

2014 年张家界市经济发展投资集团有限公司

公司债券 2018 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
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【2018】跟踪第
【872】号 01

债券简称：14 张家界经
投债/PR 张经投

债券剩余规模：6.0 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 宋根南

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 2018 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	2018 年 06 月 26 日	2017 年 06 月 22 日

评级观点：

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 2018 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外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司业务持续性较好，公司获得的外部支持力度仍较大。但鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，公司 BT 业务存在一定波动性，存在较大资金压力，有息负债规模加大，存在较大的偿债压力，面临一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 张家界市 GDP 为 542.40 亿元，增长率为 8.70%；实现公共财政收入 33.84 亿元，同比增长 5.06%，区域经济及财政保持持续增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司业务持续性较好。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，且 2017 年张家界国有资产监督管理委员会（以下简称“张家界国资委”）将武陵源核心景区的重要经营主体无偿划拨给公司，有助于公司未来旅游业务持续发展；BT 工程建设方面，截至 2018 年 3 月末，公司主要在建 BT 项目共 11 个，计划总投资 71.49 亿元，尚需投资 19.27 亿元，公司业务持续性较好。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2017 年，张家界政府通过股权划拨、财政补贴

的方式合计注入资产 83.59 亿元。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2017 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 69.52%。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不确定，对公司资金形成占用。
- **公司 BT 业务存在一定波动性。**2017 年公司实现 BT 项目收入为 82,813.57 万元，而 2016 年并未实现该等收入。BT 业务收入受结算进度影响，存在一定波动性。
- **公司存在较大资金压力。**截至 2018 年 3 月末，公司主要在建项目尚需投入 19.27 亿元；2017 年公司经营活动现金净流出高达 106,537.35 万元，经营现金流表现不佳，公司主业存在较大资金压力。
- **公司有息负债规模大幅增加，存在较大的偿债压力。**2017 年公司有息负债为 145.72 亿元，同比增加 72.26%；有息债务/EBITDA 从上年的 17.92 上升为 25.32，EBITDA 利息保障倍数为 1.02，EBITDA 对债务和利息的覆盖程度较弱，公司偿债压力较大。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2018 年 3 月末，公司对外担保金额合计 423,193.00 万元，占 2017 年末净资产的比重为 26.14%，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	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	3,539,076.98	2,781,185.52	1,601,362.33
所有者权益合计（万元）	1,618,862.59	1,433,519.29	761,244.13
有息债务（万元）	1,457,237.81	845,929.54	693,366.71
资产负债率	54.26%	48.46%	52.46%
流动比率	2.94	2.68	4.49
营业收入（万元）	181,972.53	88,866.39	144,565.64
营业外收入（万元）	394.66	11,091.84	2,876.39
其他收益（万元）	3,702.76	0.00	0.00
利润总额（万元）	13,364.58	8,815.28	14,691.99
综合毛利率	24.41%	44.27%	35.22%
EBITDA（万元）	57,555.51	47,214.98	48,917.03

EBITDA 利息保障倍数	1.02	0.84	1.26
经营活动产生的现金流量净额（万元）	-106,537.35	75,996.11	-79,659.40

资料来源：公司 2015-2017 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2017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

2017年，公司名称、注册资本、股东及实际控制人、主营业务均未发生变更。截至2018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。2017年公司不存在党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职）的情况。

2017年公司合并范围增加两家子公司，减少六家子公司。合并范围变化具体如下表所示：

表 1 截至 2017 年末合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2017 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
张家界市武陵源旅游产业发展有限公司	100.00%	56,000.00	武陵源风景区门票销售及旅游相关产业服务	划拨
张家界西线旅游环保客运有限责任公司	100.00%	3,000.00	公路旅客运输；城市公共汽（电）车客运	新设
2、2017 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	处置
张家界茅岩河旅游开发股份有限公司	94.28%	8,000.00	旅游产业投资，旅游资源开发、经营	处置
张家界市市场开发建设有限责任公司	51.73%	5,800.00	综合贸易市场投资、开发、建设；市场经营管理服务	处置
张家界游客中心有限公司	100.00%	5,000.00	旅游咨询宣传服务，景区（点）门票代理，票务代理	转让
张家界茶业发展有限公司	100.00%	1,000.00	茶叶的种植、加工、研发、包装、销售	转让
张家界乡村旅游发展有限公司	100.00%	1,000.00	旅游项目开发及经营管理	转让

