

信用等级公告

联合〔2019〕1237号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持张家界市经济发展投资集团有限公司主体长期信用等级为AA，“17张家界/17张家界专项债”和“18张家经投MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年六月十二日



张家界市经济发展投资集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 张家界/17 张家界专项债	10 亿元	2027/7/24	AA	AA
18 张家经投 MTN001	10 亿元	2023/11/23	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 12 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	31.99	31.65	36.61	29.34
资产总额(亿元)	278.12	353.91	400.02	407.35
所有者权益(亿元)	143.35	161.89	165.81	164.26
短期债务(亿元)	23.83	26.73	21.49	21.79
长期债务(亿元)	70.76	119.14	147.97	155.69
全部债务(亿元)	94.59	145.87	169.46	177.48
营业收入(亿元)	8.89	18.20	16.56	1.28
利润总额(亿元)	0.88	1.34	1.73	-1.59
EBITDA(亿元)	4.72	5.76	8.14	--
经营性净现金流(亿元)	7.60	-10.65	4.89	-9.02
营业利润率(%)	40.67	20.47	35.93	24.58
净资产收益率(%)	0.40	0.75	0.98	--
资产负债率(%)	48.46	54.26	58.55	59.68
全部债务资本化比率(%)	39.75	47.40	50.54	51.94
流动比率(%)	268.24	293.82	297.23	305.16
经营现金流动负债比(%)	12.93	-15.88	6.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.03	25.34	20.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.83	1.01	2.94	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限货币资金；短期债务已包含其他流动负债；长期债务已包含长期应付款

分析师

刘哲 刘祎烜 方晓

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
 中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

张家界市经济发展投资集团有限公司（以下简称“公司”或“张家界经投”）作为张家界旅游业经营开发的重要主体以及张家界市政府最大的城市基础设施建设投融资平台，在依托张家界著名景区资源的同时，获得政府的多项优质旅游资产注入及财政补贴等支持，在旅游业务运营方面占据独特优势。跟踪期内，随着张家界市武陵源旅游产业发展有限公司（以下简称“武陵源产发”）收入纳入合并范围，张家界重点旅游资源得到进一步整合，公司旅游服务业务收入有所增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内公司主要旅游景点门票价格有所下调、基础设施建设回款周期长且收入确认存在不稳定性、债务规模快速增长以及对外担保规模大等因素给公司经营发展带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对存续期内债券保障能力较强。

未来，随着张家界市政府对公司支持力度不断加大，以及公司对旗下旅游资源的整合，公司旅游资源协同效应有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“17 张家界/17 张家界专项债”和“18 张家经投 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 张家界景区地质景观具有原始性、典型性和特殊性，为国内外著名的旅游景点。公司作为张家界市政府旅游开发运营重要主体，本部及旗下子公司拥有武陵源核心景区等优质旅游资源的经营权和收益权，在旅游业务运营方面占据独特优势。2017 年，张家界市政府将武陵源景区经营主体武陵源产发 69.64%股权无偿划转至公司，公司旅游资源得到进一步整合。

2. 公司是张家界市政府最大的城市基础设施建设投融资平台，肩负着张家界市土地开发整理、城市基础设施建设和保障性安居工程建设的任务。
3. 公司经营活动现金流入量对“17 张家界/17 张家界专项债”和“18 张家经投 MTN001”保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内，武陵源核心景区门票价格及环保客运价格有所下调，公司旅游服务业务未来收入和盈利能力增长承压。
2. 跟踪期内，公司存货和其他应收款中关联方往来款快速增长，推升有息债务规模，公司债务负担重。
3. 公司基础设施建设业务回款周期长，收入确认存在不稳定性；考虑到在建项目投资大，公司面临较大的资金压力。
4. 截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额 41.50 亿元，担保比率为 25.27%，担保比率高，存在一定或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由张家界市经济发展投资集团有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效;根据后续跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

张家界市经济发展投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于张家界市经济发展投资集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

张家界市经济发展投资集团有限公司（以下简称“公司”或“张家界经投”）前身为张家界市经济发展投资有限责任公司，是经张家界市人民政府以张政函（1999）124号文件批准成立的国有独资公司。2005年6月，经张家界市人民政府批准，公司名称变更为现名。经历多次增资扩股，截至2019年3月底，公司注册资本及实收资本均为10000.00万元。公司原股东为张家界旅游经济开发区管委会。根据《张家界市人民政府关于授权市人民政府国有资产监督管理委员会对市属国家出资企业全面履行出资人职责有关问题的通知》，公司股东于2013年5月9日变更为张家界市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“张家界国资委”）。

公司主要经营范围：法律、法规允许的经济投资活动及旅游服务；政策允许的信息产业、高科技产业及国内贸易开发、经营以及城市基础设施建设开发；景区维护。

截至2019年3月底，公司下属9家子公司，其中7家全资子公司、2家控股子公司，包括一家A股上市公司张家界旅游集团股份有限公司（以下简称“张旅集团”，股票代码：000430），截至2019年3月底，公司持有张旅集团35.30%的股权，其中39.73%已质押。公司下设总经理办公室、人力资源部、财务资产部、资本运营部、证券融资部、审计合约部和招商合作部（详见附件1-2）。

截至2018年底，公司合并资产总额为400.02亿元，所有者权益合计为165.81亿元（其中少数股东权益10.28亿元）。2018年，公司实

现营业收入16.56亿元，利润总额1.73亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额为407.35亿元，所有者权益合计为164.26亿元（其中少数股东权益10.22亿元）。2019年1-3月，公司实现营业收入1.28亿元，利润总额-1.59亿元。

公司注册地址：张家界市大庸桥月亮湾花园；法定代表人：赵文胜。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2019年3月底，公司存续债券包括“17张家界/17张家界专项债”和“18张家界经投MTN001”截至本报告出具日，募集资金均已按计划使用完毕。

