

张家界市经济发展投资集团有限公司

2014 年公司债券 2015 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【616】号 01

债券剩余规模: 10 亿元

债券到期日期: 2021 年
04 月 17 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 存续期第 3、4、
5、6、7 年末分别按照债
券发行总额的 20%、
20%、20%、20%和 20%
的比例偿还债券本金

分析师

姓名:
徐卫彬 范刚强

电话:
0755-82869423

邮箱:
xuwb@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司
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.pyrating.cn

张家界市经济发展投资集团有限公司 2014 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 07 月 03 日	2014 年 06 月 28 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对张家界市经济发展投资集团有限公司(以下简称“张家界经投”或“公司”)及其 2014 年 04 月 17 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2015 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。

该评级结果是考虑到区域经济和财政收入保持增长, 当地财政实力得到进一步增强; 公司旅游业务收入有所增长, 在建和拟建项目规模较大, 未来 BT 业务收入仍有保障; 公司持续获得当地政府支持。但我们也关注到, 张家界市财政收入对上级补助收入依赖程度依然较高, 财政自给能力依然较弱; 公司 BT 业务收入易受项目完工进度影响而产生波动; 在建和拟建项目尚需投入的资金规模较大, 公司仍面临较大的资金压力; 负债规模持续攀升, 且以有息债务为主, 偿债压力进一步加大; 公司存在一定规模的对外担保, 可能会形成一定的或有负债等风险因素。

正面:

- 区域经济和财政收入保持增长, 当地财政实力得到进一步增强。2014 年, 张家界市完成地区生产总值 410.02 亿元, 增长 10.7%; 全市和市本级财政收入分别为 1,104,971 万元、236,916 万元, 同比分别增长 17.96%、18.98%, 区域财政实力得到进一步增强。
- 公司旅游业务收入有所增长, 在建和拟建项目规模较大, 未来 BT 业务收入仍有保障。受益于游客数量和景区门票分成的增长, 2014 年, 公司旅游服务业务和景

区环保客运业务分别实现收入 55,550.98 万元、17,834.79 万元，合计 73,385.77 万元，同比分别增长 17.69%、8.56%、15.33%；截至 2014 年末，公司在建及拟建的城市基础设施项目计划总投资在 931,433.44 万元以上，已完成投资 531,281.20 万元，规模较大，未来 BT 业务收入仍有保障。

- **公司持续获得当地政府支持。**2014 年，公司获得政府补助 2,359.31 万元，主要是张家界市财政局拨付的棚户区改造补贴。

关注：

- **张家界市财政收入对上级补助收入依赖程度依然较高，财政自给能力依然较弱。**2014 年，张家界全市和市本级财政收入中，上级补助收入分别占 68.30%、38.26%，对上级补助收入的依赖程度依然较高；张家界全市和市本级公共财政收入对公共财政支出的覆盖率分别为 26.77%、51.29%，财政自给能力依然较弱。
- **公司 BT 业务收入易受项目完工进度影响而产生波动。**2014 年，公司实现 BT 业务收入 26,341.73 万元，同比下降 66.80%，主要是当年完工的基础设施项目投资规模较小所致，未来公司 BT 业务收入仍可能受项目完工进度影响而产生波动。
- **在建和拟建项目尚需投入的资金规模较大，公司仍面临较大的资金压力。**截至 2014 年末，公司主要在建和拟建项目至少尚需投资 417,182.77 万元，规模较大，预计仍主要依靠外部筹资，公司仍面临较大的资金压力。
- **公司负债规模持续攀升，且以有息债务为主，偿债压力进一步加大。**截至 2014 年末，公司负债总额 672,848.11 万元，同比增长 23.99%，主要源于长期借款和应付债券的增长；其中，有息债务 541,026.70 万元，同比增长 35.43%，占负债总额的 80.41%，占比较上年增长 6.79 个百分点，公司偿债压力进一步加大。
- **公司存在一定规模的对外担保，可能会形成一定的或有负债。**截至 2014 年末，公司对外担保合计 45,500 万元，占公司净资产的 6.14%，可能会形成一定的或有负债。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	1,413,460.07	1,273,557.57	1,250,227.25
归属于母公司所有者权益合计（万元）	706,779.21	701,647.18	687,195.66
有息债务（万元）	541,026.70	399,475.58	424,106.37
资产负债率	47.60%	42.61%	42.97%

流动比率	6.00	4.99	5.15
速动比率	1.36	0.74	0.60
营业收入（万元）	103,000.33	150,620.83	94,386.85
政府补助（万元）	2,359.31	10,234.15	2,490.40
利润总额（万元）	11,646.97	21,619.38	30,223.98
综合毛利率	41.79%	25.49%	51.11%
总资产回报率	2.51%	2.93%	3.49%
EBITDA（万元）	44,052.38	45,643.33	40,697.79
EBITDA 利息保障倍数	1.37	1.58	1.64
经营活动产生的现金流量净额（万元）	-35,137.52	2,967.74	15,383.64

