

2020 年江苏天目湖旅游股份有限公司  
可转换公司债券  
2020 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【174】号 01

债券简称：天目转债  
增信方式：股权质押  
债券剩余规模：3 亿元  
债券到期日期：2026 年  
2 月 28 日  
债券偿还方式：对未转  
股债券按年计息，每年  
付息一次，附债券赎回  
及回售条款

#### 分析师

姓名：  
蒋晗 刘惠琼

电话：  
0755-82872658

邮箱：  
jiangan@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
公司债券评级方法，该  
评级方法已披露于中证  
鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：  
[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 2020 年江苏天目湖旅游股份有限公司可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 22 日	2019 年 4 月 17 日

#### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对江苏天目湖旅游股份有限公司（以下简称“天目湖旅游”或“公司”，股票代码“603136.SH”）及其 2020 年 2 月 28 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，公司主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司景区客流量稳定增长，盈利能力进一步提升，公司进一步丰富酒店产品线，且货币资金充裕；同时中证鹏元也关注到，COVID-19 疫情对公司经营形成不利影响，在建及拟建项目投资规模较大，预期收益能否顺利实现存在不确定性，公司景区地域集中，品牌认知度还有待提升等风险因素。

#### 正面：

- 公司景区客流量稳定增长，盈利能力进一步提升。2019 年山水园和南山竹海景区客流量合计为 212.22 万人，同比增长 4.30%，公司两大核心观光景区客流量稳定增长；同期公司景区运营成本进一步降低，2019 年公司综合毛利率增至 65.32%，同比增长 3.22 个百分点。
- 公司进一步丰富酒店产品线。2019 年公司稳步推进御水温泉二期（竹溪谷）项目，该项目为公司打造的高端野奢型温泉酒店，预计 2020 年投入运营，将进一步提升公司酒店高端人群覆盖程度，丰富南山竹海区域酒店产品线。
- 公司货币资金较充裕，经营活动现金流表现良好。截至 2020 年 3 月末，公司货币资金余额为 5.13 亿元，占总资产的 34.63%；2019 年公司经营活动净现金流为

22,508.28 万元，表现良好。

### 关注：

- **受 COVID-19 疫情影响，公司 2020 年一季度业绩大幅下滑。**2020 年一季度，公司旗下景区和酒店受 COVID-19 疫情影响相继关闭，公司实现营业收入 2,114.47 万元，同比大幅下降 76.20%，实现净利润-2,975.67 万元。2020 年 3 月 20 日起公司旗下产品对外恢复营运，但我们注意到，短期内公司景区客流量尚难以恢复至正常水平，且 COVID-19 疫情尚未完全消除，未来若疫情出现反复，将对公司业绩形成较大不利影响。
- **公司在建及拟建项目投资规模较大，需关注预期收益能否顺利实现。**截至 2019 年 12 月末，公司主要在建及拟建项目计划总投资 5.74 亿元，已投资 1.49 亿元，主要为御水温泉二期（竹溪谷）项目及本期债券募投项目，尚需投资规模较大，需关注项目实施进度及投资能否顺利产生预期收益。
- **公司景区地域集中，业务易受当地环境影响。**公司景区仍集中于溧阳市境内，一旦当地发生自然灾害、疫情类、恶劣天气等的不可抗力事件，将会导致游客量大幅下降，对公司的业务造成不利影响。
- **公司品牌认知度还有待提升。**相对于周边地区的西湖、千岛湖、黄山、普陀山等世界著名旅游景区，公司景区的市场成熟度和人文资源积淀较为薄弱，品牌认知度还有待提升。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	148,218.24	123,590.90	112,706.51	110,533.71
归属于母公司所有者权益合计	94,563.62	90,330.26	82,562.46	75,441.45
有息债务	30,736.35	8,500.00	9,320.00	18,188.00
资产负债率	30.74%	19.81%	20.24%	26.14%
流动比率	2.49	1.33	1.80	1.58
速动比率	2.46	1.30	1.76	1.54
营业收入	2,114.47	50,316.96	48,942.62	46,068.39
营业利润	-2,976.08	18,933.43	15,833.56	13,136.59
净利润	-2,975.67	14,161.90	11,804.49	9,761.08
综合毛利率	-50.56%	65.32%	62.10%	63.66%

总资产回报率	-	16.39%	14.72%	14.57%
EBITDA	-	26,728.56	23,832.56	22,901.90
EBITDA 利息保障倍数	-	54.61	35.24	11.09
经营活动现金流净额	-2,519.50	22,508.28	22,538.21	21,324.65

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年2月28日发行6年期3亿元可转换公司债券，募集资金用于南山小寨二期项目、御水温泉（一期）装修改造项目。根据公司于2020年3月21日发布的《江苏天目湖旅游股份有限公司关于使用闲置募集资金进行现金管理的公告》，公司召开第四届董事会第十八次会议、第四届监事会第十五次会议，审议通过《关于使用闲置募集资金进行现金管理的议案》，同意在确保募集资金投资项目正常进行和保证募集资金安全的前提下，使用不超过28,900.00万元闲置募集资金进行现金管理，使用期限不超过12个月，在上述额度及决议有效期内，可以循环滚动使用，闲置募集资金现金管理到期后归还至募集资金专户。公司于2020年3月27日，向中国农业银行溧阳支行购买了固定期限存款，具体见表1。截至2020年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为76.85万元。

**表1 公司募集资金现金管理情况（单位：万元）**

产品名称	产品类型	认购金额	预期收益率（年化）	起息日	到期日
固定期限存款	保本型	22,900.00	3.95%	2020.3.27	2020.9.30
固定期限存款	保本型	6,000.00	3.70%	2020.3.27	2020.6.22

