

吉林省长白山开发建设（集团）有限责任公司

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号：【新世纪企评[2017]020230】

评级对象：吉林省长白山开发建设（集团）有限责任公司

信用等级：AA

评级展望：稳定

评级时间：2017年9月12日

主要财务数据及指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司数据：				
货币资金	0.85	0.85	2.39	1.61
刚性债务	15.69	28.03	32.92	35.23
所有者权益	16.59	16.43	16.57	16.34
经营性现金净流入量	-0.22	3.58	-0.09	-1.69
合并数据及指标：				
总资产	46.89	63.17	70.73	71.73
总负债	22.69	38.32	45.35	46.76
刚性债务	20.33	35.37	40.23	42.54
所有者权益	24.19	24.85	25.39	24.97
营业收入	5.30	5.79	5.99	0.42
净利润	0.42	0.76	0.73	-0.68
经营性现金净流入量	-1.14	0.05	0.63	-3.04
EBITDA	1.94	2.90	2.49	—
资产负债率[%]	48.40	60.66	64.11	65.19
权益资本与刚性债务比率[%]	118.98	70.25	63.10	58.69
流动比率[%]	372.19	306.51	252.78	243.37
现金比率[%]	140.82	77.32	53.62	35.33
利息保障倍数[倍]	1.53	1.38	1.45	—
净资产收益率[%]	2.59	3.08	2.92	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.06	0.18	1.52	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-25.31	-39.54	-9.41	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.46	1.93	2.00	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.10	0.07	—

注：根据长白山集团经审计的 2014-2016 年及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

常虹 changhong@shxsj.com
 张佳 zhangjia@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872
 上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

评级观点

➤ 主要优势/机遇：

- **景区资源优势。**长白山景区享有较高的知名度，且具有不可复制性，旅游资源的优势较为明显。
- **未来发展空间较大。**长白山景区内旅游项目尚有待开发，目前日均接待游客量远未达到核定游客承载量，未来随着景区内及周边旅游项目的开发以及基础设施的完善，后续发展空间较大。
- **政府支持力度较大。**长白山集团作为长白山景区保护、开发及运营主体，能够获得政府在增资及资产注入等方面较有力的支持。
- **收入水平逐年增长。**得益于游客量的逐年增加，房地产业务的快速发展等，近年来长白山集团的收入水平逐年提升，体现了较好的成长性。

➤ 主要风险/关注：

- **行业景气度影响显著。**旅游行业敏感度高，易受社会经济、自然灾害、重大疫情以及区域突发事件等多因素影响，目前长白山集团业务基本围绕长白山展开，景点资产较为集中，不利于分散外部因素变动导致的经营风险。
- **关联方占用资金规模较大。**长白山集团与相关政府部门资金往来款规模较大，能否及时回收具有一定不确定性，加大了公司的资金压力。
- **偿债压力加大。**近年来，长白山集团负债规模进一步上升，且主要为刚性负债，关注公司未来偿债压力。
- **安全管理风险。**长白山三个主要景区山体较险峻，加之部分景区开发时间较晚、基础设施等尚不完善，存在一定的安全隐患，长白山集团在景区安全管理方面存在一定压力。

➤ 未来展望

通过对长白山集团主要信用风险要素的分析，本评级机构认为公司具有很强的债务偿付能力，违约风险很低，并给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《城投类政府相关实体信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级有效期至 2018 年 9 月 11 日止。新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

吉林省长白山开发建设（集团）有限责任公司

信用评级报告

一、概况

吉林省长白山开发建设（集团）有限责任公司（简称“长白山集团”、“该公司”或“公司”）成立于 2005 年 11 月，系由吉林省长白山保护开发区管理委员会（简称“长白山管委会”）和长白山自然保护区森林旅游公司（简称“森旅公司”）共同出资设立，公司原名为吉林省长白山开发建设有限责任公司，初始注册资本 0.50 亿元，其中长白山管委会出资 0.44 亿元，持股比例为 88%；森旅公司出资 0.06 亿元，持股比例为 12%。2008 年 10 月，长白山管委会对公司增资 0.80 亿元，增资后公司注册资本增至 1.30 亿元，其中长白山管委会持股比例为 95.38%；森旅公司持股比例为 4.62%。2009 年 12 月，经长白山管委会财政与审计局批准，森旅公司将其所持 4.62% 的股权无偿划转至长白山管委会，本次无偿划转之后，长白山管委会持有公司 100% 股权。后经多次股东变更及增资，截至 2017 年 3 月末，长白山管委会国有资产监督管理委员会（简称“长白山管委会国资委”）为公司唯一股东，公司注册资本增至 3.30 亿元，实缴资本 2.80 亿元¹。

该公司经营范围为：旅游开发，项目投资，信息服务，装饰，广告，土特产品开发，技术转让、进出口贸易、清洁能源开发利用（凭许可证经营）；文化产业建设，土地开发与整理（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。目前，公司主要负责长白山景区保护、开发及运营，是景区内政府性项目的建设主体。此外，公司还从事游客客运、旅行社、温泉、特产销售、工程建设等业务。截至 2016 年末，公司合并范围一级子公司 11 家，公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

二、宏观经济和政策环境

2017 年第一季度，在内外需求回暖带动下，我国经济增长超预期，整体表现出稳中向好态势。在国际经济、金融仍面临较大不确定性因素的外部环境下，我国的经济增长和发展依然会伴随着风险和挑战。

¹该公司股东长白山管委会国资委于 2017 年 4 月 27 日向公司履行剩余 0.50 亿元的出资义务，使注册资本金全部到位。

2017 年第一季度，全球经济继续复苏，但各经济体表现不一，地缘政治因素成为影响全球经济增长的重大不确定性因素。在发达经济体中，美国经济继续回升，欧盟大部分成员国和日本经济缓慢复苏，其中德国经济复苏表现强劲。在新兴经济体中，印度经济保持中高速增长，俄罗斯经济正在逐步摆脱经济负增长状态，巴西经济亦在朝复苏迈进，南非经济仍低速增长。同时，美国新任总统的经济政策、英国脱欧、欧洲大选、叙利亚问题和朝鲜半岛问题等因素或对全球经济增长造成重大不确定性影响。

2017 年第一季度，在内外需求回暖带动下，我国经济增长超预期，整体表现出稳中向好态势。物价水平呈温和上涨，就业规模扩大；居民收入稳步增长，为消费增长提供稳定前提；制造业投资增速继续上升，民间投资回暖，基建投资仍处高位，地方投资热情较高，房地产开发投资增速继续上行；进出口贸易继续好转，净出口对 GDP 增长贡献率扭负为正。在以“三去一降一补”为主要内容的供给侧结构性改革的推动下，传统强周期性、产能过剩行业利润快速回升，高端产业及战略性新兴产业对经济增长的支撑作用明显，工业总体向好。房地产调控“因城施策”，从供给侧及需求侧两方面同时出发，抑泡沫和去库存并行，可有效控制热点城市房地产市场的过热势头和推动三四线城市去库存。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略和自贸区建设等持续推进，区域和省市经济建设提速，区域协同发展效应逐步显现。

2017 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策。在财政政策方面，我国财政赤字率维持 3%，财政部持续推动各省和计划单列市的地方政府债券发行和地方政府债务置换，加强地方政府债务管理，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，我国地方政府债务风险总体上仍然可控。货币政策方面，为更好地平衡稳增长、调结构、抑泡沫和防风险之间的关系，我国央行实行稳健中性的货币政策。在坚决按照“把防控金融风险放到更加重要的位置”的总体要求下，严守不发生系统性风险底线，监管机构的监管力度持续加强，对防范市场突出风险具有积极意义，有利于经济稳定和健康发展。

我国对外开放水平持续提高，“一带一路”建设深入推进，有利于我国企业“走出去”，有利于发挥我国对全球经济发展的促进作用。在人民币纳入 SDR 货币篮子后，正式成为全球储备货币，人民币资产配置需求不断提升、国际地位继续增强、资本项目可兑换进程持续推进，人民币兑美元汇率短期内受美联储加息和资本外流影响面临一定的贬值压力，但是人民币不存在长期贬值的基础，人民币兑美元汇率将在合理区间运行。

2017 年是实施“十三五”规划的重要一年，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的深入推进、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展和城镇化的发展，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速稳定增长态势。同时，在国际经济、金融仍面临较大不确定性因素的外部环境下，在我国经济增长驱动力转变、产业结构优化升级的过程中，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

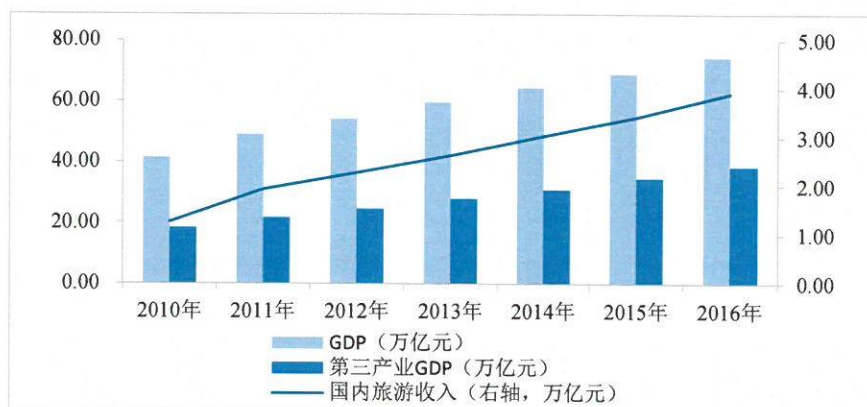
三、公司所处行业及区域经济环境

（一）旅游行业基本情况

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，近年来我国国内旅游收入呈逐年递增趋势。但旅游业易受突发事件影响，加之宏观经济增速呈放缓趋势，近年来旅游业收入增速呈现较大波动。

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，我国 GDP 及城乡居民收入的稳定增长直接推动了旅游业的发展，国内旅游业总收入总体保持增长趋势。据国家旅游局 2017 年 1 月 9 日公布数据显示，2016 年，我国国内旅游人数 44.40 亿人次，国内旅游收入 3.90 万亿元，同比分别增长 11%和 14%，增速持续提升。