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2014]358号文件批准，公司于2014年04月17日发行10亿元公司债券，票面利率为7.80%，期限7年。本期债券为固定利率债券，每年付息一次，付息日为2015-2021年每年的04月17日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日）。本期债券设置本金提前偿还条款，即本期债券存续期内第3、4、5、6、7年末分别按照债券发行总额的20%、20%、20%、20%和20%的比例偿还债券本金。

跟踪期内，公司于2015年04月17日正常支付本期债券利息7,800万元。

表 1 截至 2015 年 04 月 30 日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金兑付金额	利息支付	期末本金余额
2015年04月17日	0	7,800	100,000

资料来源：公司提供

截至2015年04月30日，本期债券募投项目进展及募集资金使用情况如下表所示。

表 2 截至 2015 年 04 月 30 日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金	项目已投资	已使用募集资金
武陵山大道建设工程	90,485.00	30,000.00	-	-
张家界市沿江旧城改造工程	250,007.84	70,000.00	150,004.70	60,000.00
合计	340,492.84	100,000.00	150,004.70	60,000.00

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、股东及实际控制人均未发生变更。截至2014年末，公司注册资本为10,000.00万元，股东及实际控制人均为张家界市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“张家界市国资委”）。

跟踪期内，公司主营业务未发生变更，纳入合并范围的二级子公司无变化；公司的子公司张家界旅游集团股份有限公司新纳入合并范围的子公司1家，系其出资500万元设立的张家界游客中心有限公司，主营业务为旅游服务。

截至2014年12月31日，公司资产总额为1,413,460.07万元，归属于母公司所有者权益合计706,779.21万元，资产负债率为47.60%；2014年度，公司实现营业收入103,000.33万元，利润总额11,646.97万元，经营活动现金净流出35,137.52万元。

三、区域经济与财政实力

张家界市经济较快增长，经济和财政实力进一步增强

跟踪期内，张家界市经济较快增长，经济实力进一步增强。2014年，张家界市完成地区生产总值410.02亿元，增长10.7%，增速较上年有所提高；其中，第二、三产业增加值分别为99.80亿元、260.99亿元，分别增长8.6%、12.8%，三次产业结构由2013年的12.1:25.4:62.5调整为12.0:24.3:63.7，第三产业占比进一步上升，产业结构得到进一步优化。2014年，张家界市第三产业增加值增速较上年提高7.5个百分点，主要受益于旅游业的较快发展。2014年，张家界市全年景点接待旅游人数3,884.58万人次，比上年增长12.9%；接待过夜游客1,698.31万人天，增长19.2%，其中，境外游客260.17万人天，增长25.9%；实现旅游总收入248.7亿元，增长17.2%。

表 3 2013-2014 年张家界市主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	410.02	10.7%	365.65	6.1%
第一产业增加值	49.33	4.8%	44.1	2.6%
第二产业增加值	99.80	8.6%	92.89	9.8%
第三产业增加值	260.99	12.8%	228.67	5.3%
工业增加值	81.6	8.3%	76.5	10.3%
固定资产投资	253.04	19%	210.84	24.0%
社会消费品零售总额	138.4	11.6%	124.01	10.0%
进出口总额（万美元）	9,019	96.9%	4,581	18.5%
存款余额	461.9	15.3%	400.69	16.6%
贷款余额	338.96	16.9%	289.88	17.4%
旅游总收入	248.7	17.2%	212.29	1.7%

资料来源：张家界市 2013、2014 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

跟踪期内，张家界市财政收入保持增长。2014年，张家界全市、市本级分别完成财政收入1,104,971万元、236,916万元，同比分别增长17.96%、18.98%。

2014年，张家界全市财政收入中，公共财政收入、上级补助收入、政府性基金收入分别占25.85%、68.30%、5.85%，占比较上年分别下降1.44个百分点、0.73个百分点、上升3.36个百分点，财政收入对上级补助收入的依赖程度依然较高。2014年，张家界全市完成公共财政收入285,653万元，同比增长11.75%，其中税收收入171,043万元，同比增长15.90%，占公共财政收入的59.88%，占比基本与上年持平，公共财政收入质量一般。2014年，张家界全市完成政府性基金收入64,639万元，同比增长177.10%，主要是国有土地使用权出让收

入的大幅增长所致。

2014年，张家界市本级财政收入中，公共财政收入、上级补助收入、政府性基金收入分别占45.49%、38.26%、16.25%，财政收入对上级补助收入的依赖程度依然较高。2014年，张家界市本级完成公共财政收入107,783万元，同比增长12.41%，其中税收收入47,102万元，同比增长11.72%，占公共财政收入的43.70%，占比基本与上年持平，公共财政收入质量一般。2014年，张家界本级完成政府性基金收入38,494万元，同比增长353.51%，主要是国有土地使用权出让收入的大幅增长所致。

