来团体购票占比明显提高,而团体购票需提供9.5折的优惠,因此旅游人次的增长没有带动门票收入的同比增长。

从价格上来看,根据黄山市物价局《关于调整黄山风景区门票价格的批复》(黄价字【2009】22号),黄山景区门票价格从2009年5月1日起调整,调整内容如下:1、黄山风景区门票价格旺季每票由200元调至230元,淡季每票由120元调至150元。2、淡旺季时间:淡季时间为当年12月1日至次年2月28日,旺季时间为3月1日至11月30日。

此外,公司除黄山景区外,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,在2000年5月,其所有权及经营权划归黄山旅游集团。2011年,该景区接待游客31万人次,实现收入1288万元,体现在公司营业收入分类中的门票收入一项。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。按照2011年接待游客计算,公司每年将增加收入650万元。

尽管近年来公司门票价格保持上升态势, 但由于景区门票由政府统一定价,短期内不会 有大幅变动,但长远来看,旅游景区门票价格 上涨在中国境内是大趋势,预计未来门票价格 仍有一定上升空间。

索道

索道是旅游景区上下山的主要途径,承载着80%以上的上下山客源,其与门票具有高度的正相关性。公司索道收入是继门票之后的又一个稳定收入来源,截至2012年9月底,公司拥有四条索道资产,分别是云谷老索道、云谷新索道、太平索道和玉屏索道,其剩余使用年限

均在15~20年,运行状况良好。目前四条索道 实行淡季65元/人、旺季80元/人的统一票价。四 条索道游客乘坐比例大致为:云谷新、老索道 41%,玉屏索道45%,太平索道14%。

2009~2011年,公司四条索道共接待游客 369.01万人次、420.00万人次和468.39万人次, 实现索道收入分别为3.21亿元、3.31亿元和3.30 亿元。其营业成本主要为折旧费和运营成本、 人工费等,运营成本不高,因此索道业务保持 了较高的毛利水平,三年均在70%以上。2012 年1-9月,公司四条索道共接待旅客378.41万人 次。

云谷老索道于1986年建成并投入运营,是 黄山风景区第一条索道,该索道系三线往复式 客运索道,全长2808米,下起云谷寺、上至白 鹅岭,高差773米,速度7米/秒,全线共有5座 支架,车厢载客50+1人,单向最大运输能力为 300人/小时,运行时间8分钟。

由于云谷老索道设备老化且运力较低,无 法满足日益增多的游客需求,为了提升运力, 公司于2006年12月动工建设云谷新索道,2007 年10月建成投入运营。云谷新索道全长2666米, 是目前世界最先进的单线循环脱挂抱索器吊箱 式索道设备。索道下起云谷景区北侧,上至白 鹅岭东北侧,高差775米。共69个客运车厢,每 车厢载客8人,速度为6米/秒,单向最大运输能 力为2000人/小时。沿途共有14座支架。

2009~2011年,云谷新、老索道共运送游客 164.52万人次、196万人次和219.69万人次;2012 年1-9月共运送旅客约175.16万人次。

玉屏索道共投资6322万元,属于自动循环 吊箱式客运索道,1996年9月竣工投入运营。索 道地处莲花峰、天都峰、玉屏楼之间,下起慈 光阁,上至玉屏楼蒲团松,连接温泉景区和玉 屏景区,与迎客松相邻。索道全长2176米,高 差752米,6人座车厢单项运量可达1000人/小 时。

2009~2011年, 玉屏索道共运送游客167.18 万人次、183万人次和202.97万人次: 2012年1-9



月共运送旅客约166.52万人次。

太平索道建成于1995年,是目前亚洲最长、国内最大的往复式客运索道。索道上站设在西海景区的松林峰,下站设在松谷景区的松谷庵,全线斜长3709米,沿途设有6座支架,车厢容量100+1人,单程最快运行时间为8分钟,索道成套机电设备从奥地利引进。

2009~2011年,太平索道共运送游客37.30 万人次、41万人次和45.74万人次;2012年1-9 月共运送旅客约36.74万人次。

公司索道接待人数增长率与入山游客数增速基本保持一致。2010年,公司所属的云谷、玉屏、太平三条索道,均进入首批全国"5S"索道行列。

酒店

酒店管理是旅游板块的另一主要收入来源,截至2012年9月底,公司下属酒店、商务旅馆等20多家,在整个黄山市酒店企业中排名第一,市场占有率在40%左右;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。2009~2011年以及2012年1~9月,公司酒店管理收入分别为3.06亿元、3.20亿元、3.21亿元和3.20亿元,毛利率分别为33.73%、21.72%、33.24%和32.03%。2010年,由于市场竞争激烈等原因,酒店管理业务盈利能力有所下降。进入2011年,为提高酒店板块毛利率,公司采取了以下措施:(1)加大酒店促销力度,提高酒店入住率;(2)进一步加强酒店管理,严格控制成本;(3)进一步加大审计监督力度,统一房餐价格,确保公司利润最大化。

公司分布于黄山风景区内的酒店包括玉屏楼宾馆、排云楼宾馆、北海宾馆、西海饭店、白云饭店和云谷山庄等,可提供各种类型的房间约800间。由于山上景区内的酒店是公司垄断经营,平均客房入住率约为85%,盈利状况良好。其中西海饭店自2010年10月开始重新拆除改造,项目环评周期长,工程施工难度大,计划总投资2.5亿元,实际投资金额2.3亿元,已于2013年1月重新开业,预计之后每年将会为公司

增加利润5000万元左右。

旅游服务

公司的旅游服务业务主要包括相关旅游产品、旅游纪念品和旅行社服务等业务,2009~2011年以及2012年1~9月,公司旅游服务业务收入分别为3.09亿元、2.90亿元、2.91亿元和2.90亿元,这部分业务大多为代销产品,盈利能力不强,但为公司其他业务提供了重要的客源支持。

