

江苏天目湖旅游股份有限公司

2019 年公开发行可转换  
公司债券信用评级报告



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：

报告编号：  
中鹏信评【2019】第 Z  
【139】号 01

分析师

姓名：  
刘诗华 董斌  
电话：  
0755-82872240

邮箱：  
liushh@cspengyuan.com

评级日期：  
2019年4月17日

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  
评级方法已披露于公司  
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)

## 江苏天目湖旅游股份有限公司 2019年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA- 发行主体长期信用等级：AA-  
发行规模：不超过3亿元（含） 评级展望：稳定  
债券期限：6年 增信方式：股东股权质押  
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

### 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”）本次拟公开发行总额不超过3亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司旅游产品丰富，形成了互补的复合效应，景区客流量及收入稳定增长，收入来源多样化，公司资本实力不断增强，经营活动现金流表现良好；同时中证鹏元也关注到，公司景区地域集中，业务易受当地环境影响，在建及拟建项目投资规模较大，面临一定的资金压力等风险因素。

### 正面：

- 公司旅游产品丰富，形成了互补的复合效应。公司依托国家5A级旅游景区天目湖度假区优质的生态自然资源，开发并完善了旅游产业链，在山水园和南山竹海景区基础上相继开发了御水温泉、水世界主题公园及南山小寨等游乐配套设施，各旅游产品在功能性和季节性上形成了互补的复合效应。
- 公司景区客流量及收入稳定增长，收入来源多样化。2016-2018年公司山水园和南山竹海景区客流量合计分别为188.98万人、197.06万人和203.48万人，复合增长率达3.77%，客流量稳定增长；2016-2018年山水园和南山竹海景区门票收入合计占当期主营业务收入的比重分别为26.05%、26.19%和25.79%，景区二次消费收入、温泉以及酒店业务收入合计占比较高，收入来源多样化。
- 公司资本实力逐年增强，负债率较低，经营活动现金流表现良好。截至2018年末公司归属于母公司所有者权益达到82,562.46万元；2016-2018年所有者权益复

合增长率为 57.32%，资产负债率为 20.24%。另外，公司经营性现金流充沛，2016-2018 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 20,968.61 万元、21,324.65 万元及 22,538.21 万元。

### 关注：

- **公司景区地域集中，业务易受当地环境影响。**公司景区集中于溧阳市境内，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，对公司的业务造成一定不利影响。同时公司主要经营产品易受天气情况影响，若出现恶劣气候，亦将导致游客数量减少，从而对公司相关产品的收入造成不利影响。
- **公司在建及拟建项目投资规模较大，面临一定的资金压力。**截至 2019 年 3 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 0.55 亿元，仍需投资 5.19 亿元，由于投资规模较大，公司将面临一定的资金压力，且需关注后续投资能否产生预期收益。

### 主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	112,706.51	110,533.71	96,479.97
归属于母公司所有者权益	82,562.46	75,441.45	31,248.27
有息债务	9,320.00	18,188.00	49,870.00
资产负债率	20.24%	26.14%	62.35%
流动比率	1.80	1.58	0.20
速动比率	1.76	1.54	0.16
营业收入	48,942.62	46,068.39	42,178.67
营业利润	15,833.56	13,136.59	10,402.78
净利润	11,804.49	9,761.08	8,024.85
综合毛利率	62.10%	63.66%	65.07%
总资产回报率	14.72%	14.57%	13.70%
EBITDA	23,832.56	22,901.90	21,510.99
EBITDA 利息保障倍数	35.24	11.09	7.55
经营活动现金流净额	22,538.21	21,324.65	20,968.61

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告及 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司前身为1992年9月设立的溧阳市天目湖旅游公司（以下简称“天目湖公司”），成立时注册资本为250.00万元；2003年4月28日，根据溧阳市经济体制改革委员会办公室出具《关于同意溧阳市天目湖旅游公司改制方案的批复》（溧体改办发【2003】9号），江苏天目湖(集团)有限公司（以下简称“天目湖集团”，该公司系江苏省溧阳市沙河水库管理处下属企业）与孟广才等6位自然人签订产权转让协议，由孟广才等6位自然人出资买断天目湖公司全部经营性净资产；2005年5月5日，孟广才等6位自然人将其购买的天目湖公司净资产916.73万元与货币资金383.30万元作为出资，共同设立溧阳市天目湖旅游有限公司（以下简称“天目湖有限”），注册资本为1,300.00万元；后经历次增资扩股，天目湖有限于2008年9月整体变更为股份有限公司，注册资本为6,000.00万元，股本总数为6,000.00万股。

公司于2017年9月向社会公开发行人民币普通股（A股）2,000.00万股（每股面值1元），募集资金总额为39,360.00万元，股票代码为“603136.SH”，公司注册资本增至8,000.00万元，股本总数增至8,000.00万股。2019年3月28日，公司2018年年度股东大会通过《2018年度利润分配预案》，同意以2018年末总股本8,000.00万股为基数，以资本公积金转增股本方式向全体股东每10股转增4.5股，转增后公司股本总额变更为11,600.00万股，注册资本变更为11,600.00万元，截至2019年3月末，该工商备案登记尚在办理中。截至2018年12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%，前十大股东明细如表1所示。

**表1 截至2018年12月31日公司前十大股东及持股情况（单位：股）**

股东名称	持股比例（%）	期末持股数量
孟广才	51.45	41,160,000
方蕉	5.91	4,728,000
陶平	4.41	3,528,000
史耀锋	4.41	3,528,000
蒋美芳	4.41	3,528,000
陈东海	4.41	3,528,000
肖径松	0.57	454,900
梁日文	0.55	439,200
林要兴	0.25	202,000
王顺兴	0.25	201,900
<b>合计</b>	<b>76.62</b>	<b>61,298,000</b>

资料来源：公司2018年年度报告

公司依托国家5A级旅游景区天目湖度假区优质的生态自然资源，主要从事旅游景区的开发管理和经营，所涉经营项目主要包括景区经营、水世界主题公园、温泉、酒店、旅行社等相关旅游业务。截至2018年末，纳入公司合并报表范围的子公司共7家，明细见表2。

**表2 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）**

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
溧阳市天目湖南山竹海旅游有限公司	1,000	65.00%	旅游服务
溧阳市南山竹海索道有限公司	100	84.25%	索道运输
溧阳市天目湖御水温泉度假有限公司	3,000	100.00%	温泉浴服务、餐饮住宿
溧阳市天目湖旅行社有限公司	200	100.00%	旅游服务
溧阳市天立源农业发展有限公司	50	100.00%	农业
溧阳市千采甸酒店有限公司	50	100.00%	餐饮、住宿
溧阳市南山职工休养有限公司	50	100.00%	疗休养服务

资料来源：公司2018年年度报告

## 二、本期债券概况

**债券名称：**江苏天目湖旅游股份有限公司公开发行可转换公司债券；

**发行总额：**不超过3亿元（含）；

**债券期限：**6年；

**债券利率：**本次发行债券票面利率的确定方式及具体每一一年度的利率水平经公司股东大会授权董事会及其授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

**还本付息方式：**每年付息一次，到期归还未转股的可转债本金和最后一年利息；

**转股期限：**自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

**初始转股价格：**本期债券初始转股价格不低于《江苏天目湖旅游股份有限公司公开发行可转换公司债券募集说明书》（以下简称“募集说明书”）公告日前二十个交易日公司A股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价；具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

**转股价格的调整方式：**在本次发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股

本)时,则转股价格相应调整。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时,将依次进行转股价格调整,并在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登转股价格调整的公告,并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股期间(如需);当转股价格调整日为本次发行的可转换公司债券持有人转股申请日或之后,转换股份登记日之前,则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次发行的可转换公司债券持有人的债权利益或转股衍生权益时,公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转换公司债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据当时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

**转股价格向下修正条款:** 在本期债券存续期间,当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时,公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时,持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日均价之间的较高者。若在前述二十个交易日内发生过转股价格调整的情形,则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算,在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

如公司决定向下修正转股价格时,公司须在中国证监会指定的信息披露报刊及互联网网站上刊登股东大会决议公告,公告修正幅度和股权登记日及暂停转股期间。从股权登记日后的第一个交易日(即转股价格修正日),开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后,转换股份登记日之前,该类转股申请应按修正后的转股价格执行。