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

## 二、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2020年3月31日，公司控股股东和实际控制人均为孟广才，持股比例为51.45%。

公司仍主要从事旅游景区的开发管理和经营等业务。2019年公司合并报表范围无变化，截至2019年末，纳入合并范围子公司共7家。

## 三、运营环境

**COVID-19疫情影响致使出游意愿骤降，2020年上半年旅游行业遭遇重大不利影响；目前国内疫情形势基本得到控制，下半年旅游行业或迎来复苏**

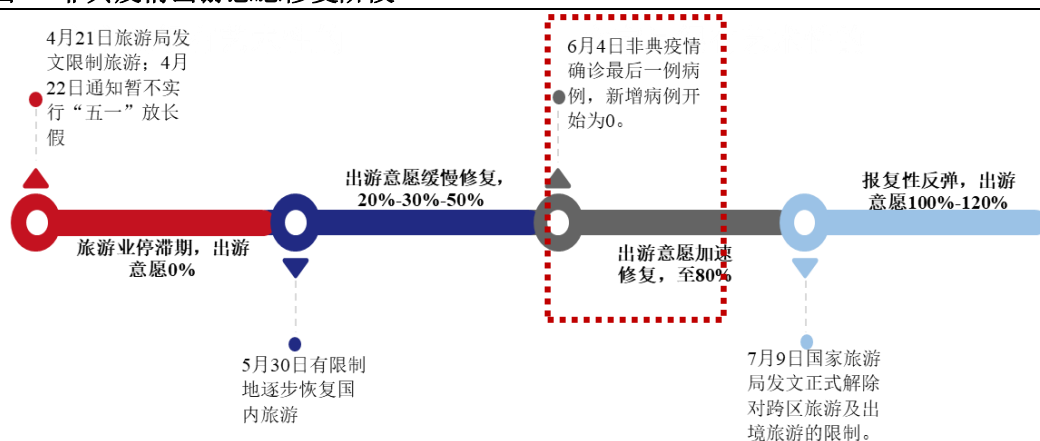
旅游行业具有人口高度密集、流动性大的特征，对突发公共卫生事件尤其是呼吸系统传染病高度敏感。2020年1月20日起武汉、广东、北京、上海等开始大量通报有确诊COVID-19病例，确认有人传人风险。1月24日文旅部下发文件《关于全力做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作暂停旅游企业经营活动的紧急通知》（文旅发电〔2020〕29号）

要求全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”产品，随后国内主要旅游景区均被要求关闭。

新型冠状病毒传染性较强，恐慌情绪蔓延致居民出游意愿骤降。2020年春节旅游业近乎停滞，在疫情完全结束前将持续受影响。根据文旅部以往统计数据，春节期间全国旅游人次及收入分别占全年的比重为7%、9%左右。以往年份春节收入是一季度重要构成，尽管部分景区2020年2月19日起陆续宣布有序开放，但根据文旅部和国家卫生健康委联合4月13日印发的《关于做好旅游景区疫情防控和有序开放工作的通知》，疫情防控期间，旅游景区只开放室外区域，室内场所暂不开放，接待游客量不得超过核定最大承载量的30%，行业上半年业绩大幅下滑仍不可避免。

国内疫情形势基本得到控制，下半年行业或迎来复苏。国内自3月18日-19日本土确诊开始零新增，基本处于呈零星偶发阶段，4月8日武汉解除离汉离鄂通道管控，全国交通管制基本解除。从2月下旬开始，部分旅游景点如西湖、黄山等已陆续开放；2月底文旅部发布《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南》，指导景区企业有序开放；3月18日国务院联防联控机制就促进消费回补和潜力释放有关情况举行发布会，有序推动复工复产，有28个省（区、市）3,714家A级旅游景区恢复对外营业，复工率已超过30%；4月9日中央应对新冠肺炎疫情工作领导小组发文全国性文体活动及跨省跨境旅游等暂不恢复，短期内旅游景点客源以省内为主。此外部分城市宣布发放消费券，促进提升消费能力，鼓励和引导居民消费。结合非典疫情复盘来看，预计下半年旅游行业或迎来复苏。

图1 非典疫情出游意愿修复阶段



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

随着人均可支配收入继续增长、假期及政策红利继续释放、交通基建持续完善，旅游意愿持续高位，驱动旅游业长期发展核心动力不变

首先，我国人均可支配收入已达到一定水平且仍在持续增长，居民出游意愿持续走高。

2014-2018 年我国人均可支配收入实际增速均维持在 6% 以上，2019 年全国居民人均可支配收入 30,733 元，扣除价格因素实际增长 5.8%。宏观经济增长与居民可支配收入增加为旅游业发展提供了持续动力。2019 年三季度居民出游意愿为 85.99%，出游意愿的持续高位将为旅游业的进一步发展奠定基础。此外闲暇时间是影响出游的客观因素，根据国务院办公厅 2020 年节假日安排，五一假期加长至 5 天与十一假期加长至 8 天，利好旅游消费市场需求释放。

