

疯狂举债扩建致巨额利息反蚀利润

天目湖旅游 悬崖边的高负债经营

天目湖旅游的高负债经营危机似乎已经开始显现。由于疯狂举债扩大经营规模，天目湖旅游已经连续三年资产负债率超过68%，不仅远远超过同行业上市公司，甚至超过部分上市房企的资产负债率水平。而长年累月高负债经营的弊端也已经开始慢慢显现，2013—2015年，天目湖旅游的利息支出分别高达3094.34万元、3901.78万元和4106.79万元，严重侵蚀了公司的业绩。与此同时，固定资产的大规模增长也导致天目湖旅游的折旧费用一路攀升，致使公司的营业成本高居不下，同样对公司业绩形成了负面的影响。而在业内人士看来，这种高负债经营模式一旦崩盘，将让天目湖旅游面临严重的财务危机。

资产负债率堪比房企

据了解，天目湖旅游主要从事旅游景区的开发管理和经营，公司主要经营的旅游产品包括天目湖山水园、天目湖南山竹海、天目湖御水温泉度假区、天目湖水世界主题公园和天目湖旅行社。

然而作为一家旅游行业公司，天目湖旅游近三年以来的资产负债率却一直维持在68%以上的高位，该指标不仅大大超过多数行业内的旅游公司，甚至达到或超过了部分上市房地产企业的资产负债率水平。

北京商报记者根据招股书中合并资产负债表相关数据计算得出，天目湖旅游2013年、2014年和2015年的资产负债率分别为74.94%、75.57%和68.67%，远超同行业上市公司。东方财富通数据显示，截至2014年末，峨眉山A的资产负债率为18.09%，丽江旅游的资产负债率为21.78%，黄山旅游和九华旅游的资产负债率虽然相对较高，但也分别只有34.42%和41.46%，经计算上述四家旅游类上市公司的平均资产负债率约为28.94%。而相比之下，天目湖旅游2014年末的资产负债率高达75.57%，是前述四家上市旅游公司资产负债率平均值的2.61倍。

虽然2015年天目湖旅游的资产负债率有了一定下滑，但依然高达68.67%，仍然与上市房企的资产负债率处于同一水平，甚至比部分房企的资产负债率还高。诸如房地产企业荣安地产2015年的资产负债率为54.34%、阳光股份的资产负债率为59.71%。

疯狂举债连门票权都质押

北京商报记者发现，天目湖旅游的资产负债率之所以长期处于高位，是由于近几年公司一直举债扩建及升级改造新项目所致。

财务报表显示，2013—2015年，天目湖旅游分别实现净利润3075.49万元、5692.68万元和5403.26万元，正常情况下，连年的盈利应该让公司的现金和存款有所增长。然而，近三年以来，天目湖旅游的货币资金不但未增长，反而大幅缩水了80.39%。究其原因，主要是将赚取的利润用在了扩建项目上。

数据显示，2013年末，天目湖旅游还有9473.22万元的货币资金。然而，到了2014年末，公司的货币资金大幅缩减至5758.42万元。其主要原因就是2014年公司南山小寨酒店、南山竹海停车场及温泉井等项目建设投资增加所致。而到了2015年末，天目湖旅游的货币资金又大幅减



少至1857.63万元，主要是因为公司在2015年偿还了4000万元的短期借款。

为了扩大经营规模，除了使用自有资金外，天目湖旅游还大举借债。2013—2015年，天目湖旅游的负债总额分别为78104.58万元、80864.35万元和67916.53万元，而负债规模较大的原因是公司持续投资建设水世界主题公园项目、南山小寨酒店项目等，进一步增加了银行借款规模。

具体来看，2013—2015年天目湖旅游的短期借款分别为10850万元、11000万元和7000万元。而这意味着，公司2015年末的货币资金甚至都不够偿还7000万元的短期借款。近三年来，天目湖旅游的长期借款也一直处于高位，分别为56475万元、57200万元和51300万元。而这些长期借款的主要用途也是投资建设新项目。