图表 1. 我国 GDP、第三产业 GDP 与国内旅游收入变动趋势

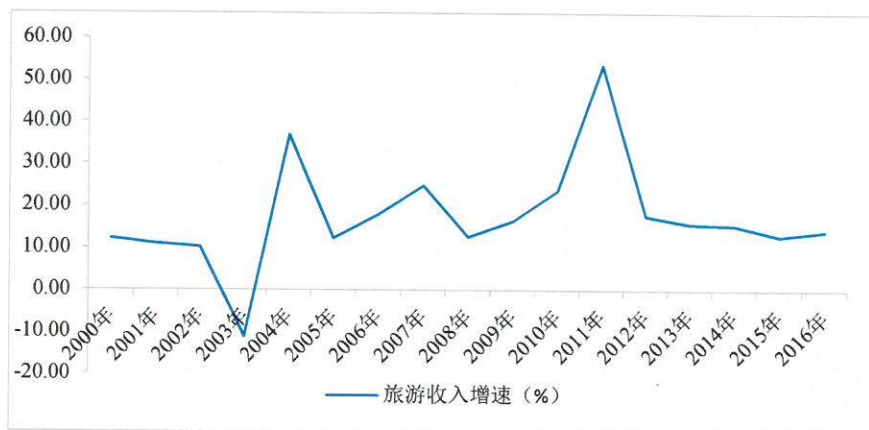


资料来源：Wind 资讯

从影响旅游业发展的主要因素看，除 GDP 增长、人民收入水平提升

及旅游产业政策扶持等有利因素外，旅游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。2003 年，受非典疫情影响，我国旅游业收入首次出现负增长；2013 年以来，受“八项规定”、“六项禁令”等政策影响，公务旅游消费急剧下降，当年国内部分景区旅游人次接待量出现下滑，旅游收入增速放缓。2014-2016 年，国内旅游收入增速分别为 15.36%、12.81% 和 14.05%。

图表 2. 我国国内旅游收入增速情况



资料来源：Wind 资讯

从旅游行业投资情况来看，随着国民旅游需求的强劲增长，目前旅游行业吸引较多的资本介入，投资规模较大。国家旅游局 2017 年 1 月 15 日公布的《旅游产业成为拉动经济增长新引擎》显示，2016 年全国旅游业直接投资达到 1.30 万亿元，同比增长 29.05%。预计 2020 年实现旅游投资总额 2 万亿元。在近年来旅游投资高速扩张的同时，现代旅游项目同质化现象愈发明显。为缓解该现象，针对总占地面积在 300 亩以上或总投资 5 亿元以上的主题公园项目，国家发改委要求自 2011 年 8 月 5 日起至国家规范发展主题公园的具体措施出台前，各地一律不得批准建设新的主题公园项目。此外，包含较多基础设施建设等政府性行为的特色街区、旅游小镇的投资建设项目，资金回笼部分依赖所处地方政府财力，在宏观经济下行趋势明显、地方政府债务规模较大的背景下，投资资金回笼存在一定风险。

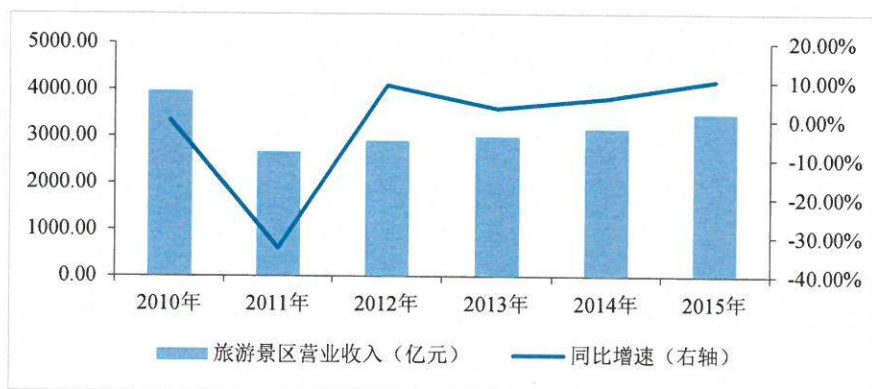
受益于自然、人文类景区资源的稀有、不可替代等特点，景区经营类企业近年来均处于高盈利状态。

从国内旅游市场的竞争格局看，虽然我国旅游业的总体规模已经位居世界前列，但发展模式单一，多数企业旅游产业链尚未完善，现代旅游项目同质化严重等问题依然存在。仅从上市旅游公司的数量来看，据 Wind 资讯数据显示，2016 年末我国全部 A 股上市公司共 3074 家，其中旅游行

业上市公司仅有 34 家，占比 1.11%。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。

1999 年，国家旅游局开始实行旅游区(点)质量等级管理，景区根据服务质量、环境质量、景观质量以及游客意见进行等级划分为 1A 到 5A 级，其中自 2007 年起开始首次评定 5A 级景区。据公开信息显示，截至 2015 年末²，我国共有 1A 到 5A 级景区合计 7951 家，合计接待游客 37.77 亿人次，同比增长 18.48%；综合营业收入 3479.08 亿元，同比增长 10.13%，增速明显高于同期全国星级饭店营业收入。截至 2016 年末，我国 5A 级景区数量为 227 家。从行业内主要经营业绩来看，传统高级别景区竞争优势更为明显，其经营性资产主要以门票和景区交通为主，凭借较高的知名度和游客底量，经营业绩增速较快。

图表 3. 我国旅游景区营业收入及增速走势

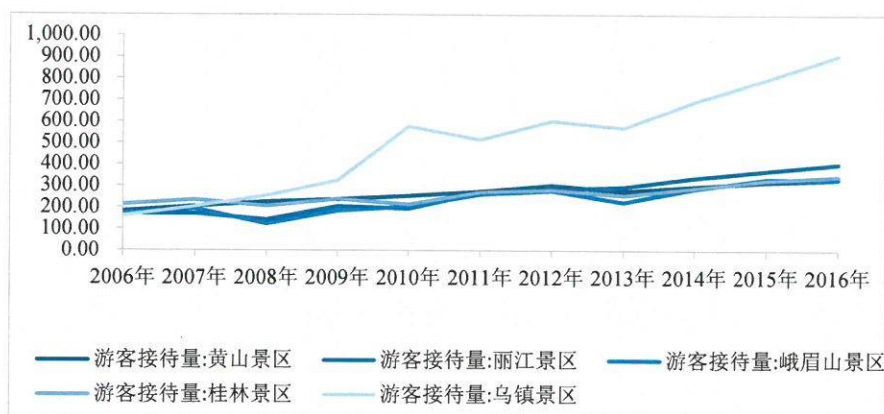


资料来源：Wind 资讯（未获取 2016 年数据）

需要关注的是，旅游业易受宏观经济及外部突发事件影响。以黄山景区、乌镇景区、峨眉山景区等几家国内主要上市景区为例，随着限制三公消费等政策的实施，2013 年上述各主要旅游景区游客接待量出现明显下滑。但 2014 年以来，受益于普通民众旅游消费需求的增长，各样本景区游客接待量明显回升。

² 未获取 2016 年数据。

图表 4. 我国部分景区游客接待量 (单位: 万人次)



资料来源: Wind 资讯

从行业竞争方面看,旅游行业内华侨城集团公司(简称“华侨城集团”)和中国旅游集团公司³(简称“中旅集团”)2家中央国有企业均系国务院直属,因股东背景较好、业务范围涵盖旅游景区经营、旅行社、物流贸易、电子、旅游地产、酒店等,经营较为多元化,抗风险能力强,近年来业务规模均处于很高水平,竞争优势明显。以黄山旅游、峨眉山、安徽九华山及陕西华山旅游等拥有垄断性景区开发运营管理权的企业为样本,由于各企业主业构成不同,景区门票收入、酒店业务及其他业务收入占比不同,加之所经营景区知名度大小、经营酒店星级高低等不同,影响公司整体的营业收入走势。例如黄山旅游营业收入中景区内酒店经营收入占比最大,且多数酒店均为五星级,其2013年受三公消费等政策出台影响,酒店业务板块收入下滑3.92%,影响门票业务等整体营业收入下滑29.71%;安徽九华山酒店业务收入占比也最大,但因其所经营酒店多为低星级及经济型酒店,2013年酒店业务收入下降3%,但索道及客运等业务收入增长拉动了企业整体收入增长。

2014年以来,受居民旅游需求的增加,景区经营类企业营业收入总体增长呈增长态势。但以经营旅行社业务为主的企业因线上旅游冲击和行业竞争加剧的双重影响,营业收入较不稳定。从毛利率方面看,华侨城集团、中旅集团等除旅游行业及相关产业外,还进行多元化经营的企业毛利率相对较低;而黄山旅游、安徽九华山等仅以景区经营及旅游相关产业为主的企业,毛利率相对较高。

³ 2016年7月,中国港中旅集团公司(简称“港中旅集团”)与中国国旅集团有限公司(简称“国旅集团”)重组,国旅集团并入港中旅集团,重组后港中旅集团更名为“中国旅游集团公司”。

图表 5. 国内主要景区经营类企业财务情况

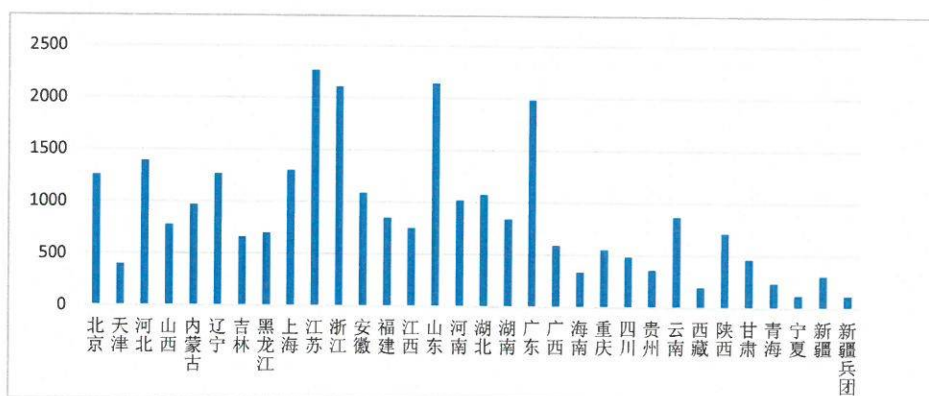
企业简称	营业收入 (单位: 亿元)					毛利率 (单位: %)				
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
华侨城集团	406.65	482.17	502.86	506.93	542.56	38.47	40.89	39.14	39.15	38.47
中旅集团	511.44	513.71	488.84	308.48	571.76	11.01	13.17	20.90	25.75	11.01
首旅集团	365.28	388.69	382.51	384.70	436.16	26.83	25.80	26.88	35.84	26.83
黄山旅游	18.41	12.94	14.90	16.65	23.25	47.24	48.77	49.88	44.81	47.24
峨眉山	9.51	8.26	9.93	10.66	10.42	43.25	45.27	40.67	41.22	43.25
安徽九华山	4.03	4.32	4.76	4.65	4.64	65.17	50.08	51.79	50.45	65.17
华山旅游	1.38	1.92	2.02	2.45	3.23	38.07	16.19	10.42	9.40	38.07
重庆市武隆喀斯特	2.98	2.84	3.49	4.17	4.50	64.45	65.55	68.64	62.40	64.45

