

跟踪评级公告

联合[2016] 641 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定黄山旅游集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺,评级展望为稳定,并维持“11黄山MTN1”和“13黄旅游MTN001”AA⁺的信用等级。

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(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<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

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 黄山 MTN1	2 亿元	2011/6/29-2016/6/29	AA ⁺	AA ⁺
13 黄旅游 MTN1	3 亿元	2013/5/13-2018/5/13	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2016 年 5 月 13 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	4.63	4.05	8.78	8.45
资产总额(亿元)	70.95	72.54	80.82	79.73
所有者权益(亿元)	24.15	25.70	32.59	33.36
长期债务(亿元)	22.27	24.18	20.67	20.68
全部债务(亿元)	38.11	36.87	35.65	35.46
营业收入(亿元)	14.70	17.39	21.79	3.74
利润总额(亿元)	3.22	2.13	3.37	0.61
EBITDA(亿元)	7.05	6.51	7.94	--
经营性净现金流(亿元)	3.54	5.54	8.31	0.29
营业利润率(%)	44.70	43.97	39.23	37.88
净资产收益率(%)	9.97	4.76	6.48	--
资产负债率(%)	65.96	64.57	59.68	58.16
全部债务资本化比率(%)	61.21	58.93	52.24	51.53
流动比率(%)	106.44	116.59	133.68	140.91
全部债务/EBITDA(倍)	5.40	5.67	4.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	2.40	3.29	--
经营现金流流动负债比(%)	14.72	24.88	31.01	--

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

分析师

黄滨 孔祥一

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对黄山旅游集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为黄山旅游景区的唯一经营主体,在旅游资源、经营规模、政策支持等方面的综合优势。跟踪期内,公司在景区范围内继续保持垄断经营权,竞争优势显著;园林开发、索道、酒店等旅游板块受益于客流量增长收入保持良好发展态势。同时,联合资信也关注到公司旅游地产板块易受政策及地产景气度影响,未来资本支出压力大,徽杭高速债务负担较重等因素可能给公司带来的负面影响。

跟踪期内,核心子公司黄山旅游发展股份有限公司完成非公开发行股票,募集资金金额 4.98 亿元,用于玉屏索道改造项目、北海宾馆环境整治改造项目及偿还银行贷款,公司资本结构得到优化,游客接待能力得到提升。同时,随着京福高铁、黄杭高铁的建成通车,公司的外部环境日益优化。

综合分析,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定,并维持“11 黄山 MTN1”和“13 黄旅游 MTN1”AA⁺的信用等级。

优势

1. 公司在景区范围内拥有垄断经营权,竞争优势明显。
2. 跟踪期内,受益于京福高铁、黄杭高铁等的开通,景区接待游客人数增加,公司园林开发、酒店等旅游板块收入实现较快增长。
3. 跟踪期内,公司旅游地产板块收入大幅增长。
4. 公司经营活动现金流入量规模较大,对存续期内中期票据保障能力强。

关注

1. 公司未来计划资本支出规模较大,存在一定资金压力。
2. 公司存货规模较大,且主要为旅游地产开发成本,资产流动性一般。

=

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于黄山旅游集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

黄山旅游集团有限公司（以下简称“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〔1999〕8号批准，由黄山旅游发展总公司改制组建设立的。公司经安徽省人民政府授权经营黄山风景区国有资产，是具有独立法人地位、资格和独立财务核算体系的国有独资公司。黄山风景区管理委员会（以下简称“管委会”）持有其100%的股权。截至2016年3月底，公司注册资本8.38亿元。

公司下属黄山旅游发展股份有限公司（以下简称“黄山股份”）是由黄山集团独家发起，并先后向境内外投资者发行B股、A股筹集资金成立的上市公司（股票代码：600054）。截至2016年3月底，公司拥有其39.69%的股份，为第一大股东。

截至2016年3月底，黄山集团设有总裁办公室、战略发展中心、财务审计中心、资本运营部等四个职能部门。经营范围涵盖景区管理、酒店、索道、旅行社服务、旅游地产、旅游食品等领域。

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

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

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

三、宏观经济和政策环境

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

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

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

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及

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

2016年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%~7.0%,居民消费价格涨幅3%左右,城镇新增就业1000万人以上,城镇登记失业率4.5%以内,进出口回稳向好,国际收支基本平衡,居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年,也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策,保持经济运行在合理区间,进一步加强供给侧结构性改革,推进新一轮高水平对外开放,加强民生保障,切实防控风险,努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

1. 旅游行业

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。

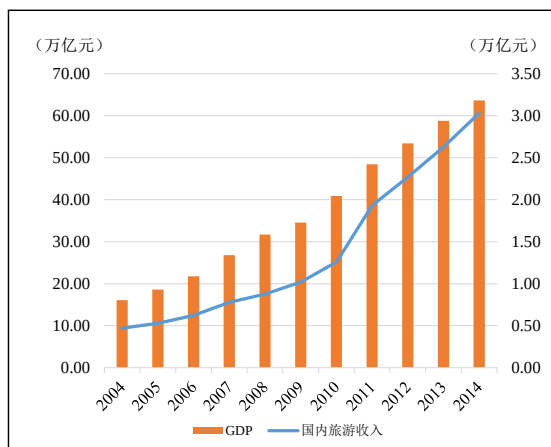
“十二五”期间,国内旅游和出境旅游保持快速增长态势,入境旅游受多重因素影响持续低迷。2015年,国内旅游人数达到40亿人次,成为全球最大的国内旅游市场。入境旅游约1.33亿人次,出境旅游约1.2亿人次。旅游直接就业2798万人,旅游直接和间接就业7911万人,

