

2014 年张家界市经济发展投资集团有限公司

公司债券 2017 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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2017】跟踪第
【635】号 01

债券剩余规模: 8 亿元

债券到期日期: 2021 年
4 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% 的比
例偿还债券本金

分析师

姓名:
余佳徽 蒋申

电话:
0755-82862850

邮箱:
yujh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法, 该评级方法已披露
于公司官方网站。

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

2014 年张家界市经济发展投资集团有限公司公司债券 2017 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	2017 年 06 月 22 日	2016 年 06 月 22 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“公司”) 及其 2014 年 4 月 17 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2017 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 2016 年张家界市经济和财政收入保持增长, 公司业务发展持续性较好, 张家界人民政府 (以下简称“张家界政府”) 在财政补贴和资产注入方面给予公司较大支持。但鹏元也关注到, 张家界市地方综合财力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, 公司资产流动性较弱, 公司收入规模下降, 公司有息负债规模加大, 存在较大的偿债压力, 公司面临一定或有负债风险等风险因素。

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。2016 年, 张家界市完成地区生产总值 497.60 亿元, 较上年增长 8.10%, 增速较快; 受益于地方经济的快速增长, 2016 年张家界市全市地方综合财力为 153.73 亿元, 同比增长 16.13%。
- 公司业务可持续性较好。旅游板块方面, 公司享有以武陵源核心景区为主的众多景区门票分成收益权, 有助于公司未来旅游业务持续发展; BT 工程建设方面, 截至 2016 年末, 公司已投资尚未实现收入的 BT 项目规模较大, 公司在建 BT 项目共 13 个, 计划总投资 27.67 亿元, 尚需投资 9.36 亿元, 整体而言公司业务可持续

性较好。

- 公司在财政补贴和资产注入方面继续获得当地政府支持，新增收益权有利于公司旅游业务持续发展。2016 年，张家界政府给予公司政府补助 10,424.39 万元，并将评估价值为 671,217.85 万元的武陵源核心景区大门票收益权全部无偿划拨给公司，有效提升了公司的利润水平及可持续经营能力。

关注：

- 张家界市地方综合财力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，市本级政府性基金收入波动较大。2016 年，张家界全市和市本级地方综合财力中，上级补助收入分别占比 67.27%、67.49%，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财政自给率分别为 22.30%、39.12%，财政自给能力依然较弱；市本级政府性基金收入近三年出现较大波动，对地方综合财力稳定性造成一定影响。
- 公司资产流动性较弱。截至 2016 年末，公司资产以存货、其他应收款、无形资产为主，合计占总资产之比为 82.48%。存货及无形资产主要为在建项目及土地使用权，不易变现；其他应收款回款时间存在较大不确定性，对资金占用较大。
- 公司收入规模下降。2016 年公司旅游板块收入为 82,915.72 万元，同比下滑 7.17%；BT 业务受结算进度影响未实现收入。受上述因素影响，公司主营业务为 88,866.38 万元，同比 2015 年下滑 38.48%。
- 公司有息负债规模加大，存在较大的偿债压力。2016 年公司有息负债为 84.59 亿元，同比增加 22.00%；2017-2019 年内需偿还的有息负债本息规模达 61.68 亿元，占有息负债本息的 68.81%；有息债务/EBITDA 从上年的 14.17 上升为 17.92，EBITDA 利息保障倍数由上年的 1.26 下降至 0.84，EBITDA 对债务和利息的覆盖程度进一步减弱，公司偿债压力较大。
- 公司面临一定的或有负债风险。截至 2016 年末，公司对外担保金额合计 71,472.00 万元，占期末净资产的比重为 4.99%，均未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

主要财务指标:

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产 (万元)	2,781,185.52	1,601,362.33	1,413,460.07
所有者权益合计 (万元)	1,433,519.29	761,244.13	740,611.96
有息债务 (万元)	845,929.54	693,366.71	541,026.70
资产负债率	48.46%	52.46%	47.60%
流动比率	2.68	4.49	6.00
营业收入 (万元)	88,866.39	144,565.64	103,000.33
政府补助 (万元)	10,424.39	2,837.15	2,359.31
利润总额 (万元)	8,815.28	14,691.99	11,646.97
综合毛利率	44.27%	35.22%	41.79%
EBITDA (万元)	47,214.98	48,917.03	44,052.38
EBITDA 利息保障倍数	0.84	1.26	1.37
经营活动产生的现金流量净额 (万元)	75,996.11	-79,659.40	-35,137.52

资料来源: 公司 2014-2016 年审计报告, 鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年4月17日发行7年期10亿元公司债券，用于武陵山大道建设工程、张家界市沿江旧城改造工程，截至2016年12月31日，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2016年，公司名称、注册资本、股东及实际控制人均未发生变更。截至2017年5月31日，公司注册资本与实收资本均为10,000.00万元，股东及实际控制人仍为张家界市人民政府国有资产监督管理委员会。

2016年公司合并范围增加三家子公司，出售一家子公司。合并范围变化具体如下表所示：

表 1 截至 2016 年末合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2016 年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
张家界市城市建设投资有限公司	100.00%	10,000.00	市政建设；土地一级开发	新设
张家界市沙堤新区开发有限责任公司	100.00%	10,000.00	城市基础设施建设投资与开发；棚户区改造项目投资	新设
张家界市经济发展投资集团有限公司长沙张家界酒店	100.00%	500.00	住宿、餐饮	新设
2、2016 年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
张家界市土地房产开发有限责任公司	100.0%	10,000.00	房地产开发经营	出售