表1 公司存续期债券情况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17 张家界/17 张家界专项债	10.00	10.00	2017/7/24	2027/7/24
18 张家界经投 MTN001	10.00	10.00	2018/11/23	2023/11/23

资料来源：WIND、公司年报

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季

度运行在 6.4%-7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数(CPI)涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数(PPI)与工业生产者购进价格指数(PPIRM)涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅(6.2%) 低于支出同比增幅(8.7%)，财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期(3.1 万亿元) 继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重(81.4%) 较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率(59.7%) 较 2017 年(59.6%) 略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资(不含农户) 63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资(39.4 万亿元) 同比增长 8.7%，增速较 2017 年(6.0%) 有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年(7.0%) 加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业) 14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速(9.5%) 持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸

显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世

界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将持续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

五、行业及区域经济环境

公司主要行业涉及旅游行业和建筑施工行业。

1. 旅游行业

(1) 行业概况

改革开放以来,中国实现了从旅游短缺型国家到旅游大国的历史性跨越。“十二五”期间,旅游业全面融入国家战略体系,走向国民经济建设的前沿,成为国民经济战略性支柱产业。

2018年,国内旅游市场持续高速增长,入境旅游市场稳步进入缓慢回升通道,出境旅游市场平稳发展;其中,国内旅游人数 55.39 亿人次,比上年同期增长 10.8%;入出境旅游总人数 2.91 亿人次,同比增长 7.8%;全年实现旅游总收入 5.97 万亿元,同比增长 10.5%;全国旅游业对 GDP 的综合贡献为 9.94 万亿元,占 GDP 总量的 11.04%;旅游直接就业 2826 万人,旅游直接和间接就业 7991 万人,占全国就业总人口的 10.29%。

未来,随着社会经济水平的发展和国民生活质量要求的提高,旅游行业有望迈入新的高速增长阶段,并带动相关的上下游行业协同发展。总体来看,未来几年将是中国旅游业发展的“黄金时代”,旅游产业将会快速发展,并成为继投资和消费后中国经济增长的第三极。

(2) 行业竞争

从国内旅游市场的竞争格局看,虽然中国旅游业的总体规模已经位居世界前列,但发展模式单一,产业形态落后,产业集中度低,行业秩序混乱,产品质量不高,深层结构问题依然存在,中国旅游企业的实力和规模也相对弱小。与国外有竞争力的旅游企业相比,中国旅游企业无论从资产规模、营业收入规模、赢利能力角度看,还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看,都还存在相当巨大的差距。

整体来看,受到旅游行业经营模式特殊性的影响,旅游企业之间即是相互依存的合作伙伴,又为相互排斥的竞争对手,旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。从长远看,国家政策的出台有利于产业整合和市场规范,行业内劣势企业将在竞争中加快得以淘汰,从而

为优势企业进一步控制市场资源,提高市场占有率提供了机遇,行业长期竞争格局有望得到改善。

(3) 产业政策

旅游业作为第三产业的主要支柱产业,其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势,国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。

2016年11月28日,国务院办公厅发表《国务院办公厅关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见》(国办发【2016】85号),提出加速升级旅游消费、创新发展文化消费、大力促进体育消费等以推进幸福产业服务消费提质扩容、大力促进传统实物消费扩大升级、持续优化消费市场环境。

2016年12月7日,国务院印发的《“十三五”旅游业发展规划》中指出,“十三五”旅游业发展的主要目标是“旅游经济稳步增长”,“综合效益显著提升”,“人民群众更加满意”,“国际影响力大幅提升”。

2017年6月12日,国家旅游局发布《全域旅游示范区创建工作导则》,提出创建工作要实现“五个目标”,并起到相应的示范引领作用:实现旅游治理规范化;实现旅游发展全域化;实现旅游供给品质化;实现旅游参与全民化;实现旅游效应最大化,成为旅游业惠民生、稳增长、调结构、促协调、扩开放的典范。

总体看,近年来国家政策对旅游行业的支持力度很大,旅游业外部政策环境良好。目前国内游依然是中国旅游行业中占比最大且发展趋势最好的市场,短期内在旅游细分市场中的支柱地位将不会被动摇;未来,随着中国中高收入人群的扩大,出境游市场将具备较大的发展空间。

(4) 主要子行业

酒店业

随着中国居民可支配收入持续增长,酒店业成为社会消费品零售业中增幅较大的子行业

之一。中国酒店行业供给已呈现相对过剩局面，行业竞争较为激烈。根据《2017 年第四季度全国星级饭店统计公报》数据显示，全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计 10926 家，有 9775 家经营情况数据通过省级旅游行政管理部门审核，其中五星级饭店 822 家；四星级饭店 2392 家；三星级饭店 4721 家，二星级饭店 1774 家，一星级饭店 66 家。根据填报的财务数据显示，全国 9775 家星级饭店第四季度的营业收入合计 577.70 亿元，其中客房收入为 252.51 亿元，占营业收入的 43.71%；餐饮收入为 241.65 亿元，占营业收入的 41.83%。全国星级饭店第四季度平均房价为 352.23 元/间夜，平均出租率为 57.71%，每间可供出租客房收入为 203.28 元/间夜，每间客房平摊营业收入为 39322.09 元/间。根据《2018 年第三季度全国星级饭店统计公报》数据显示，全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计 10667 家，有 9230 家经营情况数据通过省级旅游行政管理部门审核，其中五星级饭店 819 家；四星级饭店 2351 家；三星级饭店 4434 家，二星级饭店 1567 家，一星级饭店 59 家。根据填报的财务数据显示，全国 9230 家星级饭店 2018 年第三季度的营业收入合计 515.22 亿元，同比基本持平，其中客房收入为 248.70 亿元，占营业收入的 48.27%；餐饮收入为 196.36 亿元，占营业收入的 38.11%。全国星级饭店 2018 年第三季度平均房价为 341.76 元/间夜，同比增长 0.44%，平均出租率为 60.86%，同比增加 0.46 个百分点；每间可供出租客房收入为 208.00 元/间夜，同比增长 0.91%，每间客房平摊营业收入为 36358.80 元/间，同比增长 2.74%。