目前公司旅游服务业务以黄山中海国际旅行社管理公司(以下简称"中海国旅")为主体,下辖黄山市中国旅行社、黄山中国国际旅行社、黄山海外旅行社等。中海国旅是目前安徽省规模最大的旅行社集团公司,也是安徽省首批通过ISO-9001国际质量体系认证的旅游企业。

表2公司近年来旅行社接待情况(单位:万人次)

项目	2009年	2010年	2011年	12年1-9月
出境游	0.86	1.63	1.75	1.96
入境游	5.63	6.49	6.26	4.23
国内游	29.59	28.23	30.61	18.96

资料来源: 公司提供

综合来看,公司旅游板块业务量均直接或 间接来源于游客的增长量。从增长驱动因素上 来看,主要有三个方面:一是旅游产品作为一 种富于弹性的消费品,其消费量对居民可支配 收入保持较高的敏感性, 近年来, 随着中国居 民生活水平的不断提高和可支配收入的不断增 长,人们用于旅游方面的消费明显增多,对整 个旅游产业都产生了巨大的推动作用; 二是黄 山市近年来新建通车了三条高速公路,周边的 交通环境的明显改善促进了旅游客源的增长: 三是随着中国对外发展的持续深化,黄山在国 际上的知名度进一步提高,国际客源成为近年 来游客增长的重要驱动因素。未来, 随着京福 高铁、黄杭高铁、赣皖铁路改造项目的建成通 车,公司的外部环境将日益优化,预计国际和 国内客源均会有一定程度的增长,公司旅游板 块未来发展前景良好。



(2) 旅游地产板块

公司的旅游地产业务主要是依托黄山旅游 集团的品牌优势,重点投资开发具有较高投资 前景的商业地产。由于黄山景区内的开发要上 报国务院批准,并且也不符合国家的相关产业 政策,因此公司的旅游地产开发目前立足于黄 山市内。

公司负责旅游地产开发的经营主体为天都房地产开发有限公司(以下简称"天都房产")和黄山旅游玉屏房地产开发有限公司(以下简称"玉屏地产"),目前公司的旅游地产板块开发运行良好。2011年天都房产销售77套商品房,总建筑面积为8578.33平方米;2012年1~9月,天都房产销售总建筑面积为7631.67平方米,销售额5904万元。截至2012年9月底,天都房产合计拥有土地储备141.1亩,已开发的剩余可销售面积为58219.66平方米,预计形成资金回流2.4亿元。

2011年,玉屏地产全年销售房产313套,储藏间42个,车位5个,年度房产销售面积3.06万平方米;2012年1~9月,销售房产全年销售面积1.97万平方米。截至2012年9月底,玉屏房产合计拥有土地储备407亩,已开发的剩余可销售面积为3.86万平方米,预计形成资金回流为2.5亿元。

总体看,公司土地储备丰富,且均为黄山市内的优质地段,未来面临一定的升值空间。 2012年以来,受房地产政策调控,房产预售同比有所下降影响,公司旅游地产业务销售毛利率有所下降。

2. 经营效率

2009~2011年,公司销售债权周转次数分别为19.54次、34.28次和31.03次,存货周转次数分别为1.25次、1.32次和0.85次,总资产周转次数分别为0.43次、0.46次和0.38次。总体来看,公司经营效率尚可。

3. 未来发展规划及主要投资项目

"十二五"期间是公司实现跨越发展、做大做强的关键时期。在旅游板块方面公司将立足现有资源,并积极整合黄山市内的其它旅游资源,发挥联动效应,积极做大做强旅游产业。同时公司还将积极发展旅游商品物流业务,形成公司自己的农产品、旅游产品品牌。公司计划在整个"十二五"期间投资的项目如下表所示,截至2012年底投资额为18.09亿元,未来仍需投资金额较高,总体来看,公司未来面临一定的资金压力。

表3 公司"十二五"期间投资计划 (单位:万元)

项目名称	项目概况	建设期	总投资	2012 年底 已投资	2013年	2014年	2015年	项目进度
黄山石门水 利风景区开 发项目	景区开发,建设石门度假旅游区	2011-2015	10000	1500	2000	3500	3000	前期规划、除险加固、河道治理以 及休闲旅游项目开发
天都房地产 齐云大道南 侧地块开发 项目	占地 25.08 亩,住宅、商业	2011-2014	17000	5000	5000	7000		支付前期土地款、规划设计中,因 环评延期致使建设工期延后。
	用地面积约 77355.95 m²; 建设居住、商服设施(接待、 餐饮) 文化、娱乐) 等	2011-2015	111600	53000	20000	20000	18600	支付前期土地款、规划设计通过,一期5幢高层结构封顶,完成首郡会馆、绿化抬地及2幢低层住宅建设。
	供水管网改造及高山提水 调度自动化中心控制系统 综合改造等		4000	1360	1000	1000		已完成水库除险加固工程及配套工 程建设,全山水质处理设备更新改 造。
	黄山大门至问津桥南侧地 块整治改造、中外运黄山建		25000	18000	7000			已完成原有经营性用户的拆迁、河 道整治、游客中心、项目综合提升,