为了获取借款，天目湖旅游甚至将景区门票收费权也进行了质押。招股书显示，天目湖旅游及其子公司先后将山水园景区门票及龙兴岛游船票收费权、竹海景区门票质押给银行担保借款，截至2015年12月31日，上述质押合同借款余额为21700万元。“相当于把能抵押的都抵押了。”一位业内人士称。

增收不增利迹象初现

然而，公司的大举借债加“大兴土木”并未使公司的业绩出现大幅上升，反而在2015年还出现了增收不增利的情况。

招股书显示，2015年天目湖旅游实现营业收入42292.57万元，同比增长3.51%。然而，在营收增长的同时，公司的净利润却出现了下滑。2015年，天目湖旅游净利润为5403.26万元，同比下滑了5.08%。而在业内人士看来，增收不增利情况的出现，与天目湖旅游的疯狂举债经营有着一定的关系。

财务数据显示，在天目湖旅游近三年营收增长的同时，公司的营业成本也在同时增长，由2013年的10856.22万元一路增长至2015年度的14310.69万元。而在这其中，占比最大且连年增长的是折旧费，从2013年的3515.04万元增长至2015年的5597.48万元。“公司连年扩建导致固定资产大幅增加，直接造成折旧费用连续大涨，从而影响了当期的净利润水平。”中税税务代理有限公司高级税务顾问王伟称。数据显示，天目湖旅游的固定资产由2013年的67605.24万元一路增长至2015年的81480.51万元，增幅达20.5%。

与此同时，公司大举借债导致的利息支出连续上涨也让公司的业绩承压。2013—2015年，天目湖旅游的利息

支出分别为3094.34万元、3901.78万元和4106.79万元，因而连续大涨的利息支出成为天目湖旅游财务费用高居不下且连续上涨的主要原因。数据显示，2013—2015年，天目湖旅游的财务费用由3084.03万元一路飙升至4085.88万元。对此，天目湖旅游也在招股书中坦言，“公司财务费用逐年增长主要是报告期内银行贷款增加及借款费用资本化减少所致”。而这或许是公司在募投项目中，拟拿出4亿元募集资金归还银行贷款的原因。

“庞大的利息支出已经在侵蚀公司的净利润，如果不能及时控制，将对公司的盈利能力进一步造成不利的影响。”王伟如是说。

主营业务业绩现分化

需要注意的是，虽然天目湖旅游一直在扩大经营规模，但其主营中的一些业务已经开始出现分化。

招股书显示，景区业务、酒店业务和温泉业务是天目湖旅游最重要的三大营业收入来源。以2015年为例，上述三项业务分别为天目湖旅游实现了24772.35万元、7879.22万元和5644.23万元的营收，分别占公司主营收入的60.71%、19.31%和13.83%。然而，公司这三大最为重要的营收业务却出现分化走势。

其中，以温泉业务最为明显。据了解，公司温泉业务的毛利率较高，2015年为67.34%。但高毛利并未给公司带来持续增长的收入。数据显示，2015年天目湖旅游温泉业务的营业收入为5644.23万元，较2014年的6542.93万元同比下降13.74%。而从游客数量来看，2015年温泉入泡人数为28.27万人，较2014年的29.16万人次同比下滑了2.71%。进一步分析后发现，公司温泉业务的人均消费水平也在下滑。由2014年的224.38元/人下滑至2015年的198.95元/人。然而，就在此种情况下，天目湖旅游依然准备扩大温泉业务。在募投项目中，公司拟募集6631.07万元投资天目湖御水温泉二期项目。

不过，在北京一位旅游企业老总看来，温泉项目的区域性比较强。“比如在北京的游客，泡温泉一般只会在周边，不会专门跑到很远的景点去。”该老总同时认为，温泉项目还受南北方气候因素的影响。“在北方地区消费周期会长一点，而南方冬天比较短，经营周期可能相对较短。”因而，盲目扩张温泉业务或许将面临一定的经营风险。

针对以上问题，北京商报记者曾多次致电天目湖旅游进行采访，但是公司招股书中披露的联系电话一直未有人接听。

北京商报记者 董亮