2014年，张家界全市和市本级公共财政收入对公共财政支出的覆盖率分别为26.77%、51.29%，同比均略有下降，财政自给能力依然较弱。

总体来看，2014年，张家界市经济较快增长，财政收入保持增长，经济和财政实力进一步增强；但张家界市财政收入对上级补助收入的依赖程度依然较高，财政自给能力依然较弱。

表 4 2013-2014 年张家界市财政收支情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	全市	市本级	全市	市本级
财政收入	1,104,971	236,916	936,731	199,126
（一）公共财政收入	285,653	107,783	255,619	95,883
其中：税收收入	171,043	47,102	147,577	42,161
非税收入	114,610	60,681	108,042	53,722
（二）上级补助收入	754,679	90,639	646,582	93,492
其中：返还性收入	23,199	5,471	22,493	5,305
一般性转移支付收入	408,699	42,681	355,645	41,925
专项转移支付收入	322,781	42,487	268,444	46,262
（三）政府性基金收入	64,639	38,494	23,327	8,488
其中：国有土地使用权出让收入	44,472	29,618	6,564	435
（四）财政专户收入*	-	-	11,203	1,263
财政支出	1,168,432	247,634	940,498	188,719
（一）公共财政支出	1,067,196	210,130	878,954	176,032
（二）政府性基金支出	101,236	37,504	52,283	11,420
（三）财政专户支出*	-	-	9,261	1,267
公共财政收入/公共财政支出	26.77%	51.29%	29.08%	54.47%

注：*未提供 2014 年度财政专户收支情况表。

资料来源：张家界市财政局，鹏元整理

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生变更，收入依然主要来源于旅游服务、景区环保客运

及BT业务。2014年，公司实现主营业务收入102,845.39万元，同比下降31.71%，主要是BT项目收入大幅下降所致；其中，旅游服务业务、景区环保客运业务、BT业务收入分别为55,550.98万元、17,834.79万元、26,341.73万元，同比分别增长17.69%、增长8.56%、下降66.80%，分别占主营业务总收入54.01%、17.34%、25.61%。2014年，公司主营业务毛利率为41.70%，同比提升16.22个百分点，主要是毛利率较高的旅游服务业务、景区环保客运业务收入占比上升且毛利率有所提升所致。

2014年，公司经营的张家界国际大酒店装修改造完成，于当年4月份重新营业，使得公司酒店业务收入有所增长，但是由于将装修支出计入成本，该业务毛利率为负值。公司房产项目开发收入系安置房项目剩余门面的销售收入，目前无在开发项目，业务可持续性较弱。

表 5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
旅游服务业	55,550.98	47.10%	47,200.97	32.24%
景区环保客运业	17,834.79	73.42%	16,429.00	59.03%
BT项目	26,341.73	13.04%	79,350.38	13.04%
酒店服务业	1,387.60	-27.06%	796.38	36.70%
房产项目开发收入	982.58	8.25%	6,089.18	40.98%
其他	747.70	64.35%	733.96	44.13%
合计	102,845.39	41.70%	150,599.88	25.48%

注：“其他”为殡仪、租赁及广告等业务，规模较小。

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

受益于游客数量和景区门票分成的增长，公司旅游业务收入有所增长，毛利率有所提升

跟踪期内，公司旅游业务收入有所增长，毛利率有所提升。2014年，公司旅游服务业务和景区环保客运业务分别实现收入55,550.98万元、17,834.79万元，合计73,385.77万元，同比分别增长17.69%、8.56%、15.33%，主要是因为游客数量的大幅增长和景区门票分成收入大幅增长。受益于景区门票分成收入的大幅增长，2014年，公司旅游服务业务和景区环保客运业务毛利率同比分别提升14.86、14.39个百分点达到47.10%、73.42%。

公司运营的旅游资源主要有宝峰湖和十里画廊两大景区，并享有多项张家界核心景区门票收益权，主要是武陵源核心景区门票收益权，门票分成比例为53.67%（含下属子公司的分成）。2014年4月，公司杨家界索道建成投入运营。2014年，宝峰湖、十里画廊和杨家界索道购票人数合计198.49万人，实现收入合计11,335.45万元，同比分别增长71.59%、

111.66%；武陵源核心景区购票人数合计292.66万人，实现收入64,722.00万元，同比分别增长61.20%、57.12%。

表 6 2013-2014 年公司主要景区游客数量及收入情况（单位：万人、万元）

景区名称	2014 年		2013 年	
	购票人数	收入	购票人数	收入
宝峰湖	56.24	4,854.55	38.79	2,609.62
十里画廊	108.32	4,217.74	76.89	2,745.96
杨家界索道	33.93	2,263.16	-	-
合计	198.49	11,335.45	115.68	5,355.58