资料来源: 根据各企业审计报告整理、绘制

随着我国旅游业的高速发展, 我国旅行社行业近二十年来行业规模也不断扩大, 从业人员不断增加, 旅行社行业已经成为我国重要的服务行业之一。

截至 2016 年末, 全国已有旅行社 28097 家, 较 2015 年末增长 1.72%, 比 2000 年的 8993 家增长 212.43%。国家旅游局统计数据显示, 2015 年我国各类旅行社的营业收入为 4189.01 亿元, 同比增长 3.96%; 营业利润为 18.60 亿元, 同比减少 29.41%; 利润总额为 21.88 亿元, 同比减少 34.14% (未获取 2016 年度数据)。

图表 6. 截至 2016 年末我国各省旅行社数量情况



资料来源: 国家旅游局, 新世纪评级整理、绘制

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, 入境旅游业务规模次之, 出境旅游业务规模较小。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。

从行业竞争格局来看，目前我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，利润率却普遍较低。据公开数据显示，目前我国的三大旅行社，即中国国际旅行社总社有限公司（简称“中国国旅”）、中国旅行社总社（简称“中国旅行社”）、中国青年旅行社（简称“中青旅”）的累计市场份额自 2000 年以来一直保持在 30% 以下。未来产业融合和业态创新将是我国旅行社业发展的核心增长点。

从行业内主要企业经营业绩来看，本文以公开资料可查询的旅游企业内剔除景区经营及酒店餐饮两类企业后，从中选取样本。目前选出 4 家样本企业，均为上市公司。其中，中国国旅为国务院直属企业，系 5A 级旅行社之一，营收规模很大，属于行业内龙头企业，近年来受益于我国旅游行业的快速发展，公司营业收入逐年大幅增长；中青旅由于主业还涉及房地产行业，受该行业收入波动影响，公司整体业绩呈现一定波动，不过其旅行社业务近年来也均保持增长。从行业毛利率情况来看，旅行社行业内企业众多，中国国旅、中青旅得益于较高的行业地位，近年来毛利率较其他企业相对较高。

图表 7. 主要旅行社经营类企业财务情况

序号	企业简称	营业收入（单位：亿元）				毛利率（单位：%）			
		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
1	西安旅游	6.71	6.99	7.60	8.00	16.38	7.53	6.37	6.28
2	众信旅游	30.05	42.17	83.70	100.93	10.00	8.77	9.16	10.35
3	中青旅	93.16	106.07	105.77	103.27	19.80	19.95	21.17	23.79
4	中国国旅	174.48	199.36	212.92	223.90	23.83	23.86	24.43	25.07

资料来源：各企业审计报告，新世纪评级整理、绘制

从行业发展特点来看，近年来我国旅行社产业结构持续优化、旅行社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。

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。

2015 年 6 月，在《2015 年全国旅游工作会议报告》中，国家旅游局

重点提到了优化旅游项目、多措并举创新旅游投融资平台、积极推动各地的旅游投资建设等。同年7月,《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》针对增强旅游投资和消费提出了6个方面、26条具体政策措施。

2016年12月,国务院印发《“十三五”旅游业发展规划》,提出“十三五”期间旅游业发展要实现四大目标。一是旅游经济稳步增长;二是综合效益显著提升;三是人民群众更加满意;四是国际影响力大幅提升。

2017年7月,国家发改委等14部门联合印发《促进乡村旅游发展提质升级行动方案(2017年)》,从改善乡村旅游基础设施和配套服务、优化乡村旅游扶持政策和长效机制、推动乡村旅游区域差异化发展等3方面提出13条针对性、操作性强的政策措施,以促进乡村旅游的发展。

总体看,中央和地方政府近年来一直持续推动旅游发展,各项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,最大限度地保持旅游产业相对平稳的发展。

(二) 长白山保护开发区基本情况

长白山保护开发区自然条件较好,是东北地区重要的旅游目的地之一。近年来随着开发区交通基础设施逐步完善以及景区内环境保护程度提高,区域游客接待人数持续上升,开发区经济总量稳步提升。

长白山保护开发区(简称“长白山开发区”或“开发区”)位于吉林省东南部,行政区域地跨延边朝鲜族自治州的安图县、白山市的抚松县、长白朝鲜族自治县。开发区规划范围总面积为13478.78平方公里,包括三个层次:规划指导区、规划管理区和自然保护区。其中,规划管理区又分为三区,其中池北经济管理区(简称“池北区”)包括原二道白河镇区、和平旅游度假主题功能区、参花健身休闲主题功能区等;池西经济管理区(简称“池西区”)包括原东岗镇区、卧龙国际会议主题功能区、池西交通枢纽主题功能区等;池南经济管理区(简称“池南区”)包括望天鹅冰雪旅游主题功能区、环长白山旅游公路池南经济管理区等。

开发区内主要的自然资源——长白山是我国的十大名山之一,是东北区的“生态绿肺”,自然资源极为丰富。长白山植被垂直景观及火山地貌景观是首批进入《中国国家自然遗产、国家自然与文化双遗产预备名录》的国家自然遗产地;长白山曾先后被确定为首批国家级自然保护区、首批国家5A级旅游景区、联合国“人与生物圈”自然保留地和国际A级自然保护区;长白山及其天池、瀑布、雪雕、林海等等,曾多次入选“吉尼斯”

世界之最记录，更有中华十大名山、中国最美的五大湖泊、中国最美的十大森林等的美誉。

基础设施方面，国家高速公路网规划和吉林省高速公路网规划的实施，使得长白山地区的对外联系得到了进一步的改善。开发区对外交通联系日趋便捷，现有 201 国道与池西区 and 池北区相连、302 省道与池西区相连；航空方面，长白山机场于 2008 年完工投运，目前已开通长白山到长春、大连、北京、上海、哈尔滨、武汉、成都、广州及烟台等航线；铁路方面，“十三五”期间，连接北京、沈阳、长春、哈尔滨等干线的高速公路、高铁项目将陆续开工建设，其中，敦白高铁（敦化-二道白河）、已于 2016 年下半年开工，将于 2019 年建成通车，建成后将形成“长春-吉林-敦化-二道白河镇（长白山北坡）-松江河镇（长白山西坡）-四平-长春”的环线高铁线路，正式接入全国高速铁路。届时长春至长白山二道白河镇仅需 2 个多小时；四白高铁（四平-二道白河）预计于 2018 年开工建设，于 2020 年建成通车。

2016 年前三季度⁴，开发区全区实现地区生产总值 24.0 亿元，同比增长 7.9%。其中，第一产业增加值 2.5 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 3.9 亿元，增长 6.1%；第三产业增加值 17.6 亿元，增长 9.0%。2016 年前三季度，旅游业持续快速增长，全区共接待旅游人数 305 万人次，同比增长 10.3%，旅游收入实现 29.7 亿元，同比增长 12.3%；长白山景区旅游人数 192.7 万人次，同比增长 0.9%，旅游收入实现 4.97 亿元，同比增长 4.3%。2017 年第一季度，长白山景区旅游人数为 15.48 万人次，相对较少，主要系该季度东北地区天气寒冷且强降雪较多，核心景点天池常因天气原因关闭，因此游客相对较少，为长白山旅游的传统淡季。

图表 8. 2014-2015 年及 2016 年前三季度长白山保护开发区主要经济指标(单位: 亿元)

指 标	2014 年		2015 年		2016 年 前三季度	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值	29.7	8.0%	31.4	8.0%	24.0	7.9%
三次产业结构比例	11.4:16.5:72.1		10.5:15.3:73.9		10.4:16.3:73.3	
规模以上工业总产值	3.4	16.6	2.7	-20.5	1.3	7.9%
固定资产投资	62.5	9.0	71.30	14.2%	—	—

注：根据《长白山保护开发区 2014-2015 年国民经济和社会发展统计公报》及公开信息整理

长白山开发区近年来招商引资成效逐步显现，税收收入快速增长带动一般预算收入大幅增加，且税收收入增速有望继续保持。得益于转移支付

⁴未获取 2016 年度全年数据。

及税收返还等政府补助，开发区财政收入与支出大体保持平衡。

2014-2016 年，长白山开发区分别实现一般预算收入 3.1 亿元、3.5 亿元和 3.5 亿元，其中税收收入分别为 1.8 亿元、1.9 亿元和 2.2 亿元，财政收入结构尚好。但开发区一般预算收入规模整体较小，财政实力稍弱，近三年，在转移支付及税收返还的大力补充下，开发区财政收入与支出基本平衡。

2016 年，长白山开发区一般公共预算财政收入 3.5 亿元，同比微降 0.28%。其中：税收收入 2.2 亿元，增长 15.61%；非税收入 1.29 亿元，下降 19.54%。支出方面，2016 年全区一般公共预算财政支出 19.2 亿元，增长 15.08%。其中：一般公共服务支出 1.52 亿元，减少 9.30%；公共安全支出 0.84 亿元，减少 13.65%；教育支出 1.65 亿元，增长 20.10%；文化体育与传媒支出 0.39 亿元，减少 42.01%；社会保障和就业 0.82 亿元，增长 6.27%；医疗卫生支出 0.67 亿元，减少 9.96%；节能环保支出 0.44 亿元，减少 22.25%；城乡社区支出 8.27 亿元，增长 47.68%；农林水支出 1.23 亿元，减少 26.20%。