**赎回条款:** (1) 到期赎回条款,在本期债券期满后五个交易日内,公司将赎回全部未转股的可转换公司债券,具体赎回价格由股东大会授权董事会及其授权人士根据发行时市场情况与保荐机构(主承销商)协商确定。(2) 有条件赎回条款,转股期内,当下述两种情形的任意一种出现时,公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券: 1) 在转股期内,如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格高于当期转股价格的 130% (含 130%); 2) 当本期债券未转股余额不足 3,000 万元时。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形,

则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

**回售条款：**（1）有条件回售条款，在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。最后两个计息年度可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。（2）附加回售条款，若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权。

**向原股东配售的安排：**本次发行的可转换公司债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体比例提请股东大会授权董事会及其授权人士根据发行时具体情况确定，并在本次发行的发行公告中予以披露。

**增信方式：**本次可转债采用股票质押的担保方式。公司股东孟广才、方蕉、史耀锋、陶平、陈东海将其合法拥有的部分公司股票作为质押资产进行质押担保。担保范围为公司经中国证监会核准发行的可转债本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人，以保障本次可转债的本息按照约定如期足额兑付。

投资者一经通过认购或者购买或者其他合法方式取得本次发行的可转债，即视同认可并接受本次可转债的担保方式，授权本次可转债保荐机构（主承销商）作为质权人和债权人的代理人代为行使担保权益。



### 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过30,000万元（含），募集资金扣除发行费用后，将全部投资于南山小寨二期项目、御水温泉（一期）装修改造项目，资金投向明细如下：

**表3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）**

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
南山小寨二期项目	26,492.04	24,000.00	90.59%
御水温泉（一期）装修改造项目	6,911.94	6,000.00	86.81%
<b>合计</b>	<b>33,403.98</b>	<b>30,000.00</b>	<b>89.81%</b>

资料来源：公司提供

#### （一）南山小寨二期项目

##### 1.项目建设内容及建设进度

该项目是以酒店为主体的开放式文化景点，项目具体建设内容包括主题酒店、餐厅、特色作坊、展览馆、书院、茶庄、小剧场等。项目建成后将形成酒店、餐饮、民俗及非遗文化体验等丰富业态。项目实施地点为溧阳市戴埠镇李家园村，毗邻南山小寨一期和御水温泉。项目投资总额 26,492.04 万元，拟使用募集资金投入 24,000.00 万元。该项目建设期为 2 年，截至 2019 年 3 月末，该项目尚未开工。

##### 2.项目审批情况

该项目已取得溧发改备【2019】42号《企业投资项目备案通知书》。

##### 3.项目收益分析

根据公司 2019 年 4 月 4 日披露的《江苏天目湖旅游股份有限公司关于公开发行可转换公司债券募集资金运用的可行性分析报告（修订稿）》（以下简称“可行性分析报告”），项目投资回收期预计为 9.29 年（所得税后，含建设期），财务内部收益率（所得税后）预计为 10.61%。

#### （二）御水温泉（一期）装修改造项目

##### 1.项目建设内容及建设进度

御水温泉（一期）项目主要包括御水温泉度假酒店、御水温泉客栈及御水温泉，该项目是对上述酒店、客栈和温泉的整体改造，包括室内装修工程、设施设备更新、温泉管道改造等工程。项目完成后，相关酒店及温泉品质将进一步提高。项目实施地点为溧阳市戴埠镇李家园村，御水温泉（一期）项目原址。项目投资总额 6,911.94 万元，拟使用募集资金投入 6,000.00 万元。项目实施主体为子公司溧阳市天目湖御水温泉度假有限公司。该项目建设期为 1 年，截至 2019 年 3 月末，该项目尚未开工。

## 2.项目审批情况

该项目已取得深发改备【2019】36号《企业投资项目备案通知书》。

## 3.项目收益分析

根据上述可行性分析报告，该项目投资回收期预计为6.51年（所得税后，含建设期），财务内部收益率（所得税后）预计为12.31%。

我们关注到，募投项目的实际建设工期与前期规划可能存在偏差，能否如期完工存在不确定性；另外，受经济环境和市场竞争等因素影响，募投项目能否达到预期收益率亦存在不确定性。

## 四、运营环境

**近年来我国人均可支配收入持续增长叠加政策利好、交通基建迅速发展，预计2019年旅游行业收入将持续增长，但受宏观经济影响增速可能有所放缓**

旅游消费属于可选消费，在国民经济发展态势向好时，旅游收入增速高于经济增速。我国从2009年开始旅游收入保持高速增长，且增速持续高于GDP增速。但2018年受宏观经济的不利因素影响，旅游业收入及游客量同比增速有所下滑。

根据文化和旅游部数据，2018年十一黄金周全国共接待国内游客7.26亿人次，同比增长9.4%，实现国内旅游收入5,990.8亿元，同比增长9.0%。而2016年、2017年十一期间游客数量同比增速为12.7%、11.9%，旅游总收入同比增速为14.5%、13.9%，与过去两年对比，2018年十一期间旅游总收入增速和游客人数增速均呈现下降态势。

从驱动旅游业发展的因素来看：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。从人均可支配收入来看，2014-2017年我国人均GDP增速均维持在8%以上，2017年城镇居民可支配收入达36,396元。国家文化和旅游部数据中心的数据显示，2018年第一、二、三季度居民总体旅游意愿分别为83.0%、84.8%、86.39%。出游意愿的持续走高将推动旅游业的进一步发展。

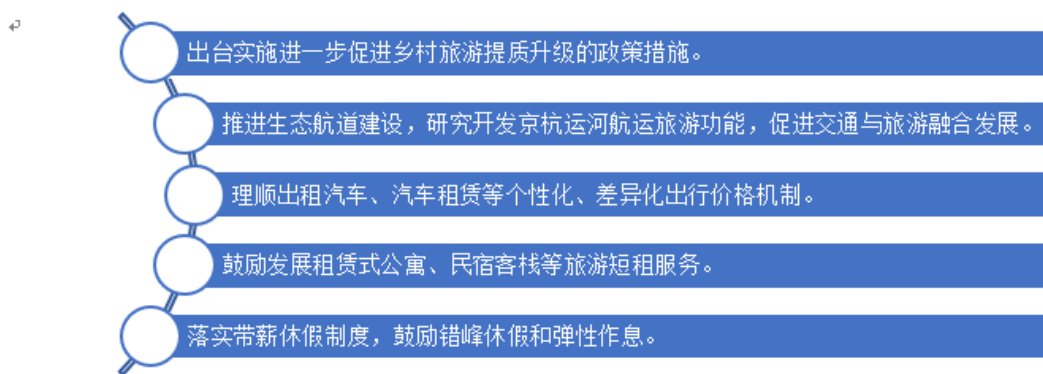
图1 2016年四季度起我国居民出游意愿持续走高



资料来源：中国旅游研究院，中证鹏元整理

其次，旅游业易受休假政策影响。2018年10月国务院办公厅印发《完善促进消费体制机制实施方案(2018—2020年)》(以下简称“《实施方案》”),针对旅游领域从出行方式、住宿服务等方面提出具体意见,利好周边游、乡村旅游的快速发展,进一步推动旅游消费增长。

图2 《完善促进消费体制机制实施方案(2018—2020年)》针对旅游领域部分内容



资料来源：《实施方案》，中证鹏元整理

此外,近年来我国交通基建发展迅速,提高了消费者出行便捷性,催化旅游意愿。2017年末全国铁路营业里程达到12.7万公里,全国公路总里程477.35万公里,旅客吞吐量达到100万人次以上的通航机场有84个,全国汽车保有量达2.17亿辆。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,推动了地区观光、休闲度假旅游需求的持续增长。

整体来看，近年来我国人均可支配收入持续增长叠加政策利好、交通基建发展迅速，预计旅游行业收入2019年将持续增长，但受宏观经济影响增速可能有所放缓。

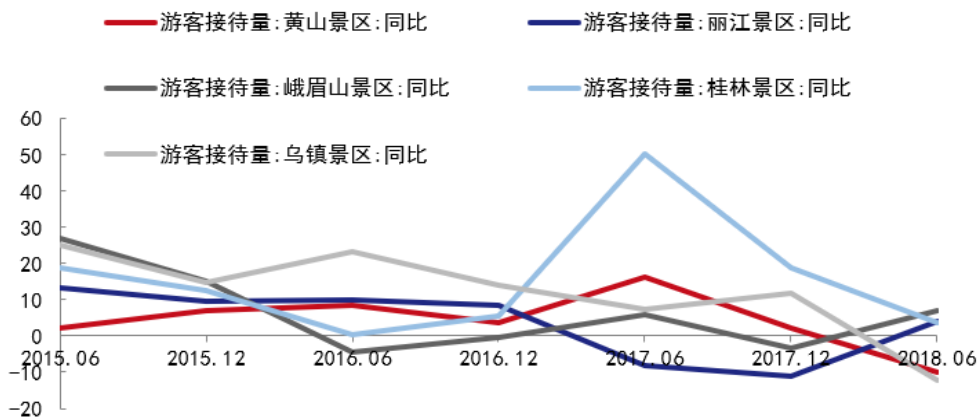
### 多地景区出台门票降价措施，受降价影响预计 2019 年以门票收入为主的自然/人文景区企业营收增速将进一步承压