占全国就业总人口的10.2%。

近十年,随着国民经济健康快速的增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多,国内旅游市场呈逐步放大趋势。2012年中国国内旅游市场保持较快发展,入境旅游市场基本持平,出境旅游市场继续快速增长;2013年,受政府抑制“三公消费”政策影响,公务旅游消费急剧下降,商务旅游消费明显放缓,而国民休闲旅游消费则表现出强劲的增长势头;2014年,随着居民消费能力的提升以及城市化进程的持续加快,中国居民旅游潜力继续释放,国内旅游收入达到30312亿元,同比增长15.4%;2015年,中国旅游业继续保持迅猛发展,国内旅游收入达到34195亿元,同比增长13.1%。

2013~2015年,中国国内游客分别为32.6亿人次、36.1亿人次和41.20亿人次,同比分别增长10.3%、10.7%和14.13%,中国国内旅游业增速持续增长,国内居民出游欲望仍较为强烈,出游消费已呈现出一定的惯性。

图1 2004~2014年GDP与国内旅游收入



数据来源:国家旅游局和国家统计局

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2015年国民经济和社会发展统计公报》数据显示,2015年黄山市实现地区生产总值530.9亿元,按可比价格计算,比上年增长6.1%。其中,第一产业增加值55.1亿元,增长3.9%;第二产业增加值219.7亿元,增长5.1%;

第三产业增加值256.1亿元，增长7.7%。人均GDP38793元（折合6229美元），比上年增加1488元。

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

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

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

五、基础素质分析

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。黄山风景区管理委员会持有其100%的股权。截至2016年3月底，公司注册资本8.38亿元。

2. 竞争优势

公司是黄山市最大的旅游企业，拥有黄山景区内旅游资源的垄断经营权。公司具有如下竞争优势：

（1）资源优势。在旅游方面，公司主要的景区资源是黄山旅游风景区。黄山位于安徽省黄山市境内，总面积1200平方公里，“黄山风景区”是黄山的精华景区部分，其总面积160.6平方公里，距离黄山市区37公里，以自然景观奇特、动植物资源丰富和文化底蕴深厚等特点闻名于世。黄山景区是全国重点风景名胜区、全国文明旅游区、中国十大风景名胜之一、国家“5A”级旅游景区、“ISO14000国家示范区”，也是全国唯一一个同时拥有世界文化遗产、自然遗产和世界地质公园等称号的景区。除黄山旅游风景区外，公司还拥有花山谜窟景区，该景区位于黄山市东郊，是国家级重点风景名胜区、国家AAAA级旅游风景区，是一个集青山、绿水、田园景致、千年谜窟、奇峰怪石、摩崖石刻、石窟、庙宇、古建筑等自然景观和人文景观之大成，是一个内容丰富、品味高，适宜各层次游客观赏的综合景区。在2000年5月，其所有权及经营权划归黄山旅游集团。公司拥有的旅游资源具有不可复制性，竞争优势较为明显。

在旅游地产板块方面，截至2016年3月底，公司拥有土地储备466亩，均为黄山市内的优质地段，未来面临一定的升值空间。

在下属经营实体方面，截至2016年3月底，公司拥有旅游商务酒店15家，其经营地点除旅游景区之外，还遍布于黄山市内，是黄山市最大的旅游商务酒店管理企业。

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

起战略的重大举措。

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

3. 下属上市公司

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

截至2015年底，黄山股份拥有黄山玉屏客运索道有限责任公司80%股份、黄山太平索道有限责任公司70%股份、黄山市花山谜窟旅游开发有限责任公司75%股份、华安证券有限责任公司3.54%股份、长春净月潭游乐有限责任公司20%股份。2015年，黄山股份共接待入山游客318.28万人次，同比增长7.13%；索道业务累计运送游客575.42万人次，同比增长9%。截至2015年底，黄山股份总资产40.37亿元，所有者权益30.10亿元，全年实现营业收入16.65亿元，净利润3.12亿元，经营活动现金流量净额6.35亿元。截至2016年3月底，黄山股份总资产39.49亿元，所有者权益30.68亿元；2016年1~3月实现营业收入3.01亿元，净利润0.62亿元，经营活动现金流量净额-0.12亿元。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度、管理层等方面无变化。

七、重大事项

2015年8月，经证监会核准，核心子公司黄

山股份通过非公开发行人民币普通股，发行数量26850000股，募集资金净额4.89亿元，其中1.42亿元用于玉屏索道改造项目，2.80亿元用于北海宾馆环境整治改造项目，0.67亿元用于偿还银行贷款。