程	国酒店以下至汤泉桥西侧 地块环境整治改造等							推进公路拓宽改建及区域的环境整治。
	规划面积 51.4 公顷,建设 集旅游、休闲、健身、疗养 和住宿为一体的温泉养生 谷		60000	48000	12000			旅游、休闲、健身疗养和住宿为一体的温泉养生谷大部分 基础设施已形成,因休闲、健身、 疗养等新兴旅游项目处于市场预热 期,开发期后延。
旅游地产开 发项目等	积极参与屯溪中心城区以及周边区县的土地竞拍,取得开发权。每年新增一定规模,征地300-400亩,开发房地产及其配套项目		780000	48000	30000	80000	50000	环评报告申报中
松谷文化旅游项目	以松谷禅林为中心,以禅修 文化为主干打造松谷文化 旅游项目;以松谷禅林为中 心,连接翡翠池,开发温泉 眼		15000	3000	1000	6000	50000	谋划中
市内旅游资 源整合及开 发	在黄山风景区周边及黄山 市域范围内,通过收购、控 股、参股等方式整合旅游资 源,投资开发资源性项目	2011-2015	15000	3000	6500	3000	2500	己完成谢裕大 12%的股权收购,新增唐模茶博馆,祁门红茶、六安瓜片生产线等
玉屏索道改 造	上站利用原索道上站,下站 在原线路方向上向下移动, 改造后运力提高80%	2013-2015	18000		3000	10000	5000	环评、立项申报,建高方案设计。
环保车辆更 新	旅游运输车辆更新、升级环 保等级	2013-2014	5000		3800	1200		更新、升级方案制定中,年底前完成部分已到期车辆更新。
景区接待设施改善	徽商故里、玉屏楼宾馆、排 云楼宾馆、光明顶山庄等酒 店客房、餐饮设施以及酒店 职工公寓改造		17000		4000	6000	7000	改造方案设计,报批及工程招标中。
合计			1077600	180860	95300	137700	136740	

资料来源:公司提供

八、财务分析

1.财务质量及财务概况

公司提供的2009年财务报表已经芜湖徽瑞会计师事务所审计,并均出具了标准无保留审计意见;公司提供的2010年财务报表已经安徽徽瑞会计师事务所审计,并均出具了标准无保留审计意见;公司提供的2011年度财务报表经安徽卓勤会计师事务所审计,并出具了无保留审计意见;公司财务报表按照《企业会计制度》和有关规定及补充规定编制。公司2012年三季度报表未经审计。

公司近三年纳入合并报表范围的二级子公司未发生变化,财务可比性强。

截至2011年底,公司合并资产总额为50.74亿元,所有者权益合计为23.37亿元。2011年,公司实现营业收入17.27亿元,利润总额4.07亿元。

截至2012年9月底,公司合并资产总额为

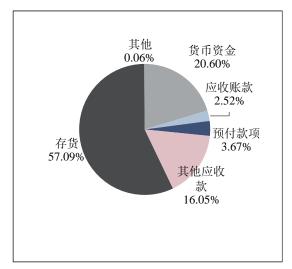
51.69亿元, 所有者权益合计为25.77亿元。2012 年1~9月, 公司实现营业收入14.61亿元, 利润 总额3.79亿元。

2.资产质量

2009~2011年,公司资产总额快速增长, 年均增长 20.88%,截至 2011年底,公司资产 总额为 50.74亿元,其中流动资产占 49.72%, 非流动资产占 50.28%。

2009~2011 年,公司流动资产年均增长 24.58%,截至2011年底为25.23亿元,以货币 资金、存货和其他应收款为主。

图 4 2011 年底公司流动资产构成



资料来源:公司提供

2009~2011年,公司货币资金较为稳定, 截至 2011年底,公司货币资金 5.20亿元,主 要是银行存款(占 99.80%),其余为现金,无 受限资金。公司货币资金较为充足。

公司应收账款规模较小,主要是黄山风景区管理委员会未结算的房、餐、水电费等及旅行社未结清团款。截至2011年底,公司应收账款账面余额0.77亿元,其中账龄1年以内的占78.80%,公司共计提坏账准备0.13亿元;应收账款净额0.64亿元。截至2011年底,公司应收账款前5名如下:

表 4 2011 年底公司应收账款前 5 名

单位	与公司	金额(万	年限	占比(%)
	关系	元)		
黄山风景区管	实际控	771.43	3年以内	12.57
委会	制人			
黄山徽州旅游	客户	274.84	3年以上	4.48
总公司				
香港恒信集团	客户	230.58	2年以内	3.76
有限公司				
黄山华苑旅行	客户	146.20	1年以内	2.38
社				
黄山市政府	客户	145.66	3年以上	2.37
合计		1568.71		25.56

资料来源:公司提供

2009~2011年,公司预付账款增长较快, 年均增幅 52.62%。截至 2011年底,公司预付 账款 0.93亿元,其中账龄 1年以内的占 95.03%, 主要包括预付设备款、土地款和尚未结算的工 程款等。

2009~2011年,公司其他应收款年均增长21.60%,主要为应收关联单位的往来款。截至2011年底,公司其他应收款账面余额4.29亿元,其中账龄1年以内的占66.09%、账龄1-2年的占27.35%、账龄2-3年的占6.56%;共计提坏账准备0.24亿元。截至2011年底,公司其他应收款前5名如下所示:

表 5 2011 年底其他应收款前 5 名

单位名称	金额 (万元)
黄山风景区管理委员会	11700.00
黄山市非税收入征收管理局	7000.00
黄山长江徽杭高速公路	2950.00
上海榕泰置业	1450.00
北京中时太平商业管理有限公司	793.92

资料来源: 公司提供

截至2011年底,公司存货为14.40 亿元,较2010年底增长74.51%,存货增加主要是子公司黄山旅游集团天都房地产开发有限公司及黄山旅游玉屏房地产开发有限公司房地产开发支出增加所致(2010年底为6.94亿元,2011年底为11.29亿元)。公司存货构成中,开发成本占78.39%,开发产品占19.34%,主要以旅游地产开发成本为主。2011年公司计提存货跌价准备45.00万元。

2009年~2011年,公司非流动资产年均复合增长17.53%,主要系近年来在建工程增长所致。截至2011年底,公司非流动资产25.51亿元,主要以长期股权投资(占27.45%)、固定资产(占39.71%)和在建工程(占24.29%)为主。

截至 2011 年底,公司长期股权投资为 7.00 亿元,较 2010 年底增长 11.82%,主要是新增的对黄山申江假日酒店有限公司及黄山谢裕大茶叶股份有限公司的投资等。截至 2011 年底,公司长期股权投资中,主要对黄山长江徽杭高速公路有限责任公司(以下简称"徽杭高速")5.06 亿元的股权投资和华安证券有限责任公司(以下简称"华安证券")1.00 亿元的股权投资,