资料来源：公司提供

截至2016年12月31日，公司资产总额为2,781,185.52万元，所有者权益合计1,433,519.29万元，资产负债率为48.46%；2016年公司实现营业收入88,866.39万元，利润总额8,815.28万元，经营活动现金净流入75,996.11万元。

三、区域经济与财政实力

2016年张家界市经济较快增长，经济实力进一步增强

2016年张家界市经济实力进一步增强，全年完成地区生产总值497.60亿元，增长8.10%，

按张家界市常住人口计算，人均生产总值32,598.00元，为全国人均GDP的60.39%；其中，第一、二、三产业增加值分别为56.30亿元、106.80亿元、334.50亿元，分别增长3.60%、5.60%、9.80%，三次产业结构由2015年的11.6:22.8:65.6调整为2016年的11.3:21.5:67.2。

2016年，全市全部工业实现增加值87.80亿元，比上年增长6.30%。规模以上工业增加值增长6.70%，实现园区工业增加值17.20亿元，增长8.90%。全市规模以上工业企业主营业务收入117.50亿元，比上年增长2.60%；利润总额5.90亿元，下降2.60%；利税总额9.70亿元，下降1.30%；产品销售率达98.30%，比上年降低0.62个百分点。全市规模以上工业出口交货值5.82亿元，下降33.10%。

张家界市经济结构以第三产业为主导。2016年，张家界市第三产业占比进一步上升，产业结构得到进一步优化。受益于旅游业的持续发展，张家界市第三产业增加值同比增长9.80%，但增速与上年相比有所放缓。2016年，张家界市全年景点接待旅游人数6,143万人次，比上年增长21%；接待过夜游客2,857万人天，增长28%，其中境外游客447万人天，增长33.9%。实现旅游总收入443.1亿元，增长30%。其中，门票收入33亿元，增长20.4%；外汇收入77,580万美元，增长35.6%。

2016年，张家界市消费品市场与固定资产投资持续快速发展。2016年，张家界市社会消费品零售总额达到198.10亿元，同比增长11.70%，消费市场保持较快增长速度。2016年，张家界市完成固定资产投资305.70亿元，同比增长14.70%，固定资产投资维持高位运行。本年项目投资265.80亿元，比上年增长13.10%，占固定资产投资总量86.90%，其中本年新开工项目621个，增长57.20%，本年投产项目563个，增长38.30%。全市房地产开发投资39.90亿元，比上年增长27.00%。商品房屋销售额23.50亿元，增长33.40%，其中住宅销售额19.80亿元，增长26.10%。全市房屋待售面积50.60万平方米，下降22.50%。

表 2 2015-2016 年张家界市主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	497.60	8.10%	447.70	8.50%
第一产业增加值	56.30	3.60%	51.90	4.00%
第二产业增加值	106.80	5.60%	101.90	5.50%
第三产业增加值	334.50	9.80%	293.90	10.60%
工业增加值	87.80	6.30%	83.60	6.40%
固定资产投资	305.70	14.70%	296.40	18.10%
社会消费品零售总额	198.10	11.70%	177.40	12.80%
进出口总额（万美元）	7,998.00	21.20%	6,600.00	-26.80%
存款余额	683.10	26.40%	540.50	17.00%

贷款余额	417.80	12.60%	371.22	9.50%
旅游总收入	443.10	30.00%	340.70	37.00%
人均 GDP（元）	32,598.00		29,425.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	60.39%		58.85%	

资料来源：张家界市 2015-2016 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2016年张家界市地方综合财力继续保持增长势头，但对上级补助依赖较高，财政自给能力依然较弱；市本级政府性基金收入大幅波动，市本级综合财力稳定性不佳

2016年，受益于政府性基金收入大幅增加，张家界市全市和市本级地方综合财力分别为153.73亿元、67.73亿元，较上年同比增长16.13%、29.31%。

2016年张家界市全市获得上级补助收入103.42亿元，占全市地方综合财力的比重为67.27%，是全市地方综合财力的最大来源。张家界市本级获得上级补助收入45.71亿元，较上年同比增加18.24%，占张家界市本级地方综合财力的67.49%，地方财政对上级补助存在较大依赖。

2016年，张家界市全市和市本级公共财政收入分别为32.21亿元、12.22亿元，同比分别增长1.99%和3.38%，其中，张家界市全市和市本级税收收入占公共财政收入比重分别为51.57%和38.54%。

受土地出让收入变动影响，2014-2016年张家界市全市政府性基金收入分别为6.46亿元、7.16亿元、18.10亿元，全市政府性基金收入持续增加；市本级政府性基金收入分别为3.85亿元、1.89亿元、9.80亿元，市本级政府性基金收入出现较大波动。考虑到土地出让市场的不确定性，未来张家界市政府性基金收入可能出现一定波动。

从财政支出来看，公共财政支出是张家界市全市和市本级财政支出的主要构成，其中，包含公共服务支出、教育支出、社会保障和就业支出、医疗卫生与计划生育支出等在内的刚性支出占全市和市本级公共财政支出的比重分别为45.84%和24.28%。2016年张家界市全市和市本级的财政自给率分别为22.30%和39.12%，均较上年略有下降，张家界市全市财政自给率仍处于较低水平。