资料来源：公司 2017 年审计报告

截至2017年12月31日，公司资产总额为3,539,076.98万元，所有者权益合计1,618,862.59万元，资产负债率为54.26%；2017年公司实现营业收入181,972.53万元，利润总额13,364.58

万元，经营活动现金净流出106,537.35万元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017 年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017 年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017 年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇

率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表 2 2017 年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266 号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式，扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

2017年张家界市经济较快增长，经济实力进一步增强

2017年张家界市经济实力进一步增强，全年完成地区生产总值542.40亿元，增长8.70%，按张家界市常住人口计算，人均生产总值35,442.00元，为全国人均GDP的59.40%；其中，第一、二、三产业增加值分别为58.60亿元、112.30亿元、371.50亿元，分别同比增长3.90%、4.10%、11.00%，三次产业结构由2016年的11.3:21.5:67.2调整为2017年的10.8:20.7:68.5。

2017年，全市全部工业实现增加值90.90亿元，比上年增长3.90%。规模以上工业增加

值增长6.40%，实现园区工业增加值23.2亿元，增长10.30%。全市规模以上工业企业主营业务收入125.40亿元，比上年增长3.30%；利润总额6.40亿元，增长3.60%。

张家界市经济结构以第三产业为主导。2017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11.00%。2017年，张家界市全年景点接待旅游人数7,335.81万人次，比上年增长19.41%；接待过夜游客3,469.44万人天，增长21.45%，实现旅游总收入623.78亿元，增长21.86%。

2017年，张家界市消费品市场与固定资产投资持续快速发展。2017年，张家界市社会消费品零售总额达到219.20亿元，同比增长10.70%，消费市场保持较快增长速度。2017年，张家界市完成固定资产投资351.30亿元，同比增长14.90%，固定资产投资维持高位运行。本年项目投资307.90亿元，比上年增长15.90%，占固定资产投资总量87.60%，其中本年新开工项目658个，增长6.00%，本年投产项目696个，增长23.60%。2017年，全市房地产开发投资43.40亿元，比上年增长8.60%。商品房屋销售额39.40亿元，增长68.10%，其中住宅销售额28.50亿元，增长43.40%。全市房屋待售面积19.70万平方米，下降61.10%。

表 3 2016-2017 年张家界市主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	542.40	8.70%	497.60	8.10%
第一产业增加值	58.60	3.90%	56.30	3.60%
第二产业增加值	112.30	4.10%	106.80	5.60%
第三产业增加值	371.50	11.00%	334.50	9.80%
工业增加值	90.90	3.90%	87.80	6.30%
固定资产投资	351.30	14.90%	305.70	14.70%
社会消费品零售总额	219.20	10.70%	198.10	11.70%
进出口总额（万美元）	10,454.00	30.50%	7,998.00	21.20%
存款余额	795.76	16.49%	683.10	26.40%
贷款余额	557.60	33.40%	417.80	12.60%
旅游总收入	623.78	21.86%	443.10	30.00%
人均 GDP（元）	35,442.00		32,598.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	59.40%		60.39%	

资料来源：张家界市 2016-2017 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2017年张家界全市及本级公共财政收入继续保持增长势头，但财政自给能力依然较弱

2017年，张家界市全市和市本级公共财政收入分别为33.84亿元、13.20亿元，同比分别增长5.06%和8.02%，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55.79%和40.53%。

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，2017年该等数据分别为154.72亿元、34.00亿元，同比分别增加7.14%、8.83%。2017年张家界市全市和市本级的财政自给率分别为21.87%和38.82%，较上年均略有下降，张家界市全市财政自给率仍处于较低水平。

表 4 2016-2017 年张家界市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力	-	-	153.73	67.73
（一）公共财政收入	33.84	13.20	32.21	12.22
其中：税收收入	18.88	5.35	16.61	4.71
非税收入	14.96	7.85	15.60	7.50
（二）上级补助收入	-	-	103.42	45.71
其中：返还性收入	-	-	4.64	3.15
一般性转移支付收入	-	-	54.58	21.67
专项转移支付收入	-	-	44.21	20.90
（三）政府性基金收入	-	5.6	18.10	9.80
其中：国有土地使用权出让收入	-	-	17.44	9.45
财政支出	-	-	162.50	40.30
（一）公共财政支出	154.72	34.00	144.41	31.24
（二）政府性基金支出	-	7.00	18.09	9.06
财政自给率	21.87%	38.82%	22.30%	39.12%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：2016 年数据来自张家界市财政局，2017 年数据来自张家界市《关于张家界市 2017 年财政预算执行情况及 2018 年财政预算草案的报告》，鹏元整理