总体来看，随着酒店行业竞争的加剧，单体酒店受制于营销渠道与品牌影响力，竞争力日趋下降，未来酒店业将呈现品牌化、规模化和集团化的趋势。从中长期看，旅游产业政策推动和旅游需求拉动将成为驱动中国旅游业长期高速增长的基本动力，随着中国旅游业的持续发展，酒店行业仍面临良好的发展机遇。

旅行社业

伴随着中国旅游业的高速发展，中国旅行社行业也发生了巨大的变化，近二十年来行业规模不断扩大，从业人员不断增加，旅行社行业已经成为中国拉动经济增长、扩大就业渠道的重要的服务行业之一。产业融合和业态创新将是中国旅行社业发展的核心增长点。产业融合包括旅行服务业与信息产业、供应链上游产业或下游产业融合；业态创新主要以旅游者的需求变化为导向。

2. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为

了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2014〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公

司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法依规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

3. 区域经济环境

张家界市位于湖南省西北部，总面积9653平方公里，占湖南省面积的4.5%，是以发展旅游业为特征的新兴省辖地级市。

根据《张家界2018年国民经济和社会发展统计公报》，全市地区生产总值（GDP）578.92亿元，比上年增长7.5%。其中，第一产业增加

值 58.76 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 102.57 亿元，增长 6.4%；第三产业增加值 417.59 亿元，增长 8.4%。

2018 年，张家界市固定资产投资（不含农户）比上年增长 10.2%。其中项目投资比上年下降 3.8%，占固定资产投资总量 72.2%。分经济类型看，国有投资增长 5.9%，非国有投资增长 13.9%，民间投资增长 22.4%。分投资方向看，工业投资增长 3.7%，民生投资增长 59.3%，生态投资增长 41.5%，基础设施投资下降 18.4%，高新技术产业投资下降 40.9%，工业技改投资增长 12.7%。分地区看，永定区投资增长 13.3%，武陵源区投资增长 12.6%，慈利县投资增长 12.6%，桑植县投资增长 12.8%。

项目投资本年资金来源合计比上年下降 10.9%，其中国家预算资金下降 42.4%，国内贷款下降 44.3%，自筹资金下降 3.6%。施工项目个数比上年增长 40.1%。其中，本年新开工项目增长 43.4%。本年投产项目个数下降 30.9%。固定资产计划总投资增长 17.8%。

旅游业是张家界市重要支柱产业。截至 2018 年底，全市旅游等级区（点）19 家，其中 4A 级及以上 11 家。全市星级宾馆 36 家，星级宾馆床位数 1.14 万张。旅行社 149 家。全市全年接待国内游客 7959.55 万人次，比上年增长 14.04%；入境游客 562.15 万人次，增长 57.96%。旅游总收入 756.8 亿元，增长 21.3%。分区县看，永定区接待游客 4004.89 万人次，增长 17.1%，旅游收入 407.4 亿元，增长 21.5%；武陵源区接待游客 3028.89 万人次，增长 15.1%，旅游收入 265.5 亿元，增长 21.4%；慈利县接待游客 894.58 万人次，增长 16.5%，旅游收入 52.07 亿元，增长 20%；桑植县接待游客 593.34 万人次，增长 15.1%，旅游收入 31.86 亿元，增长 20.9%。

根据《张家界市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2018 年，张家界市全市一般公共预算收入 60.54 亿元，比上年增长 7.03%。其中，地方财政收入 34.66 亿元，增长 1.4%；上划中央收入 21.17 亿元，增长 16.2%；上划省

级收入 4.72 亿元，增长 13.1%。

总体看，张家界市经济及财政实力稳步增长，给公司创造了良好的外部发展环境。

六、基础要素分析

1. 产权状况

根据《张家界市人民政府关于授权市人民政府国有资产监督管理委员会对市属国家出资企业全面履行出资人职责有关问题的通知》，公司股东于 2013 年 5 月 9 日变更为张家界国资委。张家界国资委为公司的实际控制人。

2. 企业规模

张家界景区“世界自然遗产”、“国家级风景名胜区”、“国家地质公园”、“国家森林公园”等桂冠于一身，已成为国内外著名热点旅游目的地之一。

公司享有张家界核心景区（武陵源风景名胜区）在内多处旅游资源的经营权和门票分成收益权。1988 年，武陵源风景名胜区列入第二批国家重点风景名胜区；1992 年，由张家界国家森林公园等三大景区构成的武陵源自然风景区被联合国教科文组织列入《世界自然遗产名录》；武陵源景区分别于 2004 年 2 月和 2007 年分别被列为中国首批《世界地质公园》及中国首批 5A 级景区。公司下属旅游业务经营主体张旅集团拥有宝峰湖景区（5A 级）、十里画廊景区（5A）等旅游资源。