图2 居民出游意愿持续高位

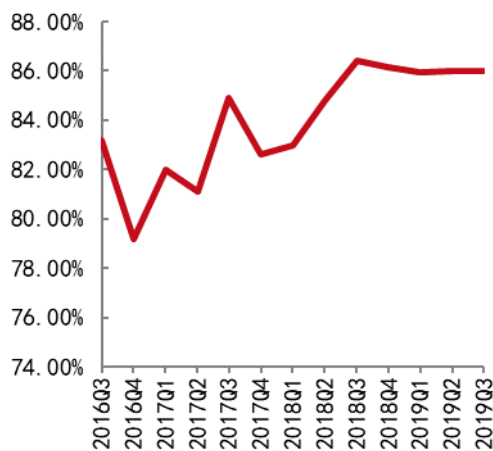
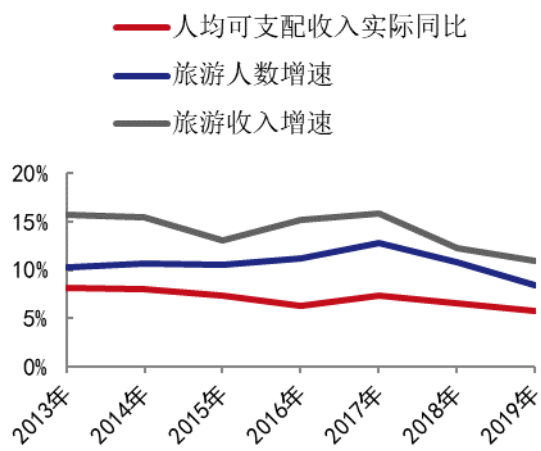


图3 旅游人次、旅游收入的增速与 GDP 增速的走势基本一致



资料来源：中国旅游研究院《中国城乡居民出游意愿调查》，中证鹏元整理

资料来源：国家统计局，中国旅游研究院，中证鹏元整理

其次，2019 年旅游业对我国 GDP 综合贡献 10.94 万亿元，占 GDP 总量 11.05%，旅游业作为三产业支柱，政策红利继续释放。2019 年国务院办公厅、发改委等部门相继印发文件，促进旅游业发展（表 2）。新型冠状病毒疫情期间旅游业遭受重创，2020 年 2 月 6 日财政部、税务总局近期出台旅游业可享税收优惠政策的举措，各省市也陆续出台措施扶持旅游企业发展。

表2 政策红利持续释放

时间	具体文件
2019 年 3 月	政府工作报告中提出“发展壮大旅游产业”，为首次全面完整地将“旅游产业”写入政府工作报告。
2019 年 8 月	国务院办公厅印发《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》，旅游对内需拉动作用将不断提升。
2019 年 12 月	发改委等 9 部门发布《关于改善节假日旅游出行环境促进旅游消费的实施意见》，要求优化节假日旅游出行环境，着力增加旅游产品供给，加大力度落实职工带薪休假制度，推动错峰旅游，优化民众出游体验。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理



交通通达性和便利程度更高的区域，更有利于居民出游选择。近年来我国交通基建发展迅速，2018年末全国旅客吞吐量达到100万人次以上的通航机场有95个，比上年增加11个；全国汽车保有量达2.40亿辆，同比上年增加2,285万辆，增长10.51%。运输服务方面，2018年旅客周转量34,217.43亿人公里，同比增长4.3%。根据艾瑞咨询《2019年中国在线旅游平台用户洞察研究报告》显示，4次以内的低频旅游仍然是目前出行主流，出游天数集中在3-5天。交通基础设施的完善和汽车保有量的增加，提高了消费者出行便捷性，推动地区观光、休闲度假旅游需求的持续增长。

**表3 部分上市景区企业2018-2020年周边交通条件改善利好景区客流**

公司	交通改善	对景区客流的影响
黄山旅游发展股份有限公司	杭黄高铁2018年12月25日开通运营。	缩短主要客源地长三角地区人群赴黄山旅游的时间。
张家界旅游集团股份有限公司	黔张常快铁2019年12月26日正式开通运营；2019年10月张家界机场新增首尔、南宁、务安、清州等多个航点，张家界机场国际地区通航城市达到12个。	连通鄂西南、渝东南地区，张家界至长沙缩短至2小时，提高成都、重庆至景区的便捷性；增加国际游客旅游便利
桂林旅游股份有限公司	桂林两江机场扩建，2018年9月T2航站楼正式通航启用。	增加航空班次及提高客运吞吐量，提高远距离及国际游客旅游的便利性。
峨眉山旅游股份有限公司	2017年底西成高铁、渝贵铁路通车。	西安至成都运行时间由11小时缩短为4小时，贵阳至重庆运行时间由10小时减少至2.5小时。
长白山旅游股份有限公司	敦化至白河（长白山）高铁有望2020年通车	与在建的京沈高铁连通结合，从北京到长白山的最快时间可缩短至6小时左右。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 四、经营与竞争

跟踪期公司主营业务未发生重大变更，仍主要从事旅游景区的开发管理和经营，所涉及经营项目主要包括景区经营、水世界主题公园、温泉、酒店、旅行社等相关旅游产品。公司核心景区仍为位于溧阳市的5A级旅游景区，包括天目湖山水园、南山竹海和御水温泉。2019年公司实现营业收入50,316.96万元，同比增长2.81%，其中景区业务收入占营业收入的比重为59.66%，仍为公司收入的主要来源，公司水世界、温泉、酒店和旅行社收入与上年基本持平，发展较为稳定。其他业务收入主要为租赁收入等，较上年有所增长。2019年公司综合毛利率为65.32%，同比增长3.22个百分点，主要系公司景区收入增长，且同期景区运营成本下降所致。

公司一季度业绩出现大幅下滑，主要系2020年年初以来，COVID-19疫情蔓延所致。根据政府疫情防控部署要求，公司旗下山水园、南山竹海、御水温泉景区于2020年1月24