资料来源：公司提供

表 7 2013-2014 年武陵源核心景区游客数量及收入情况（单位：万人、万元）

年份	购票人数			收入
	全票	优惠票	环保票	
2014 年	221.89	60.62	10.15	64,722.00
2013 年	149.41	28.67	3.47	41,192.00

注：十里画廊和杨家界索道出在武陵源景区内，但需额外购票。

资料来源：公司提供

公司BT业务收入虽有所下降，但在建和拟建项目规模较大，未来收入仍较有保障；但在建和拟建项目尚需投资规模仍较大，公司仍面临较大的资金压力

公司承担了张家界市较多的城市基础设施建设工程，并与张家界市人民政府签订了《张家界市投资建设与转让收购（BT）模式投资建设项目总承包协议》，张家界市政府按照公司承担的城市基础设施建设项目投资总额的115%进行项目回购。

2014年，公司完工的基础设施项目投资规模较小，BT业务收入有所下降，完成了张罗公路鹭鸶湾段高架桥项目，完成投资22,905.86万元，实现BT业务收入26,341.73万元，同比下降66.80%。

表 8 2013-2014 年公司 BT 业务收入明细（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
四路综合改造工程项目	-	79,350.38
张罗公路鹭鸶湾段高架桥项目	26,341.73	-
合计	26,341.73	79,350.38

资料来源：公司提供

截至2014年末，公司主要在建及拟建的城市基础设施项目计划总投资在931,433.44万元，已完成投资531,281.20万元，规模较大，未来BT业务收入较有保障；但是，收入易受项目完工进度影响而产生波动，同时，公司在建和拟建基础设施项目至少尚需投资417,182.77万元，公司仍面临较大的资金压力。

总体来看，2014年，公司BT业务收入虽有所下降，但在建项及拟建目规模较大，未来收入仍较有保障；但在建及拟建项目尚需投资规模仍较大，公司仍面临较大的资金压力。

表 9 截至 2014 年末公司主要在建项目（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已完成投资	尚需投资
张家界市沿江旧城改造工程*	250,007.84	64,299.73	185,708.11
武陵山大道建设工程*	90,485.00	-	90,485.00
张家界市澧水风貌带建设项目	135,402.00	36,141.84	99,260.16
“民惠家园”廉租房小区	1,431.85	2,750.00	-
“民强家园”廉租房小区	1,505.55	1,850.00	-
“民惠家园”廉租房小区（二期）	1,504.00	1,654.40	-
民惠家园二期公共租赁房	2,257.20	2,482.92	-
贺龙体育中心	61,910.00	45,293.46	16,616.54
贸易路	29,500.00	32,471.71	-
八达路/天门山景区连线	33,150.00	29,978.87	3,171.13
西溪坪片区基础设施	28,100.00	22,996.23	5,103.77
张罗公路	23,500.00	22,905.03	594.97
鹭鸶湾片堤防工程	17,500.00	19,520.55	-
火车站广场	18,560.00	19,364.77	-
教场路/解放路改造	14,870.00	16,346.91	-
火车站站台站房	14,500.00	15,819.30	-
官黎坪片堤防工程	13,200.00	14,304.54	-
机场路拓宽	9,900.00	11,919.76	-
彭家巷片堤防工程	10,500.00	11,429.02	-
上南庄坪片堤防工程	9,700.00	10,650.88	-
子午西路二期	8,950.00	10,344.36	-
其他城市基础实施项目	155,000.00	138,756.90	16,243.10
合计	931,433.44	531,281.20	417,182.77

注：标“*”号项目为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

在经营方面，公司持续获得当地政府支持

2014年，公司获得政府补助2,359.31万元，主要是张家界市财政局拨付的棚户区改造补贴。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年度审计报告，财务报表采用新会计准则编制，2013年数据采用2014年度审计报告期初数。2014年，公司纳入合并范围的二级子公司无变化。