此外，公司作为张家界市政府最大的城市基础设施建设投融资平台，肩负着张家界市土地开发整理、城市基础设施建设和保障性安居工程建设的任务。

3. 政府支持

作为张家界市旅游产业开发、城市基础设施建设主要的投融资主体，公司获得了当地政府的大力支持，享有政府的多项资产划入。

2005 年 6 月 20 日，张家界人民政府以张政函[2005]115 号文《张家界人民政府关于划转武

陵源核心景区门票分成收入的通知》，明确规定将由市政府收取的大门票中的基础设施建设费28元，资源有偿使用费20元及环保车中资源有偿使用费1元，共计49元的门票分成收益权划拨给公司。2012年12月20日，张家界市人民政府以张政函[2012]162号，将市政府执收新增的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%的价格调节基金划入公司。根据张政函[2012]163号《张家界市人民政府关于划转武陵源核心景区门票中部分市级分成收入的通知》，将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，及新增划归市级的资源有偿使用费2.5元/人收益权划入公司集团本部。根据张政函〔2005〕115号、张政函〔2012〕163号文，公司已获得由张家界市人民政府划拨的武陵源核心景区大门票中66.50元/张（调整前总票价245元/张）的门票分成收益权。2018年公司本部收到财政划转武陵源核心景区门票收入1.99亿元。

七、管理分析

跟踪期内，公司完成领导班子换届选举工作，选举赵文胜为公司新任党委书记、董事长和法定代表人；选举张丕达、王章利、赵辉、李雄彬、杨万均和王光权为公司新任董事；选举刘世星担任监事会主席、宋彬和龙连飞为新任监事、郑滨和鲁辉浓为职工监事；董事会任命张丕达为公司新任总经理及财务负责人、任命游红军、王章利、杨成华和赵辉为公司副总经理。

公司董事长赵文胜先生，1966年7月出生，土家族，中共党员，研究生学历，经济学（经济管理）专业。曾任张家界市永定区广播电视局党组成员、副局长、永定电视台台长、党组成员，张家界市永定区政府办副主任、党组成员，张家界市永定区政府党组成员、区政府办党组书记、主任、区政府直属机关党委委员，张家界市永定区委党校校长、永定区行政学校校

长，张家界市永定区人民政府副区长。

跟踪期内，治理结构、管理制度及员工构成等方面无重大变动。

八、重大事项

2016年，张家界市人民政府以张政函[2016]122号文《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》，将武陵源核心景区门票收费权全部划拨给公司。同时，为保障公司的良好运营和职能的正常行使，张家界市委市政府每年均有安排适度规模的财政贴息、财政补贴、税费返还和各项财政专项资金给公司。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，再另行注入其他资产。

2017年12月，张家界市人民政府下发《张家界市人民政府关于划转张家界市武陵源旅游产业发展有限公司国有股权的通知》（张政函[2017] 193号文）、张家界市武陵源区人民政府下发《张家界市武陵源区人民政府关于将张家界市武陵源旅游产业发展有限公司股权无偿划转至张家界市经济发展投资集团有限公司的通知》（张武政通[2017]17号文）、张家界市人民政府国有资产监督管理委员会下发《市国资委关于划转张家界市武陵源旅游产业发展有限公司国有股权的通知》（张国资[2017]243号文），将武陵源区人民政府持有的张家界市武陵源旅游产业发展有限公司（以下简称“武陵源产发”）69.64%的股权无偿划拨给公司。

2017年12月29日，张家界市政府出具的张政函[2017]195号文《张家界市人民政府关于进一步明确武陵源核心景区经营权和门票分成收益权有关事项的通知》，进一步明确股权划转后张家界经投及武陵源产发关于武陵源核心景区经营权和门票分成收益权的归属情况，明确如下：（一）股权划转后，武陵源核心景区门票价

格中由市人民政府执收的基础设施建设费、资源有偿使用费、价格调节基金等部分门票分成收益权仍由张家界经投享有；由武陵源区人民政府执收的部分门票分成收益权仍由武陵源产发享有。（二）股权划转后，武陵源核心景区经营权仍由武陵源产发享有。（三）以上经营权、门票分成收益权的期限确定为70年。

根据2018年4月28日北京国融兴华资产评估有限责任公司出具的国融兴华评报字（2018）第590006号资产评估报告显示：截止评估基准

日2017年12月31日，在持续经营条件下，武陵源产发经审计的总资产账面价值1022720.71万元，总负债账面价值426067.40万元，净资产账面价值596653.31万元。经资产基础法评估，武陵源产发总资产评估价值1258287.37万元，增值235566.66万元，增值率23.03%；总负债评估价值426067.40万元，无增值变化；净资产评估价值832219.97万元，增值235566.66万元，增值率39.48%。主要评估资产如下：

表2 武陵源产发主要资产评估情况（单位：万元）

科目	评估价值	备注
固定资产	150375.48	主要包括：1、房屋建（构）筑物共104项。其中翻屋建筑物主要包括影艺山庄、水绕四门酒店、土家山寨、风云宾馆、茂隆山庄等；构筑物主要包括门票站、厕所、道路、绿化工程、各类基础设施等。2、机器设备和电子设备453项。3、车辆4台。
在建工程	172784.66	69项，主要为土建工程，包括区党校地块开发项目、天子山景区移民建镇中湖宋家边安置区项目等。
无形资产	463587.16	主要为土地使用权和其他无形资产。1、土地使用权共6宗，面积共计70333.78平方，划拨取得，性质为综合用地及办公旅游用地。2、其他无形资产主要为武陵源产发拥有张家界武陵源核心景区门票经营收费权（包括景区门票收入经营权及森林公园门票经营权）。
其他流动资产	176594.38	21项，主要为武陵源产发取得的与资产相关张家界市武陵源区人民政府划拨的建设工程项目。主要包括景区拆迁配套工程、天马路改扩建与绿化工程、军地坪城区改造、旅游客服中心等。
资产总额	1258287.37	--
净资产	832219.97	--

资料来源：《国融兴华评报字（2018）第590006号资产评估报告》

截至2019年3月底，武陵源产发参股股东为中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）和国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”），分别持有公司16.07%和

