



信用等级通知书

信评委函字 [2014]跟踪448 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2014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”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-的主体信用等级，评级展望为稳定，维持中期票据AA-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

二零一四年七月二十一日

贵州旅游投资控股（集团）有限责任公司 2014 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⁻** 评级展望 稳定

上次主体信用等级 **AA⁻** 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 ⁻	AA ⁻

概况数据

贵州旅投	2011	2012	2013	2014.3
总资产（亿元）	13.34	41.72	51.79	59.28
所有者权益(含少数股东权益) (亿元)	8.11	32.75	33.01	32.99
总负债（亿元）	5.23	8.97	18.78	26.29
总债务（亿元）	1.52	5.12	12.87	21.21
营业总收入（亿元）	1.80	2.92	3.13	0.54
EBIT（亿元）	0.48	2.43	0.53	--
EBITDA（亿元）	0.60	2.58	1.25	--
经营活动净现金流（亿元）	0.52	0.22	-3.02	-1.89
营业毛利率(%)	64.71	70.45	57.80	43.20
EBITDA/营业总收入(%)	33.39	88.30	40.08	--
总资产收益率(%)	3.62	5.82	1.14	--
资产负债率(%)	39.21	21.50	36.26	44.35
总资本化比率(%)	15.79	13.51	28.06	39.13
总债务/EBITDA(X)	2.54	1.98	10.26	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.35	5.43	2.13	--

注：公司的财务报表根据新会计准则编制；公司 2014 年一季度财务报表未经审计；由于缺乏有关数据，2014 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：高仁航 rhgao@ccxi.com.cn

项目组成员：周一澄 ychzhou@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2014 年 7 月 21 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⁻**，评级展望为稳定；维持“14 贵旅投 MTN001”的债项信用等级为 **AA⁻**。

2013 年以来，贵州省政府继续对公司保持了较强的支持力度；公司酒店和会议中心业务板块收入保持增长；且保持着较为畅通的融资渠道。同时，中诚信国际关注公司盈利能力较弱、在建酒店项目建成开业时间晚于预期、国际会议中心租金回收情况不佳、资产负债率上升较快以及未来较大的投资压力或将进一步推高负债率水平等因素对公司稳定运营及整体信用状况的影响。

优势

- **有力的政府支持。**公司负责投资开发贵州省重要旅游资源，被省人民政府定位为贵州旅游龙头企业、贵州旅游业发展的投融资平台以及贵州旅游资源整合及要素经营主体。公司自成立以来承担了较多的政策性建设开发任务，得到贵州省政府的大力支持；未来省政府将继续保持对公司的支持力度。
- **酒店和会议中心业务板块收入保持增长。**受益于北京贵州大厦（目前为四星级）提质升级后出租率和房价均同比上升，以及国际会议中心新增租赁收入 0.38 亿元，2013 年公司酒店和会议中心业务板块实现收入 2.67 亿元，同比增长约 15%。
- **畅通的融资渠道。**公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2014 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 120.85 亿元，其中未使用授信为 100.66 亿元。良好的银企关系为公司经营性资金需求和债务本息支付提供了有力的保障。

关注

- **盈利能力较弱。**受“三公消费”限制、原材料价格上涨、人工成本增加等因素影响，公司营业毛利率大幅下降；且在期间费用大幅增加的作用下，公司经营性业务处于亏损状态，盈利水平较弱。
- **酒店投运时间晚于预期。**公司部分在建酒店项目建成开业时间晚于预期，因此公司收入和现金流水平将相应低于预期。
- **租金回收情况。**2013 年公司国际会议中心地下 1~3 层的租金回收情况仍然不佳。
- **公司负债率上升较快，未来较大的投资压力或将进一步推高负债率水平。**2013 年末，公司资产负债率为 36.26%，同比上升 14.76 个百分点；2014 年 3 月末，资产负债率进一步上升至 44.35%；公司目前拥有众多在建酒店项目和旅游景区项目，未来投资压力较大，公司资产负债率或将面临进一步上升的压力。
- **财务报告质量。**公司 2013 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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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

2013 年“八项规定”及禽流感对餐饮旅游行业造成了一定的影响，不过《国民旅游休闲纲要》的颁布实施以及《旅游法》的表决通过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，相关政策及法律法规的支持将为我国旅游行业的发展提供有力支撑