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。2017年，公司实现主营业务收入181,823.19万元，同比增加104.60%，主要系2017年公司取得BT项目收入82,813.57万元，而2016年未取得该等收入。2017年公司旅游板块收入93,451.21万元，同比增加12.71%。其他业务收入规模不大，对公司营收贡献较小。从毛利率情况来看，受收入结构变动影响，2017年公司主营业务毛利率为24.63%，同比下降了19.92个百分点。

表 5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
BT 项目	82,813.57	13.04%	-	-

旅游服务业	51,709.26	48.24%	43,314.40	62.25%
旅行社服务业	20,238.62	16.69%	16,404.36	8.42%
景区环保客运业	19,008.86	47.47%	21,159.14	56.71%
酒店服务业	2,494.47	-26.62%	2,037.82	-25.05%
房产项目开发收入	-	-	454.69	76.81%
其他	5,558.42	-48.45%	5,495.97	-10.74%
合计	181,823.19	24.63%	88,866.38	44.55%

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 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

受门票分流规模增加，2017年公司旅游板块收入规模有所提升

公司旅游板块主要与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，受益于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。2017年公司旅游板块收入93,451.21万元，同比增加12.71%。主要系门票分流规模增加的原因。2017年12月25日，张家界市人民政府出具张政函[2017]194号文《张家界市人民政府关于收回张政函[2016]122号文中划转的武陵源核心景区大门票收入收费权的通知》，将张政函[2016]122号文中划转的武陵源核心景区大门票收入收费权收回；2017年12月，张家界国资委将张家界市武陵源旅游产业公司无偿划拨给公司，该公司为武陵源核心景区的重要经营主体，总体来看对公司未来旅游业发展较为有利。

表 6 公司主要景点门票分成收益权文件

文号	来源
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

资料来源：公司提供

2017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购票游客594.77万人次，同比下降14.46%；取得门票总收入89,641.21万元，较2016年下降8.64%。门

票收入下降主要系宝峰湖、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，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2017年营业收入较2016年大幅下滑；2）武陵山大道、杨家界大道等道路封闭施工致使乘坐杨家界索道上山的客人大幅减少，导致杨家界索道营业收入大幅下滑。

表 7 2016-2017 年主要景区游客数量及收入情况（单位：万人次、万元）

景区名称	2017 年		2016 年	
	购票人数	收入	购票人数	收入
宝峰湖	69.83	5,849.71	85.95	7,587.23
十里画廊	113.05	4,865.22	113.42	4,313.74
杨家界索道	63.17	4,073.28	129.91	7,738.96
武陵源核心景区	348.72	74,853.00	366.04	78,483.45
合计	594.77	89,641.21	695.32	98,123.38

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，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。

表 8 2017 年公司 BT 项目回购情况（单位：万元）

项目名称	本年收入	本年成本
贸易路	44,270.95	38,496.47
仙人溪市民文化广场	25,225.16	21,934.92
上南庄堤防工程	13,317.47	11,580.41
合计	82,813.57	72,011.80

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年公司完成贸易路、仙人溪市民文化广场、上南庄堤防工程等三个项目，确认收入82,813.57万元，确认成本72,011.80万元，毛利率为13.04%。截至2018年3月末，公司主要的在建BT项目共11个，总投资规模为71.49亿元，尚需投资19,27亿元。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 9 截至 2018 年 3 月末公司主要在建项目（单位：万元）

项目名称	项目总投资	已投资	收益模式
张家界市沿江旧城改造工程	25.00	23.00	代建
“五路六园”项目	9.35	2.13	代建
张清公路城市段改造工程	8.10	7.05	代建
贺龙体育中心	7.50	7.36	代建
沙堤大道	7.47	7.13	代建
月亮湾路	4.85	0.90	代建
红壁岩大桥	4.00	1.20	代建
高架桥（澧水大桥至沙堤大道）	2.29	0.94	代建
澧水大桥	1.29	1.03	代建
澧水两岸截污干管整治	0.95	0.83	代建
滨河路（回龙路至观音桥至宝塔岗段）	0.69	0.65	代建
合计	71.49	52.22	

资料来源：公司提供

2017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

2017年12月，张家界国资委将张家界市武陵源旅游产业公司无偿划拨给公司，张家界市武陵源旅游产业公司价值由北京国融兴华资产评估有限责任公司进行评估，评估公允价值为832,219.95万元，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。2017年12月25日，张家界市人民政府出具张政函[2017]194号文《张家界市人民政府关于收回张政函[2016]122号文中划转的武陵源核心景区大门票收入收费权的通知》，将张政函[2016]122号文中划转的武陵源核心景区大门票收入收费权收回（门票收费权评估价值为671,217.85万元），再另行注入其他资产。