14.29%的股权，少数股东不向武陵源产发派驻董事、监事和高管，少数股东以项目投资的方式向武陵源产发注资并约定收益。公司持有武陵源产发100%表决权。

表3 武陵源产发少数股东投资项目（单位：万元、%）

项目	投资人	协议日期	投资金额	年化收益
张家界市武陵源区水源工程项目	农发基金	2015-11-12	4000.00	1.20
张家界索溪河综合治理工程项目	农发基金	2015-12-12	3000.00	1.20
棚户区改造项目	国开基金	2015-12-29	8000.00	1.20
武陵源城区排水防涝工程项目	农发基金	2016-3-2	2000.00	1.20

资料来源：公司提供

截至2018年底，武陵源产发资产合计111.29亿元；其中非流动资产89.24亿元，流动资产22.05亿元；所有者权益63.06亿元；负债合计48.23亿元，有息债务合计40.59亿元，其中长期债务37.50亿元，存续债券为5年期5亿元的中期票据“15武陵源MTN001”。2018年，

武陵源产发实现营业收入6.74亿元，利润总额1.26亿元。

截至2019年3月底，公司旅游资源收益主要包括公司本部根据张家界市人民政府划入的门票分成收益权，控股子公司张旅集团下属旅游资源收益权、经营权和武陵源产发下属门

票收益分成益权、经营权。

整体看，本次资产无偿划入，有利于区域旅游资源的整合，带动旅游服务业务保持增长。同时，联合资信评估有限公司也关注到由于处于合并初期，公司与武陵源产发业务运营仍处于相对独立状态

九、经营分析

1. 经营现状

公司作为张家界市旅游产业开发、城市基础设施建设主要的投融资主体，拥有旅游服务及环保客运、酒店等旅游配套产业。跟踪期内，公司实现营业收入 16.56 亿元，同比减少 9.13%，主要由于基础设施建设业务确认收入减少所致。同期，公司将景区环保客运业务调入旅游服务业务计量。

从收入构成看，旅游服务业、旅行社服务业和基础设施建设对公司收入贡献大。跟踪期内，公司旅游服务板块实现收入 6.45 亿元，同比增长 24.76%，主要系张家界旅游资源整合，武陵源产发收入并表所致。同期，公司景区环保客运收入实现收入 1.70 亿元，同比减少 10.53%，主要由于景区环保客运票价逐年调减所致。跟踪期内，公司基础设施建设业务收入同比减少 25.97%，主要为子午路一期、二期项目、永定城区防洪堤等项目竣工结算。同期，

旅行社业务实现收入 1.41 亿元，2018 年收入同比下降主要系关闭落地散拼门市部业务所致。其他业务板块营收规模均较小。

毛利率方面，跟踪期内，公司主营业务综合毛利率为 37.93%，同比增长 13.77 个百分点。其中旅游服务业务毛利率上升至 77.41%，2017 年大幅下滑主要受景区周边道路施工和国际关系原因导致游客减少所致，2018 年同比增长主要由于武陵源产发收入，核心景区门票收入占板块收入比重增加带动毛利率增长并表带动毛利率增长。基础设施建设方面由于根据公司与张家界市人民政府签订《张家界市经济发展投资集团有限公司基础设施建设委托代建整体框架协议书》政府回购价格为项目成本价格的 115%，因此公司该业务板块毛利率近年来保持稳定。近三年，公司旅行社服务业毛利率逐年增长，分别为 8.42%、16.39%和 18.72%，2018 年毛利率同比增长主要系有序关闭落地散拼门店降低成本所致。

2019 年 1-3 月，公司营业收入实现 1.30 亿元，同比减少 38.89%，主要由于核心景区门票价格下调所致，其中，旅游服务业实现收入 0.93 亿元，同比减少 41.14%。公司综合毛利率同比下降 8.95 个百分点至 28.92%，主要由于环保客运业务 2019 年一季度呈亏损状态。

表 4 近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
旅游服务业	43314.40	48.74	62.25	51709.26	28.44	48.24	64523.08	38.97	77.41	9284.15	71.42	41.80
景区环保客运业	21159.14	23.81	56.71	19008.86	10.45	47.47	17020.13	10.28	40.40	1776.52	13.67	-11.05
酒店服务业	2037.82	2.29	-25.05	2494.47	1.37	-26.62	2656.64	1.60	-36.87	636.97	4.90	-32.71
殡仪服务业	566.92	0.64	25.47	524.25	0.29	64.19	549.01	0.33	62.20	153.36	1.18	70.32
租赁服务业	172.99	0.19	53.94	159.94	0.09	51.97	366.40	0.22	79.03	87.10	0.66	77.95
销售服务业	--	--	--	--	--	--	5.95	0.004	-1.91	0.40	--	-136.32
房产项目开发	454.70	0.51	76.81	--	--	--	--	--	--	--	--	--
基础设施建设	--	--	--	82813.57	45.55	13.04	61274.61	37.01	13.04	--	--	--
公交车收入	4756.06	5.35	-17.41	4874.23	2.68	-63.86	4818.65	2.90	-82.51	--	--	--
旅行社服务业	16404.36	18.46	8.42	20238.62	11.13	16.39	14110.68	8.50	18.72	1061.46	8.17	10.19

其他业务	--	--	--	149.34	0.08	-244.42	255.22	0.15	-1.26	--	--	--
合计	88866.39	100.00	44.35	181972.53	100.00	24.41	1655803.37	100.00	37.93	12999.96	100.00	28.92

资料来源：公司提供

2. 旅游服务业

公司旅游服务业务主要由集团本部的门票分成收入、下属张旅集团和武陵源产发的景区运营收入构成。根据相关政府批文，公司获得了由张家界市人民政府划入的张家界部分景区、载人工具门票分成收益权。另一方面，张旅集团和武陵源产发负责景区的运营与维护，目前运营的景区包括武陵源景区（5A 级）、张家界宝峰湖景区（5A 级）、十里画廊风景区（5A 级）、杨家界索道，上述景区的门票收入均计入营业收入，营业成本主要包括日常运营维护费用、固定资产折旧及景区票价中政府配套成本部分。同时，张旅集团通过旅行社服务为景区带来充足的客源。