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

北海宾馆各建筑分属于不同时期，建筑布局不合理，平面及竖向交通混乱，且部分建筑年久失修，存在渗水等现象。本次北海宾馆环境整治改造项目通过优化北海宾馆前广场的设计，拆除宾馆前楼并前移3~5m，新设负一层，负一层北端与宾馆前篮球广场处衔接，与后楼通过路廊连接；对宾馆前楼及对面的游客服务中心的建筑布局重新规划建设，对后楼进行外立面改造和贡阳山庄的加层改造，贡阳山庄由目前的2层增加至3层。在整体改造的前提下对北海宾馆及其周边环境进行统一整治，处理好前广场同景区服务、交通、建筑的关系。本项目总拆除建筑面积为4263.60m²，新建建筑面积为4141.40m²，改造原有建筑面积为9968.80m²。

根据安徽省工业工程设计院编制的《黄山风景区北海宾馆环境整治改造项目可行性研究报告》，本项目建设期2年，按20年运行评价期的财务测算如下运营期年度平均营业收入0.79亿元，运营期年度平均净利润0.28亿元，动态投资回收期10.63年。

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

八、经营分析

1. 业务构成

跟踪期内，公司旅游业务保持良好发展态势。2015年，公司实现营业收入21.79亿元，同比增长25.32%。

从收入构成来看，旅游业务是公司收入及利润的主要来源，包括酒店、索道、园林开发及旅游服务相关业务等，2015年上述四个板块合计占营业收入的比重为71.36%。2015年6月，京福高铁建成通车，京福高铁分三段，分别是京沪高铁（北京至蚌埠段）、合蚌高铁（蚌埠-合肥）+合福高铁（合肥-福州），其中合福高铁全程806.27千米，经安徽合肥、黄山、江西上饶，至福建武夷山、建瓯、福州。受益于该段铁路的开通，2015年公司景区接待游客人数大

幅增长。除索道业务受玉屏索道2015年6月才完成升级改造投入使用影响收入外，2015年公司其余各项旅游业务收入均呈不同程度的增长。

2015年，公司酒店业务实现营业收入5.55亿元，同比增长11.59%；园林开发业务实现营业收入2.79亿元，同比增长6.31%；旅游服务业务实现营业收入3.61亿元，同比增长5.50%。2015年，由于部分项目交房确认收入，公司旅游地产板块实现营业收入4.07亿元，同比大幅增加2.77亿元，成为公司第二大收入来源。公司其他业务板块主要包括供水、洗涤、用电服务等后勤业务、农产品加工业务和高速公路运营业务等。受徽杭高速通行费收入增长的影响，2015年该板块营业收入同比增长53.06%至2.17亿元，占营业收入的比重为9.96%。

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

表1 公司近年来经营情况（单位：万元、%、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
酒店业务	36414.39	24.77	19.75	49723.42	28.60	29.11	55484.53	25.46	31.84	10984.58	29.41	16.66
索道业务	30700.72	20.89	85.66	36593.19	21.04	84.96	36052.72	16.55	85.82	7474.34	20.01	81.57
园林开发业务	22770.08	15.49	82.98	26242.49	15.09	84.06	27897.81	12.80	86.42	5404.73	14.47	80.62
旅游服务业务	21811.05	14.84	15.13	34173.82	19.65	15.91	36053.18	16.55	14.59	5964.85	15.97	13.52
旅游地产业务	15560.74	10.59	29.22	12976.94	7.46	21.16	40716.59	18.69	12.55	1887.66	5.05	15.95
其他业务	19741.11	13.43	65.39	14173.58	8.15	63.42	21697.64	9.96	63.56	5634.23	15.08	46.98
合计	146998.09	100.00	49.76	173883.44	100.00	48.77	217902.46	100.00	44.46	37350.39	100.00	42.94

资料来源：公司提供

2016年1~3月，公司实现营业收入3.74亿元，同比增长36.67%，是2015年全年的17.14%；

综合毛利率为42.94%，同比增长5.93个百分点，较2015年略有下滑。2016年1~3月，公司旅游板块盈利水平较2014年底下降明显，主要由于一季度非景区旺季，公司旅游板块各业务折旧摊销成本较高；旅游地产板块毛利率较上年上升3.40个百分点至15.95%，主要系成本较高的loft房型逐步完成销售所致。

总体看，跟踪期内，公司旅游业务板块保持良好发展，旅游地产板块2015年收入有所回升，公司整体盈利能力较强。

（1）旅游业务板块

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、酒店等业务构成。

园林开发

在各项收入中，园林开发收入是公司收入及利润的稳定来源，主要来自于黄山旅游景区的门票款。

2015年，随着游客的增长，公司门票营业收入2.79亿元，同比增长6.49%，毛利率亦同比增长2.36个百分点至86.42%。2015年，公司共接待进山游客318.28万人，同比增长7.13%；其中，境外游客12.66万人，同比增长1.28%。

索道

公司索道收入是继门票之后的又一个稳定收入来源，截至2016年3月底，公司拥有四条索道资产，分别是新云谷索道、太平索道、玉屏索道和北海大峡地面缆车，其剩余使用年限均在15~20年，运行状况良好。目前新云谷索道、太平索道和北海大峡地轨缆车价格均为淡季65元/人、旺季80元/人；改建后的玉屏索道价格为淡季75元/人、旺季90元/人。