日紧急闭园，旗下酒店于1月26日起不再接受新的预订。后续，随着国内疫情得到有效控制，公司旗下产品在有效防疫的前提下于2020年3月20日起对外恢复营运，但短期内客流量尚难以恢复至正常水平，致使公司2020年一季度业绩下滑较大。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2020年1-3月		2019年		2018年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
<b>主营业务</b>	<b>1,777.19</b>	<b>-76.60%</b>	<b>47,741.25</b>	<b>63.77%</b>	<b>46,848.09</b>	<b>60.76%</b>
景区业务：	612.06	-129.92%	30,021.45	68.62%	28,922.04	65.22%
山水园	325.43	-132.94%	16,481.30	68.05%	15,980.87	63.70%
南山竹海	286.63	-126.48%	13,540.15	69.31%	12,941.17	67.09%
水世界业务	0.00	-	1,580.99	20.55%	1,656.12	17.55%
温泉业务	416.87	-76.91%	5,294.36	58.80%	5,529.34	57.71%
酒店业务	732.59	1.36%	9,573.59	66.23%	9,502.95	63.81%
旅行社业务	15.67	-340.65%	1,270.86	5.02%	1,237.64	4.57%
<b>其他业务</b>	<b>337.28</b>	<b>86.62%</b>	<b>2,575.71</b>	<b>94.04%</b>	<b>2,094.53</b>	<b>92.14%</b>
<b>合计</b>	<b>2,114.47</b>	<b>-50.56%</b>	<b>50,316.96</b>	<b>65.32%</b>	<b>48,942.62</b>	<b>62.10%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2019年山水园、南山竹海景区客流量稳定增长，经营具有较好的持续性，但景区地域集中度较高，仍需关注COVID-19疫情对公司经营稳定性的影响，且品牌认知度还有待提升**

2019年公司两大核心观光景区山水园景区、南山竹海景区游客接待人次分别为105.49万人、106.73万人，同比分别增长3.62%、4.97%。2019年公司两大景区实际单日最大入园人次均远小于景区最大日承载量，不存在景区现有设施对公司盈利能力限制的情况。2019年山水园景区、南山竹海景区人均消费分别为156.23元、126.87元，与去年基本持平，景区经营能力较为稳定。但中证鹏元注意到，相对于周边地区的西湖、千岛湖、黄山、普陀山等世界著名旅游景区，公司景区的市场成熟度和人文资源积淀较为薄弱，品牌认知度还有待提升。

**表5 山水园景区主要运营数据**

年度	景区	入园人次 (万人)	人均消费 (元)	收入 (万元)	单日最大入园 人次(万人)	最大日承载 量(万人)
2020年1-3月	山水园	2.07	157.21	325.43	0.08	8.2
	南山竹海	2.26	126.83	286.63	0.29	5.3
2019年	山水园	105.49	156.23	16,481.30	2.23	8.2

	南山竹海	106.73	126.87	13,540.15	2.52	5.3
2018年	山水园	101.80	156.98	15,980.87	2.15	8.2
	南山竹海	101.68	127.27	12,941.17	2.49	5.3

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

景区主要产品收费方面，山水园门票、游船价格、高空飞降项目、南山竹海门票、观光索道和缆车、观光车、竹筏价格等仍实行政府指导价，2019年公司上述产品价格未做重大调整。同时，公司根据旅游淡旺季等因素，在门票价格基础上给予团队、儿童、老人等游客折扣优惠。而景区其他二次消费产品如快艇、包船等均实施市场调节价，2019年公司对相关收费标准未作出重大调整。

从收入结构来看，2019年山水园景区、南山竹海景区门票收入占比分别为56.59%、23.18%，门票收入占比与去年基本持平。公司南山竹海景区二次消费收入占比仍较高，该景区二次消费项目主要为观光索道和地面缆车收入，但观光索道运营年限较长，在旅游旺季存在运力瓶颈，在一定程度上制约了景区的盈利能力。公司计划开展南山竹海索道项目的提升改造，目前已完成建筑设计及基建等相关工作，预计今年投入使用，可缓解公司的运力瓶颈。商业销售收入主要包括自营商店收入等，2019年该部分收入占比较小，未来仍有提升空间。

景区旅游资源方面，山水园景区中各类景观地块、水面旅游经营权，林地以及南山竹海景区林地等租赁或承包合同均正常履行，未发生变更。

整体来看，2019年公司两大核心观光景区客流量稳定增长，人均消费与去年基本持平，景区经营能力较为稳定。但中证鹏元注意到，虽然一季度为公司山水园景区和南山竹海景区的经营淡季，且2020年3月底公司景区已恢复运营，但公司景区集中于溧阳市境内，旅游资源较为集中，一旦发生自然灾害、疫情类的不可抗力事件，将会导致游客量大幅下降，仍需关注COVID-19疫情等对公司未来经营稳定性的影响，且景区品牌认知度还有待提升。

**公司水世界和温泉项目与观光景区形成互补的复合效应，降低收入季节性波动，但温泉项目受COVID-19疫情影响较大**

公司观光类旅游产品山水园和南山竹海体现出明显的淡旺季差别，而公司御水温泉项目和水世界项目分别侧重于冬季和夏季旅游，与公司原有观光型产品形成良好的季节性互补，产品协同效应较好，降低了公司收入季节性波动。

2019年公司水世界主题公园接待人次为19.54万人，同比有所下降，主要系水世界主题公园易受天气因素影响，且全年营业时间较短，在一定程度上限制了园区的接待能力。2019年公司水世界主题公园人均消费为80.90元，仍大幅低于门票价格，主要系公司采取了多种促销手段吸引客源，增加园区竞争力。公司水世界主题公园开放时间为每年6月-8