自 2012 年末中央“八项规定”出台以后，政府大幅削减“三公支出”，对餐饮、酒店和旅游行业均产生了较大的不利影响。2013 年 4 月，H7N9 禽流感的蔓延再次对行业造成了一定的影响。2013 年全国实现餐饮收入 25,569 亿元，同比增长 9.0%，增速同比下滑 4.6 个百分点；国内旅游收入 26,276 亿元，同比增长 15.7%，增速同比下滑 1.9 个百分点。

为满足人民群众日益增长的旅游休闲需求，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。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。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。

中诚信国际认为，禽流感属于不可控因素，对旅游行业的中长期发展影响较小；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。

北京贵州大厦升级完成，收入大幅增长；租赁收入成为公司会议中心板块收入的另一重要来源，但租金回收情况值得关注

酒店和会议中心服务业是目前公司最主要的收入来源。目前，公司正在运营的主要是五星级的贵州饭店、已经成功申请到四星的北京贵州大厦、三星级的新联酒店、2014 年 5 月新近开业的雷山景区配套酒店和贵州省国际会议中心（省人民大会堂）。

酒店方面，2013 年，公司酒店业务收入整体有所增长，但增速同比下滑。细分来看，因客房均价和平均入住率均有所下降，贵州饭店实现营业收入 1.34 亿元，同比略有减少；同年，新联酒店平均入住率大幅下降 5.09 个百分点至 68.76%，但受益于客房均价的提升，其当年实现营业收入 0.13 亿元，同比略有增长。北京贵州大厦方面，2013 年，其完成了四星级酒店标准的管理水平、服务质量和硬件设施的提升，并成功申请到四星级，受益于此，北京贵州大厦客房均价和平均入住率均有较大规模的提升，2013 年其实现营业收入 0.82 亿元，同比大幅增长约 33%。雷山景区配套酒店方面，2014 年 5 月新开业一个月即实现营业收入 200 万元，未来有望成为公司酒店业态收入的重要补充。

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)	平均 入住率	营业收入 (万元)	2013 年收入构成	星级
贵州饭店	2011	367	32,837	454	79.51%	11,220.33	房费占比 35.22% 餐饮占比 41.57% 其他占比 23.21%	四星
	2012	367		494	72.94%	14,097.42		
	2013	367		491.73	72.90%	13,369.04		
	2014.1~3	367		452.54	55.69%	2,468.35		
新联酒店	2011	140	8,491	203	73.00%	1,112.63	房费占比 59.35% 餐饮占比 39.18% 其他占比 1.47 %	三星
	2012	140		212	73.85%	1,287.07		
	2013	140		226.55	68.76%	1,305.45		
	2014.1~3	140		228.67	56.13%	293.75		
北京 贵州大厦	2011	162	32745	停业装修	停业装修	573.42	房费占比 44.69% 餐饮占比 32.82% 其他占比 22.49%	四星
	2012	255		508	60.50%	6,187.29		
	2013	254		553	71.69%	8,224.69		
	2014.1~3	254		550	59.59%	1,774.14		

资料来源：公司提供

国际会议中心方面，2013 年其实现运营收入 1,108 万元，同比有所增长。自 2012 年下半年起，公司将国际会议中心地下 1~3 层（营业面积约 55,000 平方米）出租给香港龙博控股有限公司（以下简称“龙博控股”），租赁方式为每年按照市场价格调整租金价格，按季支付租金；2013 年，国际会议中心实现租赁收入 3,759 万元，同比大幅增长；但由于龙博控股运营困难，公司 2013 年仅收回约 900 万元租金，其余金额暂挂“应收账款”科目。

表 2：国际会议中心运营和租赁收入情况

项目名称	2011	2012	2013	2014.1~3
运营收入（万元）	970	967	1,108	257
租赁收入（万元）	-	1,058	3,759	0

注：租赁收入每半年确认一次，因此 2014 年一季度尚未确认收入。

资料来源：公司提供

总体来看，2013 年，在北京贵州大厦升级完成后收入大幅增长以及国际会议中心新增租赁收入的拉动下，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保持较快增长。同时中诚信国际

关注国际会议中心租金回收情况。

部分在建酒店项目建成开业时间晚于预期，会议中心二期项目写字楼销售延缓，因此收入和现金流水平将相应低于预期；根据贵州省政府对公司酒店业务的重新定位，未来公司酒店板块运营思路有所调整