表 3 2015-2016 年张家界市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力	153.73	67.73	132.38	52.38
（一）公共财政收入	32.21	12.22	31.58	11.82
其中：税收收入	16.61	4.71	18.04	5.10
非税收入	15.60	7.50	13.54	6.73
（二）上级补助收入	103.42	45.71	93.64	38.66

其中：返还性收入	4.64	3.15	2.35	1.28
一般性转移支付收入	54.58	21.67	48.22	17.92
专项转移支付收入	44.21	20.90	43.07	19.46
（三）政府性基金收入	18.10	9.80	7.16	1.89
其中：国有土地使用权出让收入	17.44	9.45	5.87	0.99
财政支出	162.50	40.30	144.33	29.71
（一）公共财政支出	144.41	31.24	133.98	27.74
（二）政府性基金支出	18.09	9.06	10.35	1.97
财政自给率	22.30%	39.12%	23.57%	42.62%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：张家界市财政局，鹏元整理

总体来看，2016年张家界市地方综合财力保持较快增长，但对上级补助收入的依赖依然较高，财政自给能力较弱。另外，市本级政府性基金收入大幅波动，影响了张家界市市本级地方综合财力的稳定性。

四、经营与竞争

公司营业收入以旅游板块收入为主，同时承担政府基础设施建设职能。2016年，公司实现旅游板块收入为82,915.72万元，较上年相比变动不大，但由于未取得BT业务收入，公司实现主营业务收入88,866.38万元，同比下降38.48%。公司房产项目开发收入规模较小，对公司业绩贡献不大。2016年其他业务收入同比大幅增加，主要缘于2015年10月新增的公交车收入在2016年大幅增长。从毛利率情况来看，受收入结构变动影响，2016年公司主营业务毛利率为44.55%，同比上升了9.27个百分点。

表 4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
旅游服务业	43,314.40	62.25%	45,051.08	70.00%
景区环保客运业	21,159.14	56.71%	19,316.01	64.44%
酒店服务业	2,037.82	-25.05%	2,145.65	-18.51%
旅行社服务业	16,404.36	8.42%	22,805.60	5.90%
房产项目开发收入	454.69	76.81%	4,784.91	-13.78%
BT 项目	0.00	0.00%	49,477.33	13.04%
其他	5,495.97	-10.74%	882.15	26.80%
合计	88,866.38	44.55%	144,462.74	35.28%

注：公司旅游板块包括旅游服务业收入、景区环保客运业收入、酒店服务业收入、旅行社服务业收入。

其他包括殡仪服务业、租赁服务业、广告业、公交车收入。

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

受景区游客数量下降影响，2016年公司旅游板块收入规模有所下降；公司新增武陵源核心景区大门票收益权，有利于公司未来旅游业务持续发展

公司旅游板块主要由其控股子公司张家界旅游集团股份有限公司（以下简称“张旅集团”）运营。公司目前主要经营武陵源核心景区、宝峰湖景区（5A级）、十里画廊景区（5A级）、杨家界索道、周洛景区以及位于湘西地区的猛洞河、德夯景区、坐龙峡景区等景区，享有以武陵源核心景区为主的众多景区门票分成收益权。具体来看，公司旅游服务业收入主要源于张家界政府返还给公司的各类景区门票分成收益；景区环保客运收入源于公司子公司张家界易程天下环保客运有限公司在上述景区经营环保客运车取得的收入，本年多处景区增设环保客运车，该等业务有所增加；酒店服务业收入主要源于下属张家界国际大酒店经营收益；旅行社服务业收入源于公司在张家界市当地经营旅行社业务取得的收入。2016年，公司旅游板块实现收入为82,915.72万元，同比下滑7.17%，主要系旅行社服务业、及门票收入本年下滑所致。2016年公司散客接待量占比提升，旅行社业务结构发生一定变化的影响。由于散客收入仅包含当地交通费、导游服务费等基本服务费用，致使2016年度旅行社业务收入有所下降。旅游服务业方面收入下滑主要系杨家界索道门票收入大幅下滑所致。

表 5 公司主要景点门票分成收益权文件

文号	来源
武政发【2002】04 号	张家界易程天下环保客运公司享有武陵源核心景区门票 60 元/人分成收益权
张政函【2006】293 号	公司享有武陵源核心景区门票 49 元/人分成收益权
张政函【2012】162、163 号	公司享有武陵源核心景区载人工具和黄龙洞、宝峰湖景区门票中资源有偿使用费及 50%的价格调节基金分成收益权，及武陵源核心景区门票价格中张家界国家森林公园管理处门票分流收入中调整为市级收入的 15 元/人和资源有偿使用费 2.5 元/人
预【2016】190 号	拨付公司门票分流收入 3,500.00 万元
张财建指【2016】478 号	拨付门票分流收入 5,000.00 万元
张财建指【2016】1440 号	拨付门票分流收入 5,000.00 万元
张政函【2016】122 号	将武陵源核心景区大门票收入收费权（180 元/人）全部无偿划拨给公司

资料来源：公司提供

2016年，张家界政府将武陵源核心景区大门票收入收费权（180元/人）全部划拨给公司，此前公司仅享有武陵源核心景区大门票部分收费权（109元/人）。2014-2016年，武陵源核心景区购票人数分别为292.66万人、348.39万人、和366.04万人，购票人数保持增长。公司获得武陵源核心景区大门票全部收费权后，来自武陵源核心景区的门票收入预计将有较大增长。

