

# 信用等级通知书

信评委函字 [2015]跟踪0912号

## 贵州旅游投资控股（集团）有限责任公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2015年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我公司对贵公司“14贵旅投MTN001”和“15贵旅投MTN001”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AA<sup>-</sup>的主体信用等级，评级展望为稳定，维持“14贵旅投MTN001”和“15贵旅投MTN001”AA<sup>-</sup>的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一五年九月二十五日

## 贵州旅游投资控股（集团）有限责任公司 2015 年度跟踪评级报告

发行主体 贵州旅游投资控股（集团）有限责任公司

本次主体信用等级 **AA<sup>-</sup>** 评级展望 **稳定**

上次主体信用等级 **AA<sup>-</sup>** 评级展望 **稳定**

### 存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	期限	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
14 贵旅投 MTN001	8	2014.1.20~ 2017.1.20	AA <sup>-</sup>	AA <sup>-</sup>
15 贵旅投 MTN001	5	2015.3.20~ 2018.3.20	AA <sup>-</sup>	AA <sup>-</sup>

### 概况数据

贵州旅投	2012	2013	2014	2015.3
总资产（亿元）	41.72	51.79	62.15	69.93
所有者权益(含少数股东权益) (亿元)	32.75	33.01	33.51	33.54
总负债（亿元）	8.97	18.78	28.64	36.39
总债务（亿元）	5.12	12.87	24.65	28.35
营业总收入（亿元）	2.92	3.13	3.72	1.18
EBIT（亿元）	2.43	0.53	0.87	--
EBITDA（亿元）	2.58	1.25	2.13	--
经营活动净现金流（亿元）	0.22	-3.02	-0.79	-0.63
营业毛利率(%)	70.45	57.80	38.81	64.93
EBITDA/营业总收入(%)	88.30	40.08	57.23	--
总资产收益率(%)	5.82	1.14	1.52	--
资产负债率(%)	21.50	36.26	46.09	52.03
总资本化比率(%)	13.51	28.06	42.38	45.80
总债务/EBITDA(X)	1.98	10.26	11.58	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.43	2.13	1.75	--

注：公司的财务报表根据新会计准则编制；公司 2015 年一季度财务报表未经审计；由于缺乏有关数据，2015 年一季度与利息支出相关的财务指标无法计算。

### 分析师

项目负责人：蔡 薇 [wcai@ccxi.com.cn](mailto:wcai@ccxi.com.cn)

项目组成员：周一澄 [yhzhou@ccxi.com.cn](mailto:yhzhou@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2015 年 9 月 25 日

### 基本观点

中诚信国际维持贵州旅游投资控股（集团）有限责任公司（以下简称“贵州旅投”或“公司”）的主体信用等级为 **AA<sup>-</sup>**，评级展望为稳定；维持“14 贵旅投 MTN001”和“15 贵旅投 MTN001”的债项信用等级为 **AA<sup>-</sup>**。

2014 年以来，贵州省政府继续对公司保持了较强的支持力度；公司自营酒店数量增加，且酒店托管业务收入有望成为公司收入的重要补充，国际会议中心二期项目稳步推进。同时，中诚信国际关注公司租赁收入大幅下降、租金拖欠规模进一步增长、在建拟建项目投资压力较大、经营性业务盈利能力较弱、负债率上升较快、流动性压力较大、财务弹性较弱、财务报表质量以及重大未决诉讼事项进展等因素对公司稳定运营及整体信用状况的影响。

### 优 势

- **政府支持较大。**公司作为贵州省旅游行业的投融资平台，各项业务发展均得到政府的较大支持。2014 年公司获得了大量的政府补助，使得当年营业外收益达 1.86 亿元，同比大幅增长，弥补了经营性业务的亏损。
- **自营酒店数量增加，酒店托管业务收入有望成为公司收入的重要补充。**雷山景区配套酒店和荔波国际大酒店分别于 2014 年 5 月和 8 月开业，公司酒店数量有所增加；虽然两家酒店目前收入规模相对较小，但随着培育期的度过，未来仍有较好的增长潜力。此外，目前公司受托管理 12 家酒店，实现年收入约 0.20 亿元，未来酒店托管业务收入有望成为公司收入的重要补充。
- **国际会议中心二期项目稳步推进。**截至 2015 年 3 月末，国际会议中心二期项目已累计完成投资 8.65 亿元，主楼已实现封顶。公司计划将该项目写字楼资产全部出售，预计可实现一次性出售收入 18.16 亿元；计划出售和自持部分商场资产，预计可实现 3 亿元的一次性出售收入和 0.01 亿元/年的租金收入；计划自持酒店资产，将其打造成五星级酒店，预计在度过培育期后可实现 0.60 亿元/年的经营收入。