图表 9. 2014-2016 年长白山开发区财政收入状况（单位：亿元）

指 标	2014 年	2015 年	2016 年
一般预算收入	3.1	3.5	3.5
其中：税收收入	1.8	1.9	2.2
政府性基金收入	1.4	2.8	4.7
其中：土地出让收入	1.0	2.3	4.4
转移支付和税收返还收入	9.9	11.1	19.4
其中：一般转移支付	4.0	7.2	7.6
专项转移支付	5.8	3.1	2.8
综合财力	14.4	17.4	23.0
一般预算支出	12.9	16.7	19.2
政府性基金支出	1.7	2.8	4.1
财政支出总额	14.6	19.5	23.0

资料来源：开发区财政局，新世纪评级整理

四、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司股权结构清晰，为国有独资公司。

截至 2016 年末，该公司注册资本为 3.30 亿元，实收资本 2.80 亿元。长白山管委会国资委作为公司唯一出资人，持有其 100% 股权。长白山管

委会于 2005 年 6 月 29 日由吉林省人民政府设立，2006 年 1 月正式成立，为正厅级建制，有相当于市（州）政府的行政管理职权，下辖池西区、池北区、池南区 3 个经济管理区，5 个行政村。长白山管委会国资委为长白山管委会的内设机构，主要职能是根据长白山管委会授权，加强国有资产的管理工作；负责所监管企业国有资产基础管理，起草国有资产管理办法和规章草案及相关制度，依法对所监管企业国有资产进行有效监督和管理以及承办长白山管委会交办的其他事项等。公司产权结构见附录一。

（二）公司法人治理结构

该公司法人治理结构健全，基本能够满足公司管理的需要，但公司日常经营受政府管控力度较大。

该公司不设股东会，由长白山管委会国资委行使股东会权力；公司董事会由 4 名成员组成，其中董事长及非职工代表全部由长白山管委会国资委委派，董事会负责公司经营计划和投资方案的实际决策；公司设监事会，成员为 4 人，其中非职工代表 2 人，由长白山管委会国资委委派。

2017 年 7 月，根据长白山管委会文件《关于王昆等同志职务任免的通知》（长管干任字【2017】2 号），王岩同志不再担任该公司董事长职务，王昆同志担任公司董事长。该变动系正常人事变动，对公司日常经营未产生重大影响。

关联方往来方面，截至 2016 年末，该公司关联往来主要体现为应收实际控制方长白山管委会的 7.40 亿元往来款，管委会将根据自身财政收入情况，合理安排资金，在未来几年内逐步偿还。

（三）公司管理水平

该公司组织机构较为合理，内部管理制度较为完善，基本能满足公司日常经营的需要。

该公司根据业务发展需要，设置了较为健全的内部管理机构，公司下设 10 个部门，包括财务部、党群工作部、人力资源部、综合部及内审部等，各部门之间权责明确，部门设置和职责分工能够较好的满足公司日常经营需要。公司组织架构详见附录二。

该公司结合自身经营管理模式，在工程财务管理、集团资金管理、景区票务管理和固定资产管理等方面建立了较为完善的内部管理制度。

在工程财务管理方面，该公司设立财务中心对建设工程全过程的财务

活动实施财务管理和监督，在工程投资、概预算及工程结算、资金的使用、工程物资、工程竣工及结算等方面制定了相应的管理办法，并对各项环节进行有效的财务监督。

在资金管理方面，该公司对资金实行统一计划，统一调度，统一借贷，控制风险原则，由公司财务中心组织资金运作，公司实行资金集中管理，采取收支两条线的管理办法。公司建立了较为完善的资金预算、筹措、账户管理及资金收支等相关制度，加强了资金活动的集中管理，明确筹资、投资、营运等各环节的职责权限和岗位分离要求，确保资金安全和有效运行。此外，公司建立了重大事项报告制度，对于重大事项必须立即向公司财务中心报告，财务中心实行逐级上报制度。

在景区票务管理方面，该公司实行票、款分开，管用分离的原则。公司在票券设计与印制、票券的保管与发放、票券使用及签单等方面建立了较为完善的管理办法。公司规定对已经市物价部门批准的各项收费标准，不得擅自变动；如需调整或新添售票项目时，必须按程序报批。同时，公司严格按照长白山物价局《风景区景点明码标价试行规定》，在各售票窗口明码标价；针对特殊人群（如儿童、老人、军人、残疾人等）入景区，门票一律按照相关文件的减免优惠政策办理。

在固定资产管理方面，该公司建立了适用于公司及各子公司的所有固定资产管理制度。包括根据生产需要，各单位购置固定资产必须提前向主管部门提出申请，报经总经理批准后，由相关部门负责购置；公司内部设备的调拨与转移，必须通过主管部门办理资产转移手续；各部门须对固定资产进行定期清查、盘点，如发现固定资产毁损和盘盈、盘亏，要查明原因，由责任部门写出书面情况，主管部门签署意见后，报知总经理，待批复后，作相应的账务处理。

（四）公司经营状况

该公司主业包括旅游业务、房地产业务及工程建设业务等。其中旅游业务板块中主要包括长白山景区的保护、开发及运营，以及相关的客运及旅行社业务，是公司最主要的收入及利润来源；房地产及工程建设业务主要围绕长白山开发区开展安置房及景区基础设施建设等，收入及利润规模相对较小。2016 年以来，公司从事的旅游产业及房地产项目的开发建设投入趋缓，短期内公司资金压力减轻。

该公司是长白山景区的保护、开发及运营主体，目前主要从事景区门

票、旅游客运、房地产、工程建设及其他业务，其中景区门票业务及旅游客运业务是公司的主要收入来源。2014-2016 年及 2017 年第一季度，公司营业收入分别为 5.30 亿元、5.79 亿元、5.99 亿元和 0.42 亿元，其中门票收入分别为 1.86 亿元、2.06 亿元、2.15 亿元和 0.15 亿元，旅游客运业务收入分别为 2.76 亿元、3.05 亿元、3.05 亿元和 0.24 亿元，均随着景区游客人数的增长而体现出较好的成长性。门票业务及旅游客运业务收入合计占比均达 78% 以上，也是公司最主要的利润来源。

图表 10. 公司 2014 年以来营业收入划分情况（单位：万元）

分行业	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
旅游客运	27621.39	58.92%	30520.54	58.90%	30479.33	51.44%	2380.27	-66.89%
景区门票	18637.76	89.04%	20644.54	82.78%	21476.47	80.37%	1524.25	43.23%
旅行社	904.72	41.61%	426.21	39.65%	511.10	46.16%	199.19	13.43%
房地产	1928.03	46.93%	2824.98	43.55%	3451.12	29.61%	19.95	38.05%
工程建设	848.04	15.32%	525.89	11.46%	482.20	28.62%	45.26	71.03%
特产销售	133.79	-6.81%	166.98	1.52%	227.77	6.63%	19.51	4.56%
其他	2931.24	0.48%	2839.71	15.82%	3246.01	42.14%	48.25	-69.74%
合计	53004.97	64.68%	57948.85	63.81%	59874.00	59.65%	4236.68	-21.23%

资料来源：其中 2014-2015 年数据根据长白山集团审计报告整理列示、2016 年及 2017 年第一季度数据根据长白山集团提供数据整理列示

1. 旅游业务板块

该公司旅游业务板块主要包括景区门票业务、旅游客运业务及旅行社业务。其中景区门票业务由公司本部负责运营；客运业务由子公司长白山旅游股份有限公司负责（简称“长白山股份”，603099.SH）；旅行社业务由子公司吉林省长白山天池国际旅行社有限公司（简称“天池国旅”）运营。

(1) 旅游客运业务

该公司子公司长白山股份是旅游客运业务运营主体。2010 年 8 月，长白山管委会运输管理处对长白山景区内的三条交通运营线路进行了招标，公司取得了景区交通运营线路 20 年的经营权；景区外的环长白山旅游快线连接了长白山西景区、北景区及景区外的部分景点客源集中地。2014-2016 年，公司旅游客运业务分别取得营业收入 2.76 亿元、3.05 亿元和 3.05 亿元，随着景区游客人数的增长而呈现良好的成长性；同期毛利率分别为 58.92%、58.90% 和 51.44%，受人工成本上涨等因素影响，呈逐年下降趋势。2017 年第一季度，该业务板块收入为 0.24 亿元，受景区淡季影响，收入规模相对较小。

该公司景区内运营车辆包括环保车⁵及倒站车，2016 年 3 月末公司拥有两类车辆分别为 198 辆和 304 辆。公司景区外运营车辆为旅游快线车，同期末公司拥有 10 辆旅游快线车。2014-2016 年，公司各类运营车辆合计运送旅客分别为 325.51 万人次、357.18 万人次和 357.02 万人次。2017 年第一季度，公司各类运营车辆合计运送旅客 23.59 万人次。近年来，公司环保车、倒站车运送旅客数有所增长，但景区外的旅游快线因游客数持续减少业绩持续亏损，目前已基本停运。

图表 11. 长白山景区近年环保车、倒站车、旅游快线实际运量表

车辆类型	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
环保车（万人次）	193.78	216.09	217.68	15.30
倒站车（万人次）	127.59	137.01	139.19	8.29
旅游快线（万人次）	4.14	4.08	0.15	0.00
合计	325.51	357.18	357.02	23.59

资料来源：长白山集团

车票价格方面，2011年6月至今，该公司执行吉林省物价局2011年5月18日《关于调整长白山国家级自然保护区环保车票价格的通知》（吉省价审批【2011】24号）批复：长白山景区环保客车车票价格为每人85元。2011年1月至今，公司执行吉林省物价局1998年4月17日《关于长白山旅游收费项目并轨及有关问题的通知》（吉省价房涉字【1998】24号）：长白山保护区北坡登天文峰（天池气象站）的倒站车收费标准为每人80元。景区外的旅游快线车辆票价方面，2011年10月至今，公司执行长白山管委会交通运输局和管委会经发局核发的《吉林省道路旅客运输票价表（普客）》：美人松园—博物馆—北景区山门，全程票价8.5元；北景区山门—博物馆—美人松园—白溪—长白山机场—西景区山门，全程票价31元。