2016年，武陵源核心景区、宝峰湖、十里画廊和杨家界索道等主要景区共接待游客778.80万人次（含免票人数），同比下降6.18%；接待购票游客695.32万人次，同比下降10.38%；

取得门票总收入98,123.38万元，较2015年下降3.49%。门票收入下降主要系杨家界索道购票人数大幅减少所致，变动的主要原因为：1) 武陵源核心景区游客进出景区的方式主要有杨家界索道、天子山索道和百龙天梯，三条线路处于相互竞争状态，天子山索道2015年全年均处于停运状态，因此杨家界索道2015年接待游客人次及收入大幅增加；而2016年2月天子山索道恢复运营后逐步分流杨家界索道客源，市场恢复到以前的竞争状态，从而导致杨家界索道2016年营业收入较2015年大幅下滑；2) 2016年张家界武陵源核心景区森林公园门票站停车场改建，部分旅行社调整了进山线路，导致乘坐杨家界索道的游客相应减少。

表 6 2015-2016 年公司主要景区游客数量及收入情况（单位：万人次、万元）

景区名称	2016 年		2015 年	
	购票人数	收入	购票人数	收入
宝峰湖	85.95	7,587.23	101.59	7,690.51
十里画廊	113.42	4,313.74	120.47	4,742.11
杨家界索道	129.91	7,738.96	205.38	13,660.79
武陵源核心景区	366.04	78,483.45	348.39	75,578.23
合计	695.32	98,123.38	775.83	101,671.64

注：购票人数包含购买全票人数和购买优惠票人数。

资料来源：公司提供

公司BT业务收入受结算进度影响而有一定波动性，2016年公司未实现BT业务收入；公司BT项目具有较大规模，业务可持续性较好，但项目回款时间存在一定不确定性

公司作为张家界政府最大的城市基础设施建设投融资平台，肩负着张家界市城市基础设施建设和保障性安居工程建设的任务。公司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》，合同有效期为2012年2月1日至2020年12月31日。在实际操作中，张家界市财政局按照合同规定的施工进度节点结算，根据公司项目建设实际发生的建设支出核定工程项目建设成本，并给予一定比例的代建服务费，比例根据具体合同而定。公司BT项目收入即为建设支出和代建服务费之和。公司依据张家界市财政局出具的收入确认函确认BT项目收入。值得注意的是，上述合同并未对张家界市财政局的回款时间进行约定，公司需先行垫付资金，张家界市财政局付款安排受其资金安排影响，回款时间存在一定不确定性。

2016年没有达到结算条件的在建项目，故当年无BT业务收入。截至2016年末，公司主要的在建BT项目13个，总投资规模为276,734.78万元，尚需投资93,594.41万元。公司当前存货科目下已投资但尚未实现收入的BT项目规模高达71.27亿元，后续随着该等项目陆续完工结算，预计仍将为公司贡献较大规模的BT业务收入，业务可持续性较好。

表 7 截至 2016 年末公司主要的在建 BT 项目（单位：万元）

项目名称	项目总投资	尚需投资	收益模式
沙堤大道	100,000.00	27,525.00	代建
张清公路城市段改造工程	74,817.00	22,317.00	代建
两园路连接线升级改造	6,600.00	1,100.00	代建
宝峰湖广场	4,630.78	649.58	代建
游客中心	7,666.00	626.00	代建
殡仪馆改扩建工程	1,600.00	1,048.00	代建
澧水大桥	10,600.00	2,386.47	代建
澧兰桥	4,800.00	810.00	代建
天问路	20,867.00	18,267.00	代建
滨河路（观音桥至逸臣华天）	12,000.00	7,700.00	代建
高架桥（澧水大桥至沙堤大道）	20,000.00	3,442.21	代建
木龙滩路	8,154.00	4,423.15	代建
澧水两岸截污干管整治	5,000.00	3,300.00	代建
合计	276,734.78	93,594.41	

资料来源：公司提供

2016年，公司在资产注入和政府补助方面获得地方政府的大力支持

根据张政函【2016】122号文件《张家界市人民政府关于划转武陵源核心景区大门票收入收费权的通知》，将武陵源核心景区大门票收入收费权全部无偿划拨给公司，该经营权经沃克森（北京）国际资产评估有限公司湖南分公司进行评估并出具沃克森评报字（2016）第1252号评估报告，评估价值为671,217.85万元，相应增加资本公积，该收费权的划入，有利于增强公司的可持续经营能力。

为使公司更好的承担张家界市城市基础设施建设任务，张家界政府通过财政补贴的方式为公司可持续发展提供了支持。2016年公司获得财政补贴收入10,424.39万元，占公司当年利润总额的比重为118.25%，有效提升了公司的利润水平。

表 8 2016 年公司受政府支持情况（单位:万元）

1、资产注入	
资产类别	评估价值
武陵源核心景区大门票收入收费权	671,217.85
2、财政补贴	
项目	金额
张家界市财政局财政贴息	10,000.00
其他	424.39
合计	10,424.39

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

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 2016 年度审计报告，财务报表采用新会计准则编制。2016 年公司合并范围增加三家子公司，出售一家子公司，合并范围具体见附录五。