## 关 注

- **租赁收入大幅下降，租金拖欠情况未见好转。**由于合同争议，2014 年公司国际会议中心仅实现租赁收入 128 万元，同比大幅下降；截至 2015 年 3 月末，香港龙博控股有限公司（以下简称“龙博控股”）尚欠公司租金金额进一步上升至 5,758.76 万元。
- **公司负债率上升较快，且较大的投资压力将进一步推高公司负债率水平。**随着投资项目的推进，截至 2015 年 3 月末，公司资产负债率已上升至 52.03%。目前公司主要在建旅游项目包括西江千户苗寨景区和雷山古苗疆文化城旅游综合体，主要拟建旅游项目为大屯堡文化旅游景区，总投资超过 80 亿元，加之国际会议中心二期项目的持续推进，公司投资压力很大，资产负债率面临进一步上升的压力。
- **经营性业务盈利能力较弱。**2014 年公司经营性业务利润为-1.45 亿元，亏损规模同比扩大约 2 倍；同年，公司经营活动净现金流为-0.79 亿元，持续为负。中诚信国际关注公司投资项目未来销售回款和运营情况。
- **流动性压力。**2015 年底之前，公司有约 7 亿元债务（不包含利息、融资租赁）集中到期，公司流动性压力较大。
- **融资渠道。**截至 2015 年 3 月末，公司尚未使用的银行授信额度仅为 1.10 亿元，公司财务弹性较弱；公司拟引入战略投资者以获得融资，中诚信国际关注相关事项的进展。
- **重大未决诉讼事项。**公司目前涉及两个重大未决诉讼事件，中诚信国际将持续关注诉讼事件进展及对公司偿债能力产生的影响。
- **财务报告质量。**公司 2013 及 2014 年已审计的财务报告出现多处会计处理错误，财务报表的质量值得关注。

## 声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

## 跟踪原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际对公司存续期内的中期票据每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。此次评级为定期跟踪评级。

## 基本分析

**国民旅游休闲纲要的颁布实施、旅游法的表决通过以及国务院出台的《关于促进旅游业改革发展的若干意见》意味着我国政府已将旅游行业提升到国家“战略性支柱产业”的高度，政策和法律的支持将为我国旅游行业的发展提供有力支撑**

为满足人民群众日益增长旅游休闲需求，促进旅游休闲产业健康发展，国务院办公厅于 2013 年 2 月 18 日下发了《国民旅游休闲纲要(2013—2020 年)》。纲要指出，要加强带薪年休假落实情况的监督检查，加强职工休息权益方面的法律援助，保障国民旅游休闲时间，落实《职工带薪年休假条例》，鼓励机关、团体、企事业单位引导职工灵活安排全年休假时间，完善针对民办非企业单位、有雇工的个体工商户等单位的职工的休假保障措施。同时要加强对带薪年休假落实情况的监督检查，加强职工休息权益方面的法律援助。在放假时间总量不变的情况下，高等学校可结合实际调整寒、暑假时间，地方政府可以探索安排中小学放春假或秋假。

此外，2013 年 4 月 25 日，十二届全国人大常委会第二次会议表决通过了《中华人民共和国旅游法》(以下简称“旅游法”)，自 2013 年 10 月 1 日起施行。根据旅游法法律规定，国家建立健全旅游服务标准和市场规划，禁止行业垄断和地区垄断。同时旅游法对控制景区门票价格上涨作出了明确规定：景区提高门票价格应当提前六个月公布；利用公共资源建设的景区应当严格控制门票和另行收费项目的价格上涨；拟提高价格的，应当举行听证会，论证其必要性、合理性。

2014 年 8 月 21 日，国务院进一步下发了《关于促进旅游业改革发展的若干意见》(国发【2014】31 号)，意见中提出了五部分，第一部分为要树立科学旅游观，创新发展理念，加快转变发展方式，要求到 2020 年我国境内旅游总消费额达到 5.5 万亿

元，城乡居民年人均出游 4.5 次，旅游业增加值占国内生产总值的比重超过 5%。第二部分为增强旅游发展动力，要求深化旅游改革，推进建立国家公园体制、建立景区门票预约制度和取消边境旅游项目审批、推动丝绸之路经济带等区域旅游一体化、逐步优化完善外国人 72 小时过境免签政策。第三部分为拓展旅游发展空间，要求积极发展度假旅游，大力发展乡村和老年旅游，创新旅游文化产品和扩大旅游购物消费等。第四部分为优化旅游发展环境，其对旅游交通服务、旅游安全、旅游市场诚信建设和景区门票价格的控制都有明确规定。最后一部分为完善旅游发展政策，要求切实落实职工带薪休假制度、加强旅游基础设施建社、加大财政金融扶持、优化土地利用政策和严格控制旅游设施建设占用耕地等。国务院针对以上五部分专门制定了 23 个重点任务，并相应安排了主要的负责单位，且明确了时间进度，要求各负责单位要在 2015 年内对其所负责的任务取得阶段性成果或者出台具体措施。意见的出台有力推动了我国旅游业健康的可持续发展。