目前公司有在建拟建酒店项目 4 个，均为公司 100% 控股；总投资为 8.00 亿元，截至 2014 年 3 月末累计已投资 3.48 亿元。细分来看，原本计划于 2013 年末建成开业的荔波国际大酒店因装修工程尚未完工而未能如期开业；根据目前的装修进度，预计 2014 年 9 月能够全面开业。原本计划于 2014 年 4 月末建成开业的斗篷山温泉会都酒店项目目前仍在施工中，预计 2014 年 10 月部分酒店设施可建成并开放营业，2015 年下半年温泉会都一期全面营业。西江苗寨景区内配套酒店预计将于 2016 年建成开业。天龙景区精品酒店的建设目前处于搁置状态。

表 3：公司主要在建拟建酒店项目状况

项目名称	建筑面积 (m ²)	总投资 (亿元)	2014 年 3 月末已投资 (亿元)	预计开业时间
荔波国际大酒店（五星）	48,885	3.7	2.91	2014 年 9 月
斗篷山温泉会都酒店改造项目（四星）	18,700	1.5	0.57	2014 年 10 月
西江苗寨景区内配套酒店（三星）	14,000	0.8	--	2016 年
天龙景区精品酒店（超五星）	35,900	2.0	--	搁置
合计	117,485	8.0	3.48	

资料来源：公司提供

国际会议中心二期项目方面，截至 2014 年 3 月末，项目已累计完成投资 6.80 亿元，目前酒店部分正在建第 9 层，综合楼正在建第三层。该项目写字楼部分原本计划部分出售，且已与国家开发银行（以下简称“国开行”）及南方航空公司（以下简称“南航”）签订了意向协议；但由于一方面在“八

项规定”的影响下国开行放弃了购买，另一方面南航的报价¹远低于目前公允价值²，再一方面公司财务状况可以保障工程的正常建设，因此暂不考虑对外预售。

¹ 1.80 万元/平米

² 根据公司测算，为 2.40~2.60 万元/平米

表 4：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)	预计投资 (亿元)	截至2014年3月末累计投资 (亿元)	累计销售 (万平米)	累计销售额 (亿元)	计划持有规模 (万平米)
国际会议中心二期配套项目	100	20.87	17.94	6.8	0	0	16.57

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 2014 年 3 月末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。

总的来看，公司部分在建酒店项目的建成开业时间不及预期，且未来政府将不再划转酒店资产，未来公司酒店业务运营模式将会有所调整；国际会议中心二期项目写字楼部分的递延销售会延迟公司现金流和利润的实现。同时，中诚信国际也将关注在建拟建酒店开业后对公司收入规模和盈利能力的提升作用、酒店托管和输出管理运营模式的收入和盈利潜力以及国际会议中心写字楼部分出售

情况对公司偿债能力的影响。

旅游服务业收入规模相对较小，未来投资压力较大

2012 年 12 月 24 日，公司并购了平坝县天龙旅游投资开发有限公司(以下简称“天龙旅游”)部分股权，2013 年 5 月完成对该公司 100% 股权的并购，纳入 2013 年财务报表合并范围。天龙旅游拥有天龙屯堡和云峰屯堡两个屯堡文化景区；目前，公司已投运主要景区包括上述两个景区以及 3A 级的贵定金海雪山景区和 3A 级的都匀斗篷山风景区。2013 年，公司旅游服务业合计实现收入 0.09 亿元，同比有所增长，但收入规模相对较小；其中屯堡景区下属的天龙屯堡和云峰屯堡分别实现收入 650.51 万元和 104.45 万元；贵定金海雪山风景区实现收入 60.76 万元；都匀斗篷山国家级风景名胜区实现收入 73.57 万元。

表 5：公司景区业务情况

景点名称	持股比例	等级	投运时间	2013 年		
				游客量 (万人)	景区收入 (万元)	门票价格 (元/人)
屯堡景区	100%					
1、天龙屯堡	100%	--	2001.06	12.7	650.51	60
2、云峰屯堡	100%		2004.12	5.3	104.45	50
贵定金海雪山风景区	98.33%	3A	2005.01	2	60.76	30
都匀斗篷山国家级风景名胜区	90.91%	3A	2004.01	2	73.57	2013 年 50 2014 年散客价 40 本地身份证 25