月，随着国内疫情的缓解，预计该业务收入受到疫情影响的程度有限。

2019年公司御水温泉游客接待人次为29.87万人，较上年小幅下降2.39%，人均消费为177.23元，较上年小幅下降1.92%，主要系天目湖地区温泉竞争产品的不断增加所致。每年一季度为御水温泉项目传统旺季，但受COVID-19疫情影响，公司2020年御水温泉游客接待人次同比大幅下降72.51%，该等业务收入受到较大影响，且仍需关注2020年冬季疫情复发的可能性，公司温泉收入存在一定不确定性。

**表6 天目湖水世界主题公园和御水温泉主要运营数据**

年度	景区	入园人次 (万人)	门票价格 (元/人)	人均消费 (元)	收入 (万元)	景区实际单 日最大入园 人次(万人)	景区最大 日承载量 (万人)
2019年	水世界	19.54	150	80.90	1,580.99	1.18	-
	御水温泉	29.87	218	177.23	5,294.36	0.50	1.5
2018年	水世界	20.54	150	80.63	1,656.12	1.03	-
	御水温泉	30.60	218	180.70	5,529.34	0.53	1.5

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司酒店进行差异化定位，客户群体覆盖面广，2020年一季度受COVID-19疫情影响较大，未来御水温泉二期项目投入运营，将进一步丰富公司酒店产品线**

公司目前在运营的酒店包括御水温泉度假酒店、御水温泉客栈及南山竹海客栈。其中御水温泉度假酒店距离南山竹海景区1公里，毗邻御水温泉，是一家挂牌五星级度假酒店，拥有各类竹景客房与豪华套房共计261间。御水温泉客栈系御水温泉度假酒店的副楼，经济型特色客栈，针对需求标准化的普通消费者，拥有41间客房。南山竹海客栈毗邻南山竹海景区，位于南山竹海古街，是四星主题精品客栈，定位中高端客栈，客栈拥有各类竹景客房与豪华套房共计179间。

酒店运营方面，2019年公司三大酒店客房入住率、收入增长存在一定差异性。具体来看，2019年御水温泉度假酒店收入为6,263.99万元，占当期酒店收入的65.43%，仍为公司酒店业务的主要收入来源，入住率增至69.98%，酒店整体运营效率较高，且酒店定位较高，平均房价超过650元，具备温泉、餐饮、宴会等全方位服务。2019年公司御水温泉客栈收入为893.58万元，收入占比较小，主要系酒店仅41间客房，数量较少，且针对需求标准化的普通消费者，2019年酒店入住率和平均房价与上年基本持平。南山竹海客栈系公司2014年8月投入运营，为中高端客栈，2019年该酒店入住率有所下降，但平均房价小幅上升，收入规模与去年持平。

整体来看，公司酒店业务进行差异化定位，目前三大酒店形成了“高端-中高端-经济型”的阶梯式覆盖，且均实现平均60%以上的入住率，酒店业务发展状况较好。但2020年

一季度受COVID-19疫情影响，旗下酒店于1月26日起不再接受新的预定，公司酒店业务收入同比大幅下降69.85%，受到较大影响。

公司在建项目之御水温泉二期（竹溪谷）项目为公司打造的高端野奢型温泉酒店，该项目包括高端主题酒店、餐厅、竹泉及配套设施。项目预计今年投入运营，将进一步提升公司酒店高端人群覆盖程度，预计正常经营年总收入约8,322万元，可提升酒店业务品牌定位和收入规模。

**表7 公司酒店业务收入情况（单位：万元）**

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
御水温泉酒店入住率	38.62%	69.98%	65.98%
御水温泉客栈入住率	16.36%	63.96%	64.77%
南山竹海客栈入住率	14.16%	65.39%	67.32%
酒店业务收入	732.59	9,573.59	9,502.95

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司旅行社主要为公司旅游产品提供市场服务，收入规模较小**

受益于公司景区游客接待人次的稳步上升，公司旅行社接待人次稳定增长。公司旅行社的收入来源主要分为订房手续费、景区门票手续费和导购收入，其中：订房手续费为每间房间30-60元，景区门票手续费为2-5元，导购收入为每位导游50-200元，2019年公司旅行社业务收入为1,270.86万元，与上年基本持平。整体上来看，公司旅行社业务主要为公司旅游产品提供市场服务，收入规模较小，对公司营业收入形成一定补充。

**表8 公司旅行社业务收入情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
接待人次（万人）	136.03	129.02
增长率	5.43%	3.95%
旅行社收入：	1,270.86	1,237.64
订房手续费	408.64	398.20
景区门票手续费	698.16	690.78
导购收入	164.06	148.66

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**主要在建及拟建项目投资规模较大，需关注项目实施进度及预期收益能否实现**

截至2019年12月末公司主要在建及拟建项目包括御水温泉二期项目、南山小寨二期项目、御水温泉（一期）装修改造项目，其中御水温泉二期项目已完成投资14,949.40万元。该项目原计划2019年12月达到预定可使用状态，项目主体建设已于2019年12月基本完成，但受天气和施工难度等原因，部分客房装修及整体配套设施的完善工程尚未全部完成，预

计2020年该项目可投入使用；南山小寨二期项目和御水温泉（一期）装修改造项目为本期债券募投项目，项目尚未开工。截至2019年12月末，公司主要在建及拟建项目计划总投资57,404.78万元，已投资14,949.40万元，仍需投资42,455.38万元，由于投资规模较大，部分项目延期，需关注项目实施进度及预期收益能否实现。