（2）景区门票业务

长白山景区为国家 5A 级旅游景区，自然资源丰富，分为北景区（北坡）、西景区（西坡）及南景区（南坡）三个部分，其中北景区最早开发，区内景点知名度相对较高，拥有小天池、聚龙温泉群、长白瀑布、绿渊潭、北坡天池等景点，成熟度相对较高；西景区距长白山机场 20 公里左右，拥有鸢尾花园、西坡山门、西坡天池等景点；南景区开发时间最晚，拥有岳桦双瀑、鸭绿江大峡谷、南坡天池等景区。长白山三大景区门票收入为

⁵ 长白山北景区内线路分别由环保车及倒站车运营，其中环保车票为必购车票；因北景区内换乘中心至天池主峰公路段山高路险、坡陡弯急、道路狭窄，故游客必须乘坐倒站车到达主峰，受天气影响，天池主峰时而关闭，因此倒站车票非必购车票。长白山南坡及西坡景区内线路均由环保车辆运营，因与北景区道路结构不同，两景区内环保车均可直接到达天池主峰。

该公司的稳定经营奠定了良好的基础。长白山三大景区的核定游客承载量合计约为 4 万人次/日（其中北景区为 2.68 万人次/日），2014-2016 年，长白山景区旅游人数分别为 194 万人次、216 万人次和 218 万人次。景区旅游人数逐年增长，但尚未达到其核定承载量，未来仍有一定的发展空间。2017 年第一季度，长白山景区旅游人数为 15.48 万人次，相对较少，主要系该季度东北地区天气寒冷且强降雪较多，核心景点天池常因天气原因关闭，因此游客相对较少，为传统旅游淡季。

根据《长白山管委会关于向长白山开发建设有限责任公司授权的通知》（吉长管发【2006】23 号），该公司拥有对长白山景区的经营权和收益权，期限为永续性。

票价方面，该公司景区门票的定价由公司向长白山管委会申报，再由长白山管委会向吉林省物价局申报，吉林省物价局有最终批复权。2007 年，国家发改委下发《国家发展改革委关于进一步做好当前旅游参观点门票价格管理工作的通知》（发改价格【2007】227 号），规定旅游景区门票价格的调整频次不低于 3 年。根据吉林省物价局 2011 年 12 月 8 日出具的《关于调整长白山自然保护区门票价格的批复》（吉省价收【2011】248 号），长白山景区核定的门票价格 125 元/人。

景区门票销售模式方面，长白山景区游客类型主要为散客和团队，因其门票价格相同，所以该公司在向散客和团队销售时未进行区分。公司销售景区门票主要采取现场销售和网上销售相结合的方式，近三年及一期现场购买和网上购票人员数量情况如下表所示，随着线上旅游的发展，网上购票人数占比逐年提升。

图表 12. 长白山景区游客购票数量统计

类别	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年 1-3 月
现场购票人数（万人）	180.62	198.08	191.84	12.40
网上购票人数（万人）	13.16	18.01	26.55	3.08
合计	193.78	216.09	218.39	15.48
网上购票人数占比	6.79%	8.33%	12.16%	19.90%

资料来源：长白山集团

随着游客量的逐年增长，2014-2016 年及 2017 年第一季度，该公司景区门票业务收入分别为 1.86 亿元、2.06 亿元、2.15 亿元和 0.15 亿元，体现出较好的成长性。同期毛利率分别为 89.04%、82.78%、80.37%和 43.23%，随人工成本的上涨而逐年下降，2017 年第一季度因系景区传统旅游淡季，收入规模很小而固定成本仍保持在较大规模，故第一季度毛利率下降幅度很大。

(3) 旅行社业务

该公司的旅行社业务主要由天池国旅运营。目前，天池国旅的旅游线路都集中在长白山景区及其周边景点。2014-2016 年，该业务板块收入分别为 0.09 亿元、0.04 亿元和 0.05 亿元，分别占营业收入的 1.71%、0.73% 和 0.85%；毛利率分别为 41.61%、39.65%和 46.16%。受市场竞争影响，公司该业务板块收入及毛利率先下降后小幅上升。

该公司旅行社业务可分为两种销售模式：市场渠道销售和市场终端销售。市场渠道销售是将产品先提供给旅行社同业，由旅行社同业负责销售；市场终端销售是通过一定的营销手段把产品直接提供给游客，由游客根据自己的需求选择旅游产品。此外，旅游行业的特点决定了其客户数量较多且比较分散，因此公司旅行社业务的客户集中度较低。从 2013 年度开始，天池国旅在接待普通团的同时，与长白山国际旅游度假区开发公司旅行社分公司、上海春秋国际旅行社（集团）有限公司等合作开展业务，积极争取拓宽销售渠道，增加销售收入。

(4) 重大在建工程

截至 2017 年 3 月末，该公司重大旅游相关在建工程情况如下表所示。

图表 13. 截至 2017 年 3 月末公司在建工程情况 （单位：亿元）

项目名称	开工时间	预计完工时间	总投资	已投资	未来投资计划		
					2017 年	2018 年	2019 年
长白山宝马古城文化旅游项目	2015.07	2025.11	26.00	1.76 ⁶	0.60	5.00	5.00
合计	-	-	26.00	1.76	0.60	5.00	5.00

资料来源：长白山集团

➤ 长白山宝马古城文化旅游项目

长白山宝马古城文化旅游项目由该公司子公司长白山宝马古城实业有限公司负责建设。拟打造以地域历史、民族文化为引导，以自然生态为基底，以文化体验、度假养生为主题的旅游服务基地。项目占地面积约 710 公顷，建设内容包括游客服务中心、遗址公园、佛教文化园、古城商旅区、渤海风情园、影视文化园、温泉养生区、生态水岸休闲区、森林庄园、山林运动园等。项目总投资为 26 亿元，截至 2017 年 3 月末已投资 1.76 亿元，尚处于前期办理土地证及基础设施建设阶段，预计于 2025 年完工。项目前期建设主要依靠银行借款，后期计划引入 PPP 模式、股权投资基金等方式进行项目建设。

⁶ 截至 2017 年 3 月末已投资额较 2016 年 3 月末已投资额未发生变化主要系因天气原因当年未开工。

总体看，2017年该公司两大在建旅游产业项目计划投入1.31亿元，公司短期内面临的投融资压力有所缓解。

2. 房地产业务

该公司于2005年开始涉足房地产行业。目前公司房地产业务主要经营主体为全资子公司吉林省长白山房地产开发有限公司（简称“长白山房产”），主要从事房地产开发业务。

该公司房地产业务收入在总收入中占比较低。2014-2016年及2017年第一季度，公司房地产业务收入分别为0.19亿元、0.28亿元、0.35亿元和19.95万元，分别占营业收入的3.64%、4.87%、5.76%和0.47%；同期毛利率分别为46.93%、43.55%、29.61%和38.05%。该业务板块规模较小，对公司经营影响较小。

（1）普通住宅及商业地产项目

长白山房产拥有房地产开发三级资质，采用自主开发的经营模式，目前经营规模较小，累计开发项目较少。截至2017年3月末，该公司已完成普通住宅及商业地产项目主要为长白山商业步行街、池北区C号楼、滨河公寓、滨河公寓二期等；正在开发的项目有长白山文心广场写字楼、长白山文心广场综合馆项目等。公司商业项目资金来源均为自筹，用途多数为计划出租或自用。目前，公司房地产业务收入主要来源于长白山商业步行街项目，该项目在2014年确认收入为909.10万元、2015年确认收入2659.84万元、2016年确认收入1223.90万元；同时，公司2016年确认滨河公寓项目销售收入2227.30万元，带动了当年房地产业务收入的增长。

该公司投建完成的项目及在建项目未来能否实现销售及出租预期存在一定不确定性。公司目前在建的房产项目已基本投资完毕，短期内投资压力较小。项目预计视市场情况采取出租、出售的方式回笼资金，目前尚未开始预售（租）。短期内公司无土地储备及拟开工商住房产建设项目，投资压力可控。

图表 14. 截至 2017 年 3 月末公司已完工项目情况（单位：亿元）

名称	项目类型	完工时间	项目总投资额	已销售总额	回款情况	销售进度	回款方式
长白山商业步行街项目	商业	2016 年	2.02	0.41	0.32	13.29%	市场化出售（租）
C 号楼	住宅	2012 年	0.09	0.07	0.065	93.45%	市场化出售
滨河公寓	住宅	2009 年	0.33	0.23	0.22	94.96%	市场化出售

资料来源：长白山集团

注：长白山商业步行街项目计划视市场情况决定出售（租），目前出租及出售进度相对较慢

图表 15. 截至 2017 年 3 月末公司主要在建房地产项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	类型	开工时间	(预计) 完工时间	总投资	已投资	2017 年计划投资	已回笼资金	剩余可回笼资金
长白山文心广场 1 号写字楼	商业 (出租)	2015.03	2017.12	0.65	0.65	-	-	-
滨河公寓二期	普住	2014.09	2017.12	0.60	0.38	0.22	-	-
合计	-	-	-	1.25	1.03	0.22	-	-

资料来源: 长白山集团, 部分数据公司未提供

(2) 棚户区改造项目

该公司棚户区改造项目业务不确认营业收入, 公司的棚改项目为近几年为了配合长白山管委会的民生工程和整体规划而发生的业务, 全部为长白山管委会旧城改造构建的安置房, 建设资金全部由政府承担, 按照借款合同规定的本息偿还期限据实拨付。截至 2017 年 3 月末, 公司承建棚改项目共计两个, 分别为“长白山池南棚户区改造项目”和“长白山池北区棚户区改造项目”, 由长白山房产负责建设。

图表 16. 截至 2017 年 3 月末公司棚改项目在建情况 (单位: 亿元)

项目名称	类型	开工时间	预计完工时间	总投资	资本金到位情况	已投资	未来投资计划		
							2017 年	2018 年	2019 年
长白山池南棚户区改造项目	回迁房	2014.04	2017.12	2.95	0.56	2.77	0.18	-	-
长白山池北棚户区改造项目	回迁房	2014.06	2018.12	6.27	1.27	3.13	1.70	2.00	-
合计	-	-	-	9.22	1.83	5.90	1.88	2.00	-