中诚信国际认为，旅游行业将极大受益于国家对其的政策支持，随着我国旅游消费市场继续扩容，旅游行业仍有广阔的发展空间。

**酒店和国际会议中心板块收入同比有所下降，不过酒店管理输出业务有望成为公司收入的重要补充**

目前公司主要运营的酒店和会议中心主要包括四星级的贵州饭店和北京贵州大厦、三星级的新联酒店、五星级的荔波国际大酒店和雷山景区配套酒店以及贵州省国际会议中心(省人民大会堂)。其中雷山景区配套酒店和荔波国际大酒店分别于 2014 年 5 月和 8 月开业。酒店和会议中心服务业是目前公司最主要的收入来源，但随着“八项规定”影响的持续发酵，2014 年该板块实现收入 2.33 亿元，同比有所下降。

酒店方面，2014 年贵州饭店和北京贵州大厦分别实现营业收入 1.27 亿元和 0.78 亿元，均同比略有减少；新联酒店实现营业收入 0.14 亿元，同比略有增长。新开业的荔波国际大酒店和雷山景区配套酒店于 2014 年分别实现收入 0.02 亿元和 0.04 亿元；

虽然目前其收入规模相对较小，但随着培育期的度过，未来仍有较好的增长潜力。

表 1：公司星级酒店概况

酒店名称	时间	客房数量 (间)	建筑面积 (平方米)	客房均价 (元/间/天)	平均 入住率	营业收入 (万元)	2014 年收入构成	星级
贵州饭店	2012	367	32,837	494	72.94%	14,097.42	房费占比 30.81% 餐饮占比 44.09% 其他占比 25.10%	四星
	2013	367		492	72.90%	13,369.04		
	2014	367		467	64.10%	12,699.42		
	2015.1~3	367		442	58.85%	2,494.92		
北京贵州大厦	2012	255	32,745	508	60.50%	6,187.29	房费占比 47.79% 餐饮占比 32.57% 其他占比 19.64%	四星
	2013	254		553	71.69%	8,224.69		
	2014	254		552	72.00%	7,794.22		
	2015.1~3	248		553	69.00%	1,656.95		
新联酒店	2012	140	8,491	212	73.85%	1,287.07	房费占比 54.24% 餐饮占比 40.61% 其他占比 5.15%	三星
	2013	140		227	68.76%	1,305.45		
	2014	141		233	65.75%	1,380.36		
	2015.1~3	141		223	51.59%	271.50		
荔波国际大酒店	2014	209	46,034	302	23.83%	226.35	房费占比 89.11% 餐饮占比 10.36% 其他占比 0.53%	五星
	2015.1~3	209		243	22.34%	145.09		
雷山景区配套酒店	2014	199	20,000	209	30.75%	368.00	房费占比 71.84% 餐饮占比 28.16%	五星
	2015.1~3	199		214	29.35%	119.00		

资料来源：公司提供

国际会议中心方面，2014 年其实现运营收入 1,203 万元，同比有所增长；实现租赁收入 128 万元，同比大幅下降，主要是由于公司与承租人龙博控股在合同执行上存在争议，在无法确认能够回收租金的基础上暂不确认租赁收入。2015 年一季度，公司确认租赁收入 4,698 万元<sup>1</sup>。

表 2：国际会议中心运营和租赁收入情况

项目名称	2012	2013	2014	2015.1~3
运营收入(万元)	967	1,108	1,203	336
租赁收入(万元)	1,058	3,759	128	4,698

资料来源：公司提供

2012 年 10 月，贵州省国资委专门成立省脱钩企业办公室，拟从 2013 年下半年起清理划转一批酒店资产至公司。但除贵州省粮食局招待所外，截至目前公司尚未获得其他资产划转。根据省政府对公司酒店业务的重新定位，未来将不再划转酒店资

<sup>1</sup> 2015 年一季度，公司确认了 2014 年全年以及 2015 年一季度，合计共 5 个季度的租赁收入；但截至 2015 年 3 月末，龙博控股仍尚欠公司租金 5,758.76 万元。

产至公司，而将酒店资产托管给公司；公司酒店业务运营模式将转变为以运营自有酒店为主，以受托和输出管理为辅。目前公司受托管理 12 家酒店，主要集中在贵州，实现年收入约 0.20 亿元。

总体来看，2014 年，“八项规定”继续对公司酒店业务收入的增长产生制约，新开业的两家酒店因处于培育期而收入规模较小，加之公司与龙博控股在合同执行上的争议持续发酵，多个因素导致作为公司最主要收入来源的酒店和国际会议中心板块收入同比有所下降。不过，公司新拓展的酒店管理输出业务有望成为收入的重要补充。中诚信国际将持续关注新开业酒店未来收入和盈利增长情况以及国际会议中心租金回收情况。