张旅集团主要从事旅游景区经营、旅游客运、旅行社经营、旅游客运索道经营、酒店经营、房屋租赁及广告代理等。截至 2018 年底，张旅集团资产总额 24.96 亿元，所有者权益 15.86 亿元（其中少数股东权益 0.07 亿元）；2018 年，张旅集团实现营业收入 4.68 亿元，利润总额 0.35 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司及下属子公司共持有张旅集团 35.30% 股权，其中已质押 39.73%。

武陵源产发是武陵源景区资产主要运营主体，主要从事景区经营并承担部分基础设施建设项目。武陵源产发收入主要来源为武陵源核心景区门票收入，由于近年来景区接待人数持续下滑以及景区门票价格下调，武陵源产发营业收入近三年持续下滑。武陵源产发持有上市公司张旅集团 7.47% 的股权，为张旅集团第二大股东。在景区运营资产方面，武陵源产发与张旅集团有明确职责分工，武陵源产发主要经营核心景区门票收入，张旅集团主要经营景区内部相关客运、餐饮、酒店等开发业务。截至 2019 年 3 月底，公司持有武陵源产发 69.64% 股权。

（1）景区门票分成

近年来，张家界市对旅游资源进行整合，公司获得政府对部分张家界旅游资产收益权的划拨，根据张政函〔2017〕195 号文《张家界市人民政府关于进一步明确武陵源核心景区景区经营权和门票分成权有关事项的通知》，经武陵源产发股权划转至公司后，公司仍享有武陵源核心景区门票价格中由市人民政府执收的部分门票分成收益权；由武陵源区人民政府执收的部分门票分成收益权仍由子公司武陵源产发享有。张家界人民政府先将门票收入收归财政收入后返还给公司。2018 年公司收到财政划转武陵源核心景区门票收入 1.99 亿元，较 2017 年收到财政划转的 3.78 亿元降幅较大，主要系 2017 年划入的核心景区全部门票收费权于 2017 年底被划出，置换为武陵源产发股权所致。

根据《湖南省发展和改革委员会关于降低武陵源核心景区门票价格的批复》（湘发改价费〔2018〕544 号）文件精神，自 2018 年 9 月 22 日起，武陵源核心景区门票（包含环保车车票）实行淡旺季价格收费，每年 3 月至 11 月为旺季，12 月至次年 2 月为淡季，两种票价均有优惠门票，其中旺季普通门票降为每人次 225 元，淡季普通门票降为每人次 115 元，门票连续四日有效。武陵源核心景区年票（包含环保车车票）价格为每人次 298 元，游客购票后一年内可不限次数进入景区。景区对旅行社团购、网络提前购票的游客实行价格优惠：旺季普通门票为每人次 182 元，淡季普通门票为每人次 91 元。门票价格调整前，武陵源核心景区门票分为三日票和周票，三日票票价为 245 元/张，周票票价为 298 元/张，三日票和周票都分为普通票和优惠票两种。本次价格调整幅度较大，对公司未来旅游服务业收入影响较大。

武陵源核心景区的门票收入严格实施“收支两条线”的管理模式。由张家界森林公园管理

处下辖的门票站负责日常门票的收取工作，并在当日结算后即开始分流，门票价格中由市政府征收的基础设施建设费、资源有偿使用费等直接流向市财政局，其他部分先流入武陵源产发账户，再由武陵源产发分成给其他相关单位；到每年集中结算时，张家界市财政局将公司本部依其享有的部分门票分成收益权应得的门票收益在经专项审计后划转给公司本部。2016-2018 年，公司本部分别获得财政划拨核心景区门票分成收益 2.35 亿元、3.67 亿元和 1.99 亿元。

(2) 旅游经营

张旅集团拥有张家界宝峰湖景区（5A 级）、十里画廊风景区（5A 级）、杨家界索道等旅游资源，武陵源产发是武陵源景区资产的经营主体。张旅集团同时全资控股张家界市中国旅行

社有限公司（简称“张家界中旅”）与张家界自由旅神国际旅行社有限公司（简称“自由国旅”），组织团体游与散客游，为景区引入了客流，完善了旅游经济的链条，有助于整合旅游资源。景区经营业务主要以门票收入为主，门票产生收入直接计入公司营业收入。

表 5 近年公司景区接待量（单位：万人次）

游客接待量	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
核心景区	366.04	348.71	335.42	50.48
宝峰湖景区	85.95	69.83	78.59	8.82
十里画廊	113.42	113.05	122.42	18.37
杨家界索道	129.91	63.17	55.78	14.82

资料来源：公司提供

注：统计口径未包含免票人次

表 6 近年来张旅集团主要景区收入及毛利率（单位：万元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
十里画廊观光电车	4313.74	54.01	4865.22	51.52	5011.53	61.13
宝峰湖景区	7587.23	54.00	5849.71	43.40	6748.50	52.75
杨家界索道	7738.96	50.94	4073.28	27.13	3531.45	13.44
合计	19639.93	52.79	14788.21	41.59	15291.48	46.42

资料来源：公司提供

2018 年，张旅集团下属景区接待人数 256.79 万人，同比增长 4.36%。其中，十里画廊观光电车购票人数 122.42 万人，同比增长 8.29%，实现收入 5011.53 万元，同比增长 3.01%；宝峰湖接待人数 78.59 万人，同比增长 12.54%，实现收入 6748.50 万元，同比增长 15.36%；杨家界索道完成购票 55.78 万人，同比下降 11.70%，实现营业收入 3531.45 万元，同比下降 13.30%。近年来，杨家界索道景区接待人数及景区收入逐年减少，主要由于天子山索道恢复运行使得竞争加剧和游客分流，且由于张家界市区至景区道路施工等原因导致从张家界国家森林公园入口前往杨家界索道的游客人数减少所致。