目前徽杭高速经营状况一般,华安证券经营逐渐步入良性循环。2011年底,公司对长期股权投资提取减值准备0.70亿元,计提较为充分。

表 6 2011 年底公司长期股权投资明细 (单位:万元)

被投资单位	年末账面余 额	年初账面余 额
天都国际饭店	100.00	100.00
西海饭店	1246.06	1246.06
花园饭店	47.61	47.61
天海饭店及猴谷管理中心	191.22	191.22
天海招待所	279.85	279.85
徽杭高速	50643.00	50643.00
新国线集散中心	250.00	250.00
黄山娱乐城		3420.05
嘉华旅游	402.79	437.25
农村茶干合作社	10.00	10.00
黄山市黄河宾馆	139.90	139.90
长春净月潭游乐有限责任公司	593.59	595.08
黄山温泉风景区联合旅游管理有	2255.39	2255.39
限公司		
华安证券有限责任公司	10000.00	10000.00
黄山申江假日酒店有限公司	8007.10	
黄山谢裕大茶叶股份有限公司	2853.60	
减值准备	-6981.90	-6981.90
合计	70038.20	61633.51

资料来源:公司提供

2009~2011年,公司固定资产变化不大, 三年分别为 10.25 亿元、10.37 亿元和 10.13 亿元。截至 2011年底,公司固定资产原价 16.13 亿元,主要为房屋建筑物(占 67.89%)和索道 设备(占 13.78%)。公司计提累计折旧合计 5.96 亿元,提取减值准备 0.04 亿元,固定资产净值 10.13 亿元。

2009~2011年,公司在建工程迅速增长, 三年分别为 0.57 亿元、2.01 亿元和 6.20 亿元, 增长迅速主要是西海饭店、花山迷窟改造、西 海大峡谷地面缆车项目、皇冠假日酒店等新建 改建工程等。截至 2011 年底,公司在建工程 6.20 亿元,其中皇冠假日酒店工程 4.42 亿元、 西海饭店工程 0.88 亿元、西海大峡谷地面缆车 项目 0.70 亿元。

公司无形资产主要为土地使用权,截至 2011 年底公司无形资产为 0.79 亿元。

截至2012年9月底,公司资产总额为51.69 亿元,较2011年底增长1.86%,其中流动资产 占 48.35%,非流动资产占 51.65%。流动资产构成中,存货较 2011 年底增长 11.05%,主要是旅游地产开发成本增长。非流动资产构成中,由于皇冠假日酒店项目部分由在建工程转入固定资产,造成在建工程较 2011 年下降,同时固定资产净额增加。

总体看,近年来由于房地产开发成本及在 建工程的迅速增长,公司资产规模增长较快。 流动资产中,货币资金较为充足,存货以旅游 地产开发成本为主;非流动资产中,固定资产 和长期股权投资占比大。总体看,公司整体资 产质量良好,但资产流动性一般;新建的花山 迷窟改造、西海大峡谷地面缆车项目、皇冠假 日酒店等工程未来会对公司整体收益水平的提 升给予积极促进作用。

3.负债及所有者权益

所有者权益方面,截至 2011 年,公司所有者权益为 23.37 亿元,较 2010 年底增长 12.71%,主要是利润积累所致;其中少数股东权益占 38.01%,占所有者权益合计比重较高。截至 2011 年底,公司归属于母公司的所有者权益中股本占 57.85%、资本公积占 2.40%、盈余公积占 2.90%、未分配利润占 36.85%,公司所有者权益基本稳定。

负债方面,2009~2011年,公司负债总额快速增长,年均增长35.41%,2011年底为27.38亿元,主要是短期借款和其他应付款增加所致。截至2011年底,公司负债总额中流动负债占78.01%,非流动负债占21.99%。公司负债以流动负债为主。

2009~2011年,公司流动负债快速增长,年均增长 32.98%,截至 2011年底为 21.36亿元,主要以短期借款(占 41.53%)、预收款项(占 12.41%)和其他应付款(占 35.76%)为主。其中短期借款年均增长 26.15%,2011年底为 8.87亿元,主要为信用借款(占 98.20%)。截至 2011年底,公司预收款项 2.65亿元,主要为房地产销售预收款。2009~2011年,公司其他应付款



大幅增长,年均增长 61.56%,主要为应付关联 方黄山风景区管委会门票分成款与景区维护基 金增加所致。

2009~2011年,公司非流动负债波动幅度较大,三年分别为 2.85 亿元、2.10 亿元和 6.02亿元。2011年非流动负债增长较快主要系长期借款增加及新发行 2 亿元"11 黄山 MTN1"所致。

2009~2011年,公司全部债务分别为 7.90 亿元、9.48 亿元和 14.75 亿元,年均增长 36.63%;截至 2011年底,短期债务占 61.14%,长期债务占 38.86%。公司短期债务占全部债务比重较大,债务期限结构较短。2011年,公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 19.70%、38.70%和 53.95%,较 2010年底分别增加 11.45 个百分点、7.32 个百分点和 5.97 个百分点,公司债务负担水平加重,但仍处于适宜水平。

截至 2012 年 9 月底,公司所有者权益为 25.77 亿元,较 2011 年底增长 1.86%,主要是未分配利润增加及少数股东权益增加所致,其余科目较 2011 年底变化不大。

截至 2012 年 9 月底,公司负债总额为 25.92 亿元,较 2011 年底下降 5.34%,其中流动负债占 81.35%,非流动负债占 18.65%,非流动负债占 比由于长期借款的减少而有所下降。截至 2012 年 9 月底,公司流动负债 21.08 亿元,其中短期借款 11.30 亿元,占流动负债的 53.58%;公司非流动负债 4.83 亿元,较 2011 年底下降 19.69%,主要由于长期借款减少所致。截至 2012 年 9 月,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.14%、37.94%和 14.76%,与 2011 年底相比,公司债务负担略有下降。