资料来源: 长白山集团

该公司根据委托协议负责棚改项目的建设, 由当地政府承担并直接支付项目资本金, 其余棚改项目建设资金贷款已纳入财政预算。截至 2017 年 3 月末, 除收到的资本金外, 公司已收到财政拨款 0.54 亿元, 拨付进度正常。2017 年内及 2018 年财政计划拨款均为 0.42 亿元。建设资金将于 2021 年左右全部拨付完毕, 拨付总额 7.34 亿元。总体看, 公司棚改项目主要承担政府职能, 无利润空间。但由于项目建设资金拨付时间较漫长, 公司作为融资主体面临一定的资金压力。

3. 工程建设业务

该公司工程建设业务主要由子公司吉林省长白山基础设施建设有限公司 (简称“长白山基建”) 运营。公司拥有房屋建筑和市政公用工程施工总承包三级资质, 主要从事长白山保护区的房屋建筑和市政道路工程项目。业务模式方面, 公司主要通过参与招标获得工程施工项目, 并按照工

程建设进度与发包方结算工程款。2014-2016 年及 2017 年第一季度，公司工程建设业务收入分别为 848.04 万元、525.89 万元、482.20 万元和 45.26 万元，毛利率分别为 15.32%、11.46%、28.62%和 71.03%，对公司整体的收入及利润贡献非常有限。截至 2016 年末，公司在手订单主要为池北区二道白河镇园池街道工程、蓝景酒店洗浴中心屋面改造工程、长白山聚龙泉地质遗迹保护设施修复工程及长白山小天池地质遗迹保护（栈道）工程等，短期内业务量尚有保证。

4. 其他

除上述业务外，该公司其他业务主要包括特产销售、物业管理等，2014-2016 年及 2017 年第一季度分别实现收入 0.29 亿元、0.28 亿元、0.32 亿元和 0.00 亿元，占营业收入的比例分别为 5.53%、4.90%、5.42%和 1.14%，对公司收入贡献度较低。

（五）公司财务质量

中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2014-2016 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

截至 2016 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 70.73 亿元，所有者权益为 25.39 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 21.73 亿元）；2016 年公司实现营业收入 5.99 亿元，实现净利润 0.73 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.44 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为 0.63 亿元。

截至 2017 年 3 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 71.73 亿元，所有者权益为 24.97 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 21.17 亿元）；2017 年第一季度，公司实现营业收入 0.42 亿元，实现净利润-0.68 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为-0.57 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为-3.04 亿元。

该公司系长白山景区保护、开发及建设主体，跟踪期内，随着各旅游产业项目及房地产项目建设的推进，公司负债规模不断扩大。得益于未分配利润的积累，公司净资产实力有所增强。公司目前经营及投资环节资金缺口较大，主要通过增加银行借款加以解决。短期内在建项目投资压力趋缓，公司负债经营水平有望保持稳定。随着公司主业规模的扩大、财政补贴资金到账以及大额往来款的回收，公司经营性现金流状况将有所改善，

可对债务的偿付提供一定保障。

（六）公司抗风险能力

长白山景区知名度较高，资源优势较为明显，该公司盈利基础较好。随着我国旅游业的快速发展及长白山景区成熟度的不断提升，景区游客接待量仍有较大增长空间。作为景区开发建设主体，公司能够得到一定的政府补助，总体来看，公司抗风险能力很强。

1. 景区资源优势

该公司负责长白山景区的保护、开发和运营，长白山作为国家级自然保护区、国家 5A 级旅游景区、中国十大名山之一，享有较高的知名度和生态文化价值，旅游资源的竞争优势较为明显。

2. 未来发展空间较大

2014-2016 年及 2017 年第一季度，长白山景区旅游人数分别为 194 万人次、216 万人次、218 万人次和 15.48 万人次。景区旅游人数逐年增长，但尚未达到其核定承载量，未来仍有一定的发展空间。远未达到约 4 万人次/日的核定承载量。未来随着长白山景区内及周边旅游项目的开发以及基础设施的完善，该公司后续发展空间较大。

3. 政府支持力度较大

该公司作为长白山景区游山门票经营权的唯一运营主体，受到当地政府部门的大力支持。近年来长白山管委会通过现金注资、划拨资产等方式增强公司整体实力，公司资本实力不断提高。2014-2016 年末及 2017 年 3 月末，公司所有者权益分别为 24.19 亿元、24.85 亿元、25.39 亿元和 24.97 亿元。同时，公司能得到政府较大力度的补助，2014-2016 年及 2017 年第一季度，政府补助分别为 0.10 亿元、0.35 亿元、0.57 亿元和 0.00 亿元⁷。

五、公司盈利能力及偿债能力

（一）公司盈利能力

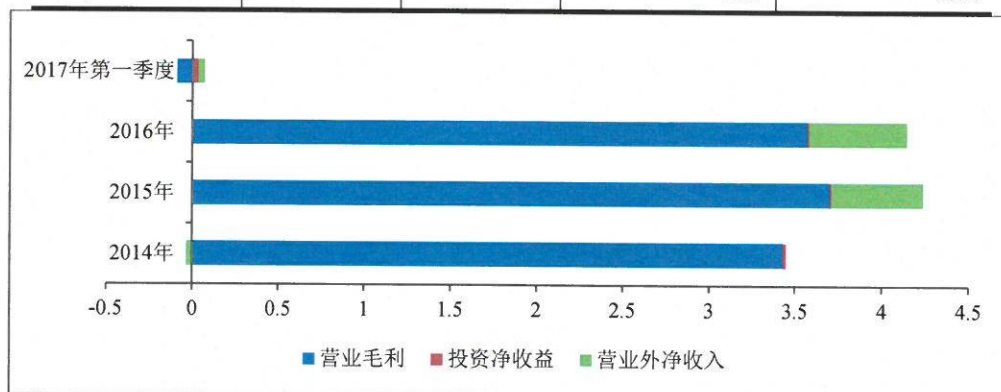
得益于景区游客量的逐年增长，该公司收入水平逐年提升，但受期间费用规模较大制约，公司盈利水平一般。

⁷ 政府补助一般于年末下拨。

随着长白山景区游客量的逐年增长，该公司景区门票及旅游客运业务发展逐年向好，2014-2016年，公司营业收入分别为5.30亿元、5.79亿元及5.99亿元。由于营业收入中占比较大的门票业务毛利率较高(80%以上)，因此拉高了公司综合毛利率水平，同期公司综合毛利率分别为64.68%、63.81%和59.65%，虽因人工成本上升等因素逐年下降，但仍保持在较高水平。2017年第一季度，受景区淡季影响，公司营业收入仅为0.42亿元，毛利率仅为-21.23%。

图表 17. 公司盈利来源及构成分析 (单位: 亿元)

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年	2017 年第一季度
营业毛利	3.43	3.70	3.57	-0.09
投资净收益	0.02	0.01	0.01	0.03
营业外净收入	-0.03	0.53	0.56	0.04
合计	3.41	4.24	4.14	-0.02



资料来源: 长白山集团, 新世纪评级整理、绘制

2014-2016年，该公司期间费用分别为2.42亿元、2.76亿元和2.92亿元。管理费用是公司期间费用最重要的构成，2014-2016年分别为1.86亿元、2.08亿元、2.07亿元，其中资源补偿费占比均达40%左右，其余为员工工资及固定资产折旧等。资源补偿费系公司拥有长白山景区管理权而需上交给景区管委会的费用，按照景区门票收入的40%比例上交。2014-2016年，公司期间费用中财务费用分别为0.47亿元、0.57亿元和0.74亿元，随公司刚性债务规模逐年扩大而增加。此外，公司每年还可获得一定的棚改项目补贴等政府补助收入，2014-2016年政府补助分别为0.10亿元、0.35亿元和0.57亿元，营业外收入分别为0.12亿元、0.53亿元和0.58亿元，为公司盈利带来一定补充。

2014-2016年，该公司净利润分别为0.42亿元、0.76亿元和0.73亿元，净资产收益率分别为2.59%、3.08%和2.92%，整体盈利水平一般。由于景区游客量目前尚未到达核定最大承载量，随着日后交通的便利、游客量的增长，公司未来整体营业收入及利润有望保持增长趋势，净资产获

利能力将逐渐增强。

2017 年第一季度，受景区淡季影响，该公司净亏损 0.68 亿元。

（二）公司偿债能力

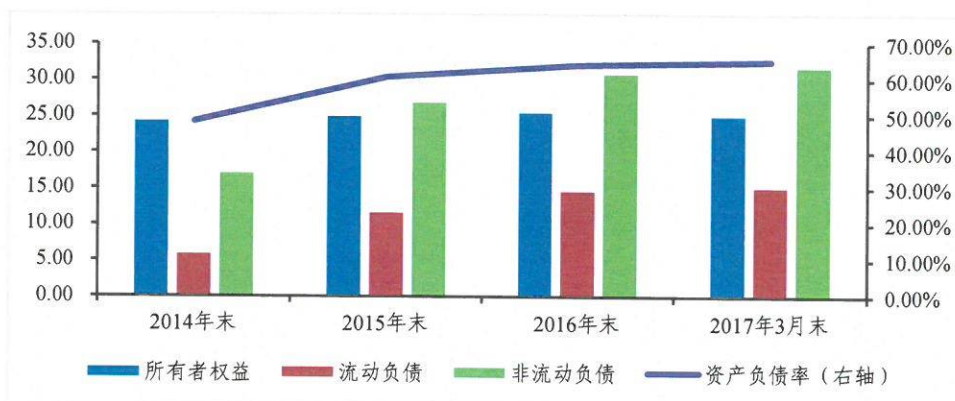
该公司系长白山景区保护、开发及建设主体，随着各旅游产业项目及房地产项目建设的推进，公司负债规模不断扩大。但得益于未分配利润的积累，公司净资产实力逐年增强，负债经营水平虽有所提升但仍处于合理水平。公司目前经营及投资环节资金缺口较大，主要通过增加银行借款加以解决。随着公司主业规模的扩大、财政补贴资金到账以及大额往来款的回收，公司经营性现金流状况将有所改善，可对债务的偿付提供一定保障。

1. 债务分析

（1）债务结构

随着商业地产项目、棚改项目及各旅游项目建设进程的推进，近年来该公司项目资金投入不断加大，负债规模也不断上升，2014-2016 年末，公司负债总额分别为 22.69 亿元、38.32 亿元和 45.35 亿元。得益于未分配利润的积累，公司净资产实力逐年增强，2014-2016 年末公司所有者权益分别为 24.19 亿元、24.85 亿元和 25.39 亿元。同期末公司资产负债率分别为 48.40%、60.66%和 64.11%，虽逐年增长但尚处于较合理水平。2017 年 3 月末，公司负债总额为 46.76 亿元，所有者权益为 24.97 亿元，资产负债率增至 65.19%。