近年来黄龙洞和宝峰湖门票价格未调整，

分为普通票和优惠票，其中：黄龙洞普通票价中 18.5 元/张归属于公司，黄龙洞优惠票价中 9.25 元/张归属于公司；宝峰湖普通票价中 17.5 元/张归属于公司，宝峰湖优惠票价中 8.75 元/张归属于公司。

环保客运方面，武陵源核心景区门票均由大门票和环保车两部分组成，环保车票价包含运行成本（非实际发生的成本）、区、处手续费、资源有偿使用费、旅游发展基金、价格调节基金，全部计入公司环保客运运营收入。

环保客运车的运营成本包括环保客运车的折旧费用、维修费、保险费、燃料费用（包括汽油、柴油和天然气）和环保客运门票中政府收取的部分。截至 2018 年底，公司拥有可载客

车辆 352 辆，一般运营期限 10 年，载客车辆平均剩余运营年限 5 年。2018 年，公司客运业务年载客运力 2047 万人次/年，最高载客人次 4.8 万人次/日。2016-2018 年，受环保客运价格下调的影响，公司环保客运收入持续下滑，2018 年为 17020.13 万元，同比减少 15.15%，毛利率下降至 40.40%。2019 年 3 月底，公司拥有可载

客车辆 352 辆，最高载客人次 4.0 万人次/日。根据武陵源核心景区门票政策湘发改价服〔2017〕439 号、张政办函〔2017〕105 号、湘发改价费〔2018〕544 号、张政办函〔2018〕99 号等文件，2017 年以来环保客运票价连续下调。

表 7 近年来公司旅游客运业务经营情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
可载客车辆数量（辆）	331	335	352	352
年载客运力（万人/年）	1732	1891	2047	--
最高载客人次（万人次/日）	4.30	4.70	4.8	4.00
接待人数（万人）	366.51	348.95	335.42	50.48
载客人数（万人）	406.50	407.60	408.70	59.90

资料来源：公司提供

总体看，随着武陵源产发收入纳入合并范围，公司实现区域内旅游资源整合。武陵源景区凭借自身良好的资源优势，已形成稳定的游客基础。但联合资信关注到，受票价调整和接待人数下降的影响，公司旅游业务未来收入及盈利能力增长承压。

（3）旅行社

公司旅行社业务主要由张旅集团下属的张家界中旅运营。张家界中旅主要采取传统旅行社组团和接待为主的经营模式，通过收取游客团费和代客人支付房、餐、车费等，赚取差价。近年来，公司旅行社也寻找新的盈利模式，与景区建立长期的战略合作伙伴关系，实现资源整合、优势互补，全方位、深层次、多角度的合作。

公司旅行社业务立足张家界市各旅游景区景点，以武陵源核心景区、黄龙洞、宝峰湖、黄石寨、十里画廊等人文、自然生态旅游资源位纽带，巩固传统客源市场，并大力开拓国内、国际客源市场，开发利用旅游资源，整合推广旅游线路目前张旅集团推出的国内精选旅游线路主要包括武陵源核心景区、十里画廊两日游；武陵源核心景区、十里画廊、黄龙洞、宝峰湖三日游；武陵源核心景区、十里画廊、凤凰古城三日游等路线。

跟踪期内，公司旅行社业务营业收入 14110.68 万元，毛利率为 18.72%。2018 年公司旅行社业务收入同比下滑 30.28%主要由于因政策关闭落地散拼门市部业务所致。2019 年 1-3 月，公司旅行社业务实现营业收入 1061.46 万元，同比增长 1.88%。

3. 基础设施建设业务

公司是张家界最大的城市基础设施建设的实施主体，2013 年，公司与张家界市人民政府签订《张家界市经济发展投资集团有限公司基础设施建设委托代建整体框架协议》，计划从 2016 年起采用委托代建模式承担张家界市城市基础设施项目的建设任务。项目完工后，市政府委托专业机构对城市基础设施建设项目实际发生的成本进行确认，根据经确认的成本加成 15%确认为公司当年的工程代建收入，由市财政局负责支付相应代建款项。其中结算成本由公司的前期费用、建筑安装工程费用、设备及工器具购置费用、工程建设管理成本、融资成本、税费和其他费用等投入构成。

近年来，公司完成以及在建的项目众多，包括张家界市沿江旧城改造工程项目、沙堤大道项目、张清公路城市段改造项目、贺龙体育中心项目等。2018 年，公司基建业务确认回款

6.13 亿元，回款项目为子午西路一期、二期项目、永定城区防洪堤项目、城市广场建设项目、张清公路一期、二期等 26 个建设项目（详见附件 3）。

截至 2019 年 3 月底，公司前五大在建工程

总投资额 42.13 亿元，已累计完成投资 27.89 亿元，未来尚需投资 14.24 亿元，其中 2019 年计划投资 6.90 亿元。

表 8 截至 2019 年 3 月底公司前五大在建基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	总投资	已投资额	未来三年投资计划		
				2019 年 4-12 月	2020 年	2021 年
贺龙体育中心	2013-2021	11.50	9.96	0.35	0.60	0.59
八达路/天门山景区连线	2008-2020	5.17	4.75	0.15	0.27	--
火车站广场建设	2007-2020	6.72	4.60	1.30	0.82	--
其他零星项目	2010-2020	5.20	4.39	0.60	0.21	--
澧水风貌带（一期、二期）	2010-2021	13.54	4.19	4.50	3.50	1.35
合计	--	42.13	27.89	6.90	5.40	1.94