资产结构与质量

公司资产保持增长，但整体资产流动性仍一般；应收款项规模较大，且回款时间存在较大的不确定性，对公司资金占用明显

跟踪期内，公司资产保持增长，依然以流动资产为主。截至2014年末，公司资产总计1,413,460.07万元，同比增长10.99%，主要源于货币资金、存货等流动资产的增长；依然以流动资产为主，其占总资产的74.68%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货等构成。截至2014年末，公司货币资金余额79,195.69万元，同比增长376.01%，主要是发行本期债券和新增银行借款较多所致，其中其他货币资金110.12万元，系外埠存款和保证金，除此之外，公司货币资金不存在因抵押、质押或冻结等使用受限的情形。截至2014年末，公司应收账款账面价值101,482.73万元，同比增长23.14%，主要是近两年形成的应收张家界市财政局的BT项目款；公司其他应收款账面价值53,380.38万元，同比增长69.07%，主要是与张家界市国资委、张家界市土地储备中心等单位的往来款；应收账款和其他应收款合计154,863.11万元，占公司总资产的10.96%，规模较大，鉴于应收对象主要是张家界市政府部门及国有单位，回收风险较小，但是回款时间存在较大的不确定性，对公司资金占用明显。公司存货主要是开发产品成本和土地，2014年末公司存货账面价值815,500.79万元，同比增长4.28%，其中，开发产品成本533,317.25万元，主要是公司承建的基础设施已完成投资，同比增长6.67%，土地281,654.91万元，主要是公司发行的12张家界经投债抵押土地。

公司非流动资产主要由无形资产和固定资产等构成。无形资产主要是景区门票分成收益权，2014年末账面价值为294,187.5700万元，该收益权已全部用于公司借款抵押。2014年末，公司固定资产账面价值为50,508.55万元，同比增长77.91%，主要是杨家界索道和张国际酒店装修改造两个在建工程转固所致。

总体来看，2014年，公司资产保持增长，但整体资产流动性仍一般；应收款项规模较大，且回款时间存在较大的不确定性，对公司资金占用明显。

表 10 2013-2014 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比

货币资金	79,195.69	5.60%	16,637.29	1.31%
应收账款	101,482.73	7.18%	82,414.92	6.47%
其他应收款	53,380.38	3.78%	31,572.39	2.48%
存货	815,500.79	57.70%	782,058.27	61.41%
流动资产合计	1,055,613.09	74.68%	918,483.34	72.12%
固定资产	50,508.55	3.57%	28,389.81	2.23%
无形资产	283,101.83	20.03%	288,922.23	22.69%
非流动资产合计	357,846.98	25.32%	355,074.23	27.88%
资产总计	1,413,460.07	100.00%	1,273,557.57	100.00%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

受BT业务收入大幅下降及期间费用率大幅上升影响，公司盈利能力有所下降；但公司业务量充足，未来收入仍有保障

跟踪期内，公司营业收入有所下降，综合毛利率有所提升，营业利润和净利润均有所下降。2014年，受BT业务收入大幅下降影响，公司实现营业收入103,000.33万元，同比下降31.62%；受益于旅游服务、景区环保客运业务毛利率提升，公司综合毛利率同比提升16.30个百分点至41.79%。但是，2014年公司各项期间费用均保持增长，尤其是财务费用，同比增长40.37%，导致期间费用率大幅上升14.02个百分点至30.13%。受此影响，2014年公司实现营业利润10,120.84万元，同比下降13.55%。

2014年，公司获得的政府补助2,359.31万元，同比下降76.95%。受此影响，2014年公司实现净利润9,217.33万元，同比下降51.56%。

截至2014年末，公司在建和拟建的城市基础设施项目已完成投资531,281.20万元，规模较大，未来BT业务收入仍有保障。

总体来看，2014年，受BT业务收入大幅下降及期间费用率大幅上升影响，公司营业收入、营业利润和净利润均有所下降，盈利能力有所下降；公司BT业务量充足，未来收入仍有保障。

表 11 2013-2014 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
营业收入	103,000.33	150,620.83
营业利润	10,120.84	11,706.78
政府补助	2,359.31	10,234.15
利润总额	11,646.97	21,619.38
净利润	9,217.33	19,028.52

综合毛利率	41.79%	25.49%
期间费用率	30.13%	16.11%
总资产回报率	2.51%	2.93%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流依然较差，在建和拟建项目尚需投入的资金规模较大，公司仍面临较大的资金压力

公司旅游服务、景区环保客运业务收现情况较好，BT业务收现情况较差。2014年，公司旅游服务、景区环保客运业务收入均有所增长，BT业务收入大幅下降，使得公司经营收现情况有所改善，收现比为0.75，较上年上升0.27，但依然较低；同时，公司支付的往来款规模较大，导致公司经营活动现金流表现为较大规模的净流出。

2014年，公司投资活动现金流主要是在建工程支出，依然表现为一定规模的净流出。2014年，公司本期债券发行，并新增了较大规模的银行借款，导致筹资活动现金流表现为较大规模的净流入。

截至2014年末，公司在建和拟建基础设施项目至少尚需投资417,182.77万元，预计仍将主要依靠外部筹资，公司面临较大的资金压力。

总体来看，2014年，受BT业务收现情况依然较差、往来款支付规模依然较大影响，公司经营活动现金流依然较差；主要在建和拟建项目至少尚需投资417,182.77万元，规模较大，预计仍主要依靠外部筹资，公司仍面临较大的资金压力。