**公司大部分在建拟建酒店项目处于未开工或搁置状态，而会议中心二期项目建设稳步推进，未来有望为公司贡献较好的收入和利润**

截至 2015 年 3 月末，公司拥有在建拟建酒店项目 4 个，均为公司 100% 控股。其中除斗篷山温泉会都酒店改造工程目前处于施工中之外，其余酒

店项目均处于未开工或搁置状态。

表 3：截至 2015 年 3 月末，公司主要在建拟建酒店项目状况

在建酒店名称	酒店地点	持股比例 (%)	星级	建筑面积 (平方米)	总投资 (亿元)	项目状态	计划建成日期
斗篷山温泉会都酒店 (改造工程)	都匀	100	四星	18,700	1.5	建设中	2015.10
西江苗寨景区内配套酒店	雷山	100	五星	14,000	1.2	未开工	2017.6
音寨上院酒店装修	贵定	100	五星	--	1.5	搁置	--

拟建酒店名称	酒店地点	持股比例 (%)	星级	建筑面积 (平方米)	总投资 (亿元)	项目状态	计划建成日期
天龙景区精品酒店	安顺	100	超五星	35,900	2.0	搁置	--

资料来源：公司提供

国际会议中心二期项目方面，截至 2015 年 3 月末，项目已累计完成投资 8.65 亿元，主楼已实现封顶。该项目写字楼资产建筑面积为 7.98 万平米，公司计划全部出售，预计可实现一次性出售收入 18.16 亿元，但目前尚未达到预售条件；商场资产

建筑面积 0.66 万平米，公司计划出售一部分，其余自持，预计可实现 3 亿元的一次性出售收入和 0.01 亿元/年的租金收入；公司计划自持该项目酒店资产，将其打造成五星级酒店，预计在度过培育期后可实现 0.60 亿元/年的经营收入。

表 4：截至 2015 年 3 月末，国际会议中心二期项目情况

项目名称	权益 (%)	建筑面积 (万平米)	计划投资额 (亿元)	累计投资 (亿元)	建设进度
国际会议中心二期配套项目	100	21	约 20	8.65	主体施工
其中：写字楼部分	100	7.98	预计：	--	主体施工
商场部分	100	0.66	征地费用 3 亿	--	主体施工
酒店部分	100	6.82	土建工程 8 亿	--	主体施工
地下室 (停车场)	100	4.07 (机械停车位 1,193 位)	安装工程 6 亿 其他 1 亿	--	--
避难层和架空层	100	1.34	财务费用 2 亿	--	--

注：累计投资额不包括到位的自有资金 5.8 亿元。

资料来源：公司提供

总的来看，2014 年以来公司在建拟建酒店项目推进缓慢，而国际会议中心二期项目的建设稳步推进。中诚信国际将关注国际会议中心二期项目未来销售回款和运营情况。

### 公司旅游服务业收入规模仍然较小，未来投资压力很大

2014 年以来，公司未收购或投产新的旅游景区资产，公司主要运营的景区包括天龙屯堡和云峰屯堡两个屯堡文化景区和 3A 级的都匀斗篷山风景区。2014 年，公司旅游服务业合计实现收入 0.14 亿元，同比有所减少。

截至 2015 年 3 月末，公司主要在建旅游项目包括西江千户苗寨景区和雷山古苗疆文化城旅游综合体。

西江千户苗寨景区建设包括开发千户苗寨演艺中心、文化休闲商业街、配套五星级酒店和民族旅游商品开发；截至目前该项目的尽职调查和资产评估已经完成，调查报告与评估报告已交雷山县政府，下一步等县政府做出指示。

雷山古苗疆文化城旅游综合体包含了商业街、配套酒店和演艺中心等相关设施。2014 年 5 月，雷山景区配套酒店建成开业，但由于其尚处于培育期，收入规模较小，加之前期投入大，因此处于亏损状态；预计景区部分将于 2016 年末完成施工，并产生门票收入。

表 5：截至 2015 年 3 月末，公司主要在建拟建景区项目状况

项目名称	持股比例 (%)	总投资 (亿元)	累计投资 (亿元)	投资计划 (亿元)	
				2015年	2016年
西江千户苗寨景区 (参股)	30	3.23	0	0.73	2.50
雷山古苗疆文化城旅游综合体	100	3.88	3.60	0.14	0.14
大屯堡文化旅游景区	100	74.11	0.97	9.50	--