在全域旅游的大背景下，景区门票降价成为趋势。2018 年 3 月《政府工作报告》明确提出，创建全域旅游示范区，降低重点国有景区门票价格。2018 年 6 月 29 日，国家发改委发布了《关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》（以下简称“指导意见”），要求今年降低重点国有景区门票价格取得明显成效。在降低门票价格同时，不得提高景区内交通运输等其他游览服务价格，变相增加游客负担。

从降价影响范围来看，由于景区自然资源的国有化属性，降低重点国有景区门票价格主要指的是占用国有资源的政府定价类景区，因此该降价指导意见将对我国大部分景区产生影响。根据前瞻产业研究院资料，截至 2018 年 9 月各地已向社会公布了 981 个景区免费开放或降价措施。降价的 907 个景区中，降幅超过 20% 的 491 个占 54.3%，降幅超过 30% 的 214 个占 23.6%。从降价执行时点来看，大多样本企业自 2018 年 9、10 月开始执行。

景区收入主要受客流及门票价格影响。从部分上市自然景区的游客接待人数来看，2017-2018 年来游客接待量增速趋于稳定，增速较小甚至部分出现负增长（见图 3）。同时受景区客流承载量限制，大部分高等级景区在旺季客流量饱和，此外客流量受天气因素影响较大，预计因门票价格下降而增长的游客人数有限。

图3 主要上市景区游客接待量2017-2018年增速缓慢



资料来源：Wind，中证鹏元整理

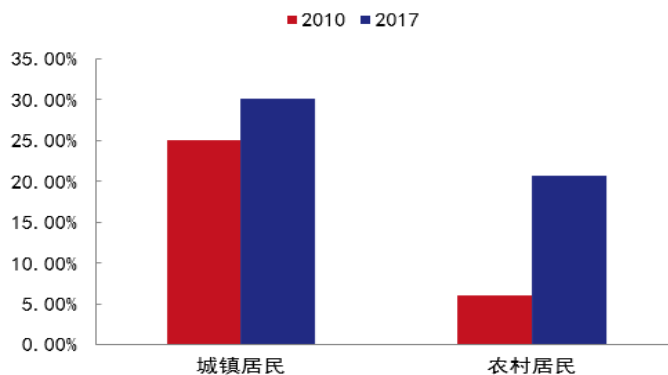
受客流增速放缓及宏观经济不利因素影响，2018 年景区企业营收增速缓慢。以门票收入为主的自然/人文景区企业，受降价影响预计 2019 年营业收入增速可能进一步承压。

峨眉山 A 公告称参照 2017 年游客人数计算，预计公司门票收入 2018 年、2019 年分别减少约 1,000 万元、5,000 万元。云南旅游和丽江旅游也分别发布公告称，由于票价下调预计公司 2019 年门票收入分别减少 600 万元、0.8 亿元~1.2 亿元。黄山旅游发布公告称此次门票价格调整后，将对公司经营业绩产生一定影响。张家界在其 2018 年半年报中，称门票价格下调影响环保客运营业收入减少 875.05 万元。中证鹏元认为，多地景区出台门票降价措施，而受客流增速放缓及宏观经济不利因素影响，2018 年样本企业营收增速缓慢，预计 2019 年以门票收入为主的自然/人文景区企业营收增速将进一步承压。

### 休闲度假游的比重提升成为趋势，自然景区拓展布局休闲度假游打造新的盈利增长点，休闲度假需求的增加将推动人文休闲景区、主题公园收入的增长

近年来我国休闲度假游比重上升成未来发展趋势。根据《中国国内旅游发展年度报告 2018》，我国城镇居民旅游消费约占到全国的 80%，2010 年我国城镇居民出游以观光游览为目的者占 32.9%，以休闲度假为目的者占 25.0%。2017 年分别为 22.1%和 30.1%。观光游览的比重下降已经成为国民旅游市场的中长期趋势，休闲度假游的比重提升成为趋势。

图 4 2010 年、2017 年居民出游目的中休闲度假占比上升



资料来源：《2018 中国国内旅游发展年度报告》，中证鹏元整理

从自然景区企业来看，在休闲游比重提升的趋势下，部分上市自然景区企业纷纷布局休闲度假游（见表 4），结合景区自身的地域条件和文化特色，打造符合当地特色的休闲游产品和目的地。对于自然景区而言，休闲游项目可以延长游客在其景区的停留时间，增加游客各项消费。休闲游将带来企业盈利模式的升级，打造自然景区企业新的盈利增长点。

表 4 上市自然景区企业近年来结合自身条件拓展布局休闲度假游

公司	转型规划	项目状态
长白山旅游股份有限公司	募集资金 2.70 亿元建设长白山国际温泉度假区项目。	截至 2017 年底长白山国际温泉度假区建设项目完成前后场及水疗区景观，酒店维保及系统平衡调试工作。

张家界旅游集团股份有限公司	募集配套资金建设大庸古城，打造旅游综合休闲区	2018年10月1日已完工
黄山旅游发展股份有限公司	2018年10月审议通过子公司投资建设花山谜窟景区提升工程（一期）项目，预计投资总额为3.83亿元，打造综合休闲度假旅游目的地；2018年6月收购太平湖景区，全力推进“一山一水一村一窟”的业态布局；打造山下小镇切入休闲游，2017年12月宣布和蓝城集团战略合作，探索“旅游+”特色小镇发展模式	花山谜窟景区提升工程（一期）项目2018年10月开始招标动工，预计至2020年底完成建设
峨眉山旅游股份有限公司	募集资金2亿元建设峨眉山旅游文化中心，包括甲级剧院以及峨眉山文化主题餐厅、旅游购物区、三维立体摄影中心等综合旅游休闲设施。	在建，截至2017年末已投入130.15万元。
桂林旅游股份有限公司	桂林千古情景区2018年7月开业	已开业
云南旅游股份有限公司	拟发行股份收购深圳华侨城文化旅游科技股份有限公司；拟对世博园艺术广场进行升级改造，打造具有地方文化特色的“昆明故事项目”，实现世博园景区由单一的景观旅游向文化体验旅游的转型升级	截至2018年3月已投资102.24万元。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

居民收入增长将推动旅游消费升级，对生活品质的追求提升带动观光游向休闲度假游转变。根据中国社会科学院发布的《2017年社会蓝皮书》，基于全国社会调查数据测算，当前阶段中等收入群体家庭人口占全国家庭总人口的比例为37.4%。我国中等收入家庭阶层比例的逐步扩大，其对精神文化的需求及对生活的品质追求越来越高，推动休闲度假需求持续释放。此外家庭亲子是主题公园的重要消费群体，受益于全面放开二胎政策带动亲子休闲游需求的增加。叠加带薪休假制度及高铁网络的不断完善，未来休闲度假需求有望持续上升。预计在休闲度假比重上升的趋势下，休闲度假需求的增加将推动人文休闲景区、主题公园未来收入的增长。

但需要注意的是，旅游行业属于高敏感度行业，易受外部环境影响，一旦发生例如非典、雪灾、地震等自然灾害、疫情类的不可抗力事件，将会导致游客量大幅减少；同时如遇如高温、雨水、严寒等恶劣天气，亦会带来区域内游客量的减少，从而对旅游企业的经营业绩造成影响。

## 五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》等相关法律法规和现代企业制度的要求，建立了公司内部控制的组织架构，确保了公司股东大会、董事会、监事会等机构的操作，明确了权力决策机构与经理层之间职责权限。

股东大会是公司最高权力机构，通过董事会对公司进行管理和监督，认真行使法定职

权，维护公司和全体股东的合法权益。董事会的人数及人员构成符合法律、法规和《公司章程》的要求。董事会由9名董事组成，其中独立董事3名，设董事长1人。此外，董事会下设有审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会和战略委员会四个专门委员会。其中审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会成员中独立董事占多数，审计委员会中有一名独立董事为会计专业人士。