总体看,公司负债以流动负债为主,债务 期限结构以短期为主,近年来公司有息债务逐 年上升,债务负担有所加重,但仍处于适宜水 平。

4.盈利能力

2009年~2011年,公司营业收入呈逐年增长趋势,年均复合增长率为12.78%,主要系房地产板块实现收入所致;2011年,公司实现营业收入17.27亿元。同期,公司营业成本有所波动,三年分别为6.80亿元、10.10亿元和9.65亿元,2010年增长较快主要系房地产开发成本的增加。营业成本的波动造成公司近三年营业利润率有所波动,2009~2011年,公司营业利润率分别为46.49%、36.72%和39.74%;2010年,公司加大市场的开发力度,对目标市场采取优惠政策,同时房地产开发成本增加,西海饭店停业维修均导致了盈利能力的下降;2011年公司加强成本控制,利润率有所提升。

从期间费用看,2009~2011年,公司期间费用(营业费用、管理费用和财务费用)占营业收入的比例分别为14.83%、16.24%和17.41%,期间费用较高主要是管理费用增长较快所致。

2009~2011年,公司营业利润、利润总额和净利润均有所波动,2011年分别为3.97亿元、4.07亿元和3.00亿元,较2010年分别增长8.04%、10.66%和3.23%,主要是成本下降所致。

从盈利指标来看,2009~2011年,公司总资本收益率和净资产收益率均呈下降趋势, 2011年分别为10.02%和12.83%。

2012年1~9月,公司实现营业收入14.61亿元,占2011年全年的84.62%,当期营业利润率为39.68%,较2011年变化不大。公司实现利润总额3.79亿元,占2011年全年的93.08%。

总体看,近年来公司营业收入和利润水平 均基本稳定,盈利能力强。

5.现金流

从经营活动看,2009年~2011年,公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生现金流入均分别呈上升趋势,2011年分别为17.10亿元和19.87亿元。公司经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付



其他与经营活动有关的现金;2011年购买商品、接受劳务支付的现金为6.31亿元,较2010年下降10.80%,在营业成本降低的作用下,该项有所降低;2011年,公司支付其他与经营活动有关的现金一项为10.28亿元,同比增长28.80%,主要是公司门票专营权分成款、排污及绿化费用、综合服务费、景区建设基金及价调基金等,以及客运公司内部转款(4900万元),该项近年来始终保持较高的支出规模,在此项影响下,2011年,公司经营活动现金流出为20.78亿元,较2010年增长9.89%。2011年公司经营活动现金流量净额为-0.91亿元。

从现金收入实现质量来看,2009~2011年,公司现金收入比分别为111.25%、95.38%和99.04%,公司现金实现质量正常。

从投资活动看,2009~2011年,公司投资 活动现金流入分别为0.41亿元、0.24亿元和4.56 亿元, 其中2011年增长较快; 2011年公司收回 投资收到的现金0.81亿元,主要是收回申江假 日酒店转让款0.81亿元; 收到其他与投资活动 有关的现金3.62亿元,较2010年的0.04亿元变化 较大,主要是由于(1)2011年度母公司当年度 集团内部资金往来调拨2.79亿元,收到时列入 "收到其他与投资活动有关的现金"、退还转出 时列入"偿还债务支付的现金",故2011年这两 个科目现金流量发生额较大,(2)母公司当年 收回以前年度关联方借款0.8亿元。从投资活动 现金流出来看,2011年公司投资性现金流出量 为5.80亿元, 较2010年分别增长40.76%, 主要 是在建的皇冠假日酒店购建固定资产等所支付 的现金3.6亿元所致。2009~2011年,公司投资 活动产生的现金流量净额分别为-1.23 亿元、 -3.88 亿元和-1.24亿元。

2009~2011年,公司筹资活动前产生的现金流量净额分别为-0.01亿元、-3.36 亿元和-2.15亿元,公司经营活动现金流量无法满足投资的资金需求,存在一定的对外融资需求。

从筹资活动来看,公司筹资活动现金流入 主要为取得借款收到的现金,筹资活动现金流 出主要为偿还债务支付的现金; 2009~2011年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为0.82 亿元、4.06亿元和1.27亿元。

2012年1~9月,公司经营性活动净现金流、 投资性活动净现金流和筹资性活动净现金流分 别为2.13亿元、-1.40亿元和-1.30亿元。

总体看,公司现金流状况较好,经营活动 获取现金能力较强,但经营活动现金流量净额 有所波动,收入实现质量正常;由于公司投资 规模有所上升,存在一定的对外融资需求。

6.偿债能力

从短期偿债能力看,2009年~2011年,公司流动比率呈波动态势,三年分别为134.60%、111.18%和118.14%;公司速动比率由于存货上升较快而迅速下降,2011年为50.70%。截至2012年9月底,公司流动比率和速动比率分别为118.54%和42.67%。2009年~2011年,公司经营现金流动负债比有所波动,分别为9.43%、3.09%和-4.27%。总体看,公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看,2009~2011年,公司 EBITDA 利息倍数分别为28.23倍、12.40倍和7.20倍,EBITDA 对利息保护较好;全部债务/EBITDA 倍数分别为1.36倍、1.85倍和2.49倍,EBITDA 对全部债务保护趋弱,但仍处于适宜水平。总体看,公司对全部债务的保护能力较好。

截至2012年9月底,公司无对外担保。

截至 2012 年 9 月底,公司无重大应披露的 未决诉讼事项。

公司与各家银行保持着密切的合作关系。 截至 2012 年 9 月底,公司共获得各家商业银行 授信额度总量为 31.25 亿元,尚未使用的额度 为 19.8 亿元。公司间接融资渠道较为畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(B-201303477433)显示,截至 2013 年 3 月