**表9 截至2019年12月末公司主要在建、拟建项目情况（单位：万元）**

项目	拟投资总额	已投资总额	仍需投资	预计工期
天目湖御水温泉二期（竹溪谷）项目	24,000.80	14,949.40	9,051.40	2年
南山小寨二期项目	26,492.04	0.00	26,492.04	2年
御水温泉（一期）装修改造项目	6,911.94	0.00	6,911.94	1年
<b>合计</b>	<b>57,404.78</b>	<b>14,949.40</b>	<b>42,455.38</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并报表范围无变化，截至2019年末，纳入合并范围子公司共7家。

### 资产结构与质量

#### 公司资产规模保持稳定增长，主要为固定资产，资产质量尚可

公司资产规模保持稳定增长，2020年2月公司本期债券发行，资产规模进一步增至148,218.24万元，但仍以非流动资产为主。

截至2019年末，公司货币资金余额为29,374.64万元，主要为银行存款，期末货币资金余额中无使用受限的情况。2020年3月末本期债券发行的募集资金到位，货币资金增至51,330.78万元，占总资产的34.63%。

公司固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，房屋建筑物主要包括景区建筑设施、办公楼、酒店及温泉建筑设施等；机器设备主要包括水世界游乐设备、景区索道及缆车等，2019年末固定资产账面价值为61,722.43万元，占总资产的49.94%。

2019年末公司在建工程账面价值为13,304.35万元，同比增长994.30%，主要系公司竹

溪谷项目建设所致。公司无形资产主要由土地使用权构成，全部为出让土地，用途主要为商业、旅游、住宿餐饮及批发零售用地，截至2019年末，无形资产账面价值为11,518.22万元，其中账面价值1,143.27万元的土地产权证书尚在办理中。

整体来看，公司资产规模保持稳定增长，主要为固定资产，无受限资产，本期债券募集资金到位，货币资金增长幅度较大，公司资产质量尚可。

**表10 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	51,330.78	34.63%	29,374.64	23.77%	21,861.64	19.40%
<b>流动资产合计</b>	<b>53,977.91</b>	<b>36.42%</b>	<b>31,765.99</b>	<b>25.70%</b>	<b>29,037.55</b>	<b>25.76%</b>
固定资产	60,696.54	40.95%	61,722.43	49.94%	67,174.14	59.60%
在建工程	16,941.51	11.43%	13,304.35	10.76%	1,215.79	1.08%
无形资产	11,418.59	7.70%	11,518.22	9.32%	11,893.33	10.55%
<b>非流动资产合计</b>	<b>94,240.33</b>	<b>63.58%</b>	<b>91,824.90</b>	<b>74.30%</b>	<b>83,668.96</b>	<b>74.24%</b>
<b>资产总计</b>	<b>148,218.24</b>	<b>100.00%</b>	<b>123,590.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>112,706.51</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

### 资产运营效率

**公司营运效率较高，2019年公司工程投入较多，未来资产运营效率或将下降**

公司仍主要采用现款结算的模式，应收账款较少，应收账款周转效率较高。同时2019年公司通过占用供应商工程款及货款，应付账款周转天数有所上升；2019年公司净营业周期仍为负，公司营运资金运营效率较高。

从整体资产运营效率来看，2019年公司流动资产周转效率有所下降，主要系公司经营利润的积累，货币资金规模持续上升，流动资产增速高于营业收入增速所致。同时2019年公司景区工程投入较多，包括旅游类设备、土地、房产等，2020年工程项目将陆续投入使用，未来公司固定资产及总资产运营效率或将下降。

**表11 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2019年	2018年
应收账款周转天数	4.27	5.49
应付账款周转天数	73.15	59.00
净营业周期	-56.47	-40.40
流动资产周转天数	217.51	197.03
固定资产周转天数	461.10	516.64

总资产周转天数	845.31	821.03
---------	--------	--------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 2019年公司收入平稳增长，盈利能力有所提升，但受COVID-19疫情影响，2020年一季度公司业绩大幅下滑

受益于景区游客接待量持续上升，2019年公司实现营业收入50,316.96万元，同比增长2.81%，保持平稳增长。从收入结构上看，景区业务收入占营业收入的比重为59.66%，仍为公司收入的主要来源，公司水世界、温泉、酒店和旅行社收入与上年基本持平，发展较为稳定。2019年公司综合毛利率为65.32%，同比增长3.22个百分点，主要系公司景区收入增长，且同期景区运营成本下降所致。公司2019年期间费用率为26.77%，同比下降4.13个百分点，主要系销售费用中的广告费下降所致。2019年公司成本费用控制有所提升，实现营业利润18,933.43万元、净利润14,161.90万元，分别同比增长19.58%、19.97%，总资产回报率、净资产收益率均有不同程度增长。

2020年一季度，公司旗下景区和酒店受COVID-19疫情影响，相继关闭，公司实现营业收入2,114.47万元，同比大幅下降76.20%，实现净利润-2,975.67万元。2020年3月20日起公司旗下产品对外恢复营运，但我们注意到，短期内公司景区客流量尚难以恢复至正常水平，且COVID-19疫情尚未完全消除，未来若疫情出现反复，将对公司业绩形成较大不利影响。

**表12 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	2,114.47	50,316.96	48,942.62
营业利润	-2,976.08	18,933.43	15,833.56
利润总额	-2,975.67	18,878.60	15,753.00
净利润	-2,975.67	14,161.90	11,804.49
综合毛利率	-50.56%	65.32%	62.10%
期间费用率	104.57%	26.77%	30.90%
营业利润率	-140.75%	37.63%	32.35%
总资产回报率	-	16.39%	14.72%
净资产收益率	-	14.99%	13.76%
营业收入增长率	-76.20%	2.81%	6.24%
净利润增长率	-286.97%	19.97%	20.93%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理