表 12 2013-2014 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
收现比	0.75	0.48
销售商品、提供劳务收到的现金	77,265.69	72,386.36
收到的其他与经营活动有关的现金	2,975.41	31,826.25
经营活动现金流入小计	80,275.60	104,250.91
购买商品、接受劳务支付的现金	65,034.53	69,637.22
支付的其他与经营活动有关的现金	36,652.70	19,281.64
经营活动现金流出小计	115,413.12	101,283.17
经营活动产生的现金流量净额	-35,137.52	2,967.74
投资活动产生的现金流量净额	-11,934.89	-10,400.90
筹资活动产生的现金流量净额	109,695.81	-53,796.64
现金及现金等价物净增加额	62,623.39	-61,229.80

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模持续攀升，且以有息债务为主，偿债压力进一步加大

跟踪期内，公司负债持续增长，所有者权益略增，所有者权益对负债的保障程度下降。截至2014年末，公司负债总额672,848.11万元，同比增长23.99%；所有者权益合计740,611.96万元，同比增长1.33%；负债与所有者权益比率为0.91，同比上升0.17，所有者权益对负债的保障程度下降。

表 13 2013-2014 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2014 年	2013 年
负债总额	672,848.11	542,642.51
所有者权益合计	740,611.96	730,915.07
负债与所有者权益比率	0.91	0.74

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

跟踪期内，公司负债规模持续增长，负债结构依然以非流动负债为主。截至2014年末，公司负债总额672,848.11万元，同比增长23.99%，主要源于长期借款和应付债券的增长；其中，非流动负债496,850.67万元，同比增长38.57%，占负债总额的73.84%，占比上升7.77个百分点。

截至2014年末，公司流动负债主要由短期借款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。2014年末，公司其他应付款余额为9,540.63万元，同比下降67.46%，主要是对其他单位往来款的偿付所致；一年内到期的非流动负债系将要到期的长期借款。

截至2014年末，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款等构成。截至2014年末，公司长期借款余额262,496.00万元，同比增长17.78%，主要是抵押、保证借款；应付债券大幅增长，系发行本期债券所致；长期应付款主要是张家界市财政局拨入的日元贷款、世行贷款和公司向湖南财信投资控股有限公司的贷款等；专项应付款主要是新火车站铁路专项资金、财政拨付新火车站建设资金、廉租房建设款、市政基础设施建设资金等政府专项拨款，将随项目竣工而结转，实际偿付压力不大。

截至2014年末，公司有息债务包括短期借款、长期借款（含一年内到期的非流动负债）、应付债券和长期应付款，合计541,026.70万元，同比增长35.43%，占负债总额的80.41%，占比较上年增长6.79个百分点，公司偿债压力进一步加大。

表 14 2013-2014 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比

短期借款	22,620.00	3.36%	26,250.00	4.84%
预收款项	84,107.14	12.50%	81,606.17	15.04%
其他应付款	9,540.63	1.42%	29,322.36	5.40%
一年内到期的非流动负债	48,486.71	7.21%	41,900.00	7.72%
流动负债合计	175,997.44	26.16%	184,093.54	33.93%
长期借款	262,496.00	39.01%	222,861.71	41.07%
应付债券	180,000.00	26.75%	80,000.00	14.74%
长期应付款	27,423.99	4.08%	28,463.87	5.25%
专项应付款	26,561.72	3.95%	26,979.91	4.97%
非流动负债合计	496,850.67	73.84%	358,548.96	66.07%
负债合计	672,848.11	100.00%	542,642.51	100.00%
有息债务	541,026.70	80.41%	399,475.58	73.62%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

截至2014年末，由于负债较快增长，公司资产负债率上升4.99个百分点至47.60%，公司长期偿债能力有所下降；公司负债增长主要源于非流动负债，流动负债增长较少，而资产增长主要源于流动资产，流动资产增速快于流动负债，因此，公司流动比率、速动比率有所上升，分别为6.00、1.36，同比分别上升1.01、0.62；2014年公司利润总额大幅下降，利息支出大幅增长，导致EBITDA及其利息保障倍数下降。

总体来看，2014年，公司负债规模持续攀升，且以有息债务为主，偿债压力进一步加大。

表 15 2013-2014 年公司偿债能力指标

指标名称	2014 年	2013 年
资产负债率	47.60%	42.61%
流动比率	6.00	4.99
速动比率	1.36	0.74
EBITDA（万元）	44,052.38	45,643.33
EBITDA 利息保障倍数	1.37	1.58
有息债务/EBITDA	12.28	8.75

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2014年末，公司对外担保合计45,500万元，占公司净资产的6.14%，可能会形成一定的或有负债；其中，为张家界金鲵生物工程股份有限公司5,500万元银行贷款提供保证担保，该公司以2,500亩林权和6,000尾种娃娃鱼作为反担保；以土地使用权为张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司40,000万元银行贷款提供担保。