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。2017年公司获得财政补贴收入3,702.76万元，占公司当年利润总额的比重为27.70%，有效提升了公司的利润水平。

表 10 2017 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

张家界市武陵源旅游产业公司	832,219.95
2、财政补贴	
项目	金额
各类补贴	3,702.76

资料来源：公司 2017 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 2016-2017 年度审计报告，财务报表采用新会计准则编制。2017 年公司合并范围增加两家子公司，减少六家子公司，合并范围具体见附录五。

表 11 2017 年公司会计政策变更

会计政策变更情况	受影响的报表项目名称
2017 年 4 月 28 日，财政部发布了《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》（以下简称《企业会计准则第 42 号》），自 2017 年 5 月 28 日起施行；5 月 10 日，财政部发布了修订后的《企业会计准则第 16 号——政府补助》（以下简称《企业会计准则第 16 号》），自 2017 年 6 月 12 日起施行。	①在合并利润表和利润表中改为分别列示持续经营损益和终止经营损益。 ②与资产相关的政府补助，由取得时确认为递延收益改为取得时冲减相关资产的账面价值。 ③与收益相关的政府补助，用于补偿以后期间的相关成本费用或损失的，取得时确认为递延收益，由在确认相关成本费用或损失的期间计入当期损益改为在确认相关成本费用或损失的期间冲减相关成本；用于补偿已发生的相关成本费用或损失的，由取得时直接计入当期损益改为取得时直接计入当期损益或冲减相关成本。 ④与日常活动相关的政府补助，由计入营业外收支改为按照经济业务实质，计入其他收益，计入其他收益的，在合并利润表与利润表中单独列报该项目。

资料来源：公司 2017 年审计报告

资产结构与质量

公司资产快速增长，但主要以存货及无形资产为主，且部分土地使用权和门票收费权受限，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2017年末，公司总资产为3,539,076.98万元，同比增长27.25%，主要系融资规模大幅增长及获得张家界政府注入资产所致。公司资产以流动资产为主，2017年末占比为55.69%，较上年基本持平。

表 12 2016-2017 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	318,433.85	9.00%	319,993.18	11.51%
其他应收款	547,836.00	15.48%	243,618.77	8.76%
存货	1,072,905.80	30.32%	995,108.39	35.78%
流动资产合计	1,970,892.50	55.69%	1,576,227.04	56.67%
固定资产	224,548.17	6.34%	81,473.56	2.93%
在建工程	244,656.06	6.91%	20,130.41	0.72%
无形资产	839,307.71	23.72%	1,055,062.24	37.94%
其他非流动资产	176,669.78	4.99%	148.53	0.01%
非流动资产合计	1,568,184.48	44.31%	1,204,958.48	43.33%
资产总计	3,539,076.98	100.00%	2,781,185.52	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。2017年末，公司货币资金为318,433.85万元，主要为银行存款，其中1,960.00万元货币资金使用受限。截至2017年末，公司其他应收款余额为547,836.00万元，同比大幅增加，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，对公司资金占用明显。公司存货主要由开发成本和土地构成。2017年末公司存货账面价值1,072,905.80万元，同比增长7.82%，主要是开发成本增加所致。2017年末，存货主要为开发成本和土地使用权，账面价值分别为790,383.35万元、281,654.91万元，占存货比例分别为73.67%和26.25%。公司目前在建项目主要体现在开发成本内，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，均未抵押。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产、其他非流动资产等构成。2017年末，公司固定资产账面价值为224,548.17万元，主要为房屋建筑物、机器设备及运输工具。2017年末固定资产同比增长175.61%，主要是本年张家界市武陵源旅游产业公司纳入公司合并范围带来的的停车场、办公楼等建筑物。截至2017年末公司有价值为11,507.25万元的固定资产未办妥产权证明。2017年末，公司在建工程规模为244,656.06万元，同比大幅增加，主要系本年张家界市武陵源旅游产业公司纳入公司合并范围所致。无形资产主要是景区门票分成收益权，截至2017年末无形资产账面价值为839,307.71万元，主要为土地使用权、景区门票经营权。无形资产本年同比下滑20.45%，主要系2017年12月张家界人民政府将无偿

划拨给张经投集团的武陵源核心景区大门票收入收费权收回所致。2017年末公司其他非流动资产规模为176,669.78万元，主要为张家界市武陵源旅游产业公司的工程建设项目。截至2017年末，公司土地使用权、门票收益权、金融资产受限合计60.46亿元，占总资产的比重为17.08%。