2015年6月，玉屏索道完成升级，游客运力得到提高。2015年，受景区接待游客增长带动，公司四条索道共接待游客575.42万人次，同比增长9.00%；实现索道收入3.61亿元，与上年基本持平。公司索道业务营业成本主要为折旧费和运营成本、人工费等，运营成本不高，因此该板块保持了较高的毛利水平，2015年为

85.82%。2016年1~3月，公司四条索道共接待旅客117.89万人次，实现收入0.75亿元。

西海大峡谷地面缆车项目于2013年7月开始运营，目前处于培育期。2015年共接待游客74.40万人次，实现收入5868.58万元，税前利润3181.37万元。2016年1~3月，受冬季地轨缆车停运影响，西海大峡谷地面缆车共接待游客0.74万人次，实现收入72.51万元，实现税前利润-286.14万元。目前，公司通过影视媒体、平面媒体及各种展销会积极推广，未来随着营销效果逐步显现，盈利能力有望提高。

对外拓展方面，2014年公司托管了江西灵山索道，托管期限3年，公司收取托管管理费。公司托管管理费的收取取决于索道营业收入；索道营业收入1000万元/年以下，收取基本管理费50万元/年，索道营业收入超过1000万元/年，则按超出部分的5%收取。2014和2015年，公司对灵山索道的托管收入均超过50万元。

2015年8月，核心子公司黄山股份完成非公开发行股票，发行数量26850000股，募集资金金额4.98亿元，其中1.42亿元用于玉屏索道改造项目，2.80亿元用于北海宾馆环境整治改造项目，0.67亿元用于偿还银行贷款。本次非公开发行后，公司景区内基础设施升级将进一步提高接待能力，旅游板块发展前景良好。

酒店

酒店管理是旅游板块的另一主要收入来源。截至2016年3月底，公司下属酒店、商务旅馆等13家，其中四星级9家，五星级4家，主要分布在黄山风景区和黄山市区，2015年市场占有率为17.51%。跟踪期内，受益于部分酒店实施“统一价格、统一结算及统一订房”的管理模式，酒店板块经营效率及管理水平明显提升，带动收入及盈利规模同比较快增长。2015年公司酒店业务实现收入5.55亿元，同比增长11.67%；毛利率为31.84%，同比增加2.73个百分点。2016年1~3月，公司酒店业务实现收入1.10亿元，毛利率为16.66%。

黄山风景区内所有酒店旅馆全部由公司经

营管理，在景区内具有垄断性。公司分布于黄山风景区内的酒店包括白云宾馆、北海宾馆、狮林大酒店、玉屏楼宾馆、排云楼宾馆、西海饭店及其分部西海山庄，可提供各种类型的房间约1150间，2015年平均客房入住率为67.77%，盈利状况良好。近年来，为了提升黄山风景区的游客接待能力和旅游形象，公司陆续对西海饭店、玉屏楼宾馆进行改造，目前已改造完成；西海饭店分部西海山庄正在进行局部改造。预计未来景区接待水平将会得到提升。公司在黄山市区及山脚拥有徽商故里大酒店、汤泉大酒店、黄山国际大酒店、黄山轩辕国际大酒店和昱城皇冠假日酒店。由于景区外酒店市场竞争激烈，2015年入住率为47.18%。

为延伸产业链，丰富经营业态，公司以徽菜品牌“徽商故里”为亮点，采用输出管理、兼并、收购等方式逐步发展餐饮连锁品牌，创造利润新增长点。截至2016年3月底，公司在全国共拥有6家“徽商故里”酒店（2家为托管管理模式），其中北京5家，合肥1家。预计2016年5月，徽商故里品牌在天津的门店将开业。2015年，“徽商故里”实现餐饮收入合计1.15亿元，实现净利润99.60万元。

旅游服务

公司的旅游服务业务主要包括相关旅游产品、旅游纪念品和旅行社服务等业务，业务内容大多为代销产品，盈利能力不强，但为公司其他业务提供了重要的客源支持。2015年，随着景区接待游客人次增长，公司旅游服务业务收入为3.61亿元，同比增长5.56%；毛利率为14.59%，同比增长0.53个百分点。

表2 公司近年来旅行社接待情况（单位：万人次）

项目	2013年	2014年	2015年	16年1-3月
出境游	2.36	3.32	3.44	0.66
入境游	5.58	8.97	12.1	0.57
国内游	21.44	40.03	69.12	9.2

资料来源：公司提供

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。

综合来看，公司旅游板块业务增量均直接或间接来源于游客的增长量。2015年，受益于黄山风景区内索道和酒店的升级改造完成，京福高铁、徽行高速、合铜黄高速等的建成通车，公司景区的接待能力和周边的交通环境明显改善，游客人数持续增长。未来，随着国家2.5天休假模式及带薪年假的推行及交通条件的日益优化，公司旅游板块未来发展前景良好。