注：贵定金海雪山和都匀斗篷山景区的剩余股权为当地政府持有。

资料来源：公司提供

目前公司主要在建旅游项目包括西江千户苗寨景区³和雷山古苗疆文化城旅游综合体⁴。西江千

寨景区³和雷山古苗疆文化城旅游综合体⁴。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、配套三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

也包含了商业街、配套酒店和演艺中心等相关设施。2013年12月，综合体项目配套酒店已进入试运营，但由于前期投入大，人工成本大，截至2014年3月末，酒店为亏损状态；商业街和演艺中心还未动工。

表 6：公司主要在在建景区项目状况（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至 2014 年 3 月末已投资	投资计划	
			2014 年	2015 年
西江千户苗寨景区（参股）	3.23	0	2	1.23
雷山古苗疆文化城旅游综合体	3.97	1.76	1	1.77

资料来源：公司提供

拟建旅游项目方面，公司拟投资 30 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。资金来源方面，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。目前公司正在进行该项目的景区规划工作，计划 2014 年投资 1 亿元，2015 年投资 4~5 亿元。

总体来看，公司目前旅游景区业务产生的收入相对较小，在建的西江项目和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，将暂时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；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，公司将把投资重心放置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搁置。

表 7：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）	截至2014年3月末累计投资（亿元）	建设进度
贵旅国际	20	13	0	目前正在办理土地变性等相关工作（暂时搁置）
贵旅·滨河新城平塘	40	26	0	项目规划设计阶段（暂时搁置）

资料来源：公司提供

总体来看，2013 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，暂时搁置对其的投资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 2011~2013 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2014 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、贵州省安顺市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。

盈利能力

2013 年，公司实现营业总收入 3.13 亿元，同比增长约 7%。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 2.67 亿元，同比增长约 15%；由于审计所误把维修服务收入归入了旅游服务业收入中，原本收入占比很小的旅游服务业于 2013 年大幅增长至 0.17 亿元；由于国家三公消费政策的出台使得茅台酒销售量大幅缩减，公司贸易业务收入同比大幅下降约 50% 至 0.13 亿元；电子信息业务因宏旅源不再并表而不确认收入。

2013 年公司综合毛利率仅为 58%，同比下降 12 个百分点。细分来看，酒店及会议中心服务业毛

利率为 63%，同比下降 17 个百分点，主要是由于原材料价格和人工成本上涨，加之调增了社保基数导致；旅游服务业毛利率为-28%，主要原因是新成立的分子公司收入少、人工成本过高，加之误归入此板块的汽车修配厂由于 2013 年整体搬迁原因而收入大幅下滑所致；贸易业务毛利率为 40%，和上年持平。2014 年一季度，公司综合毛利率进一步下降至 43%，主要原因是国家三公消费政策继续执行，市场需求持续低迷，加之一季度是旅游行业传统淡季。

表 8：2011 年~2014 年 3 月公司分业务板块收入构成和毛利率情况

板块	2011		2012		2013		2014.1~3	
	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	1.36	77	2.32	80	2.67	63	0.45	73.33
旅游服务业	0.02	10	0.04	32	0.17	-28	--	--
贸易	0.20	35	0.27	40	0.13	40	0.05	20
维修服务	0.14	-5	0.14	-2	--	--	0.02	--
电子信息	-	-	0.05	14	--	--	--	--
管理咨询	0.01	--	0.03	--	0.04	--	0.02	--
其他	0.08	--	0.07	--	0.12	--	--	--
合计	1.80	65	2.92	70	3.13	58	0.54	43

资料来源：公司财务报告

公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，2013 年三费合计为 2.14 亿元，同比增长约 30%。细分来看，2013 年公司管理费用为 1.25 亿元，同比大幅增长约 32%，主要是由于公司经过一系列的股权整合新增了大量员工并吸纳了大量资产，因此工资和折旧摊销等费用都大幅增长所致。2013 年公司销售费用为 0.70 亿元，同比小幅增长约 9%。2013 年公司财务费用为 0.20 亿元，约为上年的 4 倍，主要是由于债务规模的增加所导致的利息支出大幅增长所致。2013 年，公司期间费用占收入的比例为 68.51%，同比上升 12.41 个百分点。由于一季度为传统旅游淡季，酒店和旅游业务收入从全年来看都相对较小，2014 年一季度公司仅实现收入 0.54 亿元，当期公司期间费用占收入的比例达 121.76%。