公司总裁在董事会领导下，全面负责公司的日常经营管理活动，保证公司的正常运转。公司监事会由三名监事组成，其中，职工代表监事一名，设监事会主席一名，监事会主席由全体监事过半数选举产生。

公司建立了与业务相适应的项目建设部、证券部、工程管理部、质量监督部、财务部、营销中心、人力资源部、行政部、采购部、信息管理部等组织结构，各部门有明确的管理职责和权限，部门之间建立了适当的职责分工和报告制度，部门内部也存在相应的职责分工。

截至2018年12月末，公司员工总数为1,176人，专业结构和教育程度如表5所示。员工结构以生产和行政部门人员为主。

**表5 截至2018年12月末公司员工构成情况**

按专业构成	人数	占比
生产	742	63.10%
销售	42	3.57%
技术	101	8.59%
财务	48	4.08%
行政	243	20.66%
<b>合计</b>	<b>1,176</b>	<b>100%</b>
按学历构成	人数	占比
本科	153	13.01%
专科	254	21.60%
高中及以下	769	65.39%
<b>合计</b>	<b>1,176</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司2018年年度报告

## 六、经营与竞争

公司依托溧阳市天目湖旅游度假区的优质生态自然资源，结合地方区域文化，先后开发建设了天目湖山水园景区、天目湖南山竹海景区、天目湖御水温泉度假项目、天目湖水世界主题公园等集观光、度假、休闲功能为一体的旅游景区和产品。除上述主要旅游产品

和服务外，公司还拥有南山竹海客栈、乡菜馆等宾馆、餐饮、商业服务等其他旅游设施及业务。2013年，天目湖景区，包括天目湖山水园、南山竹海和御水温泉，被全国旅游景区质量等级评定委员会评定为5A级旅游景区，同时被国家旅游局和国家环境保护部评定为国家生态旅游示范区，2015年被国家旅游局评定为国家级旅游度假区。

公司景区位于常州市下辖溧阳市，地处长三角腹地，长三角主要城市距离天目湖的里程皆在300公里以内。景区交通区位优势明显，溧阳市境内有沪宁高速、宁杭高速、扬溧高速、溧宁高速、常合高速、沪渝高速等多条高速公路，沪宁高铁、宁杭高铁皆途径溧阳市。景区距南京禄口机场80公里、上海虹桥国际机场225公里、萧山机场155公里、常州奔牛机场60公里。公司近年来主要客户群体为长三角区域游客，拥有良好的客源基础。

随着公司景区知名度不断提高和产品联动效应提升，公司主营业务收入实现平稳增长。2016-2018年公司分别实现主营业务收入40,511.48万元、44,111.89万元及46,848.09万元，复合增长率为7.54%。从收入结构上看，景区业务为公司收入的主要来源，2016-2018年其占主营业务收入的比例分别为60.52%、61.52%和61.74%。公司水世界、温泉、酒店和旅行社收入发展态势良好，对公司主营业务收入形成一定的补充。

公司主营业务毛利率水平较高，2016-2018年主营业务毛利率分别为63.63%、62.41%和60.76%，但近年有所下降（明细见表6），主要系主营业务成本中职工薪酬费用占比较高且增长较快所致。其中，公司水世界项目毛利率水平较低，主要系该项目全年开放时间较短，且运营维护成本和折旧较高所致。公司旅行社主要是为公司旅游产品提供市场服务，衔接各类游客及其他旅行社等旅游服务机构，本身业务规模较少，毛利率水平较低。

**表6 2016-2018年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
<b>景区业务：</b>	<b>28,922.04</b>	<b>65.22%</b>	<b>27,136.59</b>	<b>66.82%</b>	<b>24,519.45</b>	<b>67.95%</b>
山水园	15,980.87	63.70%	15,362.53	65.20%	14,009.57	66.02%
南山竹海	12,941.17	67.09%	11,774.06	68.94%	10,509.88	70.52%
<b>水世界业务</b>	<b>1,656.12</b>	<b>17.55%</b>	<b>1,584.45</b>	<b>19.89%</b>	<b>1,635.98</b>	<b>22.57%</b>
<b>温泉业务</b>	<b>5,529.34</b>	<b>57.71%</b>	<b>5,368.79</b>	<b>59.69%</b>	<b>5,362.08</b>	<b>62.69%</b>
<b>酒店业务</b>	<b>9,502.95</b>	<b>63.81%</b>	<b>9,012.65</b>	<b>64.72%</b>	<b>8,156.78</b>	<b>65.49%</b>
<b>旅行社业务</b>	<b>1,237.64</b>	<b>4.57%</b>	<b>1,009.40</b>	<b>4.55%</b>	<b>837.20</b>	<b>5.43%</b>
<b>合计</b>	<b>46,848.09</b>	<b>60.76%</b>	<b>44,111.89</b>	<b>62.41%</b>	<b>40,511.48</b>	<b>63.63%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**两大核心景区客流量稳定增长，二次消费占比持续提升，公司收入来源多样化，经营具有较好的稳定性和持续性**



## 1. 山水园景区

山水园景区是国家5A级旅游景区天目湖度假区的核心景区，主要包括四大游览区域-湖里山历史文化区、中心动感区、龙兴岛生态自然区及中国茶岛区域，以水上精品游览线路为主，重点突出自然山水与文化的结合。除门票收入外，山水园景区内还设有游船（含快艇、包船）、高空飞降、状元阁、奇石馆、海洋世界、天下白茶馆、茶文化苑、蝴蝶馆、松鼠园等二次消费项目。山水园景区主要由公司本部运营。

依托于长三角区域优质的游客资源以及天目湖知名度的提升，山水园景区游客接待人次稳中有升，2016-2018年景区游客接待人次分别为98.35万人、100.11万人和101.8万人，复合增长率为1.74%。2016-2018年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。2016-2018年山水园景区人均消费分别为142.45元、153.46元和156.98元，复合增长率 4.98%，人均消费水平增速高于游客接待人次增速，景区经营能力有所提升。

**表7 山水园景区 2016-2018 年主要运营数据**

年度	入园人次 (万人)	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)
2018年	101.80	156.98	15,980.87	2.15	8.2
2017年	100.11	153.46	15,362.53	2.18	8.2
2016年	98.35	142.45	14,009.57	2.07	8.2

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

山水园景区主要产品收费方面，山水园门票、游船价格、高空飞降项目实行政府指导价，公司可向溧阳市发展和改革委员会（以下简称“溧阳市发改委”）提出相关产品价格调整申请，由其批准、核定。近三年来上述项目价格均未调整，详细价格见表8。政府有关部门对上述项目收费标准的审批，将在一定程度上影响公司未来的收益状况。同时，公司根据旅游淡旺季等因素，会在门票价格基础上给予团队、儿童、老人等游客折扣优惠。而山水园景区其他二次消费产品如快艇、包船等均实施市场调节价，公司可根据市场情况的变化完全自主地对相关收费标准作出调整。

**表8 山水园景区主要产品收费标准**

项目	价格(元/人)	批复文号/备案	近年变化情况
山水园门票	120	溧发改【2013】118号	2013年7月由65元调整为120元
游船	60	溧发改【2011】399号	-
高空飞降	60	溧发改【2014】355号	2015年1月由45元调整为60元
快艇、包船		市场调节价	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从收入结构来看，2016-2018年山水园门票收入占比分别为57.20%、56.81%和56.44%，

门票收入占比有所下降。目前国有重点景区门票降价成为趋势，门票经济迎来行业政策利空。公司山水园景区虽非国有重点景区，但景区门票价格仍接受政府有关部门审批，在收费标准调整方面存在一定的限制。公司二次消费项目实施市场调节价，价格调控空间较大，未来该部分业务仍存在一定的增长空间。商业销售收入主要包括自营商店收入等，目前该部分收入占比较小（明细见表9）。

**表9 山水园景区 2016-2018 年收入结构（单位：万元）**

景区	项目	2018 年		2017 年		2016 年	
		收入	占比	收入	占比	收入	占比
山水园	门票收入	9,020.21	56.44%	8,727.65	56.81%	8,013.35	57.20%
	二次消费	6,269.81	39.23%	5,968.32	38.85%	5,387.72	38.46%
	商业销售	690.85	4.32%	666.56	4.34%	608.49	4.34%
	<b>合计</b>	<b>15,980.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>15,362.53</b>	<b>100.00%</b>	<b>14,009.57</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