总体来看，2017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

2017年公司营业收入规模大幅增长，盈利能力下降，对政府补助有一定依赖

2017年公司营业收入为181,972.53万元，较2016年大幅增长104.77%，主要是：1）公司本年BT业务确认收入82,813.57万元，2016年末产生BT项目收入；2）旅游板块收入93,451.21万元，同比增加12.71%。考虑到公司拥有武陵源核心景区部分门票收费权，未来旅游收入持续性较好；此外，截至2018年3月末，公司在建项目未来尚需投资19.27亿元，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。

2017年公司综合毛利率为24.41%，较上年下降19.86个百分点，主要系毛利率较低的BT项目收入占收入总比重大幅增加所致。2017年公司获得政府补助3,702.76万元，占利润总额的比重达27.70%，较上年下降90.55个百分点，公司利润对政府补助有一定依赖。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	181,972.53	88,866.39
营业利润	19,267.58	-89.58
营业外收入	394.66	11,091.84
其他收益	3,702.76	0.00
利润总额	13,364.58	8,815.28
综合毛利率	24.41%	44.27%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

2017年公司回款情况一般，往来款流出规模加大导致经营活动现金流表现较差；公司当前在建项目有较大资金需求，对筹资活动存在依赖

2017 年公司营业收入大幅增加，但主业回款情况一般，收现比为 0.77。销售商品、提

供劳务收到的现金 140,723.64 万元，主要为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，其中往来款项净流出为 73,704.98 万元。综合以上影响，2017 年公司经营活动现金流净流出 106,537.35 万元，经营性现金流情况不佳。

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规模较大，为 72,348.08 万元。另一方面，公司处置子公司使现金减少 60,777.02 万元。受上述因素影响，2017 年公司投资活动产生的现金流量净额为-58,741.04 万元。

从筹资规模看，2017 年公司取得借款和发行债券收到的现金流入规模高达 499,480.00 万元；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 2017 年成功发行“17 张家界”，募集资金 10 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司主要在建的代建项目未来仍需投资 19.27 亿元，未来仍将面临较大的资金压力，公司仍需依赖外部筹资活动满足资金需求。

表 14 2016-2017 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	0.77	4.10
销售商品、提供劳务收到的现金	140,723.64	364,702.87
收到的其他与经营活动有关的现金	420,498.02	145,185.68
经营活动现金流入小计	561,316.66	509,948.55
购买商品、接受劳务支付的现金	144,156.93	149,419.72
支付的其他与经营活动有关的现金	494,203.00	256,726.40
经营活动现金流出小计	667,854.02	433,952.44
经营活动产生的现金流量净额	-106,537.35	75,996.11
投资活动产生的现金流量净额	-58,741.04	-88,240.61
筹资活动产生的现金流量净额	178,734.07	255,754.60
现金及现金等价物净增加额	13,455.68	243,510.10

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2017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有所提升，但偿债压力仍较大

截至2017年末，公司负债总额1,920,214.39万元，同比增长42.48%，主要系有息债务增加所致；受益于张家界政府注入股权，2017年末公司所有者权益为1,618,862.59万元，同比

增长12.93%；综合以上影响，2017年公司负债与所有者权益比率为118.62%，同比增加24.61个百分点，所有者权益对负债的保障程度下降。

表 15 2016-2017 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	1,920,214.39	1,347,666.24
所有者权益合计	1,618,862.59	1,433,519.29
负债与所有者权益比率	118.62%	94.01%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

2017年，公司负债结构依然以非流动负债为主。2017年末公司非流动负债1,249,439.83万元，占比为65.07%，较上年增加8.67个百分点。

截至2017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构成。截至2017年末公司短期借款为58,380.00万元，其中质押借款为56,980.00万元，保证借款1,400.00万元。截至2017年末，公司应付账款余额为42,934.42万元，同比下降36.75%，主要系公司应付工程款本年减少所致。2017年末，公司预收款项余额为115,889.17万元，主要为预收项目开发款。2017年末，公司其他应付款余额为220,147.58万元，同比增加18.62%，主要是应付其他单位往来款增加所致。2017年末，公司一年内到期的非流动负债为208,914.05万元，其中171,428.72万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。