表 9：2011 年~2014 年 3 月公司期间费用分析

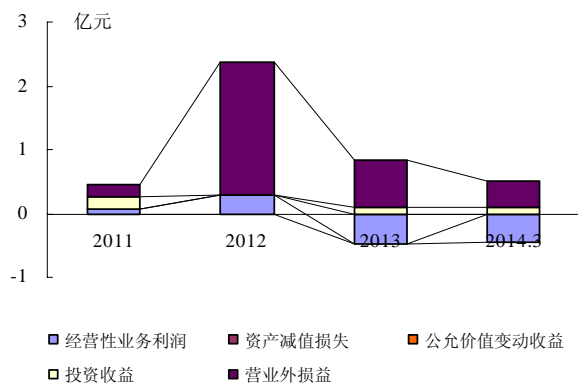
单位：亿元	2011	2012	2013	2014.3
销售费用	0.44	0.64	0.70	0.18
管理费用	0.54	0.95	1.25	0.28
财务费用	0.03	0.05	0.20	0.20
三费合计	1.01	1.64	2.14	0.66
营业总收入	1.80	2.92	3.13	0.54
三费收入占比 (%)	56.27%	56.10%	68.51%	121.76%

资料来源：公司财务报告

2013 年，公司实现利润总额 0.35 亿元，同比大幅减少 85.33%；实现净利润 0.27 亿元，同比大幅减少 88.32%。细分来看，2013 年公司经营性业务亏损 0.48 亿元；营业外损益方面，虽然公司获得了政府给予的 0.43 亿元的开发项目资金补助，但是由于 2012 年公司取得合并收益 2.05 亿元⁵，而 2013

年并无此项收益，因此 2013 年公司营业外损益仅为 0.75 亿元，同比减少 63.88%；投资收益方面，2013 年公司因处置长期股权投资而取得 0.09 亿元投资收益，同比大幅增长。2014 年一季度，公司经营业务亏损 0.45 亿元，但在 0.10 亿元投资收益⁶和 0.41 亿元营业外收益⁷的拉动下，当期公司分别实现利润总额 0.06 亿元，净利润 0.06 亿元。2014 年以来，各地政府继续对公司保持着很大的支持力度，截至目前，公司已收到雷山县财政补贴 0.41 亿元、省财政补贴 0.30 亿元和市财政补贴 0.64 亿元；此外，公司预计近期内将获得一次性的省财政补贴 0.11 亿元以及每年 1 亿元的旅游公共设施补贴。

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，2013 年公司整体收入规模保持增长，但受“三公消费”限制、原材料价格上涨、人工成本增加等因素影响，公司营业毛利率大幅下降；且在期间费用大幅增加的作用下，公司经营业务处于亏损状态，盈利水平较弱。

偿债能力

近年来，公司债务规模逐年大幅增长。截至 2013 年末，公司总债务为 12.87 亿元，其中长期债务 6.41 亿元；资产负债率和总资本化比率分别为 36.26% 和 28.06%。截至 2014 年 3 月末，公司总债务进一步大幅上升至 21.21 亿元，其中长期债务为 15.46 亿元；资产负债率和总资本化比率分别上升至 44.35% 和 39.13%。

表 10：近年来公司偿债能力指标

指标	2011	2012	2013	2014.3
总债务 (亿元)	1.52	5.12	12.87	21.21
EBITDA (亿元)	0.60	2.58	1.25	-
经营活动净现金流 (亿元)	0.52	0.22	-3.02	-1.89
总债务/EBITDA (X)	2.54	1.98	10.26	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.34	0.04	-0.23	-0.36*
EBITDA 利息倍数 (X)	1.35	5.43	2.13	-
经营净活动现金流/利息支出 (X)	1.18	0.47	-5.13	-

注：加“*”号指标已年化；由于缺乏有关数据，2014 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

2013 年，公司经营活动现金流为 -3.02 亿元，同比大幅减少，主要是由于当年支付其他与经营活动有关的现金达 4.01 亿元⁸，同比大幅增长所致。同年，公司 EBITDA 为 1.25 亿元，亦同比大幅下降，主要是因“三公消费”政策、人工成本增加等因素影响而造成的盈利下降所致。从偿债能力指标看，2013 年公司 EBITDA 和经营活动净现金流对总债务和利息支出的覆盖能力均大幅弱化。