景区旅游资源方面，山水园景区中核心经营场所的土地均系公司通过土地出让方式分批取得的商业用地，分布于整个山水园景区。山水园中各类景观地块、水面旅游经营权，系通过租赁方式取得。2016年根据溧阳市政府统一安排，公司与天目湖集团重新签订《资源租赁合同》，租赁期限为2016年1月1日至2032年12月31日。2016-2017年租金为496.00万元/年，以后每五年递增5%，最后五年租金为2,464.50万元，2032年为168.50万元，累计金额为8,794.50万元。山水园中的林地系承包取得，2002年11月28日，天目湖有限和溧阳市天目湖旅游度假区沙新村（以下简称“沙新村”）签订《土地承包合同》，合同约定，沙新村将位于天目湖东西两侧的土地及山林资源租赁给公司，期限自2002年11月26日至2052年11月25日，合同价款为18万元/年。公司均于各年底支付当年租金。

## 2.南山竹海景区

南山竹海景区距离山水园景区约18公里，拥有万亩毛竹资源，是华东地区最大的竹资源风景区之一，也是国家5A级旅游景区天目湖度假区内的核心景区之一。目前已形成五大功能游览区：静湖娱乐区、休闲娱乐区、历史文化区、长寿文化区和登山游览区。除门票收入外，南山竹海景区内还设有索道、地轨缆车、观光车、竹筏、竹博馆、小鸟天堂、竹文化馆、熊猫馆、鸡鸣村等二次消费项目。南山竹海景区主要由子公司溧阳市天目湖南山竹海旅游有限公司（以下简称“竹海公司”）和子公司溧阳市南山竹海索道有限公司（以下简称“索道公司”）运营。

公司依托“天目湖”旅游品牌，以竹文化和寿文化为底蕴，并结合古官道、吴越古兵营、黄金沟等人文资源，大力打造南山竹海景区，近年来景区游客接待人次保持较快增长

的态势，2016-2018年南山竹海景区游客接待人次分别为90.63万人、96.95万人和101.68万人，复合增长率为5.92%。2016-2018年景区实际单日最大入园人次分别为2.19万、2.24万和2.49万，虽远小于景区最大日承载量5.3万人，但受景区索道运载量（索道设计运力400人次/小时，实际运力约350人次/小时）的影响，在一定程度上限制了景区的盈利能力。2016-2018年景区人均消费分别为115.96元、121.44元和127.27元，复合增长率 4.76%，人均消费水平增速略低于游客接待人次增速，景区经营能力有待提升。

**表10 南山竹海景区 2016-2018 年主要运营数据**

年度	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)	可承载量 (万人)
2018年	101.68	127.27	12,941.17	2.49	5.3
2017年	96.95	121.44	11,774.06	2.24	5.3
2016年	90.63	115.96	10,509.88	2.19	5.3

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

南山竹海景区主要产品收费方面，南山竹海门票、观光索道和缆车、观光车、竹筏价格实行政府指导价，其中南山竹海门票、观光索道和缆车由溧阳市发改委批准、核定；观光车、竹筏价格由溧阳市物价局批准、核定。2017年3月，经溧阳市发改委批准，景区观光索道和缆车价格由70元/人次调整为80元/人次，其他产品价格详见表11。政府有关部门对上述项目收费标准的审批，将在一定程度上影响公司未来的收益状况。

**表11 南山竹海景区主要产品收费标准**

景区	项目	价格(元/人)	批复文号/备案	近年变化情况
南山竹海	南山竹海门票	90	溧发改【2011】202号	-
	观光索道和缆车	80	溧发改【2016】244号	2017年3月1日由70元调整为80元/人次(双程)
	观光车	15	溧价费【2009】22号	-
	竹筏	旺季20; 淡季15	溧价费【2010】24号	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从收入结构来看，2016-2018年南山竹海景区门票收入占比分别为24.17%、24.00%和23.68%，门票收入占比较低，公司对门票收入的依赖性较小。2016-2018年景区二次消费收入占比分别为66.63%、66.58%和67.08%，主要系一条观光索道和地面缆车收入。该观光索道和地面缆车系游客到达山顶景区的主要通道，但观光索道运营年限较久，设计运力400人次/小时，实际运力约350人次/小时，在旅游旺季存在运力瓶颈，影响景区游客的消费体验，在一定程度上制约了景区的盈利能力。商业销售收入主要包括自营商店收入等，目前该部分收入占比较小。

**表12 南山竹海景区 2016-2018 年收入结构（单位：万元）**

景区	项目	2018 年		2017 年		2016 年	
		收入	占比	收入	占比	收入	占比
南山竹海	门票收入	3,064.03	23.68%	2,826.20	24.00%	2,540.17	24.17%
	二次消费	8,680.34	67.08%	7,838.83	66.58%	7,002.53	66.63%
	商业销售	1,196.80	9.25%	1,109.03	9.42%	967.18	9.20%
	合计	<b>12,941.17</b>	<b>100.00%</b>	<b>11,774.06</b>	<b>100.00%</b>	<b>10,509.88</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

旅游资源方面，南山竹海景区中核心经营场所的土地均系公司通过土地出让方式取得的商业用地，分布于整个南山竹海景区，包含紧邻景区的南山小寨地块。南山竹海景区的林地系通过与溧阳市南山竹海旅游开发有限公司（以下简称“竹海开发”）合作的方式取得（租赁方式）。2004年3月，竹海开发、公司和溧阳市横涧镇人民政府签订《合作协议》，协议约定，竹海开发和公司共同出资设立竹海公司，竹海公司每年支付100万元资源租赁费和土地租赁费，第四年起每年递增10万元，至200万元/年不再递增，合作期限自2004年3月1日至2029年5月31日。2017年7月，竹海开发、公司和溧阳市戴埠镇人民政府重新签订《合作协议》，修改合作期限为2017年8月1日至2029年5月31日，资源租赁费和土地租赁费价格不变，竹海公司拥有优先租赁权。竹海公司每年5月和10月，分别向溧阳市戴埠镇人民政府上交年租赁费的50%。

整体来看，公司两大核心观光景区客流量稳定增长，2016-2018年公司山水园和南山竹海景区客流量合计分别为188.98万人、197.06万人和203.48万人，复合增长率为3.77%；旅客人均消费水平保持增长态势，二次消费占比持续提升，2016-2018年山水园和南山竹海景区门票收入合计占当期主营业务收入的比重分别为26.05%、26.19%和25.79%，公司对门票收入依赖性较小，景区二次消费收入、温泉以及酒店业务收入合计占比较高，收入来源多样化。在旅游资源方面，在山水园景区、南山竹海景区及毗邻地块取得部分国有土地使用权，并根据景区特点建设了大量旅游设施，公司对该部分不动产拥有完整权属。目前，景区原有的天然资源与后期建设的旅游设施形成了相互依存、难以分割的关系，且合同期满后，公司享有优先续约的权利，相关租赁或承包合同具有较好的稳定性和持续性。

**公司开发并完善旅游产业链，产品形成互补的复合效应，降低收入季节性波动，但仍需关注水世界和温泉项目特许经营许可续期风险**

公司近年来不断开发并完善旅游产业链，旅游产品丰富并形成了互补的复合效应。天目湖水世界主题公园紧邻山水园景区，是公司于2014年建成投入使用的以水上乐园为主题的大型暑期水上主题公司，为游乐园性质，较为适合青少年群体，开放时间为每年6月-8月。御水温泉距南山竹海景区约1公里，是国家5A级旅游景区天目湖旅游度假区的核心产

品之一，占地176亩，室内外共56个泡池，除门票外，温泉园区内还设有鱼疗、矿疗、理疗、餐饮等二次消费项目，御水温泉常年开放运营，消费旺季在10月-来年3月。

传统旅游产品中，资源的季节特征和游客消费习惯形成了季节性的淡旺季，长三角地区观光类旅游产品客流多集中在3月至11月，冬季时出游人数则偏少，造成旅游类企业营业收入存在一定程度的季节性波动。公司观光类旅游产品山水园和南山竹海同样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。

2016-2018年水世界主题公园游客接待人次分别为20.43万人、19.68万人和20.54万人，近年来入园人次有所波动，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。2016-2018年水世界主题公园人均消费分别为80.08元、80.51元和80.63元，人均消费低于园区门票价格，主要系公司在水世界主题公园采取了多种促销手段吸引客源，增加园区竞争力。