（2）旅游地产板块

公司的旅游地产业务主要是依托黄山旅游集团的品牌优势，重点投资开发具有较高前景的住宅。由于黄山景区内的开发要上报国务院批准，并且也不符合国家相关产业政策，因此目前公司旅游地产开发立足于黄山市内。

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”）。目前公司在售项目主要有齐云府和天都首郡。

跟踪期内，公司旅游地产板块收入较2014年大幅增长2.77亿元至4.07亿元，但毛利率为下降至12.55%，主要由于天都首郡一期一标段五栋高层、部分停车位及储藏间交房确认收入，但天都首郡一期一标段五栋高层为loft房型，成本较高。

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

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

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

（3）其他业务板块

公司其他业务板块主要包括供水、洗涤、用电服务等后勤业务、农产品加工业务和高速公路运营业务等。2015年，公司其他业务收入为2.17亿元，同比增长52.82%，其中徽杭高速实现通行费收入1.53亿元，同比增长12.50%，但由于折旧成本较大，2015年徽行高速实现利润总额-2304.59万元。从车流量情况来看，2015年徽行高速日均车流量1.87万辆，同比增长14.02%，但增幅同比下降10.9个百分点，车流增长趋势放缓。2016年1~3月，徽杭高速实现营业收入0.42亿元，受益于财务费用的减少，实现利润总额283.89万元。总体看，徽杭高速路产质量相对较弱，目前仍处于车流量培育期，且其债务负担较重，成本回收周期较长，对公司经营管理以及盈利水平带来一定压力。

2. 未来发展

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

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

黄山高铁综合客运站项目是市委、市政府确定的2014年“十大工程”重点项目之一，是京福高铁建成通车的重要配套工程和重大民生工程，是市政府引进社会资金参与交通基础设施建设改革的首项工程。项目按照部颁一级站标准建设，设计规模为日发送15000人次，占地面积53315m²，总建筑面积57267m²；其中地上建筑面积53625m²，地下建筑面积5000m²。站内停车场面积20395m²，站前广场面积4383m²，站内停车位156个，发客车位22个，落客车位5个，站外地面停车位68个。高铁客运站建成后，将极大改善黄山市交通运输环境，方便黄山市居民和游客的出行，促进黄山旅游业的发展。

公司与新国线运输集团有限公司共同组建黄山高铁客运枢纽实业有限公司（公司持股60%）负责投资、建设和运营黄山高铁综合客运站项目。项目计划总投资4.51亿元，资金来源主要为交通运输部补助资金、银行贷款和企业自筹；其中银行贷款31000万元，补贴资金5000万元，企业自筹9086万元。截至2016年3月底，高铁综合客运站已投资2.03亿元。项目于2014年12月开工建设，工程主站房于2015年6月竣工，2015年7月与高铁黄山北站同步投入使用，商业商铺等附属设施仍在建设中。

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

表3 公司在建项目及未来重大投资计划（单位：万元）

项目名称	项目概况	建设期	总投资	截至2016年3月底已累计投资	2016年4-12月	2017年	项目进度
天都首郡项目	用地面积约77355.95 m ² ；建	2011~2019	15.16	13.39	0.21	0.95	截至到2016年3月底，首郡项目进度：

目	设居住、商服设施（接待、餐饮、文化、娱乐）等						1、目前进行一期三标段室外工程地下管网施工，水、电、气、有线电视等主管已全部施工完成，计划4月10日完成所有地下工程，进行园林绿化施工。2、一期三标段验收工程已经启动。正随各工程进度逐一安排现场验收工作。
1210#地块项目	用地面积约 67148.31 m ² ；建设居住、商业服务建筑等	2016~2021	14.15	3.50	1.00	1.00	2012年12月竞拍的城东1210#地块，面积100亩，土地出让金3亿元。目前，1210#地块开发全案策划服务采购招标完成，合同已签订。现处于设计合同条款谈判商议阶段。由于国家“去库存”宏观政策环境，旅游地产项目开发将依据市场情况进行投入开发。
市内旅游资源整合及开发	在黄山风景区周边及黄山市域范围内，通过收购、控股、参股等方式整合旅游资源，投资开发资源性项目	2011~2020	1.50	0.25	0.30	0.30	2014年8月，实施旅游纪念品项目，成立了合资公司。旅游纪念品项目，正在整合销售渠道，分别在景区集散中心、黎阳水街等地设立店面。
高铁综合客运站	高铁客运站项目位于高铁黄山北站，是高铁黄山北站的重要配套设施。根据规划，项目占地面积约80亩，项目总投资近4.51亿元。项目建成后，依托黄山风景区专业化的旅游客运交通企业，为游客提供景区客运交通、汽车维修、停车服务、餐饮住宿、商业物流等多种服务，有利于提高我市旅游客运交通服务水平和形象。游客来黄山旅游，可以实现“景区游、市区住”的旅游模式，从而减轻高峰期旅游景区的停车等压力，提高交通效率，促进景区与中心城区一体化发展。	2014~2018	4.51	2.03	0.50	1.50	项目工程主站房于2015年6月竣工，2015年7月与高铁黄山北站同步投入使用，商业商铺等附属设施仍在建设中。
合计	--	--	35.32	19.17	2.01	3.75	--