或有事项方面，目前公司无对外担保事项；资产抵质押方面，公司以 1 亿元定期存款作为质押获得贵州银行贷款 2 亿元；以雷山大酒店房屋及土地产权抵押获得借款 0.97 亿元；以音寨上院酒店项目作为抵押获得借款 0.23 亿元。截至 2014 年 3 月末，公司不存在重大诉讼、仲裁事项。

公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2014 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 120.85 亿元，其中未使用授信为 100.66 亿元。良好的银企关系为公司经营性资金需求提供了有力的保障。

过往债务履约情况

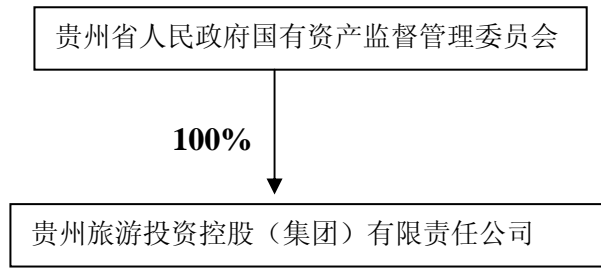
根据公司提供的资料，截至目前公司均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

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“贵州旅游投资控股（集团）有限

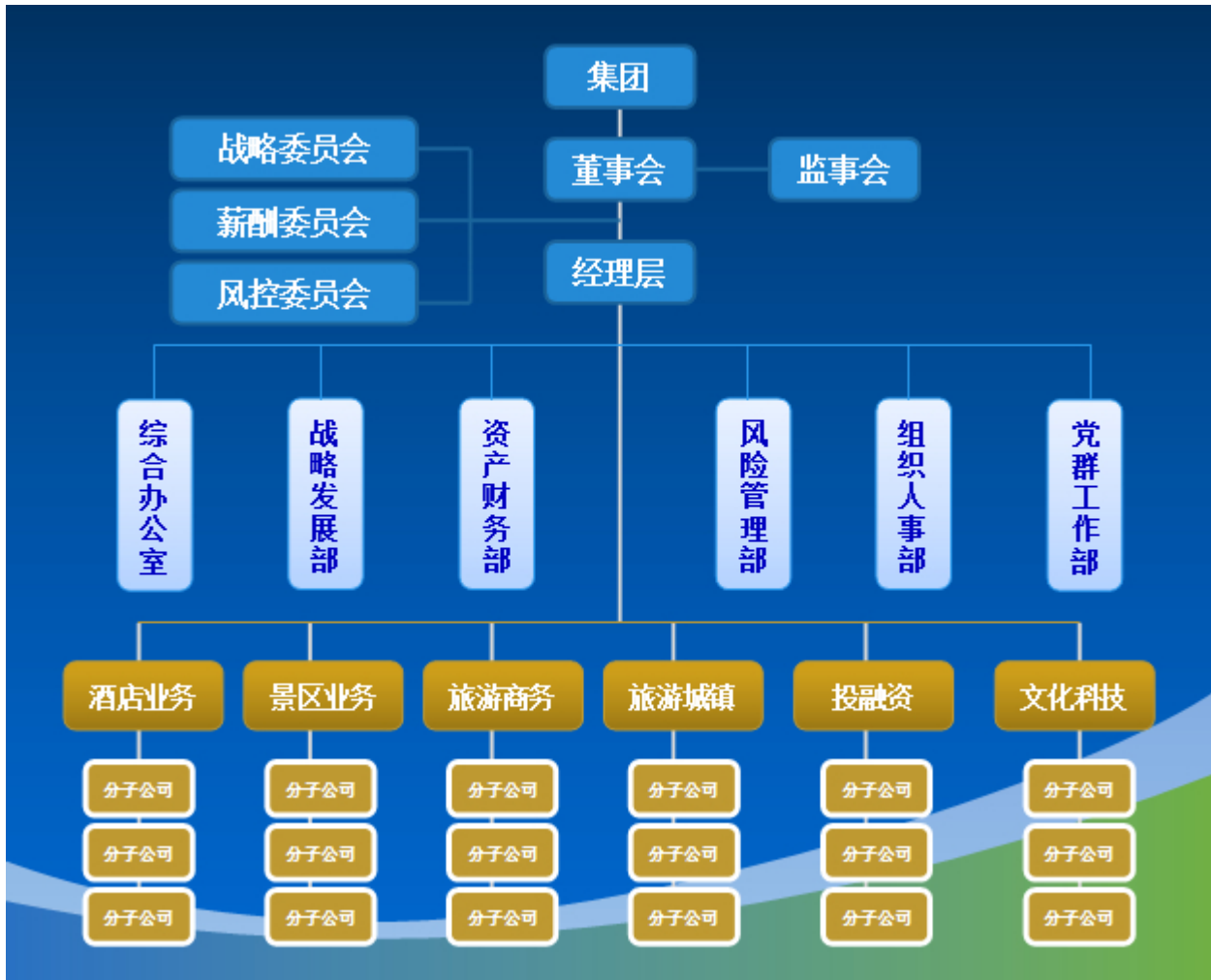
“贵州旅游投资控股（集团）有限责任公司 2014 年度第一期中期票据”的债项信用等级为 **AA-**。