资产结构与质量

公司资产快速增长，但资产以存货及无形资产为主，资产流动性较弱；其他应收款规模较大，且回款时间存在较大的不确定性，对公司资金占用明显

截至2016年末，公司总资产为2,781,185.52万元，同比增长73.68%，主要系融资规模大幅增长及获得张家界政府拨入景区门票分成收益权所致。公司资产以流动资产为主，2016年末流动资产占比为56.67%，较上年下降19.02个百分点。

表 9 2015-2016 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	319,993.18	11.51%	76,458.08	4.77%
应收账款	5,305.12	0.19%	151,657.19	9.47%
其他应收款	243,618.77	8.76%	123,000.99	7.68%
存货	995,108.39	35.78%	852,341.69	53.23%
流动资产合计	1,576,227.04	56.67%	1,212,058.08	75.69%
固定资产	81,473.56	2.93%	62,589.70	3.91%
无形资产	1,055,062.24	37.94%	278,535.66	17.39%
非流动资产合计	1,204,958.48	43.33%	389,304.25	24.31%
资产总计	2,781,185.52	100.00%	1,601,362.33	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2016年末，公司货币资金为319,993.18万元，同比大幅增加，主要系公司本年发行“16张家经发CP001”（1年期，3.02%，10亿元）、“16张家经投PPN001”（5年期，4.85%，10亿元）、“16张家经投PPN002”（5年期，4.50%，5亿元），合计募集资金25亿元所致。公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金，其他货币资金为旅游保证金115.00万元，无其他受限资金。截至2016年末，公司应收账款余额为5,305.12万元，同比大幅减少，主要系收回张家界市财

政局的BT项目款所致。2016年末，公司其他应收款余额为243,618.77万元，同比增长98.06%，主要是由于与张家界市人民政府国有资产监督管理委员会、张家界澧水风貌带建设开发有限责任公司、张家界度假酒店有限公司等单位的往来款大幅增长所致。鉴于应收对象主要是张家界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，账龄在1年以上的其他应收款占比为43.29%，对公司资金占用明显。公司存货主要由开发产品成本和土地构成。2016年末公司存货账面价值995,108.39万元，同比增长16.75%，主要是开发产品成本增加所致。2016年末开发产品成本和土地使用权占存货比例分别为71.62%和28.35%。公司目前在建项目主要体现在开发产品成本内，未来会随着项目的逐步结转形成收入。存货科目下共有三宗土地使用权，均为商业用地，账面价值为281,654.91万元，面积为329.59万平方米，均已抵押，存货流动性较差。

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，截至2016年末无形资产账面价值为1,055,062.24万元，同比大幅增加，主要系公司本年新增67.12亿元的景区门票分成收益权以及新增账面价值为9.85亿元的土地使用权所致。2016年末，公司固定资产账面价值为81,473.56万元，同比增长30.17%，主要是本年景区内自建的停车场、办公楼等建筑物。2016年固定资产无抵押情况。

总体来看，2016年，公司资产保持增长，但公司资产以存货和无形资产为主，整体资产流动性较弱；其他应收款规模较大，且回款时间存在较大的不确定性，对公司资金占用明显。

盈利能力

2016年公司营业收入规模下降，盈利能力较弱，对政府补助依赖加大

2016年公司营业收入为88,866.39万元，较2015年大幅下降38.53%，主要是：1）公司本年BT业务无在建项目达到验收条件，未产生BT项目收入；2）受旅行社服务业收入及门票收入下降的影响，旅游收入下行。考虑到公司拥有武陵源核心景区全部大门票收费权，未来旅游收入持续性较好；此外，截至2016年末，公司存货科目下已投资尚未实现收入的BT项目规模达71.27亿元，在建项目未来尚需投资9.36亿元，未来收入持续性较好，但受政府回款时间不确定的影响，未来收入具有一定波动性。

2016年公司综合毛利率为44.27%，较上年增加9.05个百分点，主要系毛利率较低的旅行社服务业收入减少所致。此外，公司本年无形资产大幅增加，摊销费用相应增加，在上述因素影响下，公司营业利润规模大幅下降，仅为-89.58万元。2016年公司获得政府补助10,424.39万元，占利润总额的比重达118.25%，较上年上升99.12个百分点，公司利润对政

府补助的依赖很大。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
营业收入	88,866.39	144,565.64
营业利润	-89.58	12,572.50
政府补助	10,424.39	2,837.15
利润总额	8,815.28	14,691.99
综合毛利率	44.27%	35.22%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

2016年公司回款情况大幅改善，经营活动现金流表现较好；公司当前在建项目有一定资金需求，对筹资活动存在依赖

2016 年公司营业收入有所下降，但主业回款情况大幅改善，收现比高达 4.10。销售商品、提供劳务收到的现金 36.47 亿元，包括了张家界市财政局与公司的往来款流入及张家界市财政局偿付往年应付公司的回购款。此外，公司收到其他与经营活动有关的现金规模较大，其中往来款项流入为 115,243.36 万元。综合以上影响，2016 年公司经营活动现金流净流入 75,996.11 万元，经营性现金流情况大幅改善。

投资活动方面，由于公司本年旅游板块规模逐步扩大，公司购置和建造旅游业务相关的固定资产与土地使用权的支出大幅增加，为 83,016.34 万元。受此影响，2016 年公司投资活动产生的现金流量净额为-88,240.61 万元。