注：西江千户苗寨景区由贵州省雷山县西江千户苗寨旅游发展有限公司控股，公司仅参股 30%；雷山古苗疆文化城旅游综合体由公司全资拥有。

资料来源：公司提供

拟建旅游项目方面，公司拟投资 74.11 亿元在 天龙屯堡和云峰屯堡的基础上进一步打造屯堡景区旅游景点。截至 2015 年 6 月末，公司已累计完成投资约 5 亿元，并成功取得土地使用权和项目开发权，公司正在进行该项目的景区规划工作。资金来源方面，公司拟引入战略投资者；此外，省政府拟每年给予公司 1 亿元财政补贴，并协调国开行和农业发展银行协助公司取得项目贷款。

总体来看，公司目前旅游景区业务产生的收入相对较小，拟建的屯堡景区未来投资压力很大，且客流量是否能达到预期存在一定的不确定性，中诚信国际将对此保持关注。

**旅游地产业务进展缓慢，目前尚处于前期阶段；根据公司最新投资策略，将继续搁置旅游地产相关项**

## 目的投资

公司主要在建拟建旅游地产项目包括贵旅国际和贵旅·滨河新城平塘项目，预计投资分别为 13 亿元和 26 亿元。目前贵旅国际正在办理土地变性等相关工作，尚未启动土地招拍挂程序；贵旅·滨河新城平塘项目正处于项目规划设计阶段。

公司原本计划通过旅游资源开发带动周边地区物业价值提升，未来将在旅游景区业务的基础上，通过与当地政府的合作，结合贵州丰富的民俗和自然资源，发展旅游集散地、商业、文化、餐饮、住宿等相关旅游服务地产项目。但根据公司最新的投资策略，公司把投资重心放在国际会议中心二期和旅游景区项目上，旅游地产项目投资将继续搁置。

表 6：截至 2015 年 3 月末，公司主要在建拟建旅游地产情况

项目名称	建筑面积 (万平方米)	预计投资 (亿元)	累计投资 (亿元)	建设进度
贵旅国际	20	13	0	暂时搁置
贵旅·滨河新城平塘	40	26	0	暂时搁置

资料来源：公司提供

总体来看，2014 年公司旅游地产业务项目开发尚未有实质性进展。该业务板块业务前期投入规模较大，且投资风险高，暂时搁置有助于公司专注主业，提升核心竞争力。

## 财务分析

以下分析基于中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2015 年一季度财务报表。公司的财务报表均按照新会计准则编制。

2013 年合并财务报表范围发生变化，新增贵州省安顺市云峰堡旅游投资开发有限公司、贵州省安

坝县天龙旅游投资开发有限公司等 10 家企业；同时，减少包括贵州宏旅源电子信息有限公司（以下简称“宏旅源”）在内的 3 家企业。

2014 年，公司收购贵阳美威行汽车销售公司（以下简称“美威行公司”）、雷山县雷公山旅游发展有限责任公司和贵阳天顺祥汽车服务有限公司等 3 家企业，设立包括贵州大数据旅游产业股份有限公司（以下简称“大数据公司”）在内的 8 家企业，将上述 11 家企业纳入合并财务报表范围；并将贵定县金海雪山旅游开发有限责任公司等 5 家企业不再纳入合并财务报表范围。

## 盈利能力

2014 年，公司实现营业总收入 3.72 亿元，同比增长 18.79%。细分来看，收入占比最高的酒店及会议中心服务业实现收入 2.33 亿元，同比下降 12.73%，主要是由于国际会议中心租赁收入同比大幅减少所致；贸易业务收入同比大幅增长至 1.13 亿元，主要为新收购的美威行公司和新设立的大数据公司贡献<sup>2</sup>。2015 年一季度，公司实现营业总收入

<sup>2</sup> 主要收入来源是 IT 行业电子产品销售收入、广告收入和技术开发收入。

1.18 亿元，同比大幅增长约一倍，主要是由于当期确认了 2014 年度未确认的国际会议中心租赁收入所致。

2014 年公司综合毛利率为 38.81%，同比大幅下降 18.99 个百分点，主要是由于毛利率较低的贸易业务收入占比大幅上升，加之收入占比较高的酒店及会议中心服务业毛利率同比下降所致。2015 年一季度，公司综合毛利率为 64.93%。

表 7：近年来公司分业务板块收入构成和毛利率情况

板块	2012		2013		2014		2015.3	
	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)
酒店及会议中心服务业	2.32	80	2.67	63	2.33	59	1.00	73
旅游服务业	0.04	--	0.17	--	0.14	--	0.02	--
贸易	0.27	40	0.13	40	1.13	5	0.14	17
维修服务业	0.14	-2	--	--	0.10	-1	0.02	29
电子信息	0.05	14	--	--	--	--	--	--
管理咨询	0.03	--	0.04	--	0.02	-3	--	--
其他	0.07	--	0.12	--	--	--	--	--
<b>合计</b>	<b>2.92</b>	<b>70</b>	<b>3.13</b>	<b>58</b>	<b>3.72</b>	<b>39</b>	<b>1.18</b>	<b>65</b>