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 2014 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 2014 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)	2011	2012	2013	2014.3
货币资金	3,556.27	12,715.14	34,354.14	82,121.78
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	944.32	3,511.54	7,026.75	6,984.48
存货净额	1,348.27	4,004.58	7,217.97	9,567.93
其他应收款	4,740.04	15,516.92	28,587.81	27,241.74
长期投资	9,630.24	23.37	1,945.69	11,335.38
固定资产(合计)	109,121.21	302,666.42	425,477.47	440,938.54
总资产	133,364.73	417,201.41	517,874.35	592,784.85
其他应付款	24,676.85	30,268.79	46,708.66	38,406.34
短期债务	3,200.00	27,690.00	64,650.00	57,500.00
长期债务	12,000.00	23,468.00	64,093.00	154,568.00
总债务	15,200.00	51,158.00	128,743.00	212,068.00
净债务	11,643.73	38,442.86	94,388.86	129,946.22
总负债	52,289.62	89,691.02	187,787.81	262,891.35
财务性利息支出	242.41	568.77	1,836.66	--
资本化利息支出	4,189.26	4,189.26	4,060.46	--
所有者权益（含少数股东权益）	81,075.11	327,510.39	330,086.54	329,893.49
营业总收入	17,952.48	29,240.33	31,304.64	5,414.08
三费前利润	10,884.71	19,327.89	16,621.47	2,112.82
投资收益	1,705.98	70.37	858.61	1,000.00
EBIT	4,821.53	24,261.70	5,312.24	--
EBITDA	5,994.27	25,817.86	12,547.47	--
经营活动产生现金净流量	5,222.25	2,223.97	-30,222.76	-18,890.32
投资活动产生现金净流量	-16,418.17	-29,671.52	-22,610.87	-5,097.89
筹资活动产生现金净流量	9,339.72	36,606.42	74,472.63	74,768.81
现金及现金等价物净增加额	-1,856.21	9,158.87	21,639.00	50,780.60
资本支出	16,345.56	30,052.68	17,945.87	5,873.56
财务指标	2011	2012	2013	2014.3
营业毛利率(%)	64.71	70.45	57.80	43.20
三费收入比(%)	56.27	56.10	68.51	121.76
EBITDA/营业总收入(%)	33.39	88.30	40.08	--
总资产收益率(%)	3.62	5.82	1.14	--
流动比率(X)	0.31	0.57	0.66	1.23
速动比率(X)	0.28	0.51	0.60	1.14
存货周转率(X)	9.40	4.31	2.35	1.47*
应收帐款周转率(X)	38.02	16.65	5.94	3.09*
资产负债率(%)	39.21	21.50	36.26	44.35
总资本化比率(%)	15.79	13.51	28.06	39.13
短期债务/总债务(%)	21.05	54.13	50.22	27.11
经营活动净现金/总债务(X)	0.34	0.04	-0.23	-0.36*
经营活动净现金/短期债务(X)	1.63	0.08	-0.47	-1.31*
经营活动净现金/利息支出(X)	1.18	0.47	-5.13	--
总债务/EBITDA(X)	2.54	1.98	10.26	--
EBITDA/短期债务(X)	1.87	0.93	0.19	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.35	5.43	2.13	--

注：公司的财务报表根据新会计准则编制；公司 2014 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，2014 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：短期融资券信用等级的符号及定义

等级	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。