## 现金流

### 公司业务收现能力强，经营活动现金流表现良好

公司业务多采用现款结算的模式，2019年收现比为1.09，业务收现能力较强。2019年公司经营活动产生的现金流量净额为22,508.28万元，远高于当期净利润金额，经营活动现金流表现仍较好，但2020年一季度公司经营活动现金流由正转负，需关注COVID-19疫情对公司2020年经营活动现金流造成的影响。

投资活动方面，2019年公司投资活动产生的现金转为净流出，主要系当期工程项目投入支出增加所致。截至2019年末，公司主要在建及拟建项目尚需投资42,455.38万元，仍有一定投资资金需求。2019年公司筹资活动现金流仍为净流出，主要系偿还债务支付的现金规模较大所致。

**表13 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
收现比	1.09	1.10
净利润	14,161.90	11,804.49
营运资本变化	633.07	3,242.98
其中：存货减少（减：增加）	59.62	87.82
经营性应收项目的减少（减：增加）	-354.22	-149.02
经营性应付项目的增加（减：减少）	927.67	3,304.18
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>22,508.28</b>	<b>22,538.21</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-7,335.82</b>	<b>8,070.41</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-7,659.46</b>	<b>-13,072.92</b>
现金及现金等价物净增加额	7,513.00	17,535.70

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司负债水平有所提升，有息债务规模增大，但整体负债水平仍较低

受益于公司经营积累，公司所有者权益规模持续增长，截至2019年末，所有者权益增至99,106.71万元。2019年公司短期借款增加，负债总额增至24,484.18万元。2020年2月公司成功发行本期债券后，2020年3月末负债总额增至45,563.95万元，产权比率上升至44.39%，所有者权益对负债的保障程度下降但仍处于较高水平。

**表14 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	45,563.95	24,484.18	22,808.38
所有者权益	102,654.29	99,106.71	89,898.13
产权比率	44.39%	24.70%	25.37%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主，截至2019年末，公司短期借款余额为8,500.00万元，全部为信用借款。截至2019年末，公司应付账款余额为3,770.19万元，主要为应付工程款、货款等。公司预收款项主要系预收各大旅行社等下游客户的消费款项，2019年末公司预收款项余额为4,237.22万元，2020年3月末预收款项余额为0，主要系公司景区和酒店关闭所致。

2019年公司已偿还所有长期借款。公司本期债券发行后，有息债务规模大幅上升，截至2020年3月末，公司有息债务增至30,736.35万元，占负债总额的67.46%。

**表15 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	8,500.00	18.66%	8,500.00	34.72%	0.00	0.00
应付账款	2,343.92	5.14%	3,770.19	15.40%	3,322.55	14.57%
预收款项	0.00	0.00	4,237.22	17.31%	3,669.60	16.09%
<b>流动负债合计</b>	<b>21,651.97</b>	<b>47.52%</b>	<b>23,908.55</b>	<b>97.65%</b>	<b>16,146.31</b>	<b>70.79%</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	6,552.00	28.73%
应付债券	22,236.35	48.80%	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>23,911.99</b>	<b>52.48%</b>	<b>575.64</b>	<b>2.35%</b>	<b>6,662.07</b>	<b>29.21%</b>
<b>负债合计</b>	<b>45,563.95</b>	<b>100.00%</b>	<b>24,484.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>22,808.38</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	30,736.35	67.46%	8,500.00	34.72%	9,320.00	40.86%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2020年3月末，公司资产负债率为30.74%，较2019年末有较大上升，但整体负债水平仍较低。2019年末公司流动比率和速动比率分别为1.33、1.30，较上年均有所下降，系公司2019年短期借款增加使得流动负债增长所致，公司短期流动性一般。公司EBITDA稳定增长，EBITDA利息保障倍数由2018年末的35.24增长至2019年末的54.61，EBITDA对有息债务的本金和利息保障能力增强。此外，受公司景区和酒店关闭的影响，2020年一季度公司经营活动现金流转为净流出，需关注公司未来经营活动恢复状态。

**表16 公司偿债能力指标**

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	30.74%	19.81%	20.24%

流动比率	2.49	1.33	1.80
速动比率	2.46	1.30	1.76
EBITDA（万元）	-	26,728.56	23,832.56
EBITDA 利息保障倍数	-	54.61	35.24
有息债务/EBITDA	-	0.32	0.39
债务总额/EBITDA	-	0.92	0.96
经营性净现金流/流动负债	-0.12	0.94	1.40
经营性净现金流/负债总额	-0.06	0.92	0.99

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

**公司股东为本期债券提供的股份质押担保，可在一定程度上有助于保障本期债券的安全性**

本期债券由公司股东孟广才、方蕉、史耀锋、陶平、陈东海将其合法拥有的天目湖旅游股票作为质押资产进行质押担保，2020年2月25日，出质人孟广才、方蕉、史耀锋、陶平、陈东海以其合法持有的天目湖旅游1,729.49万股股票在中国证券登记结算有限公司完成质押登记，质押手续已完成。出质人孟广才、方蕉、史耀锋、陶平、陈东海与本期债券保荐机构签署《江苏天目湖旅游股份有限公司公开发行可转换公司债券之股份质押合同》（以下简称“《股份质押合同》”）。

### 1、质押担保的主债权及担保范围、担保期限

质押担保的主债权为公司本次发行的总额不超过人民币30,000.00万元的可转换公司债券。质押担保的范围债务人因发行本次可转换公司债券所产生的全部债务，包括但不限于主债权（可转换公司债券的本金及利息）、债务人违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为实现债权而产生的一切合理费用。