从筹资规模看，2016 年公司取得借款和发行债券收到的现金流入规模高达 57.97 亿元，较上年同比大幅增加；从筹资渠道看，公司资金来源主要是银行借款和发行债券。公司于 2016 年成功发行“16 张家经发 CP001”、“16 张家经投 PPN001”、“16 张家经投 PPN002”，合计募集资金 25 亿元。截至 2016 年末，公司在建的代建项目未来仍需投资 9.36 亿元，未来仍将面临一定的资金压力，公司仍需依赖外部筹资活动满足资金需求。

表 11 2015-2016 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
收现比	4.10	0.66
销售商品、提供劳务收到的现金	364,702.87	95,158.26
收到的其他与经营活动有关的现金	145,185.68	90,027.25
经营活动现金流入小计	509,948.55	185,228.61
购买商品、接受劳务支付的现金	149,419.72	91,772.43

支付的其他与经营活动有关的现金	256,726.40	150,656.13
经营活动现金流出小计	433,952.44	264,888.01
经营活动产生的现金流量净额	75,996.11	-79,659.40
投资活动产生的现金流量净额	-88,240.61	-38,667.72
筹资活动产生的现金流量净额	255,754.60	115,609.51
现金及现金等价物净增加额	243,510.10	-2,717.61

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2016年公司有关债务规模快速增长，利润对债务和利息的覆盖能力下降，偿债压力大幅增加

截至2016年末，公司负债总额1,347,666.24万元，同比增长60.41%，主要系及有息债务增加所致；受益于张家界政府注入景区门票收费权，2016年末公司所有者权益为1,433,519.29万元，同比增长88.31%；综合以上影响，2016年公司负债与所有者权益比率为94.01%，同比下降16.35个百分点，所有者权益对负债的保障程度上升。

表 12 2015-2016 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年	2015 年
负债总额	1,347,666.24	840,118.20
所有者权益合计	1,433,519.29	761,244.13
负债与所有者权益比率	94.01%	110.36%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

2016年，公司负债结构依然以非流动负债为主。2016年末公司非流动负债760,040.24万元，占比为56.40%，较上年下降11.46个百分点。

截至2016年末，公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债、其他流动负债等构成。截至2016年末公司短期借款为40,950.00万元，其中质押借款为8,950.00万元，保证借款32,000.00万元。截至2016年末，公司应付账款余额为67,879.32万元，同比大幅增加，主要系公司应付工程款本年大幅增加所致。2016年末，公司预收款项余额为76,231.52万元，主要为预收项目开发款。2016年末，公司其他应付款余额为185,591.70万元，同比大幅增加，主要是应付其他单位往来款大幅增加所致。2016年末，公司一年内到期的非流动负债为97,340.00万元，其中61,340.00万元为一年内到期的长期借款，36,000.00万元为一年内到期的应付债券。2016年末，公司其他流动负债为100,000.00万元，主要系短期融资券“16张家经发CP001”。

表 13 2015-2016 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	40,950.00	3.04%	96,000.00	11.43%
应付账款	67,879.32	5.04%	5,045.74	0.60%
预收款项	76,231.52	5.66%	84,611.11	10.07%
其他应付款	185,591.70	13.77%	18,811.04	2.24%
一年内到期的非流动负债	97,340.00	7.22%	53,241.00	6.34%
其他流动负债	100,000.00	7.42%	0.00	0.00%
流动负债合计	587,626.00	43.60%	270,018.13	32.14%
长期借款	424,871.22	31.53%	297,496.27	35.41%
应付债券	262,000.00	19.44%	221,190.00	26.33%
长期应付款	20,768.32	1.54%	25,439.44	3.03%
专项应付款	18,026.04	1.34%	25,341.36	3.02%
非流动负债合计	760,040.24	56.40%	570,100.08	67.86%
负债合计	1,347,666.24	100.00%	840,118.20	100%
有息债务	845,929.54	62.77%	693,366.71	82.53%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

截至2016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2016年末，公司长期借款余额424,871.22万元，同比增长42.82%，主要缘于质押、保证借款增加。2016年末应付债券余额为262,000.00万元，同比大幅增加18.45%，主要缘于公司本年发行“16张家经投PPN001”、“16张家经投PPN002”增加应付债券余额所致。2016年末公司长期应付款余额20,768.32万元，主要是张家界市财政局拨入的日元贷款，该等贷款无固定利率及期限，凭政府部门通知进行发放与回收，有一定的随意性。2016年末公司专项应付款余额为18,026.04万元，主要为新火车站铁路专项资金、棚户区改造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2016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）、其他流动负债、应付债券和长期应付款。由于近年来公司对资金的需求不断增加，2016年公司有息负债余额呈现上升趋势。2016年末公司有息债务合计845,929.54万元，同比增长22.00%，占负债总额的62.77%。目前公司在建的代建项目面临一定资金需求，预计未来公司有息债务规模将继续增长。公司将于2017-2019年内分别偿还本息29.53亿元、18.27亿元、13.88亿元，偿还金额占有息债务本息和总量的68.81%，公司未来短期内集中偿付压力较大。

表 14 截至 2016 年 12 月 31 日公司有息债务本息和分布表（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年以后
本息和	29.53	18.27	13.88	27.96