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，2014 年公司三费合计为 2.77 亿元，同比增长 29.21%，主要是由于财务费用因债务规模的增长而同比大幅增加所致；同年，公司三费占收入比为 74.51%，同比上升 6.01 个百分点。2015 年一季度，公司三费合计为 0.65 亿元，三费占收入比为 54.86%。

表 8：近年来公司期间费用分析

单位：亿元	2012	2013	2014	2015.3
销售费用	0.64	0.70	0.84	0.13
管理费用	0.95	1.25	1.30	0.30
财务费用	0.05	0.20	0.63	0.22
三费合计	1.64	2.14	2.77	0.65
营业总收入	2.92	3.13	3.72	1.18
三费收入占比 (%)	56.10%	68.51%	74.51%	54.86%

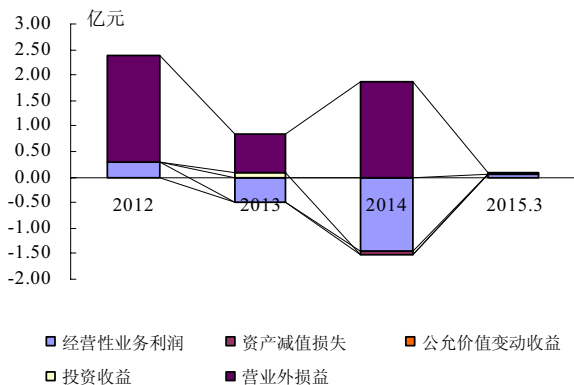
资料来源：公司财务报告

利润规模方面，2014 年公司实现利润总额 0.35 亿元，同比基本持平；实现净利润 0.29 亿元，同比

增长 8.17%。细分来看，2014 年公司经营性业务利润为-1.45 亿元，亏损规模同比扩大约 2 倍，一方面是由于酒店和会议中心服务业板块收入在“八项规定”的影响下继续减少，加之国际会议中心租赁收入因合同纠纷而尚未确认，以及新开业酒店尚在培育期，收入规模较小所致；另一方面是由于公司债务规模和融资成本随着在建拟建项目的推进而大幅增加所致。不过，公司获得了大量的政府补助<sup>3</sup>，使得当年营业外收益达 1.86 亿元，同比大幅增长，弥补了经营性业务的亏损。2015 年一季度，公司实现利润总额 0.08 亿元，净利润 0.08 亿元，均同比略有增长。

<sup>3</sup> 包括购买雷山县土地以投资旅游业而获得的政府补助 0.41 亿元、购买土地出让金返还 0.64 亿元以及贵州省人民政府驻北京办事处拨入专项资金补贴款 0.30 亿元等。

图 1：近年来公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

总体看，2014 年公司营业总收入规模在贸易业务的拉动下呈现增长态势，但受毛利率较低的贸易业务收入占比大幅上升，加之收入占比较高的酒店及会议中心服务业毛利率下降等因素影响，公司营业毛利率大幅下降；且在财务费用大幅增加的作用下，公司经营性业务亏损规模进一步扩大。不过受益于政府补助的增加，2014 年公司利润总额和净利润同比基本持平。但是，政府补助不具可持续性，中诚信国际对公司未来自身盈利能力保持关注。

### 偿债能力

2014 年以来，公司债务规模继续大幅增长；截至 2014 年末，公司总债务为 24.65 亿元，同比增长 91.43%；其中短期债务 6.65 亿元，同比略有增长。截至 2015 年 3 月末，公司总债务进一步上升至 28.35 亿元，其中短期债务上升至 7.33 亿元。

2014 年，公司经营活动现金流为 -0.79 亿元，净流出规模同比大幅减少，主要是由于上年会计处理错误导致支付其他与经营活动有关的现金达 4.01 亿元<sup>4</sup>所致。同年，较大规模的政府补助使得公司

<sup>4</sup> 主要是由于 2013 年期间公司购买并处置了一定金额的理财产品，但由于会计处理错误，误将本应计入“投资活动现金流出”科目的购买理财产品交易计入了“经营活动现金流

EBITDA 同比大幅增长至 2.13 亿元。从偿债能力指标看，2014 年公司经营活动净现金流继续为负，无法覆盖总债务、短期债务和利息支出；同期，由于债务规模的增长，公司 EBITDA 对总债务和利息支出的保障能力有所弱化，但对短期债务的覆盖倍数有所提高。

表 9：近年来公司偿债能力指标

指标	2012	2013	2014	2015.3
总债务 (亿元)	5.12	12.87	24.65	28.35
长期债务 (亿元)	2.35	6.41	18.00	21.02
短期债务 (亿元)	2.77	6.47	6.65	7.33
EBITDA (亿元)	2.58	1.25	2.13	-
经营活动净现金流 (亿元)	0.22	-3.02	-0.79	-0.63
总债务/EBITDA (X)	1.98	10.26	11.58	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.04	-0.23	-0.03	-0.09*
EBITDA 利息倍数 (X)	5.43	2.13	1.75	-
经营净活动现金流/利息支出 (X)	0.47	-5.13	-0.65	-
经营活动净流量/短期债务 (X)	0.08	-0.47	-0.12	-0.34*
EBITDA/短期债务 (X)	0.93	0.19	0.32	-