图表 18. 2014 年以来公司资金来源情况（单位：亿元，%）



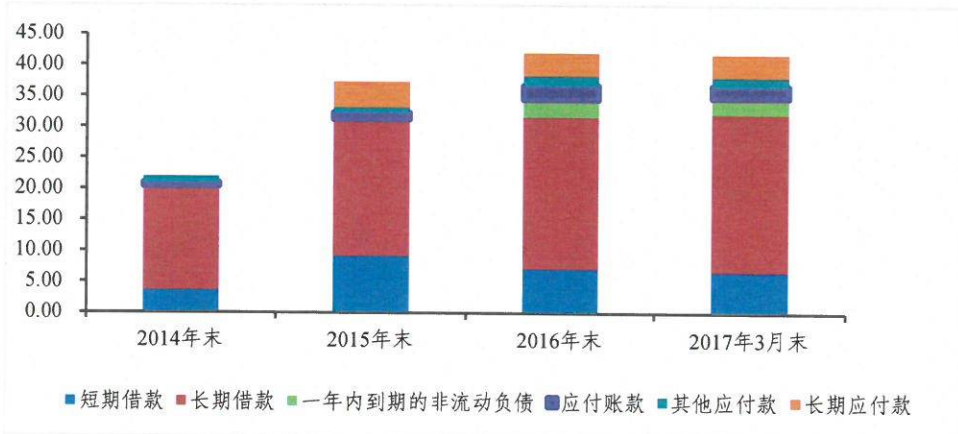
资金来源构成	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年第一季度末
流动负债	5.75	11.54	14.56	15.07
非流动负债	16.95	26.78	30.79	31.69
所有者权益	24.19	24.85	25.39	24.97

资金来源构成	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年第一季度末
资产负债率	48.40	60.66	64.11	65.19

资料来源：长白山集团，新世纪评级整理、绘制

从负债构成来看，该公司负债以非流动负债为主，2014-2016 年末，公司长短期债务比分别为 294.82%、232.14%、211.45%和 210.29%。公司债务主要为刚性债务，2016 年末为 40.23 亿元，占负债总额的 88.73%，主要为长短期银行借款、应付债券和长期应付款。长期应付款 3.75 亿元主要为收到的政府置换债券资金及融资租赁款；应付债券 2.00 亿元为公司发行的“16 长白山 MTN001”。此外，公司负债中还包括应付账款和其他应付款，2016 年末分别为 2.26 亿元和 1.55 亿元。其中应付账款主要为应付工程款、材料款及其他往来款项，2016 年末较上年末增长 105.79%主要系施工规模扩大导致的应付工程款大幅增加；其他应付款主要为与长白山景区管委会财审局等的往来款和保证金、押金，2016 年末较上年末增长 90.39%，主要系应付往来款和保证金、押金增加所致。2017 年 3 月末，公司负债总额较年初增长 3.12%至 46.76 亿元，债务结构变化不大。

图表 19. 2014 年以来公司债务主要构成（单位：亿元）



资料来源：长白山集团，新世纪评级整理、绘制

该公司直接债务融资渠道较为畅通，刚性债务以银行借款为主。截至 2016 年末，公司长短期银行借款合计 32.82 亿元，占刚性债务总额的 8.58%，主要为以长白山景区门票收费权及景区内道路质押取得的借款，年利率范围 4.35-5.88%，其中纳入政府债务的长期借款为 7.50 亿元，短期内置换计划尚未制定。截至 2017 年 3 月末，公司刚性债务小幅增至 42.54 亿元。

(2) 或有负债

2015 年 9 月 17 日，因吉 K10192 自卸低速货车驾驶员无证超速占道行驶，且操作不当，与该公司子公司长白山股份运营车辆吉 K40028 发生侧面碰撞，导致连同肇事司机共四人死亡，多人受伤的路外交通事故。经

长白山公安交警支队池北区大队的事故认定，公司驾驶员承担 917 事故的次要责任（20%）。截至 2016 年末，长白山股份累计垫付死亡赔偿款及医疗费等共计 416.15 万元。具体赔偿事宜仍在协商当中。

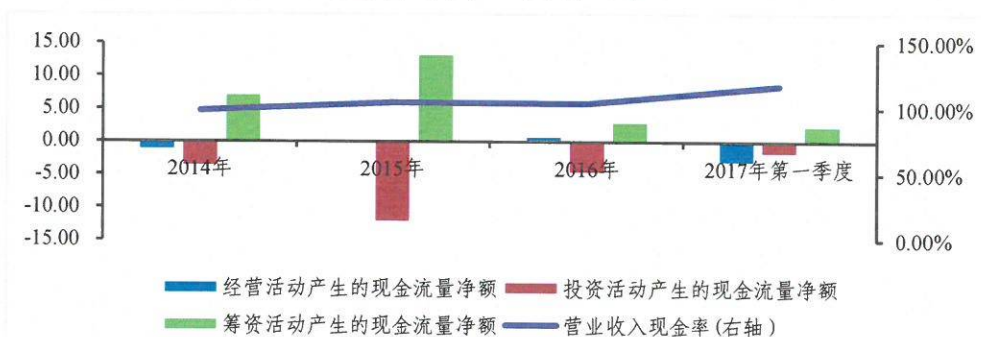
2. 现金流分析

该公司门票及客运等旅游业务板块主业获现能力较好，2014-2016 年，公司营业收入现金率分别为 98.41%、104.47%和 103.94%。受公司部分房地产项目集中投资及与关联方之间资金往来波动等因素影响，公司 2014-2016 年经营性现金净流量分别为-1.14 亿元、0.05 亿元和 0.63 亿元，呈逐年上升趋势。2017 年第一季度为旅游传统淡季，当期经营活动获取的现金净额为-3.04 亿元。

近年来，该公司持续在长白山景区及景区周边从事基础设施建设及旅游产业项目开发，同时，支付大额关联方借款、项目土地款和合作款等，使得投资性现金净流出。尤其是公司 2015 年对宝马项目及国际温泉度假区项目投资力度加大，及支付池北房屋征收经办中心土地款使得当年投资性现金支出大幅增多。2014-2016 年，公司投资活动产生的现金净流量分别为-3.61 亿元、-12.12 亿元和-4.57 亿元。2017 年第一季度，公司投资活动产生的现金净流量为-1.65 亿元。2016 年以来，由于公司主要项目建设暂缓，投资净支出有所减少。短期内，公司在建项目建设进度较慢，投资支出水平将有所控制。

近年来随着在建项目的持续投资，该公司资金缺口逐渐加大，主要通过银行借款弥补，2014-2016 年筹资活动产生的现金流量净额分别为 6.93 亿元、13.02 亿元、2.82 亿元和 2.20 亿元，其中取得借款收到的现金分别为 8.69 亿元、18.64 亿元、17.95 亿元和 3.52 亿元。

图表 20. 公司现金流量分析（单位：亿元，%）



项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年第一季度
营业收入现金率	98.41	104.47	103.94	117.26
经营活动产生的现金流量净额	-1.14	0.05	0.63	-3.04
投资活动产生的现金流量净额	-3.61	-12.12	-4.57	-1.65
筹资活动产生的现金流量净额	6.93	13.02	2.82	2.20

资料来源：长白山集团，新世纪评级整理、绘制

2014-2016年，该公司EBITDA分别为1.94亿元、2.90亿元和2.49亿元，主要来自于利润总额。同期EBITDA/利息支出分别为2.46倍、1.93倍和2.00倍。总体来看，公司主业盈利能力有待提高，EBITDA对利息支出的保障程度一般。

图表 21. 公司 2014-2016 年 EBITDA 及经营性现金净流入对债务覆盖情况

指标名称	2014 年度	2015 年度	2016 年度
EBITDA/利息支出[倍]	2.46	1.93	2.00
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.10	0.07
经营性现金净流入量与流动负债比率（%）	-19.83	0.63	4.87
经营性现金净流入量与负债总额比率（%）	-6.06	0.18	1.52

资料来源：长白山集团

3. 资产质量分析

近年来，随着房地产项目、景区基础设施及旅游产业等项目的持续建设，该公司资产规模快速扩张，2014-2016 年末分别为 46.89 亿元、63.17 亿元和 70.73 亿元，呈逐年上升趋势。

该公司资产结构受政府注入资产及往来款增加而产生波动，2014-2016 年末公司非流动资产分别为25.50亿元、27.81亿元和33.93亿元，分别占总资产的54.38%、44.02%和47.97%。公司非流动资产以可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产为主，2016年末分别为1.12亿元、1.45亿元、10.96亿元、4.33亿元、1.77亿元和13.49亿元。其中可供出售金融资产较上年末增长123.60%，主要为对国开瑞明投资基金公司、长白山农村商业银行股份有限公司、长白山保护开发区长白山旅游集散中心有限公司的投资；投资性房地产主要为房屋、建筑物，较上年末大幅增长34.10%，主要系存货、固定资产转入；固定资产为10.96亿元，较上年末上升86.31%，主要系公司控股子公司长白山旅游股份有限公司上市募投项目-长白山国际温泉度假区项目完工交付使用而转入固定资产科目核算所致；在建工程主要为长白山宝马古城文化旅游风景区基础设施工程项目（1.63亿元）及宝马经济区基础设施建设工程（0.57亿元）等，较上年末减少4.11%主要系部分在建工程转入固定资产所致；无形资产主要为土地使用权，较上年末增长11.26%；公司其他非流动资产⁸为景区道路，规模与上年末持平。2017年3月末，公司非流动资产为35.05亿元，较年初增长3.31%，资产结构较年初相比变化不大。总体看，公司非流动资产中以政府注入的景区道路等公益性资产以及温泉度假区酒店等固定

⁸根据长白山管委会出具的吉长管函【2014】99号划拨文件，长白山管委会对该公司划拨长白山所属景区相关道路资产共计13.49亿元，根据上述文件，该部分资产不计提折旧，且这部分资产的维修管理均由市政出资，公司不承担费用，故审计于2015年将其从固定资产调整至其他非流动资产。