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司流动比率为 2.68，均较上年有所下降，主要系本年流动负债增幅超过流动资产增幅所致。2016 年，公司所有者权益增加比例超过负债，受此影响，公司资产负债率下降至 48.46%。考虑到公司资产主要为存货和无形资产为主，土地资产均已被抵押，其他应收款规模较大，对资金存在一定占用，公司资产流动性较差，一定程度上削弱了资产对债务的保障能力。2016 年，EBITDA 利息保障倍数为 0.84，对利息的保障程度同比上年大幅下降，主要缘于公司本年资本化利息金额大幅增加所致。公司债务水平迅速上升使 EBITDA 对有息负债的保障程度较上年同期大幅下降。总体来看，2016 年公司利润对负债和利息的保障能力下降，偿债压力较大且进一步增加。

表 15 2015-2016 年公司偿债能力指标

指标名称	2016 年	2015 年
资产负债率	48.46%	52.46%
流动比率	2.68	4.49
EBITDA（万元）	47,214.98	48,917.03
EBITDA 利息保障倍数	0.84	1.26
有息债务/EBITDA	17.92	14.17

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

公司对外担保均未有反担保措施，面临一定或有负债风险

截至 2016 年 12 月 31 日，公司对外担保余额为 71,472.00 万元，占 2016 年末公司所有者权益比重为 4.99%，其中担保对象均为国有企业，均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 16 截至 2016 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
张家界市绕城公路建设开发有限公司	14,000.00	2016.3-2021.3	否
张家界市交通建设投资集团有限公司	12,000.00	2016.1-2021.1	否
张家界老道湾旅游休闲发展有限公司	4,000.00	2015.10-2018.10	否
张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司	10,640.00	2014.3-2019.3	否
张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司	8,512.00	2014.10-2019.10	否
张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司	6,000.00	2015.1-2020.1	否
张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司	5,320.00	2014.1-2019.1	否
张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司	5,000.00	2013.11-2018.11	否
张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司	3,000.00	2015.1-2020.1	否
张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司	3,000.00	2015.8-2020.8	否
合计	71,472.00		

资料来源：公司提供

七、评级结论

2016年张家界市经济和财政收入保持增长，公司业务发展持续性较好，当地政府在财政补贴和资产注入方面给予公司较大支持。但鹏元也关注到，张家界市地方综合财力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，公司资产流动性较弱，公司收入规模下降，公司有息负债规模加大，存在较大的偿债压力，公司面临一定或有负债风险等风险因素。

综上，鹏元对公司及本期债券的2017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	2016 年	2015 年	2014 年
货币资金	319,993.18	76,458.08	79,195.69
应收账款	5,305.12	151,657.19	101,482.73
预付款项	10,191.35	8,240.12	5,984.00
其他应收款	243,618.77	123,000.99	53,380.38
存货	995,108.39	852,341.69	815,500.79
其他流动资产	2,010.23	360.01	69.51
流动资产合计	1,576,227.04	1,212,058.08	1,055,613.09
可供出售金融资产	5,600.00	825.00	1,236.66
投资性房地产	2,032.75	1,446.45	1,523.27
固定资产	81,473.56	62,589.70	50,508.55
在建工程	20,130.41	3,999.49	1,968.73
长期股权投资	86.70	11,541.70	0.00
生产性生物资产	0.00	5.19	8.92
无形资产	1,055,062.24	278,535.66	283,101.83
商誉	20,372.63	16,737.63	16,737.63
长期待摊费用	19,074.72	12,282.42	1,714.06
递延所得税资产	976.94	296.84	285.72
其他非流动资产	148.53	1,044.15	761.62
非流动资产合计	1,204,958.48	389,304.25	357,846.98
资产总计	2,781,185.52	1,601,362.33	1,413,460.07
短期借款	40,950.00	96,000.00	22,620.00
应付账款	67,879.32	5,045.74	1,935.33
预收款项	76,231.52	84,611.11	84,107.14
应付职工薪酬	2,845.20	2,711.12	1,217.21
应交税费	915.02	2,674.30	1,315.68
应付利息	15,873.07	6,923.65	6,774.57
应付股利	0.17	0.17	0.17
其他应付款	185,591.70	18,811.04	9,540.63
一年内到期的非流动负债	97,340.00	53,241.00	48,486.71
其他流动负债	100,000.00	0.00	0.00
流动负债合计	587,626.00	270,018.13	175,997.44
长期借款	424,871.22	297,496.27	262,496.00
应付债券	262,000.00	221,190.00	180,000.00
长期应付款	20,768.32	25,439.44	27,423.99
长期应付职工薪酬	156.28	178.81	0.00

专项应付款	18,026.04	25,341.36	26,561.72
递延收益	30,692.97	454.19	368.96
递延所得税负债	3,525.41	0.00	0.00
非流动负债合计	760,040.24	570,100.08	496,850.67
负债合计	1,347,666.24	840,118.20	672,848.11
股本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	1,248,856.35	578,327.36	567,997.36
专项储备	95.54	38.79	0.00
盈余公积	12,269.56	12,269.56	12,269.56
未分配利润	110,646.12	119,000.33	116,512.29
归属于母公司所有者权益合计	1,381,867.57	719,636.04	706,779.21
少数股东权益	51,651.72	41,608.09	33,832.76
所有者权益合计	1,433,519.29	761,244.13	740,611.96
负债和所有者权益总计	2,781,185.53	1,601,362.33	1,413,460.07