注：加“\*”号指标已年化；由于缺乏有关数据，2015 年一季度和利息支出相关的财务指标无法计算。

资料来源：公司财务报告

截至 2015 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 15.76 亿元，其中未使用授信为 1.10 亿元，未使用的授信规模较小，公司财务弹性较弱。2015 年底之前，公司有约 7 亿元债务（不包含利息、融资租赁）集中到期，公司流动性压力较大。

或有事项方面，对外担保方面，截至 2015 年 3 月末，公司对神州长城装饰工程有限公司进行一般保证担保，担保金额为 0.40 亿元，担保期限至 2015 年 8 月。资产抵质押方面，截至 2015 年 3 月末，公司资产抵质押情况如下表所示。

出”科目所致。

表 10：截至 2015 年 3 月末，公司资产抵质押情况

抵押/质押资产	抵押合同	账面价值 (万元)	抵押/质押期限 (年)	抵押/质押到期日 (年/月)	受限原因
贵州饭店 100% 股权	工商银行贷款	64,168.40	5	2017.8	银行借款质押担保
荔波县玉屏镇二环西路侧在建工程	贵阳银行贷款	18,104.36	5	2017.9	银行借款质押担保
荔波酒店 100% 股权	中信信托贷款	7,111.84	2	2016.1	信托借款质押担保
土地使用权 (荔国用 (2011) 第 100 号《国有土地使用权证》)	中信信托贷款	2,138.72	2	2016.1	信托借款抵押担保

土地使用权（荔国用（2011）第 123 号[预登记]《国有土地使用权证》）	中信信托贷款	13,320.87	2	2016.1	信托借款抵押担保
音寨上院酒店在建工程产权	贵阳农商行	2,500	2	2015.5	银行借款抵押担保
1 亿元定期存款	贵州银行贷款	10,000	2	2015.4	银行借款质押担保
贵旅雷山大酒店产权及土地 1、（雷国用（2013）第 012 号； 2、雷房权证雷山县字第 201300083 号）	贵州银行	13,623.93	3	2016.11	银行借款抵押担保
定期存单	兴业银行短期借款	3,000	1	2015.7	银行借款质押担保

资料来源：公司提供

**表 11：截至 2015 年 3 月末，公司担保情况**

被担保单位	担保金额（万元）	担保方式	担保期限	备注
神州长城装饰工程有限公司	4,000.00	一般保证担保	2014.8~2015.8	对外担保（广发银行北京安贞支行）
贵旅集团雷山公司	9,700.00	一般保证担保	2013.11~2016.11	对内担保（贵州银行）
景区板块	3,000.00	一般保证担保	2015.2.28~2016.2.28	对内担保（招商银行贵阳分行）

资料来源：公司提供

重大诉讼、仲裁事项方面，2015 年 6 月 29 日，贵州旅投发布《贵州旅游投资控股（集团）有限责任公司涉诉案件公告》，公告内容称：“近日，七冶建设有限责任公司（以下简称‘七冶建设’）将贵州国家公园旅行服务有限公司（以下简称‘贵州公旅’）、达华工程管理（集团）有限公司（以下简称‘达华集团’）、贵州旅投、贵州国家公园投资控股集团有限公司（以下简称‘贵州公投集团’）列为被告，请求人民法院依法判令贵州公旅、达华集团退还七冶建设交纳的履约保证金 1 亿元及资金占用损失，贵州旅投、贵州公投集团承担连带责任”<sup>5</sup>。此外，2015 年 7 月 28 日，贵州旅投发布《贵州旅游投资控股（集团）有限责任公司涉诉仲裁公告》，公告内容称：汉山集团有限公司向中国国际贸易仲裁委员会提交以贵州旅投为被申请人的《恢复仲裁程序申请书》，请求中国国际贸易仲裁委员会裁决确认其在贵州饭店有限公司<sup>6</sup>的股东地位。目前上述案件均尚未开庭审理。中诚信国际将持续关注诉讼事件进展及对公司偿债能力产生的影响。

<sup>5</sup> 贵州公投集团为贵州旅投的参股企业，贵州公旅为贵州公投集团的全资子公司。

<sup>6</sup> 贵州饭店有限公司是中外合资企业，其营业执照已经吊销；现在新的运营主体为贵州饭店有限责任公司（贵州旅投全资子公司贵州饭店国际会议中心有限责任公司的子公司），贵州饭店有限公司与贵州饭店有限责任公司是两个独立的法人主体。