表 16 2016-2017 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	58,380.00	3.04%	40,950.00	3.04%
应付账款	42,934.42	2.24%	67,879.32	5.04%
预收款项	115,889.17	6.04%	76,231.52	5.66%
其他应付款	220,147.58	11.46%	185,591.70	13.77%
一年内到期的非流动负债	208,914.05	10.88%	97,340.00	7.22%
流动负债合计	670,774.56	34.93%	587,626.00	43.60%
长期借款	767,697.97	39.98%	424,871.22	31.53%
应付债券	370,514.97	19.30%	262,000.00	19.44%
非流动负债合计	1,249,439.83	65.07%	760,040.24	56.40%
负债合计	1,920,214.39	100.00%	1,347,666.24	100.00%
有息债务	1,457,237.81	75.89%	845,929.54	62.77%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券构成。截至2017年末，公

司长期借款余额767,697.97万元，同比增长80.69%，主要缘于质押、抵押借款增加。2017年末应付债券余额为370,514.97万元，同比增加41.42%，主要缘于公司本年发行10亿元“17张家界”，以及张家界市武陵源旅游产业发展有限公司发行的4.5亿元“15武陵源MTN001”纳入合并所致。

截至2017年末，公司有息债务包括短期借款、应付债券、一年内到期的非流动负债、长期借款、长期应付款。由于近年来公司对资金的需求不断增加，2017年公司有息负债余额呈现上升趋势。2017年末公司有息债务合计1,457,237.81万元，同比增长72.26%，占负债总额的75.89%。目前公司在建的代建项目面临较大资金需求，预计未来公司有息债务规模将继续增长。截至2017年末，公司短期债务规模为267,294.05万元，占有息债务比重为18.34%，公司面临一定短期偿债压力。

截至2017年底，公司流动比率、速动比率分别为2.94、1.34，均较上年有所提升，主要系本年流动资产增幅超过流动负债增幅所致。2017年，公司负债增加比例超过所有者权益，受此影响，公司资产负债率增加至54.26%。考虑到公司资产主要以存货和无形资产为主，部分土地资产和门票收益权已被抵押，其他应收款规模较大，对资金存在一定占用，公司资产流动性较弱，一定程度上削弱了资产对债务的保障能力。受营业收入大幅增加影响，2017年公司EBITDA同比增加21.90%。EBITDA利息保障倍数为1.02，对利息的保障程度较上年有所提升。但总体来看，2017年公司利润对负债和利息的保障能力仍较弱，偿债压力较大。

表 17 2016-2017 年公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	54.26%	48.46%
流动比率	2.94	2.68
速动比率	1.34	0.99
EBITDA（万元）	57,555.51	47,214.98
EBITDA 利息保障倍数	1.02	0.84
有息债务/EBITDA	25.32	17.92

资料来源：公司 2016-2017 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2018年3月31日，公司对外担保金额为423,193.00万元，占2017年末公司所有者权益比重为26.14%，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 18 截至 2018 年 3 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
张家界市高铁新区开发建设有限公司	50,000.00	2016.10.25-2024.10.25	无
张家界市高铁新区开发建设有限公司	65,000.00	2017.5.8-2026.12.31	无
张家界市棚户区改造投资有限公司	49,800.00	2017.5.24-2022.5.24	无
张家界市棚户区改造投资有限公司	6,500.00	2017.6.19-2022.6.18	无
张家界市园林公司	10,000.00	2017.11.25-2018.11.24	无
张家界市市政工程有限责任公司	10,000.00	2017.10.20-2018.10.19	无
张家界经济开发区开发建设有限公司	40,000.00	2017.5-2037.5	无
张家界市房地产开发有限责任公司	38,000.00	2016.11.14-2021.11.14	无
张家界市绕城公路建设开发有限公司	14,000.00	2016.3-2021.3	无
张家界老道湾旅游休闲发展有限公司	4,000.00	2015.10-2018.10	无
张家界茅岩河旅游开发股份有限公司	25,000.00	2016.10.10-2031.11.30	无
张家界茅岩河旅游开发股份有限公司	7,200.00	2017.1.1-2018.9.26	无
张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司	41,472.00	2013.11.28-2018.11.27	无
张家界市交通建设投资集团有限公司	12,000.00	2016.1-2021.1	无
张家界市市场开发建设有限责任公司	3,500.00	2016.12.1-2021.11.25	无
张家界市市场开发建设有限责任公司	3,000.00	2017.1.1-2020.1.1	无
桑植县工业园开发建设有限公司	15,000.00	2017.12.01-2023.12.01	无
张家界经济开发区开发建设有限公司	40,000.00	2017.5.31-2037.5.28	无
张家界度假酒店有限公司	28,721.00	2017.1.25-2027.1.25	无
合计	423,193.00		