资产为主，景区道路资产虽无法变现，但体现了较好的政府扶持；随着运营的逐步成熟，度假区酒店等资产可为公司带来新的利润增长点，资产质量尚好。

图表 22. 公司核心资产分布及变化趋势（亿元，%）

项目	2014 年末		2015 年末		2016 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.09	17.26	8.92	14.12	7.81	11.04
其他应收款	5.97	12.74	15.96	25.27	18.36	25.95
存货	4.50	9.60	7.00	11.08	9.47	13.39
固定资产	19.24	41.04	5.88	9.31	10.96	15.50
在建工程	0.98	2.09	4.52	7.15	4.33	6.12
无形资产	4.08	8.70	1.59	2.51	1.77	2.50

资料来源：长白山集团

该公司流动资产以货币资金、其他应收款和存货为主，2016年末分别为7.81亿元、18.36亿元和9.47亿元。货币资金较上年末减少12.48%（其中受限货币资金仅0.002亿元），主要为公司以货币资金预付工程款项和存货增加所致；其他应收款较上年末增长15.01%，主要系公司与长白山管委会财政局（7.64亿元）、池北区房屋征收经办中心（4.81亿元）等政府相关单位的往来款增加所致，相关单位将视自身财力情况尽快安排偿还；存货较上年末增长35.30%，主要系池北棚户区改造项目增加0.18亿元、池南棚户区改造项目增加0.26亿元、综合馆项目增加0.25亿元以及文心广场项目增加0.18亿元所致。2017年3月末，公司流动资产余额较年初小幅减少0.35%至36.68亿元，流动资产结构变化不大。

2016 年末，该公司流动比率及速动比率分别为 252.78%和 184.13%，且流动资产中货币资金存量较充裕，现金比率为 53.62%，公司资产流动性较好，可对即期债务的偿付提供一定保障。

（三）外部支持

该公司为长白山保护开发区建设管理的运营主体，在资金、业务及融资等方面都能得到股东长白山管委会国资委的大力支持。公司与多家银行建立了长期的合作关系，拥有一定规模的授信额度。截至 2017 年 3 月末，公司合并口径获得银行授信总额为 41.72 亿元，尚未使用额度为 8.34 亿元。

六、公司过往债务履约情况

根据 2017 年 6 月 26 日的《企业信用信息报告》，该公司已结清债务中存在 3 笔欠息记录，其中一笔发生于 2007 年 1 月，两笔发生于 2009 年

4月，最近结清日期为2012年3月，因事项发生时间较早，目前欠息原因不明；未结清债务中无违约情况。截至2017年3月末，公司待偿还债券本金余额为4亿元，目前尚未发生本息兑付。

图表 23. 公司待偿债券发行兑付概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
16 长白山 MTN001	2.00	5 年	4.50	2016-11-21	未发生本息兑付
17 长白山 CP001	2.00	1 年	5.30	2017-03-01	未发生本息兑付
合计	4.00	---	---	---	---

资料来源：长白山集团

七、结论

该公司股权结构清晰，为长白山管委会国资委独资企业。公司法人治理结构较为健全，基本能够满足公司管理的需要，但日常经营受政府管控力度较大。公司组织机构较为合理，内部管理制度较为完善，基本能满足公司日常经营的需要。

该公司主业包括旅游业务、房地产业务及工程建设业务等。其中旅游业务板块中主要包括长白山景区的保护、开发及运营，以及相关的客运及旅行社业务，是公司最主要的收入及利润来源。房地产及工程建设业务主要围绕长白山开发区开展棚户区改造及景区基础设施建设等，收入及利润规模相对较小。近年来得益于游客人数的增长，公司旅游业务板块发展态势较好，带动公司整体收入水平的逐年提升。公司目前从事的旅游产业及房地产项目的开发建设短期内投入趋缓，短期内公司资金压力趋缓。

随着各旅游产业项目及房地产项目建设的推进，该公司负债规模不断扩大。但得益于自身未分配利润的积累，公司净资产实力有所增长。公司目前经营及投资环节资金缺口较大，主要通过增加银行借款加以解决，2016年以来新增债券融资方式，一定程度上降低了融资成本。公司短期内在建项目投资趋缓，负债经营水平有望保持。随着公司主业规模的扩大、财政补贴资金到账以及大额往来款的回收，公司经营性现金流状况将有所改善，可对债务的偿付提供一定保障。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范,在本信用评级报告有效期(本信用评级报告出具之日起至 2018 年 9 月 11 日止)内,本评级机构将持续关注发行人外部经营环境的变化、影响发行人经营或财务状况的重大事件、发行人履行债务的情况等因素。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时,本评级机构将启动不定期跟踪评级程序,发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

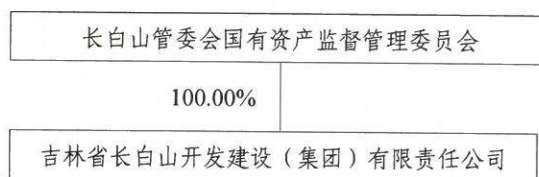
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料,本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范,采取公告延迟披露跟踪评级报告,或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

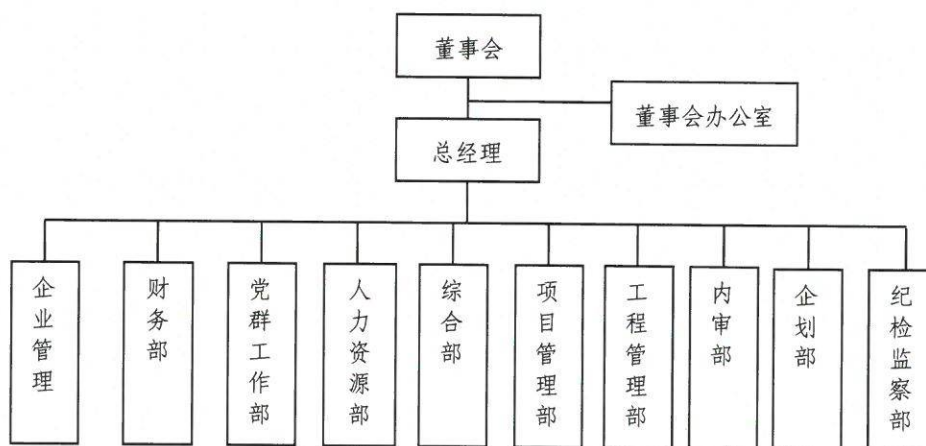
公司与实际控制人关系图



注：根据长白山集团提供的资料绘制（截至 2017 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据长白山集团提供的资料绘制（截至 2017 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称			母公司 持股比例 (%)	主 营 业 务	2016 年(末)主要财务数据 (亿元)				
全称	简称	刚性债务余额			所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净 流入量	
吉林省长白山开发建设（集团）有限公司	长白山集团	本部	景区管理、旅游客运	32.92	16.57	1.71	0.21	-0.09	
长白山旅游股份有限公司	长白山股份	59.45	旅游客运	0.00	9.01	3.07	0.71	1.29	
吉林省长白山景区管理有限公司	景区管理公司	100.00	景区管理、旅游接待	0.00	0.17	0.51	0.02	0.02	
吉林省长白山基础设施建设有限公司	长白山基建	100.00	基础设施开发建设	6.79	0.35	0.57	0.01	-0.03	
吉林省长白山房地产开发有限公司	长白山房产	100.00	房地产开发	0.00	0.51	0.45	0.05	-1.08	
长白山国际文化传媒有限公司	长白山传媒	100.00	电视制作等	0.00	0.15	0.00	0.02	-0.01	
长白山宝马古城实业有限公司	宝马实业	100.00	房地产开发与经营、土地一级开发	0.00	0.80	0.00	-0.01	0.08	
吉林省长白山岳桦房地产开发有限公司	岳桦房产	100.00	房地产开发经营	0.00	0.19	0.00	-0.01	-1.47	

注：根据长白山集团 2016 年度审计报告附注及提供的其他资料整理

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
资产总额 [亿元]	46.89	63.17	70.73	71.73
货币资金 [亿元]	8.09	8.92	7.81	5.32
刚性债务[亿元]	20.33	35.37	40.23	42.54
所有者权益 [亿元]	24.19	24.85	25.39	24.97
营业收入[亿元]	5.30	5.79	5.99	0.42
净利润 [亿元]	0.42	0.76	0.73	-0.68
EBITDA[亿元]	1.94	2.90	2.49	—
经营性现金净流入量[亿元]	-1.14	0.05	0.63	-3.04
投资性现金净流入量[亿元]	-3.61	-12.12	-4.57	-1.65
资产负债率[%]	48.40	60.66	64.11	65.19
长期资本固定化比率[%]	61.97	53.86	60.40	61.87
权益资本与刚性债务比率[%]	118.98	70.25	63.10	58.69
流动比率[%]	372.19	306.51	252.78	243.37
速动比率 [%]	255.85	220.42	184.13	160.34
现金比率[%]	140.82	77.32	53.62	35.33
利息保障倍数[倍]	1.53	1.38	1.45	—
有形净值债务率[%]	113.24	165.72	193.11	213.79
营运资金与非流动负债比率[%]	92.32	88.96	72.25	68.18
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	14.01	12.52	12.78	—
存货周转速度[次]	0.63	0.36	0.29	—
固定资产周转速度[次]	0.45	0.46	0.71	—
总资产周转速度[次]	0.15	0.11	0.09	—
毛利率[%]	64.68	63.81	59.65	-21.23
营业利润率[%]	13.82	10.45	8.93	-171.12
总资产报酬率[%]	3.46	3.78	2.69	—
净资产收益率[%]	2.59	3.08	2.92	—
净资产收益率*[%]	0.68	1.64	2.06	—
营业收入现金率[%]	98.41	104.47	103.94	117.26
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-19.83	0.63	4.87	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.06	0.18	1.52	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-82.87	-139.55	-30.18	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-25.31	-39.54	-9.41	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.46	1.93	2.00	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.10	0.07	—

注：表中数据依据长白山集团经审计的 2014-2016 年度及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清偿担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级 公司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 级 公司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 级 公司偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级 公司偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级 公司偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级 公司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 级 公司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 级 公司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 级 公司不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级 债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级 不能偿还债券本息。

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。