七、评级结论

跟踪期内，公司所在区域经济和财政收入保持增长，当地财政实力得到进一步增强；公司旅游业务收入有所增长，在建和拟建项目规模较大，未来BT业务收入仍有保障；公司持续获得当地政府支持。但我们也关注到，张家界市财政收入对上级补助收入依赖程度依然较高，财政自给能力依然较弱；公司BT业务收入易受项目完工进度影响而产生波动；在建和拟建项目尚需投入的资金规模较大，公司仍面临较大的资金压力；负债规模持续攀升，且以有息债务为主，偿债压力进一步加大；公司存在一定规模的对外担保，可能会形成一定的或有负债等风险因素。

综上，鹏元对张家界经投及本期债券的2015年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
货币资金	79,195.69	16,637.29	79,332.46
应收账款	101,482.73	82,414.92	604.18
预付款项	5,984.00	5,694.13	6,337.32
其他应收款	53,380.38	31,572.39	17,919.58
存货	815,500.79	782,058.27	794,303.86
其他流动资产	69.51	106.34	1.54
流动资产合计	1,055,613.09	918,483.34	898,498.95
可供出售金融资产	1,236.66	1,236.66	1,235.66
投资性房地产	1,523.27	1,600.09	1,677.42
固定资产	50,508.55	28,389.81	31,050.66
在建工程	1,968.73	16,640.78	4,370.62
固定资产清理	-	-	16.98
生产性生物资产	8.92	-	-
无形资产	283,101.83	288,922.23	294,996.34
商誉	16,737.63	16,737.63	16,737.63
长期待摊费用	1,714.06	1,365.60	1,460.23
递延所得税资产	285.72	181.44	182.76
其他非流动资产	761.62	-	-
非流动资产合计	357,846.98	355,074.23	351,728.30
资产总计	1,413,460.07	1,273,557.57	1,250,227.25
短期借款	22,620.00	26,250.00	30,485.00
应付账款	1,935.33	1,086.10	893.90
预收款项	84,107.14	81,606.17	77,799.76
应付职工薪酬	1,217.21	1,000.77	289.44
应交税费	1,315.68	914.43	1,261.11
应付利息	6,774.57	2,013.55	1,928.51
应付股利	0.17	0.17	0.17
其他应付款	9,540.63	29,322.36	10,059.38
一年内到期的非流动负债	48,486.71	41,900.00	51,700.00
流动负债合计	175,997.44	184,093.54	174,417.26
长期借款	262,496.00	222,861.71	231,893.72
应付债券	180,000.00	80,000.00	80,000.00
长期应付款	27,423.99	28,463.87	30,027.66
专项应付款	26,561.72	26,979.91	20,799.33
递延收益	368.96	243.48	109.25

非流动负债合计	496,850.67	358,548.96	362,829.96
负债合计	672,848.11	542,642.51	537,247.22
股本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	567,997.36	567,984.38	568,982.69
专项储备	-	56.99	87.87
盈余公积	12,269.56	11,931.51	10,689.89
未分配利润	116,512.29	111,674.31	97,435.22
归属于母公司所有者权益合计	706,779.21	701,647.18	687,195.66
少数股东权益	33,832.76	29,267.88	25,784.37
所有者权益合计	740,611.96	730,915.07	712,980.03
负债和所有者权益总计	1,413,460.07	1,273,557.57	1,250,227.25

注：合计数与相关各项加总数小数点后两位的差异系计算过程中四舍五入所致，下同。

资料来源：公司审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	103,000.33	150,620.83	94,386.85
其中：营业收入	103,000.33	150,620.83	94,386.85
二、营业总成本	92,886.25	138,942.85	66,555.90
其中：营业成本	59,960.85	112,221.61	46,142.37
营业税金及附加	1,915.13	2,140.90	1,874.49
销售费用	2,444.92	2,299.81	3,059.76
管理费用	6,725.72	6,385.95	5,190.69
财务费用	21,868.03	15,578.41	9,691.43
资产减值损失	-28.41	316.17	597.16
加：投资收益（损失以“－”号填列）	6.75	28.80	312.20
三、营业利润（亏损以“－”号填列）	10,120.84	11,706.78	28,143.15
加：营业外收入	2,376.51	10,299.95	2,660.94
减：营业外支出	850.38	387.34	580.11
四、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	11,646.97	21,619.38	30,223.98
减：所得税费用	2,429.64	2,590.87	3,539.40
五、净利润（净亏损以“－”号填列）	9,217.33	19,028.52	26,684.59
归属于母公司所有者的净利润	5,176.03	15,480.70	19,837.33
少数股东损益	4,041.30	3,547.81	6,847.25