资料来源：公司提供

七、评级结论

2017年张家界市经济和财政收入保持增长，外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司享有众多景区门票分成收益权，BT在建项目较多，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，公司资产以存货、其他应收款、无形资产为主，资产流动性较弱，BT业务收入受结算进度影响，存在一定波动性，公司主要在建项目尚需投入规模较大，经营现金流表现不佳，存在较大资金压力，有息负债规模加大，存在较大的偿债压力，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2018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	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	318,433.85	319,993.18	76,458.08
应收账款	5,624.27	5,305.12	151,657.19
预付款项	3,655.74	10,191.35	8,240.12
应收股利	2,178.00	0.00	0.00
其他应收款	547,836.00	243,618.77	123,000.99
存货	1,072,905.80	995,108.39	852,341.69
其他流动资产	20,258.85	2,010.23	360.01
流动资产合计	1,970,892.50	1,576,227.04	1,212,058.08
可供出售金融资产	48,378.40	5,600.00	825.00
持有至到期投资	100.00	0.00	0.00
长期应收款	1,832.49	0.00	0.00
投资性房地产	1,928.46	2,032.75	1,446.45
固定资产	224,548.17	81,473.56	62,589.70
在建工程	244,656.06	20,130.41	3,999.49
长期股权投资	7,109.59	86.70	11,541.70
生产性生物资产	0.00	0.00	5.19
无形资产	839,307.71	1,055,062.24	278,535.66
商誉	16,737.63	20,372.63	16,737.63
长期待摊费用	4,751.96	19,074.72	12,282.42
递延所得税资产	2,164.23	976.94	296.84
其他非流动资产	176,669.78	148.53	1,044.15
非流动资产合计	1,568,184.48	1,204,958.48	389,304.25
资产总计	3,539,076.98	2,781,185.52	1,601,362.33
短期借款	58,380.00	40,950.00	96,000.00
应付账款	42,934.42	67,879.32	5,045.74
预收款项	115,889.17	76,231.52	84,611.11
应付职工薪酬	2,681.77	2,845.20	2,711.12
应交税费	1,820.86	915.02	2,674.30
应付利息	20,006.46	15,873.07	6,923.65
应付股利	0.24	0.17	0.17
其他应付款	220,147.58	185,591.70	18,811.04
一年内到期的非流动负债	208,914.05	97,340.00	53,241.00
其他流动负债	0.00	100,000.00	0.00
流动负债合计	670,774.56	587,626.00	270,018.13
长期借款	767,697.97	424,871.22	297,496.27

应付债券	370,514.97	262,000.00	221,190.00
长期应付款	51,730.82	20,768.32	25,439.44
长期应付职工薪酬	386.31	156.28	178.81
专项应付款	23,487.86	18,026.04	25,341.36
递延收益	35,621.90	30,692.97	454.19
递延所得税负债	0.00	3,525.41	0.00
非流动负债合计	1,249,439.83	760,040.24	570,100.08
负债合计	1,920,214.39	1,347,666.24	840,118.20
股本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	1,401,528.13	1,248,856.35	578,327.36
专项储备	252.14	95.54	38.79
盈余公积	12,269.56	12,269.56	12,269.56
未分配利润	93,511.64	110,646.12	119,000.33
归属于母公司所有者权益合计	1,517,561.46	1,381,867.57	719,636.04
少数股东权益	101,301.13	51,651.72	41,608.09
所有者权益合计	1,618,862.59	1,433,519.29	761,244.13
负债和所有者权益总计	3,539,076.98	2,781,185.53	1,601,362.33

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业总收入	181,972.53	88,866.39	144,565.64
二、营业总成本	174,334.09	90,673.89	132,152.35
其中：营业成本	137,547.89	49,522.23	93,655.69
营业税金及附加	7,171.30	3,204.00	3,079.63
销售费用	3,175.93	3,459.65	3,153.47
管理费用	14,358.90	13,176.13	8,987.66
财务费用	11,932.86	21,280.85	22,878.09
资产减值损失	147.20	31.03	397.81
加：投资收益（损失以“-”号填列）	5,584.82	1,717.92	159.21
资产处置收益	2,341.55	0.00	0.00
其他收益	3,702.76	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	19,267.58	-89.58	12,572.50
加：营业外收入	394.66	11,091.84	2,876.39
减：营业外支出	6,297.66	2,186.98	756.90
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	13,364.58	8,815.28	14,691.99
减：所得税费用	1,250.09	3,057.14	4,404.46
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	12,114.49	5,758.14	10,287.53