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
一、营业总收入	88,866.39	144,565.64	103,000.33
其中：营业成本	49,522.23	93,655.69	59,960.85
营业税金及附加	3,204.00	3,079.63	1,915.13
销售费用	3,459.65	3,153.47	2,444.92
管理费用	13,176.13	8,987.66	6,725.72
财务费用	21,280.85	22,878.09	21,868.03
资产减值损失	31.03	397.81	-28.41
加：投资收益（损失以“－”号填列）	1,717.92	159.21	6.75
三、营业利润（亏损以“－”号填列）	-89.58	12,572.50	10,120.84
加：营业外收入	11,091.84	2,876.39	2,376.51
减：营业外支出	2,186.98	756.90	850.38
四、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	8,815.28	14,691.99	11,646.97
减：所得税费用	3,057.14	4,404.46	2,429.64
五、净利润（净亏损以“－”号填列）	5,758.14	10,287.53	9,217.33
归属于母公司所有者的净利润	1,645.79	2,564.83	5,176.03
少数股东损益	4,112.35	7,722.70	4,041.30

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
销售商品、提供劳务收到的现金	364,702.87	95,158.26	77,265.69
收到的税费返还	60.00	43.10	34.50
收到其他与经营活动有关的现金	145,185.68	90,027.25	2,975.41
经营活动现金流入小计	509,948.55	185,228.61	80,275.60
购买商品、接受劳务支付的现金	149,419.72	91,772.43	65,034.53
支付给职工以及为职工支付的现金	14,520.11	9,359.46	7,243.55
支付的各项税费	13,286.21	13,099.99	6,482.33
支付其他与经营活动有关的现金	256,726.40	150,656.13	36,652.70
经营活动现金流出小计	433,952.44	264,888.01	115,413.12
经营活动产生的现金流量净额	75,996.11	-79,659.40	-35,137.52
收回投资收到的现金	0.00	50.00	100.00
取得投资收益收到的现金	0.75	0.00	6.75
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	12.16	42.81	87.62
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	30.00	348.44	7.44
收到其他与投资活动有关的现金	13,640.43	175.75	519.12
投资活动现金流入小计	13,683.34	617.00	720.93
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	83,016.34	27,863.48	12,624.82
投资支付的现金	10,033.01	11,086.63	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	8,874.60	334.61	31.00
投资活动现金流出小计	101,923.95	39,284.72	12,655.82
投资活动产生的现金流量净额	-88,240.61	-38,667.72	-11,934.89
吸收投资收到的现金	3,200.00	10,330.00	654.00
取得借款收到的现金	579,685.00	240,398.51	130,666.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	100,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	1.25
筹资活动现金流入小计	582,885.00	250,728.51	231,321.25
偿还债务支付的现金	268,371.27	100,759.60	89,114.88
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	45,052.45	30,050.62	32,144.05
支付其他与筹资活动有关的现金	13,706.68	4,308.79	366.51
筹资活动现金流出小计	327,130.40	135,119.01	121,625.45
筹资活动产生的现金流量净额	255,754.60	115,609.51	109,695.81
现金及现金等价物净增加额	243,510.10	-2,717.61	62,623.39
加：期初现金及现金等价物余额	76,368.08	79,085.69	16,462.29
期末现金及现金等价物余额	319,878.18	76,368.08	79,085.69

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
净利润	5,758.13	10,287.53	9,217.33
加：资产减值准备	31.03	397.81	-28.41
固定资产折旧、油气折耗、生产性生物资产折旧	7,222.91	4,719.44	3,635.87
无形资产摊销	8,856.58	6,100.36	6,080.60
长期待摊费用摊销	551.11	293.73	583.51
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）	125.86	-9.18	125.24
固定资产报废损失	8.85	0.00	0.00
财务费用（收益以“－”号填列）	21,634.63	23,111.51	22,105.43
投资损失（收益以“－”号填列）	-1,717.92	-159.21	-6.75
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-680.10	-11.13	-104.28
存货的减少（增加以“－”号填列）	-142,610.59	-36,840.90	-18,033.70
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	92,884.52	-110,826.60	-41,128.84
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	83,101.04	23,277.24	-17,583.52
其他	830.04	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	75,996.09	-79,659.40	-35,137.52

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2016 年	2015 年	2014 年
有息债务（万元）	845,929.54	693,366.71	541,026.70
资产负债率	48.46%	52.46%	47.60%
流动比率	2.68	4.49	6.00
综合毛利率	44.27%	35.22%	41.79%
期间费用率	42.67%	24.22%	30.13%
总资产回报率	1.40%	2.51%	2.51%
EBITDA（万元）	47,214.98	48,917.03	44,052.38
EBITDA 利息保障倍数	0.84	1.26	1.37
收现比	4.10	0.66	0.75

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2016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
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
北京张经投酒店有限公司	100.00	100%	住宿；中餐；会议服务；销售土产品、日用品、酒、饮料
张家界市公共交通发展有限公司	5,000.00	100%	汽车、有轨电车、无轨电车、小公共汽车城市客运
张家界经投资产管理有限公司	10,000.00	100%	受托资产管理；投资管理；
张家界市城市建设投资有限公司	10,000.00	100%	市政建设；土地一级开发
张家界市沙堤新区开发有限责任公司	10,000.00	100%	城市基础设施建设投资与开发；棚户区改造项目投资
张家界市经济发展投资集团有限公司长沙张家界酒店	500.00	100%	住宿、餐饮

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
有息债务	短期借款+1年内到期的非流动负债+其他流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

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。