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

截至2016年3月底,公司仍处于存续期的债券主要包括2亿元“11黄山MTN1”和3亿元“13黄旅游MTN1”。截至2016年3月底,公司上述债券募集资金均已使用完毕,并按时付息。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2013~2015年财务报表已经华普天健会计师事务所(特殊普通合伙)连审,并出具了标准无保留审计意见;公司提供的2016年一季度财务报表未经审计。

从合并范围来看,截至2014年底,公司合并范围内子公司11家,较2013年底增加2家,分别是通过投资设立的黄山始信文化发展有限公司和黄山高铁客运枢纽实业有限公司;截至2015年底,公司纳入合并范围的子公司共11家,较上年底无变化;截至2016年3月底,公司纳入合并范围的子公司与2015年底相比无变化。总体看,财务数据可比性强。

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

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

2. 盈利能力

跟踪期内,公司业务规模稳定增长,2015年营业收入和营业成本分别为21.79亿元和12.10亿元,同比分别增长25.32%和35.85%。受营业成本增速较快影响,2015年公司营业利润率较上年下降4.74个百分点至39.23%。

从期间费用来看,2014年公司期间费用占营业收入的比重下降至24.68%,同比减少6.54个百分点。公司期间费用中管理费用和财务费用占比较大,管理费用主要系职工薪酬、税金

和折旧费等,财务费用主要系利息支出,2013年以来,受合并范围新增债务负担较重的徽杭高速影响,公司财务费用维持较高水平。总体看,公司期间费用占营业收入比重高,控制水平有待提高。

非经营性损益方面,2015年,公司投资收益707.32万元,同比大幅增加472.39万元,主要为公司收到的华安证券股份有限公司分红款。总体看,投资收益对公司利润贡献不大。

2015年,公司营业外收入0.42亿元,较2014年增长132.41%,主要系子公司天都房产收到的租赁商业用房客户违约赔款2300万元所致。政府补助一直是公司营业外收入重要来源,2015年,公司收到政府补助0.14亿元。

2015年,公司利润总额为3.37亿元。从盈利指标看,2015年公司净资产收益率和总资本收益率分别为6.48%和5.98%,分别同比提高1.72个百分点和0.56个百分点。

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

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

3. 现金流及保障

公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金为主。2015年,受益于客流量的增长,公司经营活动产生的现金流入量为26.24亿元,同比增长16.73%;其中销售商品提供劳务收到的现金21.38亿元,同比增长16.07%,收到其他与经营活动有关的现金4.83亿元,同比增长20.04%,主要为收到的景区门

票专营权使用费（2.42亿元）、风景名胜资源保护费（0.72亿元）和风景区建设维护费（0.31亿元）等款项。公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金为主，2015年，公司经营活动现金流出为17.93亿元，同比增长5.87%；其中购买商品接受劳务支付的现金7.96亿元，同比增长14.72%，支付其他与经营活动有关现金4.20亿元，同比下降12.55%，主要是公司支付的景区门票专营权使用费（2.38亿元）、风景名胜资源保护费（0.30亿元）和风景区建设维护费（0.34亿元）。2015年公司经营活动现金流量净额为8.31亿元，同比大幅提升。从现金收入实现质量来看，2015年公司现金收入比为98.11%（2014年为105.93%），入实现质量有所下滑。

2015年，公司投资活动现金流入量为0.19亿元，同比下降73.61%；其中收到其他与投资活动有关的现金0.12亿元，较上年大幅下降82.38%，主要由于利息收入和银行理财产品收回的减少所致。公司投资活动现金流出主要由构建固定资产、无形资产等支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金构成。2015年，公司投资活动现金流出5.30亿元，同比增长50.48%；其中构建固定资产、无形资产等支付的现金2.34亿元，同比下降29.65%，支付其他与投资活动有关的现金2.90亿元，较上年大幅增长2.74亿元，主要由于购买理财产品支出2.78亿元。2015年，公司投资活动现金流量净额为-5.11亿元。公司经营活动产生的现金流量净额能满足当期投资需求。

从筹资活动来看，2015年，公司筹资活动现金流入主要为36.01亿元，其中取得借款收到的现金为30.86亿元。同期，公司筹资活动现金流出为34.48亿元，其中偿还债务支付的现金为32.23亿元。2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额为1.53亿元。

2016年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为0.29亿元，投资活动产生的现金流量净额为0.05亿元，筹资活动产生的现金流量

净额为-0.67亿元。同期现金收入比为116.36%，较2015年提高18.25个百分点。

2015年1~3月，公司经营活动净现金流为-0.07亿元；投资活动净现金流为-0.63亿元；筹资活动净现金流为0.20亿元。

总体看，跟踪期内，随景区客流量增长带动旅游主业收入增长，公司经营现金流量净额表现良好，能够覆盖当期投资需求。但考虑到未来旅游地产项目逐步投入，未来存在一定资金需求。

4. 资本及债务结构

跟踪期内，公司资产总额保持稳定。截至2015年底，公司资产总额为80.82亿元，同比增长11.41%，其中流动资产占44.33%，非流动资产占55.67%，非流动资产为主。