2016-2018年御水温泉游客接待人次分别为27.90万人、29.24万人和30.60万人，复合增长率为4.73%。近年来公司加大御水温泉宣传力度，温泉知名度不断提升，园区接待人次保持较快增长。2016-2018年御水温泉人均消费分别为192.19元、183.61元和180.70元，温泉人均消费略有下降，主要系天目湖地区温泉竞争产品的不断增加，公司温泉门票开展多种优惠活动，尤其是通过与酒店住宿优惠结合的方式，导致部分门票收入体现为酒店客房收入。

**表13 天目湖水世界主题公园和御水温泉 2016-2018 年主要运营数据**

年度	景区	入园人次 (万人)	门票价格 (元)	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)
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
2017 年	水世界	19.68	150	80.51	1,584.45	0.91	-
	御水温泉	29.24	218	183.61	5,368.79	0.56	1.5
2016 年	水世界	20.43	150	80.08	1,635.98	0.87	-
	御水温泉	27.90	218	192.19	5,362.08	0.54	1.5

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

但需要注意的是，公司水世界主题公园正常开发运营需由江苏省特种设备安全监督检验研究院对水世界各项水上游乐设备进行检验，若检验不合格，则需停业整顿，整顿到位后方可正常营业。同时公司温泉业务中办理的《采矿许可证》有效期为2020年12月5日，采矿许可证有效期满，需要继续采矿的，采矿权人应当在采矿许可证有效期届满的30日前，

到登记机关办理延续登记手续。采矿权人逾期不办理延续登记手续的，采矿许可证自行废止。未来需关注水世界和温泉项目特许经营许可续期风险。

**“一站式旅游休闲度假模式”商业模式优势凸显，酒店进行差异化定位，客户群体覆盖面广，为公司提供了稳定收入来源**

公司温泉和酒店业务以山水园景区和南山竹海景区常年旅游客源为基础，对延长游客在景区的旅游时间、提高游客人均消费水平起到了积极的作用，构成包括山水园景区、南山竹海景区、温泉度假三大旅游产品的体系，形成天目湖独特的温泉休闲文化和竞争优势，“一站式旅游休闲度假模式”商业模式优势凸显。

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，总建筑面积24,500平方米。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，近年来公司三大酒店客房入住率、收入均保持稳定增长态势。具体来看，2016-2018年御水温泉度假酒店收入分别为5,316.85万元、5,832.52万元和6,167.02万元，占各期酒店收入的65.18%、64.71%和64.90%，为公司酒店业务的主要收入来源；近三年来入住率均保持在60%以上，酒店整体运营效率较高，且酒店定位较高，平均房价超过680元，具备温泉、餐饮、宴会等全方位服务。公司御水温泉客栈近年来收入增幅较快，但规模仍然较小，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，2018年平均房价为380元；酒店入住率和平均房价近年来均有所提升，主要系公司加大工作人员绩效考核及激励力度，相关人员更有动力、更多地接收散客、小型团等客户，价格相比大型团客户较高。南山竹海客栈系公司2014年8月投入运营，近年来酒店加大团体客户的引入力度，酒店收入和入住率保持平稳增长，但受团体客户价格低于散客影响，酒店平均房价近年来有所下降。整体来看，公司酒店业务进行差异化定位，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。

**表14 2016-2018年公司酒店业务收入情况**

项目	2018年	2017年	2016年
<b>御水温泉度假酒店</b>			
入住人数	106,532	102,523	98,235
房客数量（间）	261	240	240

入住率	65.98%	64.95%	62.30%
平均房价（元）	688.96	670.87	676.46
收入（万元）	6,167.02	5,832.52	5,316.85
<b>御水温泉客栈</b>			
入住人数	17,648	14,023	13,118
房客数量（间）	41	41	41
入住率	64.77%	51.69%	48.70%
平均房价（元）	380.27	364.96	369.69
收入（万元）	910.25	800.08	695.30
<b>南山竹海客栈</b>			
入住人数	79,268	78,470	69,406
房客数量（间）	179	179	179
入住率	67.32%	66.64%	58.58%
平均房价（元）	372.31	376.8	394.47
收入（万元）	2,425.68	2,380.06	2,144.63

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

公司旅行社作为一家以地接业务为主的景区旅行社，依托公司山水园景区、南山竹海景区、水世界、温泉及酒店等丰富的旅游度假产品资源及旅游产品组合、旅游线路，主要为公司旅游产品提供市场服务，衔接各类游客以及其他旅行社等旅游服务机构，曾连续多年被国家旅游局评为全国百强旅行社。2013年，旅行社公司被江苏省旅行社星级评定委员会评定为五星级旅行社。

受益于公司景区游客接待人次的稳步上升，公司旅行社收入保持稳定增长态势，2016-2018年收入分别为837.20万元、1,009.40万元及1,237.64万元。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服收入，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，导服收入为每位导游50-200元。整体上来看，公司旅行社业务主要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15 2016-2018年公司旅行社业务收入情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年	2016年
接待人次（万人）	129.02	124.12	119.56
增长率	3.95%	3.81%	-0.15%
旅行社收入：	1,237.64	1,009.40	837.20
订房手续费	398.20	318.37	254.99
景区门票手续费	690.78	571.33	488.88
导服收入	148.66	119.70	93.33

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，存在一定资金支出压力

公司目前山水园景区和南山竹海景区中部分设备运营时间较长，在一定程度上影响了游客消费体验，同时景区旅游项目开发对公司的持续经营能力具有重要的影响，一方面，如果景区旅游项目过于单一，旅游吸引力将不断下降，进而导致游客日益减少；另一方面，如果景区旅游项目开发过度，可导致旅游资源恶化，进而降低旅游吸引力。若公司旅游产品开发不能很好的把握客户需求和市场热点，则将面临一定的项目开发风险。

根据公司2018年4月27日披露的《江苏天目湖旅游股份有限公司关于对外投资暨募投项目变更的公告》，公司对首次公开发行股票募投项目投资进行了变更，暂缓原计划实施天目湖文化演艺及旅游配套建设综合项目，调整为扩大天目湖御水温泉二期项目规模，该项目原计划投资总额6,631.07万元，原主要建设竹客特色主题酒店（引入温泉泡池）、竹客服务中心及竹客贵宾楼，公司拟追加至24,000.80万元。变更后天目湖御水温泉二期项目将依托周边旅游市场及温泉、竹林资源，打造高端野奢型温泉酒店，主要建设高端主题酒店、餐厅、竹泉及配套建筑。该项目预计正常经营年总收入约8,322万元，投资回收期（所得税后）为6.35年。项目预计2019年底完工并正式对外营业，但该项目受经济环境和市场竞争等因素影响，未来收益仍存在不确定性。

截至2019年3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主要建设高端主题酒店、餐厅、竹泉及配套建筑，定位为高端野奢型温泉酒店；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。截至2019年3月末，公司主要在建项目计划总投资5.74亿元，已投资0.55亿元，仍需投资5.19亿元，由于投资规模较大，公司存在一定的资金压力。

**表16 截至2019年3月末公司主要在建项目情况（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项目	24,000.80	5,489.60	18,511.20	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>5,489.60</b>	<b>51,915.18</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明



以下分析基于公司提供的经江苏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2014-2016年三年连审审计报告及2017-2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2016-2018年公司合并报表范围变化情况如表17所示。截至2018年末公司纳入合并范围子公司共7家，明细见表2。2017年公司新增投资设立子公司溧阳市南山职工休养有限公司。

**表17 2016-2018年公司合并报表范围变化情况（单位：家）**

项目	2018年	2017年	2016年
合并子公司家数	7	7	6
其中：当年增加家数	0	1	0
当年减少家数	0	0	0

资料来源：公司2014-2016年三年连审审计报告及2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

## 资产结构与质量

近年来公司资产规模保持稳定增长，主要以固定资产、无形资产为主，公司资产流动性尚可

近年来随着公司经营规模不断提升及公开发行股票募集资金，公司资产规模稳定增长，2016-2018年末资产规模分别为96,479.97万元、110,533.71万元及112,706.51万元，复合增长率为8.08%。从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，2016-2018年非流动资产占总资产比例分别为95.98%、77.80%及74.24%。

**表18 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	21,861.64	19.40%	4,325.95	3.91%	2,308.40	2.39%
其他流动资产	5,115.55	4.54%	18,210.82	16.48%	173.42	0.18%
<b>流动资产合计</b>	<b>29,037.55</b>	<b>25.76%</b>	<b>24,536.63</b>	<b>22.20%</b>	<b>3,877.46</b>	<b>4.02%</b>
固定资产	67,174.14	59.60%	73,301.36	66.32%	79,361.07	82.26%
无形资产	11,893.33	10.55%	8,769.93	7.93%	9,065.43	9.40%
<b>非流动资产合计</b>	<b>83,668.96</b>	<b>74.24%</b>	<b>85,997.08</b>	<b>77.80%</b>	<b>92,602.51</b>	<b>95.98%</b>
<b>资产总计</b>	<b>112,706.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>110,533.71</b>	<b>100.00%</b>	<b>96,479.97</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2014-2016年三年连审审计报告及2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