14日,公司无未结清不良信贷信息,无已结清 不良信贷信息,无欠息信息。公司过往债务履 约情况良好。

8. 抗风险能力

公司作为黄山旅游景区的唯一经营主体, 在景区范围内保持垄断经营权,并获得当地政 府的有力支持。公司门票、索道、酒店及房地 产等业务毛利率水平较高,整体盈利能力强。 公司整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响 公司发行本期中期票据的额度为 3 亿元, 占 2012 年 9 月底公司长期债务和全部债务 67.20%和 19.04%,对公司现有债务有一定影响。

截至2012年9月底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为50.14%、37.94%和14.76%,预计本期中期票据发行后,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升为52.87%、42.12%和22.46%,公司债务负担加重。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2009~2011年,公司EBITDA略有波动,分别是本期中期票据的1.94倍、1.71倍和1.97倍, EBITDA对本期中期票据的保护能力较强。

2009~2011年,公司经营活动现金流入量/本期中期票据的比率分别为5.56倍、6.48倍和6.62倍;公司经营活动现金净流量/本次中期票据的比率分别为0.38倍、0.18倍和-0.30倍;公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较强。

2009年~2011年,公司现金类资产分别为5.38亿元、6.09亿元和5.20亿元,分别为本期中期票据的1.79倍、2.03倍和1.73倍;截至2012年9月底,公司现金类资产为4.63亿元,是本期中

期票据的1.54倍,公司现金类资产对本期中期票据的保障能力较强。

总体分析,公司EBITDA、经营活动现金流入量及现金类资产对本期中期票据具有较强的保障能力。

十、结论

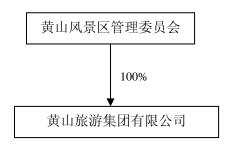
黄山风景区旅游资源具有不可复制性,作 为景区的唯一经营主体,公司在景区范围内具 有垄断经营权,同时较强的政府背景,也使得 公司能够在政策上获得管委会较大的支持; 此 外,公司拥有旅游商务酒店20多家,是黄山市 最大的旅游商务酒店管理企业。近年来,公司 下属西海饭店停业维修的影响,公司酒店管理 业务板块盈利能力下降;公司涉足旅游地产行 业,未来几年资本支出规模较大,仍存在一定 的资金压力。但随着西海大峡谷地面缆车项目 竣工并试运营,以及西海饭店改造完成并重新 开业,公司未来收入规模和利润水平将会有明 显提升。未来随着京福高铁、黄杭高铁、赣皖 铁路改造项目的建成通车,公司的外部环境将 日益优化, 预计国际和国内客源均会有一定程 度的增长,公司旅游板块发展前景良好。

公司资产规模稳步增长,资产质量良好,债务负担适宜,营业收入和利润水平基本稳定,盈利能力强,经营活动获取现金能力较强。 EBITDA、经营活动现金流入量及现金类资产对本期中期票据的保障能力较强。

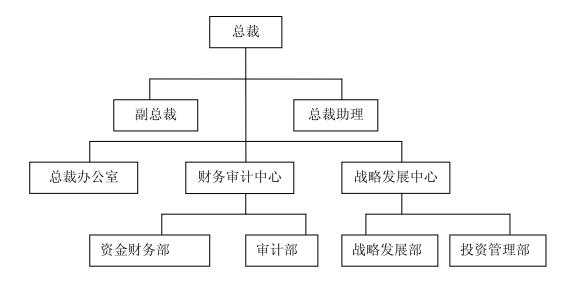
总体来看,公司主体信用风险低,本期中 期票据到期不能偿还的风险低。



附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图





附件 2-1 公司合并资产负债表(资产)

(单位:万元)

项目	2009年	2010年	2011年	<i>变动率</i> (%)	2012年9月
流动资产:					
货币资金	53795.42	60857.40	51976.75	-1.70	46273.61
交易性金融资产					
应收票据					
应收账款	5232.65	4756.87	6369.95	10.33	6379.76
预付款项	3976.43	6497.09	9262.24	52.62	6345.20
应收利息	0.00	6.75	7.95		0.00
应收股利					
其他应收款	27393.86	34458.11	40504.00	21.60	30468.69
存货	70900.79	82541.78	144041.35	42.53	159956.24
一年内到期的非流动资产	7.22	0.00	0.00	-100.00	0.00
其他流动资产	1258.65	147.46	152.59	-65.18	476.11
流动资产合计	162565.01	189265.46	252314.84	24.58	249899.60
非流动资产:					_
可供出售金融资产					
持有至到期投资	450.00	2000.00	0.00	-100.00	0.00
长期应收款	2640.00	400.00	700.00	-48.51	0.00
长期股权投资	63282.22	62633.51	70038.20	5.20	63288.43
投资性房地产	0.00	1156.10	1953.28		1903.23
固定资产	102464.56	103742.66	101303.01	-0.57	152892.91
在建工程	5710.76	20066.35	61966.50	229.41	30665.37
工程物资					
固定资产清理	0.82	0.00	0.00	-100.00	0.00
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	1885.44	8047.33	7923.05	104.99	8054.59
开发支出					
商誉	599.74	0.00	0.00	-100.00	0.00
合并价差					
长期待摊费用	2916.47	5462.68	5774.49	40.71	4712.15
递延所得税资产	2354.63	3687.97	3609.59	23.81	3609.59
其他非流动资产	2385.42	2073.35	1863.28	-11.62	1863.28
非流动资产合计	184690.05	209269.95	255131.40	17.53	266989.55
资产总计	347255.06	398535.40	507446.24	20.88	516889.15



附件 2-2 公司合并资产负债表(负债及所有者权益)

(单位:万元)