资料来源：公司审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
销售商品、提供劳务收到的现金	77,265.69	72,386.36	104,518.83
收到的税费返还	34.50	38.30	-
收到其他与经营活动有关的现金	2,975.41	31,826.25	12,226.13
经营活动现金流入小计	80,275.60	104,250.91	116,744.97
购买商品、接受劳务支付的现金	65,034.53	69,637.22	79,005.53
支付给职工以及为职工支付的现金	7,243.55	5,910.09	6,650.29
支付的各项税费	6,482.33	6,454.23	7,395.95
支付其他与经营活动有关的现金	36,652.70	19,281.64	8,309.55
经营活动现金流出小计	115,413.12	101,283.17	101,361.32
经营活动产生的现金流量净额	-35,137.52	2,967.74	15,383.64
收回投资收到的现金	100.00	70.00	52.00
取得投资收益收到的现金	6.75	27.80	2.40
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	87.62	30.54	68.59
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	7.44	-	-
收到其他与投资活动有关的现金	519.12	173.23	428.62
投资活动现金流入小计	720.93	301.57	551.61
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	12,624.82	10,602.46	1,617.16
投资支付的现金	-	100.00	-
支付其他与投资活动有关的现金	31.00	0.01	1,465.52
投资活动现金流出小计	12,655.82	10,702.47	3,082.68
投资活动产生的现金流量净额	-11,934.89	-10,400.90	-2,531.07
吸收投资收到的现金	654.00	-	-
取得借款收到的现金	130,666.00	89,065.00	93,385.00
发行债券收到的现金	100,000.00	-	79,200.00
收到其他与筹资活动有关的现金	1.25	-	-
筹资活动现金流入小计	231,321.25	89,065.00	172,585.00
偿还债务支付的现金	89,114.88	113,695.79	94,437.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	32,144.05	28,806.61	24,777.89
支付其他与筹资活动有关的现金	366.51	359.24	1,772.78
筹资活动现金流出小计	121,625.45	142,861.64	120,987.66
筹资活动产生的现金流量净额	109,695.81	-53,796.64	51,597.34
汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	-90.14
现金及现金等价物净增加额	62,623.39	-61,229.80	64,359.77
加：期初现金及现金等价物余额	16,462.29	77,692.09	13,332.32
期末现金及现金等价物余额	79,085.69	16,462.29	77,692.09

资料来源：公司审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	9,217.33	19,028.52	26,684.59
加：资产减值准备	-28.41	316.17	597.16
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,635.87	2,431.85	2,012.11
无形资产摊销	6,080.60	6,076.66	292.24
长期待摊费用摊销	583.51	156.97	213.89
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	125.24	3.33	-14.72
财务费用（收益以“-”号填列）	22,105.43	15,733.30	7,955.57
投资损失（收益以“-”号填列）	-6.75	-28.80	-312.20
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-104.28	1.32	-182.76
存货的减少（增加以“-”号填列）	-18,033.70	12,245.59	-73,984.80
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-41,128.84	-76,623.41	376.39
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-17,583.52	23,626.24	51,746.18
经营活动产生的现金流量净额	-35,137.52	2,967.74	15,383.64

资料来源：公司审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
有息债务（万元）	541,026.70	399,475.58	424,106.37
资产负债率	47.60%	42.61%	42.97%
流动比率	6.00	4.99	5.15
速动比率	1.36	0.74	0.60
综合毛利率	41.79%	25.49%	51.11%
期间费用率	30.13%	16.11%	19.01%
总资产回报率	2.51%	2.93%	3.49%
EBITDA（万元）	44,052.38	45,643.33	40,697.79
EBITDA 利息保障倍数	1.37	1.58	1.64
收现比	0.75	0.48	1.11

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录五 截至2014年末公司纳入合并范围的二级子公司

企业名称	注册资本 (万元)	表决权 比例	业务性质
张家界市土地房产开发有限责任公司	1,208.00	100.00%	房地产开发经营（三级）建筑五金、建筑材料、电工器材、水暖器材销售；殡葬（殡仪馆、公墓山）开发；殡葬用品销售。
张家界市火车站广场建设开发有限责任公司	500.00	100.00%	官黎坪火车站广场土地综合开发服务，政策允许经营的国内贸易业务
张家界金山陵园有限责任公司	200.00	51.00%	殡葬（殡葬馆、公墓山）开发；殡葬用品销售
张家界旅游集团股份有限公司	32,083.51	32.44%	旅游资源开发，旅游基础设施建设，旅游配套服务，与旅游有关的高科技开发；旅游环保产品开发、生产、销售、旅游信息咨询服务

资料来源：公司审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	期间费用率	（销售费用+管理费用+财务费用）/营业收入×100%
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	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）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券+其他长期有息债务
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款+其他短期有息债务
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录七 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。