流动资产主要由货币资金和其他流动资产等构成。截至2018年末，公司货币资金余额21,861.64万元，包含银行存款及其他货币资金，期末货币资金余额中无使用受限的情况。公司其他流动资产主要由银行理财产品构成，期末公司其他流动资产余额为5,115.55万元，同比下降71.91%，主要系公司闲置募集资金购买的保本型理财产品已到期所致。

公司非流动资产主要由固定资产及无形资产构成。公司固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，其中 2018 年末房屋及建筑物账面价值 56,841.49 万元，占 2018 年末固定资产账面价值的比重为 84.62%；截至 2018 年末，公司固定资产账面价值 67,174.14 万元，其中 7,197.82 万元固定资产用于银行借款抵押担保。2018 年末公司无形资产账面价值为 11,893.33 万元，同比增长 35.61%，主要系公司御水温泉二期项目新增土地使用权所致。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 2018 年末，公司无形资产账面价值 1,188.98 万元土地使用权用于银行借款抵押担保。

整体来看，公司资产规模保持稳定增长，主要以固定资产、无形资产为主，其中受限资产为 8,386.80 万元，占总资产的 7.44%，流动资产主要由货币资金和其他流动资产构成，公司资产流动性尚可。

### 资产运营效率

#### 公司营运效率较高，但固定资产投资较多，整体资产运营效率一般

旅游类企业大多采用现款结算的模式，公司存货规模和应收账款较少，存货周转效率和应收账款周转效率较高。同时公司通过占用供应商货款来获得经营所需资金，应付账款周转天数较高，净营业周期为负，公司营运资金运营效率较高。

从整体资产运营效率来看，2016-2018 年公司流动资产周转效率有所下降，主要系公司公开发行股票募集资金后，货币资金规模大幅上升，流动资产增速高于营业收入增速所致。同时公司景区自有投入较多，包括旅游类设备、土地、房产等，近年来公司固定资产折旧规模较高，固定资产账面价值逐年下降，2016-2018 年公司固定资产周转效率有所上升；总资产周转率较为平稳，整体资产运营效率一般。

**表19 公司主要运营效率指标（单位：天）**

项目	2018 年	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	5.49	4.68	3.25
存货周转天数	13.11	15.49	18.90
应付账款周转天数	59.00	87.73	110.95
净营业周期	-40.40	-67.56	-88.80
流动资产周转天数	197.03	111.02	31.62
固定资产周转天数	516.64	596.49	686.40
总资产周转天数	821.03	808.85	833.79

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告及 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**公司收入规模平稳增长，盈利能力较强，但期间费用率较高，对营业利润有所侵蚀**

随着公司景区知名度不断提高和产品联动效应提升，景区游客接待量持续上升，公司收入规模保持平稳增长，2016-2018年公司分别实现营业收入42,178.67万元、46,068.39万元及48,942.62万元，复合增长率为7.72%。从收入结构上看，景区业务为公司收入的主要来源，2016-2018年其占主营业务收入的比例分别为60.52%、61.52%和61.74%。两大观光型产品山水园和南山竹海景区收入占比较高，水世界项目和御水温泉项目则与公司观光型产品形成良好的季节性互补，产品协同效应较好。酒店业务对公司收入规模形成一定的补充，未来随着御水温泉二期项目的开发完成，公司酒店业务的收入占比有望逐渐提升，产品结构持续优化。

2016-2018年公司综合毛利率均维持在60%以上，盈利能力较强。但我们注意到职工薪酬费用占公司主营业务成本比重较高，2016-2018年占比分别为25.10%、27.44%和30.16%，且职工薪酬受市场行情影响较大，未来或将对公司的盈利水平产生一定影响。期间费用方面，近年来公司期间费用率虽有所下降，但整体仍较高，对公司营业利润造成一定程度的侵蚀。公司销售费用和管理费用规模较大，其中销售费用主要由广告费和销售人员薪酬构成，随着公司营业收入的增长，广告费、销售人员薪酬等销售费用相应增长；公司管理费用主要为职工薪酬和折旧摊销等，近年公司管理费用波动较小；2016-2018年公司财务费用分别为2,848.64万元、1,762.35万元和611.52万元，下降幅度较大，主要系公司上市募集资金用于偿还部分银行借款所致。

受益于公司公开发行股票募集资金及业务规模扩大，近年公司净资产规模增速快于利润增速，导致公司净资产收益率均呈下降趋势。

**表20 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	48,942.62	46,068.39	42,178.67
营业利润	15,833.56	13,136.59	10,402.78
利润总额	15,753.00	13,014.69	10,539.14
净利润	11,804.49	9,761.08	8,024.85
综合毛利率	62.10%	63.66%	65.07%
期间费用率	30.90%	33.94%	37.73%
营业利润率	32.35%	28.52%	24.66%
总资产回报率	14.72%	14.57%	13.70%
净资产收益率	13.76%	16.55%	23.85%

营业收入增长率	6.24%	9.22%	-0.27%
净利润增长率	20.93%	21.64%	27.97%

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告及 2017-2018 年审计报告，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，在建和拟建项目投资规模较大，未来外部筹资力度会加大

公司营业多采用现款结算的模式，2016-2018年收现比分别为1.06、1.03及1.10，业务收现能力较强。2016-2018年公司经营活动产生的现金流量净额分别为20,968.61万元、21,324.65万元及22,538.21万元，近三年呈稳步增长趋势，且远高于公司各期净利润金额，经营活动现金流表现较好。

公司投资活动主要为购买银行短期理财产品和购置固定资产、土地等。2016-2018年投资活动产生的现金流量净额分别为-4,125.02万元、-21,158.88万元及8,070.41万元。2017年公司投资活动现金流出金额较大主要是公司购买银行短期理财产品金额较大所致；此外，随着公司近年来经营规模扩大导致购置固定资产、土地等支出规模增长。截至2019年3月末，公司主要在建和拟建项目资金缺口约5.19亿元，需要借助外部融资。

近年来公司筹资活动现金流表现主要为净流出，主要系2017年公司上市募集资金部分用于偿还银行借款，缓解了公司的资金压力。

整体来看，公司业务收现能力较强，经营活动现金流表现较好，在建和拟建项目投资规模较大，未来外部筹资力度会加大。

**表21 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年	2016年
收现比	1.10	1.03	1.06
净利润	11,804.49	9,761.08	8,024.85
营运资本变化	3,242.98	1,607.35	2,049.06
其中：存货减少（减：增加）	87.82	2.85	102.44
经营性应收项目的减少（减：增加）	-149.02	-610.12	5.58
经营性应付项目的增加（减：减少）	3,304.18	2,214.62	1,941.04
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>22,538.21</b>	<b>21,324.65</b>	<b>20,968.61</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>8,070.41</b>	<b>-21,158.88</b>	<b>-4,125.02</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-13,072.92</b>	<b>1,921.78</b>	<b>-16,462.82</b>
现金及现金等价物净增加额	17,535.70	2,087.55	380.77

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告及 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司权益增长较快，整体负债水平较低，债务支付压力不大

受益于公开发行业股票募集资金及经营积累，近年来公司所有者权益规模增长迅速，截至2018年末，所有者权益为89,898.13万元，近三年复合增长率为57.32%。同时，2017年公司偿还部分银行借款，降低了负债规模。截至2018年末，公司产权比率比例为25.37%，相比2016年末，所有者权益对负债保障程度大幅上升。

**表22 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018年	2017年	2016年
负债总额	22,808.38	28,890.07	60,157.62
所有者权益	89,898.13	81,643.64	36,322.35
产权比率	25.37%	35.39%	165.62%

资料来源：公司2014-2016年三年连审审计报告及2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主。流动负债由短期借款、应付票据及应付账款、预收款项、应付职工薪酬、应交税费和一年内到期的非流动负债构成。公司短期借款主要为抵押借款和保证借款，2018年末公司已偿还所有短期借款。公司应付票据及应付账款2018年末账面余额为3,322.55万元，全部为应付账款，其主要包括应付工程款、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，2018年末公司预收款项余额为3,669.60万元；近年来公司预收款项增长较快，主要系预收客户单位的消费款增加所致。截至2018年末，公司应付职工薪酬为2,489.91万元，2017年末公司应付职工薪酬增长较快主要系公司计提待发放的工资和奖金所致。截至2018年末，公司应交税费为3,006.25万元。一年内到期的非流动负债全部系即将到期的长期借款，到期规模为2,768.00万元。