资料来源：公司 2015-2017 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	2017 年	2016 年	2015 年
销售商品、提供劳务收到的现金	140,723.64	364,702.87	95,158.26
收到的税费返还	95.00	60.00	43.10
收到其他与经营活动有关的现金	420,498.02	145,185.68	90,027.25
经营活动现金流入小计	561,316.66	509,948.55	185,228.61
购买商品、接受劳务支付的现金	144,156.93	149,419.72	91,772.43
支付给职工以及为职工支付的现金	16,928.74	14,520.11	9,359.46
支付的各项税费	12,565.34	13,286.21	13,099.99
支付其他与经营活动有关的现金	494,203.00	256,726.40	150,656.13
经营活动现金流出小计	667,854.02	433,952.44	264,888.01
经营活动产生的现金流量净额	-106,537.35	75,996.11	-79,659.40
收回投资收到的现金	483.15	0.00	50.00
取得投资收益收到的现金	512.68	0.75	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2,515.09	12.16	42.81
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	5,710.88	30.00	348.44
收到其他与投资活动有关的现金	80,642.77	13,640.43	175.75
投资活动现金流入小计	89,864.57	13,683.34	617.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	72,348.08	83,016.34	27,863.48
投资支付的现金	14,200.00	10,033.01	11,086.63
支付其他与投资活动有关的现金	62,057.53	8,874.60	334.61
投资活动现金流出小计	148,605.61	101,923.95	39,284.72
投资活动产生的现金流量净额	-58,741.04	-88,240.61	-38,667.72
吸收投资收到的现金	73,243.42	3,200.00	10,330.00
取得借款收到的现金	400,080.00	579,685.00	240,398.51
发行债券收到的现金	99,400.00	0.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	3,500.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	576,223.42	582,885.00	250,728.51
偿还债务支付的现金	301,416.64	268,371.27	100,759.60
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	69,691.46	45,052.45	30,050.62
支付其他与筹资活动有关的现金	26,381.25	13,706.68	4,308.79
筹资活动现金流出小计	397,489.35	327,130.40	135,119.01
筹资活动产生的现金流量净额	178,734.07	255,754.60	115,609.51
现金及现金等价物净增加额	13,455.68	243,510.10	-2,717.61
加：期初现金及现金等价物余额	317,918.18	76,368.08	79,085.69
期末现金及现金等价物余额	331,373.85	319,878.18	76,368.08

资料来源：公司 2015-2017 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	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	12,114.49	5,758.13	10,287.53
加：资产减值准备	147.20	31.03	397.81
固定资产折旧、油气折耗、生产性生物资产折旧	7,818.43	7,222.91	4,719.44
无形资产摊销	21,500.40	8,856.58	6,100.36
长期待摊费用摊销	1,079.16	551.11	293.73
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）	-2,341.55	125.86	-9.18
固定资产报废损失	2,110.48	8.85	0.00
财务费用（收益以“—”号填列）	19,301.02	21,634.63	23,111.51
投资损失（收益以“—”号填列）	-5,584.82	-1,717.92	-159.21
递延所得税资产减少（增加以“—”号填列）	-1,187.29	-680.10	-11.13
存货的减少（增加以“—”号填列）	-40,427.44	-142,610.59	-36,840.90
经营性应收项目的减少（增加以“—”号填列）	-159,993.25	92,884.52	-110,826.60
经营性应付项目的增加（减少以“—”号填列）	39,043.63	83,101.04	23,277.24
其他	-117.84	830.04	0.00
经营活动产生的现金流量净额	-106,537.35	75,996.09	-79,659.40

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
有息债务（万元）	1,457,237.81	845,929.54	693,366.71
资产负债率	54.26%	48.46%	52.46%
流动比率	2.94	2.68	4.49
综合毛利率	24.41%	44.27%	35.22%
期间费用率	16.19%	42.67%	24.22%
EBITDA（万元）	57,555.51	47,214.98	48,917.03
EBITDA 利息保障倍数	1.02	0.84	1.26
收现比	0.77	4.10	0.66

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017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	40,481.77	35.30%	旅游资源开发，旅游基础设施建设，旅游配套服务
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
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
张家界市武陵源旅游产业发展有限公司	56,000.00	100.00%	武陵源风景区门票销售及旅游相关产业服务
张家界西线旅游环保客运有限责任公司	3,000.00	100.00%	公路旅客运输；城市公共汽（电）车客运

资料来源：公司 2017 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+应付债券+一年内到期的非流动负债+长期借款+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。