流动资产方面，截至2015年底，公司流动资产35.83亿元，同比增长37.92%，主要由货币资金（占24.49%）、其他应收款（占10.78%）、存货（占52.73%）和其他流动资产（占9.09%）构成。

截至2015年底，公司货币资金8.78亿元，主要是银行存款（占99.87%），其余为现金和其他货币资金，金额较小。公司货币资金中无使用受限资金。

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

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

截至 2015 年底，公司其他应收款账面价值 3.86 亿元，同比增长 11.14%，其中 3.20 亿元为应收黄山市交通运输局的借款（因政府已确认需支付于公司，故未计提坏账准备），其余主要为往来款。公司按账龄法对其他应收款计提坏账准备 0.37 亿元，计提比例 35.79%，计提比例高；其中账龄 1 年以内的占 62.61%，1 至 2 年的占 6.94%，2 年以上的占 30.44%（坏账准备计提比率 100%）。

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

截至 2015 年底，公司其他流动资产余额较上年底大幅增长 3.14 亿元至 3.26 亿元，主要由于公司将部分闲置资金（2.79 亿元）用于购买银行理财产品所致。

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

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

截至 2015 年底，公司投资性房地产 0.57 亿元，同比下降 44.48%，主要系子公司天都房产投资性房地产转为存货导致。

截至 2015 年底，公司固定资产账面原值 53.06 亿元，累计折旧 12.65 亿元，计提减值准备 0.04 亿元，固定资产账面价值 40.37 亿元；其中高速公路及构筑物占 46.58%，房屋建筑物占 43.04%，索道占 4.90%。

截至 2015 年底，公司在建工程余额较 2014 年底减少 2.08 亿元至 0.09 亿元，主要系玉屏索道改造项目及黄山高铁综合客运站项目部分完工，分别转入固定资产、无形资产、长期待摊费用核算所致。其中，玉屏索道改造项目余额 341.45 万元，转入固定资产 1.25 亿元；黄山高铁综合客运站项目余额 95.07 万元，本期转入固定资产 0.89 亿元，土地使用权转入无形资产 0.88 亿元。

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

截至 2015 年底，公司其他非流动资产余额较 2014 年底下降 90.76%至 703.87 万元，主要系子公司天都房产前期预付的土地购置款结算交付转入存货核算所致。

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

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

质量较好。

所有者权益

所有者权益方面，截至 2015 年底，公司归属于母公司所有者权益中，实收资本占 60.48%，资本公积占 38.45%，盈余公积占 0.44%，专项储备占 0.35%，未分配利润占 0.27%；所有者权益中，少数股东权益占 57.48%。

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

截至 2015 年底，公司的未分配利润 376.82 万元，其中 2015 年归属于母公司所有者的净利润为 1885.59 万元。

截至 2015 年底，公司少数股东权益 18.73 亿元，同比增长 36.54%。

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

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

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 48.23 亿元，同比增长 2.97%；其中流动负债占比 55.57%，非流动负债占比 44.43%，公司负债以流动负债为主。

流动负债方面，截至 2015 年底，公司流动负债合计 26.80 亿元，同比增长 20.29%，主要由短期借款（占 32.51%）、应付账款（占 12.12%）、预收款项（占 11.55%）、其他应付款（占 12.46%）、一年内到期的非流动负债（占 12.19%）和其他流动负债（占 11.19%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款 8.72 亿元，

同比下降 9.12%，全部为信用借款。

截至 2015 年底，公司应付账款 3.25 亿元，同比增长 15.97%，其中应付工程款 2.42 亿元，应付货款 0.71 亿元。

截至 2015 年底，公司预收款项 3.10 亿元，其中房地产销售预收款 2.63 亿元，预收团费、房餐费等款项 0.33 亿元。

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

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

截至 2015 年底，公司其他流动负债为 3.00 亿元，系子公司黄山股份发行的短期融资券。

非流动负债方面，截至 2015 年底，公司非流动负债 21.43 亿元，主要由长期借款（占 81.27%）和应付债券（14.47%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款 17.42 亿元，同比下降 8.39%，其中保证借款 0.08 亿元，信用借款 3.49 亿元，质押借款 12.85 亿元，抵押借款 1.00 亿元。

截至 2015 年底，公司应付债券余额 3.10 亿元，系公司于 2013 年发行的中期票据“13 黄旅游 MTN1”，发行规模 3 亿元，发行期限 5 年。

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

截至 2015 年底，公司递延收益 0.67 亿元，

¹ 索道建设基金系索道涨价部分应归管委会的收益分成，暂由公司代管委会收取。

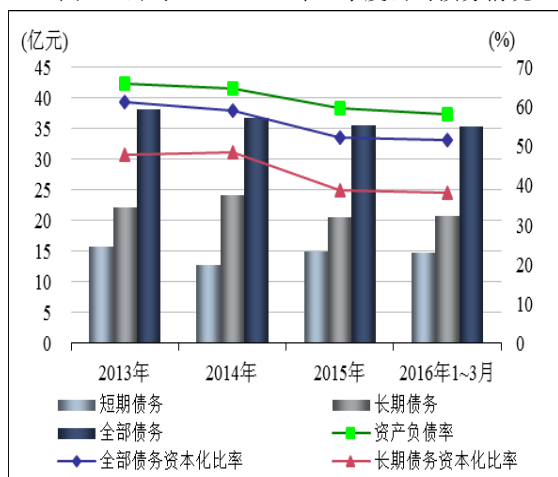
同比增长 138.74%，全部为政府补助，其中子公司高铁客运收到的黄山高铁综合客运站项目建设补助资金 0.39 亿元。