公司非流动负债主要是长期借款。截至2018年末公司长期借款余额为6,552.00万元，主要为抵押和保证借款，借款利率区间为4.41%-4.90%，公司质押借款质押物为公司景区门票收费权，该笔质押借款余额为952.00万元，将于2020年12月20日到期。

**表23 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00	4,000.00	13.85%	7,000.00	11.64%
应付票据及应付账款	3,322.55	14.57%	2,756.69	9.54%	5,473.73	9.10%
预收款项	3,669.60	16.09%	2,123.99	7.35%	1,819.10	3.02%
应付职工薪酬	2,489.91	10.92%	2,532.83	8.77%	18.08	0.03%
应交税费	3,006.25	13.18%	2,465.07	8.53%	2,229.02	3.71%
一年内到期的非流动负债	2,768.00	12.14%	900.00	3.12%	2,000.00	3.32%
<b>流动负债合计</b>	<b>16,146.31</b>	<b>70.79%</b>	<b>15,491.93</b>	<b>53.62%</b>	<b>19,175.05</b>	<b>31.87%</b>

长期借款	6,552.00	28.73%	13,288.00	46.00%	40,870.00	67.94%
<b>非流动负债合计</b>	<b>6,662.07</b>	<b>29.21%</b>	<b>13,398.14</b>	<b>46.38%</b>	<b>40,982.56</b>	<b>68.13%</b>
<b>负债合计</b>	<b>22,808.38</b>	<b>100.00%</b>	<b>28,890.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>60,157.62</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	9,320.00	40.86%	18,188.00	62.96%	49,870.00	82.90%

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告及 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务由短期借款、一年内到期的非流动负债和长期借款构成，近年来有息债务规模较小，2018 年末为 9,320.00 万元，占负债总额的比重为 40.86%。从偿债计划安排来看，2019-2020 年公司债务偿还相对集中。

**表24 截至 2018 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
本金	2,368.00	1,952.00	1,000.00	1,000.00	3,000.00
利息	552.48	398.45	302.94	237.44	319.31
<b>合计</b>	<b>2,920.48</b>	<b>2,350.45</b>	<b>1,302.94</b>	<b>1,237.44</b>	<b>3,319.31</b>

资料来源：公司提供

从偿债能力指标看，2018年12月末公司资产负债率为20.24%，处于较好安全边际。2016-2018年，公司流动比率和速动比率均有所好转，短期偿债能力较好；此外，近年来公司EBITDA稳定增长，EBITDA利息保障倍数由2016年末的7.55增长至2018年末的35.24，EBITDA对有息债务的本金和利息保障能力增强。

**表25 公司偿债能力指标**

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
资产负债率	20.24%	26.14%	62.35%
流动比率	1.80	1.58	0.20
速动比率	1.76	1.54	0.16
EBITDA（万元）	23,832.56	22,901.90	21,510.99
EBITDA 利息保障倍数	35.24	11.09	7.55
有息债务/EBITDA	0.39	0.79	2.32
债务总额/EBITDA	0.96	1.26	2.80
经营性净现金流/流动负债	1.40	1.38	1.09
经营性净现金流/负债总额	0.99	0.74	0.35

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告及 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

### （一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金主要来源于公司经营性业务产生的现金流。2016-2018年，公司分别实现净利润8,024.85 万元、9,761.08 万元及11,804.49 万元，经营活动现金流净

额分别为20,968.61万元、21,324.65万元及22,538.21万元，收现比分别为1.06、1.03及1.10。公司净利润呈稳定增长趋势，公司现金流回收能力表现较好，但需关注公司未来营业收入增速的放缓。

此外，公司景区地域集中，一旦发生例如非典、雪灾、地震等自然灾害、疫情类的不可抗力事件，将会导致游客量大幅下降，从而对公司的业务造成较大不利影响。同时公司主要经营产品受天气情况影响较明显，若旅游旺季出现出现雨水、高温等恶劣气候，也将导致游客数量减少，从而对公司相关产品的收入造成不利影响。

最后，本期债券募投项目的实际建设工期与前期规划可能存在偏差，能否如期完工存在不确定性；另外，受经济环境和市场竞争等因素影响，募投项目建设完工后能否达到预期收益率，亦存在不确定性。

## （二）本期债券保障措施分析

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。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。债权人为实现债权而产生的一切合理费用是指债权人为了实现债权，依据本次可转债发行的《募集说明书》、《股份质押合同》或其他担保合同行使任何权益、权利而发生的合理费用，包括但不限于诉讼费（或仲裁费）、律师费、评估费、拍卖费等。出质人为主债权提供担保的期限至债务人履约期限届满之日起三年内或主债权消灭之日（以先到者为准）。

### 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%。

总体来看，我们认为，公司股东孟广才、方蕉、史耀锋、陶平、陈东海以其合法持有的公司股权为本期债券的本息偿付提供质押担保，为本期债券的本息偿付提供了一定的保障。最后，根据《股份质押合同》，合同经质权人代理人、出质人签章，并在天目湖旅游收到中国证券监督管理委员会核准公开发行A股可转换公司债券的批复文件之日起生效。质押权自质押登记相关主管部门完成质押登记手续之日起设立。截至本报告日，出质人尚未办理出质登记手续，初始质押的公司股票数量目前无法确定。

## 九、其他事项分析

根据公司提供的企业信用报告，公司本部及重要子公司不存在未结清不良类信贷记录，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。



## 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）	2018年	2017年	2016年
货币资金	21,861.64	4,325.95	2,308.40
固定资产	67,174.14	73,301.36	79,361.07
无形资产	11,893.33	8,769.93	9,065.43
总资产	112,706.51	110,533.71	96,479.97
短期借款	0.00	4,000.00	7,000.00
应付票据及应付账款	3,322.55	2,756.69	5,473.73
预收款项	3,669.60	2,123.99	1,819.10
应付职工薪酬	2,489.91	2,532.83	18.08
应交税费	3,006.25	2,465.07	2,229.02
一年内到期的非流动负债	2,768.00	900.00	2,000.00
长期借款	6,552.00	13,288.00	40,870.00
负债总额	22,808.38	28,890.07	60,157.62
有息债务	9,320.00	18,188.00	49,870.00
所有者权益合计	89,898.13	81,643.64	36,322.35
营业收入	48,942.62	46,068.39	42,178.67
营业利润	15,833.56	13,136.59	10,402.78
净利润	11,804.49	9,761.08	8,024.85
经营活动产生的现金流量净额	22,538.21	21,324.65	20,968.61
投资活动产生的现金流量净额	8,070.41	-21,158.88	-4,125.02
筹资活动产生的现金流量净额	-13,072.92	1,921.78	-16,462.82
财务指标	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	5.49	4.68	3.25
存货周转天数	13.11	15.49	18.90
应付账款周转天数	59.00	87.73	110.95
净营业周期	-40.40	-67.56	-88.80
流动资产周转天数	197.03	111.02	31.62
固定资产周转天数	516.64	596.49	686.40
总资产周转天数	821.03	808.85	833.79
综合毛利率	62.10%	63.66%	65.07%
期间费用率	30.90%	33.94%	37.73%
营业利润率	32.35%	28.52%	24.66%
总资产回报率	14.72%	14.57%	13.70%
净资产收益率	13.76%	16.55%	23.85%
营业收入增长率	6.24%	9.22%	-0.27%
净利润增长率	20.93%	21.64%	27.97%

资产负债率	20.24%	26.14%	62.35%
流动比率	1.80	1.58	0.20
速动比率	1.76	1.54	0.16
EBITDA (万元)	23,832.56	22,901.90	21,510.99
EBITDA 利息保障倍数	35.24	11.09	7.55
有息债务/EBITDA	0.39	0.79	2.32
债务总额/EBITDA	0.96	1.26	2.80
经营性净现金流/流动负债	1.40	1.38	1.09
经营性净现金流/负债总额	0.99	0.74	0.35

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告及 2017-2018 年审计报告，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	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2 ] \}$
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	营业利润 / 营业收入 $\times 100\%$
净资产收益率	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	EBITDA / ( 计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出 )
产权比率	负债总额 / 所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 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

## 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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。