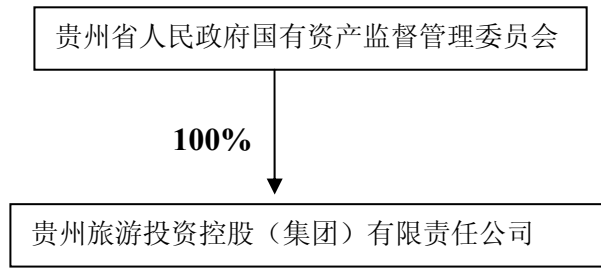
## 过往债务履约情况

根据公司提供的资料，截至 2015 年 3 月末公司本部均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

## 结论

综上，中诚信国际维持贵州旅游投资控股（集团）有限责任公司的主体信用等级为 **AA-**，评级展望为稳定；维持“14 贵旅投 MTN001”和“15 贵旅投 MTN001”的债项信用等级为 **AA-**。

附一：贵州旅游投资控股（集团）有限责任公司股权结构图（截至 2015 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：贵州旅游投资控股（集团）有限责任公司组织结构图（截至 2015 年 3 月末）



资料来源：公司提供

**附三：贵州旅游投资控股（集团）有限责任公司主要财务数据及财务指标（合并口径）**

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014	2015.3
货币资金	12,715.14	34,354.14	54,718.47	90,777.39
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	3,511.54	7,026.75	7,071.18	10,118.62
存货净额	4,004.58	7,217.97	20,245.21	20,779.95
其他应收款	15,516.92	28,587.81	30,866.98	43,502.37
长期投资	23.37	1,945.69	3,820.96	5,995.54
固定资产(合计)	302,666.42	425,477.47	480,242.73	493,233.83
总资产	417,201.41	517,874.35	621,459.21	699,278.02
其他应付款	30,268.79	46,708.66	12,843.40	44,655.52
短期债务	27,690.00	64,650.00	66,502.48	73,286.47
长期债务	23,468.00	64,093.00	179,950.00	210,182.73
总债务	51,158.00	128,743.00	246,452.48	283,469.20
净债务	38,442.86	94,388.86	191,734.01	192,691.81
总负债	89,691.02	187,787.81	286,407.45	363,853.46
财务性利息支出	568.77	1,836.66	5,165.94	--
资本化利息支出	4,189.26	4,060.46	7,004.39	--
所有者权益(含少数股东权益)	327,510.39	330,086.54	335,051.77	335,424.57
营业总收入	29,240.33	31,304.64	37,187.72	11,779.28
三费前利润	19,327.89	16,621.47	13,186.31	7,157.11
投资收益	70.37	858.61	-37.18	0.00
EBIT	24,261.70	5,312.24	8,660.62	--
EBITDA	25,817.86	12,547.47	21,282.27	--
经营活动产生现金净流量	2,223.97	-30,222.76	-7,924.48	-6,296.84
投资活动产生现金净流量	-29,671.52	-22,610.87	-63,187.74	-9,644.19
筹资活动产生现金净流量	36,606.42	74,472.63	91,476.55	51,999.95
现金及现金等价物净增加额	9,158.87	21,639.00	20,364.33	36,058.92
资本支出	30,052.68	17,945.87	61,439.72	7,954.33

财务指标	2012	2013	2014	2015.3
营业毛利率(%)	70.45	57.80	38.81	64.93
三费收入比(%)	56.10	68.51	74.51	54.86
EBITDA/营业总收入(%)	88.30	40.08	57.23	--
总资产收益率(%)	5.82	1.14	1.52	--
流动比率(X)	0.57	0.66	1.25	1.38
速动比率(X)	0.51	0.60	1.05	1.22
存货周转率(X)	4.31	2.35	1.66	0.81*
应收帐款周转率(X)	16.65	5.94	5.28	5.48*
资产负债率(%)	21.50	36.26	46.09	52.03
总资本化比率(%)	13.51	28.06	42.38	45.80
短期债务/总债务(%)	54.13	50.22	26.98	25.85
经营活动净现金/总债务(X)	0.04	-0.23	-0.03	-0.09*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.08	-0.47	-0.12	-0.34*
经营活动净现金/利息支出(X)	0.47	-5.13	-0.65	--
总债务/EBITDA(X)	1.98	10.26	11.58	--
EBITDA/短期债务(X)	0.93	0.19	0.32	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.43	2.13	1.75	--

注：公司的财务报表根据新会计准则编制；公司 2015 年一季度财务报表未经审计；带“\*”号指标经过年化处理；由于缺乏有关数据，2015 年一季度与利息支出相关的财务指标无法计算。

#### 附四：基本财务指标的计算公式

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=固定资产+在建工程+工程物资+工程及工程物资预付款

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货） / 流动负债

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

应收账款周转率 = 营业收入净额/ 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

## 附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

## 附六：中期票据信用等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。