### 2、质押财产及其价值发生变化的后续安排

质押财产为出质人持有的天目湖旅游市值为39,000万元的限售股份。初始出质股份数、追加出质股份数及解除质押股份数以办理质押登记手续时，质权人代理人与出质人按照《股份质押合同》确定的标准计算并相应签署的《股份质押合同补充协议》中确定的股份数为准。

《股份质押合同》签订后及主债权有效存续期间，如天目湖旅游进行权益分派（包括但不限于送股、资本公积金转增股本等）导致出质人所持天目湖旅游的股份增加的，出质人应当同比例增加质押股票数量；如天目湖旅游实施现金分红的，上述质押股票所分配的

现金红利不作为股份质押担保合同项下的质押财产，出质人有权领取并自由支配。

《股份质押合同》签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的110%，本期债券保荐机构有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，以使质押财产的价值与本期债券未偿还本金的比率高于130%；追加的资产限于天目湖旅游人民币普通股，追加股份的价值为连续30个交易日内天目湖旅游收盘价的均价。在出现上述须追加担保物情形时，出质人应追加提供相应数额的天目湖旅游人民币普通股作为质押财产，以使质押财产的价值符合上述规定。

《股份质押合同》签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续超过本期债券尚未偿还本息总额的200%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的130%。

近期公司股票价格出现一定波动，质押股票价值尚未低于本期债券尚未偿还本息总额的110%，及超过本期债券尚未偿还本息总额的200%，但仍需关注后续公司股票价格波动对质押股票价值的影响。

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月9日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、评级结论

2019年山水园和南山竹海景区客流量合计为 212.22万人，同比增长4.30%，同期公司景区运营成本进一步降低，综合毛利率升至65.32%。2019年公司稳步推进御水温泉二期（竹溪谷）项目，将进一步提升公司酒店高端人群覆盖程度，丰富南山竹海区域酒店产品线。公司业务多采用现款结算的模式，经营活动现金流表现良好，且本期债券成功发行后，公司货币资金较充裕。此外，公司股东为本期债券提供的股份质押担保，可在一定程度上有

助于保障本期债券的安全性。

同时中证鹏元也关注到受COVID-19疫情影响，公司2020年一季度业绩大幅下滑，短期内公司景区客流量尚难以恢复至正常水平，且COVID-19疫情尚未完全消除，未来若疫情出现反复，将对公司业绩形成较大不利影响。公司在建及拟建项目投资规模较大，需关注项目实施进度及预期收益能否实现。公司景区地域集中，业务易受当地环境影响，且景区的市场成熟度和人文资源积淀较为薄弱，品牌认知度还有待提升。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA-，维持本期债券信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	51,330.78	29,374.64	21,861.64	4,325.95
固定资产	60,696.54	61,722.43	67,174.14	73,301.36
在建工程	16,941.51	13,304.35	1,215.79	285.76
无形资产	11,418.59	11,518.22	11,893.33	8,769.93
总资产	148,218.24	123,590.90	112,706.51	110,533.71
短期借款	8,500.00	8,500.00	0.00	4,000.00
应付账款	2,343.92	3,770.19	3,322.55	2,756.69
预收款项	0.00	4,237.22	3,669.60	2,123.99
应付职工薪酬	557.11	2,254.76	2,489.91	2,532.83
应交税费	3,465.94	3,898.04	3,006.25	2,465.07
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	2,768.00	900.00
长期借款	0.00	0.00	6,552.00	13,288.00
负债总额	45,563.95	24,484.18	22,808.38	28,890.07
有息债务	30,736.35	8,500.00	9,320.00	18,188.00
所有者权益合计	102,654.29	99,106.71	89,898.13	81,643.64
营业收入	2,114.47	50,316.96	48,942.62	46,068.39
营业利润	-2,976.08	18,933.43	15,833.56	13,136.59
净利润	-2,975.67	14,161.90	11,804.49	9,761.08
经营活动产生的现金流量净额	-2,519.50	22,508.28	22,538.21	21,324.65
投资活动产生的现金流量净额	-4,421.19	-7,335.82	8,070.41	-21,158.88
筹资活动产生的现金流量净额	28,700.64	-7,659.46	-13,072.92	1,921.78
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	4.27	5.49	4.68
存货周转天数	-	12.41	13.11	15.49
应付账款周转天数	-	73.15	59.00	87.73
净营业周期	-	-56.47	-40.40	-67.56
流动资产周转天数	-	217.51	197.03	111.02
固定资产周转天数	-	461.10	516.64	596.49
总资产周转天数	-	845.31	821.03	808.85
综合毛利率	-50.56%	65.32%	62.10%	63.66%
期间费用率	104.57%	26.77%	30.90%	33.94%
营业利润率	-140.75%	37.63%	32.35%	28.52%
总资产回报率	-	16.39%	14.72%	14.57%
净资产收益率	-	14.99%	13.76%	16.55%

营业收入增长率	-76.20	2.81%	6.24%	9.22%
净利润增长率	-286.97%	19.97%	20.93%	21.64%
资产负债率	30.74%	19.81%	20.24%	26.14%
流动比率	2.49	1.33	1.80	1.58
速动比率	2.46	1.30	1.76	1.54
EBITDA（万元）	-	26,728.56	23,832.56	22,901.90
EBITDA 利息保障倍数	-	54.61	35.24	11.09
有息债务/EBITDA	-	0.32	0.39	0.79
债务总额/EBITDA	-	0.92	0.96	1.26
经营性净现金流/流动负债	-0.12	0.94	1.40	1.38
经营性净现金流/负债总额	-0.06	0.92	0.99	0.74

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款账面价值} + \text{期末应收账款账面价值}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券



## 附录三 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。