	2009年	2010年	2011年	<i>变动率</i> (%)	2012年9月
流动负债:		·	·	2 2 2 2 7 7 7	
短期借款	55738.21	76190.00	88700.00	26.15	112950.00
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	3295.82	9553.97	10139.71	75.40	8106.75
预收款项	20680.31	19178.73	26506.93	13.21	17436.72
应付职工薪酬	2354.42	2922.38	2959.73	12.12	1507.46
应交税费	8330.10	5793.57	6792.81	-9.70	3293.70
应付利息	666.04	20.29	122.90	-57.04	0.00
应付股利	0.00	559.36	351.00		1790.18
其他应付款	29259.43	55748.35	76373.24	61.56	65605.25
预计负债					
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	1500.00		0.00
其他流动负债	451.46	265.18	122.70	-47.87	120.72
流动负债合计	120775.79	170231.83	213569.01	32.98	210810.78
非流动负债:					
长期借款	23259.16	18635.17	36644.26	25.52	24644.26
应付债券	26.50	0.00	20675.00	2693.19	20000.00
长期应付款	4941.15	1699.44	1391.44	-46.93	1391.44
专项应付款	56.00	126.60	133.60	54.46	144.87
预计负债					
递延收益	3.88	0.00	0.00	-100.00	0.00
递延所得税负债	248.84	503.68	449.61	34.42	449.61
其他非流动负债	0.00	0.00	900.00		1710.00
非流动负债合计	28535.54	20964.89	60193.91	45.24	48340.18
负债合计	149311.33	191196.71	273762.93	35.41	259150.96
所有者权益:					
实收资本(或股本)	83806.51	83806.51	83806.51	0.00	83806.51
资本公积	3384.56	3384.56	3475.47	1.33	3475.47
减:库存股					
盈余公积	0.00	2962.43	4204.77		4204.77
未分配利润	33476.80	44390.40	53380.35	26.28	59725.79
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	120667.86	134543.89	144867.10	9.57	151212.54
少数股东权益	77275.87	72794.80	88816.22	7.21	106525.64
所有者权益合计	197943.73	207338.69	233683.32	8.65	257738.18
负债和所有者权益总计	347255.06	398535.40	507446.24	20.88	516889.15



附件3 公司合并利润表

(单位:万元)

	项目	2009年	2010年	2011年	变动率(%)	2012年1~9月
<u> </u>	营业收入	135748.35	171225.13	172656.66	12.78	146103.13
减:	营业成本	68039.38	100964.35	96545.16	19.12	81935.57
	营业税金及附加	4603.51	7392.03	7493.98	27.59	6187.76
	销售费用	1367.74	3452.95	2206.75	27.02	1193.94
	管理费用	16696.13	20806.41	23576.39	18.83	18352.06
	财务费用	2062.39	3542.39	4278.55	44.03	1942.24
	资产减值损失	11.47	500.30	478.32	545.66	0.00
加:	公允价值变动收益					
	投资收益	101.04	2188.45	1631.57	301.84	1018.11
	其中:对合营企业投资收益					
	汇兑收益					
\equiv	营业利润	43068.78	36755.14	39709.10	-3.98	37509.68
加:	营业外收入	4125.86	1427.77	1332.06	-43.18	
减:	营业外支出	134.12	1434.04	374.95	67.20	93.85
	其中: 非流动资产处置损失					
$\overline{\Xi}$	利润总额	47060.52	36748.88	40666.22	-7.04	37854.15
减:	所得税费用	11765.13	7713.93	10693.86	-4.66	7571.02
四、	净利润	35295.39	29034.95	29972.35	-7.85	30283.12



附件 4-1 公司合并现金流量表

(单位:万元)

项目	2009年	2010年	2011年	<i>变动率</i> (%)	2012年1~9月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	151014.80	163306.41	170998.33	6.41	135987.12
收到的税费返还	0.41	0.00	0.00	-100.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	15819.37	31074.65	27697.56	32.32	23976.54
经营活动现金流入小计	166834.58	194381.06	198695.89	9.13	159963.66
购买商品、接受劳务支付的现金	56318.48	70754.94	63110.78	5.86	50017.63
支付给职工以及为职工支付的现金	15443.30	18187.20	20987.23	16.58	17857.84
支付的各项税费	18232.21	20379.46	20934.20	7.15	19545.31
支付其他与经营活动有关的现金	65447.57	79805.92	102793.30	25.32	51207.24
经营活动现金流出小计	155441.56	189127.51	207825.52	15.63	138628.02
经营活动产生的现金流量净额	11393.02	5253.55	-9129.64		21335.65
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	5.03	8118.00		5200.00
取得投资收益收到的现金	2227.27	2008.84	1277.31	-24.27	820.46
处置固定资产和其他长期资产收回的	45.98	50.01	49.85	4.12	21.23
现金净额	43.96	50.01	49.63	4.12	21.23
处置子公司及其他单位收到的现金净					
额					
收到其他与投资活动有关的现金	1866.20	364.79	36184.42	340.33	9181.09
投资活动现金流入小计	4139.45	2428.68	45629.59	232.01	15222.77
购建固定资产、无形资产等支付的现金	14681.25	18484.71	55059.72	93.66	23200.17
投资支付的现金	1688.79	2000.26	2853.60	29.99	6040.00
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金	112.02	20747.27	123.81	5.13	21.63
投资活动现金流出小计	16482.06	41232.24	58037.14	87.65	29261.80
投资活动产生的现金流量净额	-12342.61	-38803.56	-12407.54	0.26	-14039.04
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	150.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
取得借款收到的现金	47621.04	85840.00	89070.00	36.76	144750.00
发行债券收到的现金			20000.00		0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	2439.82	16820.53	2513.73	1.50	0.00
筹资活动现金流入小计	50210.86	102660.53	111583.73	49.07	144750.00
偿还债务支付的现金	21916.81	52937.35	85222.24	97.19	144000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8590.00	5651.96	11426.35	15.33	13689.76
支付其他与筹资活动有关的现金	11519.96	3459.53	2278.37	-55.53	60.00
筹资活动现金流出小计	42026.77	62048.85	98926.96	53.42	157749.76
筹资活动产生的现金流量净额	8184.09	40611.69	12656.78	24.36	-12999.76



附件 4-2 公司合并现金流量表附表

(单位:万元)