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

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务 35.65 亿元，其中短期债务占 42.03%，长期债务占 57.97%，公司债务以长期债务为主。从债务指标方面看，截至 2015 年底，受益于有息债务规模的下降和 2015 年子公司黄山股份非公开发行的完成，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.68%、52.24%和 38.81%，分别较上年下降 4.89 个百分点、6.69 个百分点和 9.67 个百分点。

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

图 2 公司 2013~2016 年一季度公司债务情况



资料来源：根据公司审计报告整理

总体看，跟踪期内，公司负债规模保持相对稳定，债务结构以长期债务为主，结构较为合理；2015 年子公司非公开发行完成后，权益资本得以充实，资产负债率下降明显。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2015 年公司流动比率和速动比率为 133.68%和 63.19%。公司速动比率较低，主要由于存货规模较大。2015 年，由于经营活动现金流量净额的增幅大于流动负债的增幅，公司经营现金流动负债比为 31.01%，较 2014 年提高 6.13 个百分点。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 140.91%和 65.24%。总体看，公司短期偿债能力一般。

长期偿债能力方面，2015 年，公司 EBITDA 为 7.94 亿元；公司 EBITDA 利息倍数为 3.29 倍；全部债务/EBITDA 为 4.49 倍。总体看，但 EBITDA 对有息债务具备较强的保障能力。

公司存续期内债券包括 2 亿元“11 黄山 MTN1”和 3 亿元“13 黄旅游 MTN1”，分别于 2016 年和 2018 年到期。2015 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对存续期内中期票据的保护倍数分别为 1.59 倍、5.25 倍和 1.66 倍。公司经营活动现金流入规模较大，对存续期内中期票据保障能力强。

截至 2016 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 53.73 亿元，尚未使用的额度为 39.09 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。公司核心子公司黄山股份为上市公司，公司具备直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告显示，截至 2016 年 5 月 6 日，公司无未结清不良信贷信息，已结清的信贷信息中有 7 笔关注类款项。根据公司出具的相关说明，上述关注类贷款系银行系统原因造成。公司过往债务履

约情况良好。

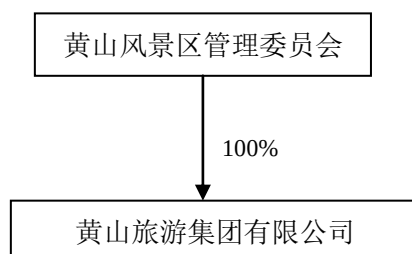
7. 抗风险能力

公司作为黄山旅游景区的唯一经营主体，在景区范围内保持垄断经营权，并获得当地政府的有力支持。公司园林开发和索道业务毛利率水平高，整体盈利能力强。公司整体抗风险能力强。

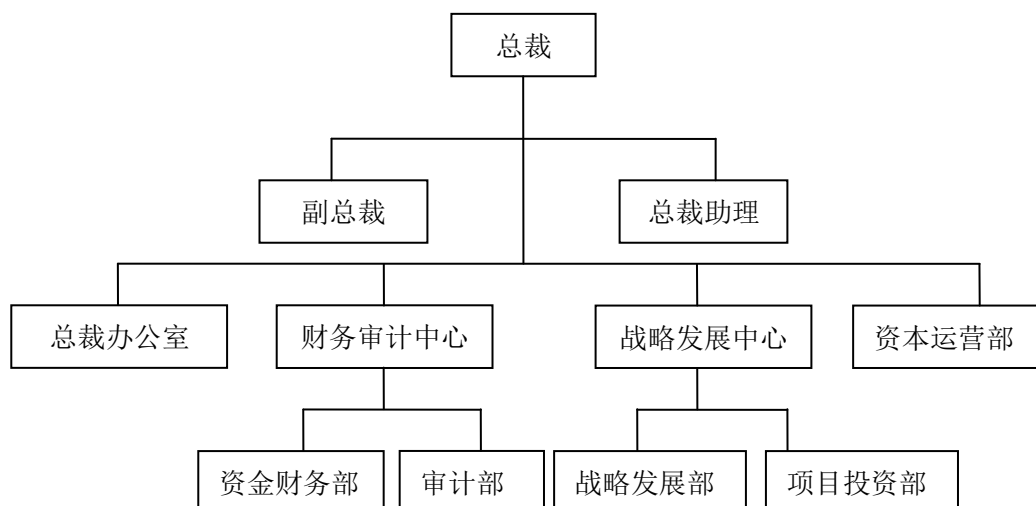
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11黄山MTN1”和“13黄旅游MTN1”AA⁺的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务指标

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

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

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级的定义

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

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

主体长期信用等级含义同中长期债券信用等级。