项目	2009年	2010年	2011年	<i>变动率</i> (%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	35295.39	29034.95	29972.35	-7.85
加: 资产减值准备	11.47	500.30	478.32	545.66
固定资产折旧及其他	7563.52	7723.28	8014.80	2.94
无形资产摊销	204.49	312.01	293.87	19.88
长期待摊费用摊销	1327.58	2356.74	1946.56	21.09
待摊费用减少(减:增加)	1214.11	0.00	0.00	-100.00
处置固定资产、无形资产等损失	11.73	1187.22	197.65	310.48
固定资产报废损失	0.00	114.98	0.22	
公允价值变动损失				_
财务费用	2062.39	3241.60	4586.78	49.13
投资损失	-101.04	-2222.88	-10965.46	941.76
递延所得税资产减少	16.33	-1339.26	78.38	119.07
递延所得税负债增加	0.00	-36.18	-54.06	
存货的减少	-33033.55	-44401.51	-63989.87	39.18
经营性应收项目的减少	-1479.55	1880.42	3683.03	
经营性应付项目的增加	-1699.87	6901.87	6193.70	
其他	0.00	0.00	10434.09	
经营活动产生的现金流量净额	11393.02	5253.55	-9129.64	



附件 5 主要财务指标

19.54 1.25 0.43 111.25	34.28 1.32 0.46	31.03 0.85	29.71	
1.25 0.43	1.32		29.71	
0.43		0.85		
	0.46	0.05	1.07	
111.25	0.40	0.38	0.41	
	95.38	99.04	100.38	93.08
46.49	36.72	39.74	40.18	39.68
13.49	10.98	10.02	11.00	
17.83	14.00	12.83	14.18	
10.53	8.25	19.70	14.43	14.76
28.53	31.38	38.70	34.47	37.94
43.00	47.97	53.95	49.97	50.14
134.60	111.18	118.14	119.35	118.54
75.90	62.69	50.70	59.34	42.67
9.43	3.09	-4.27	0.68	
28.23	12.40	7.20	12.97	
1.36	1.85	2.49	2.07	
-0.01	-0.35	-0.15	-0.18	
-0.46	-8.11	-2.62	-3.84	
1.94	1.71	1.97	1.89	
5.56	6.48	6.62	6.37	
0.38	0.18	-0.30	-0.02	
-0.03	-1.12	-0.72	-0.70	
	10.53 28.53 43.00 134.60 75.90 9.43 28.23 1.36 -0.01 -0.46	46.49 36.72 13.49 10.98 17.83 14.00 10.53 8.25 28.53 31.38 43.00 47.97 134.60 111.18 75.90 62.69 9.43 3.09 28.23 12.40 1.36 1.85 -0.01 -0.35 -0.46 -8.11 1.94 1.71 5.56 6.48 0.38 0.18	46.49 36.72 39.74 13.49 10.98 10.02 17.83 14.00 12.83 10.53 8.25 19.70 28.53 31.38 38.70 43.00 47.97 53.95 134.60 111.18 118.14 75.90 62.69 50.70 9.43 3.09 -4.27 28.23 12.40 7.20 1.36 1.85 2.49 -0.01 -0.35 -0.15 -0.46 -8.11 -2.62 1.94 1.71 1.97 5.56 6.48 6.62 0.38 0.18 -0.30	46.49 36.72 39.74 40.18 13.49 10.98 10.02 11.00 17.83 14.00 12.83 14.18 10.53 8.25 19.70 14.43 28.53 31.38 38.70 34.47 43.00 47.97 53.95 49.97 134.60 111.18 118.14 119.35 75.90 62.69 50.70 59.34 9.43 3.09 -4.27 0.68 28.23 12.40 7.20 12.97 1.36 1.85 2.49 2.07 -0.01 -0.35 -0.15 -0.18 -0.46 -8.11 -2.62 -3.84 1.94 1.71 1.97 1.89 5.56 6.48 6.62 6.37 0.38 0.18 -0.30 -0.02

注: 2012 年三季度财务数据未经审计



附件 6 有关指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式				
增长指标					
资产总额年复合增长率					
净资产年复合增长率	(1)2年数据:增长率=(本期-上期)/上期×100%				
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据:增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1))-1]×100%				
利润总额年复合增长率					
经营效率指标					
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)				
存货周转次数	营业成本/平均存货净额				
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额				
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%				
盈利指标					
总资本收益率	(净利润+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%				
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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				
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务				
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%				
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出				
本期中期票据偿债能力					
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度				
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额				
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额				
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期中期票据到期偿还额				

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

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 7 中长期债券信用等级的定义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的"银发〔2006〕95号"文《中国人民银行信用评级管理指导意见》,以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定,中长期债券信用等级划分成三等九级,分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示,其中,除AAA级,CCC级(含)以下等级外,每一个信用等级可用"+"、"-"符号进行微调,表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强,基本不受不利经济环境的影响,违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强,受不利经济环境的影响不大,违约风险很低
A	偿还债务能力较强,较易受不利经济环境的影响,违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般,受不利经济环境影响较大,违约风险一般
ВВ	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
В	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
С	不能偿还债务

主体长期信用等级含义同中长期债券信用等级。



联合资信评估有限公司关于 黄山旅游集团有限公司 2013 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求,联合资信评估有限公司(联合资信)将在本期中期票据存续期内 每年进行一次定期跟踪评级,并根据情况开展不定期跟踪评级。

黄山旅游集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求,提供相关资料。 黄山旅游集团有限公司如发生重大变化,或发生可能对信用等级产生较大影响的重大 事件,黄山旅游集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注黄山旅游集团有限公司的经营管理状况及相关信息,如发现黄山旅游集团有限公司出现重大变化,或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时,联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响,据以确认或调整信用等级。

如黄山旅游集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料,导致联合资信无法对信用 等级变化情况做出判断,联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中,如信用等级发生变化调整时,联合资信将在本公司网站予以公布,同时出具跟踪评级报告报送黄山旅游集团有限公司、主管部门、交易机构等。