资料来源：公司提供

总体看，公司基建业务收入确认存在不稳定性，且回款周期长，资金占用规模大。考虑到公司在建工程数量多，未来仍存在较大融资压力。

5. 经营效率

跟踪期内，销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 53.97 次、0.09 次和 0.04 次。总体看，公司整体经营效率较低。

6. 未来发展

公司作为张家界旅游业经营开发的重要主体以及张家界市政府最大的城市基础设施建设投融资平台，在依托张家界著名景区资源的同时，获得政府的多项优质旅游资产注入及财政补贴等支持，在旅游业务运营方面占据独特优势。公司针对自身运营状况以及行业发展趋势制定了详细的战略发展目标：

整合旅游资源，打造旅游精品。公司目前拥有武陵源核心景区、宝峰湖景区和十里画廊风景区等众多旅游资源和部分景区的门票收益权。公司将在各个景区建立快速通道，景点人情风味相互补充，避免同质化建设，对各景

区资源进行合理整合，不断优化套票搭配，形成多组合多选择的旅游套餐等。

加大旅游促销，拓展旅游市场，提高旅游产业效益。公司将努力增加游客的滞留时间，提高客户体验，发挥价值链的效益，带来更多的收入。

建设生态旅游新城，完善永定区核心服务区功能。公司立足于张家界自身优异的自然生态景观，紧抓生态旅游这一未来旅游行业的重要发展方向，将市区基础设施建设和景区自然风光紧密结合起来，倾力打造一个“上山可怡情，下山可尽兴”的永定生态旅游新城。

十、财务分析

1. 财务质量及概况

公司提供的 2018 年审计报告经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计结论；2019 年一季报未经审计。

合并范围方面，2018 年公司财务报表合并范围较 2017 年增加 1 家下属公司，减少 2 家下属公司；截至 2019 年 3 月底，公司合并范围较

2018 年底无变化。

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 400.02 亿元，所有者权益合计为 165.81 亿元（其中少数股东权益 10.28 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 16.56 亿元，利润总额 1.73 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额为 407.35 亿元，所有者权益合计为 164.26 亿元（其中少数股东权益 10.22 亿元）。2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 1.28 亿元，利润总额-1.59 亿元。

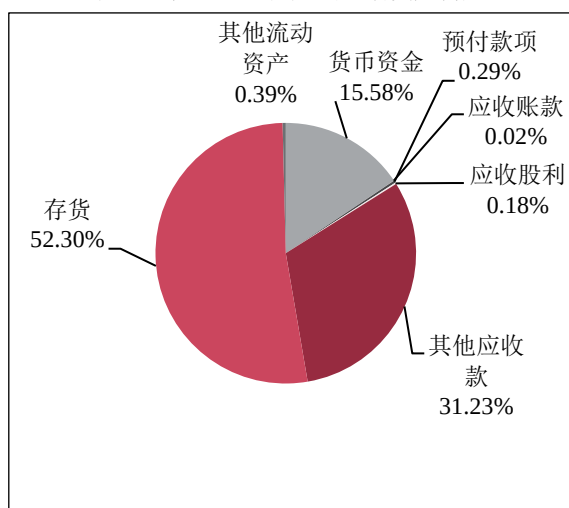
2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 400.02 亿元，同比增长 19.93%，主要来自其他应收款、存货和固定资产的大幅增长。资产构成方面，流动资产占 58.74%，非流动资产合计占 41.26%，资产结构以流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 234.97 亿元，同比增长 19.22%，构成上主要由货币资金（占 15.58%）、存货（占 52.30%）和其他应收款（占 31.23%）构成。

图 1 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司货币资金 36.61 亿元，同比增长 14.98%；其中使用受限的货币资金 1.05 亿元，包括张家界市城市建设投资有限公司应付票据保证金 1.00 亿元和子公司张家界中

旅根据国务院令第 550 号《旅行社条例》规定公司旅行社的旅游质量保证金 100 万元。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值为 73.39 亿元，同比增长 33.96%，主要系往来款规模增长所致。采用个别认定作为风险特征组合的应收款项占公司其他应收款账面余额的 99.37%，公司共计提坏账准备 0.10 亿元，计提比例极低，主要系公司往来款对方多为政府机构及各级平台公司，款项收回可能性大；公司前五名其他应收款合计 52.57 亿元，占全部其他应收款的 71.54%，集中度高，主要欠款单位为张家界产业投资（控股）有限公司（18.99 亿元）、张家界市国资委（12.83 亿元）、张家界市财政局（8.03 亿元）、张家界市土地储备中心（6.86 亿元）和张家界市高铁新区开发建设有限公司（5.87 亿元）。

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 122.89 亿元，主要由开发成本 94.66 亿元（委托代建项目未完工结算部分）和土地使用权 28.17 亿元构成；公司共计提 60.16 万元跌价准备，全部为修理备件。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 165.05 亿元，同比增长 5.25%，主要来自固定资产大幅增长所致。构成上主要以固定资产（占 25.19%）、在建工程（18.26%）和无形资产（48.92%）为主。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产合计 7.93 亿元，同比增长 63.87%，主要系公司增加对深圳市前海建合投资管理有限公司的股权投资 2.55 亿元所致。

截至 2018 年底，公司固定资产价值 41.57 亿元，同比大幅增长 85.15%，主要系新增房屋及建筑物原值 20.98 亿元所致，其中 3.71 亿元来自在建工程转入，17.28 亿元为原计入其他非流动资产科目的武陵源产发负责的景区拆迁配套工程等景区配套设施建设项目转入固定资产所致。公司固定资产主要由房屋建筑物（占 95.21%）和运输工具（占 2.53%）构成；公司

固定资产累计折旧 6.24 亿元，新增计提减值准备 31.45 万元。

截至 2018 年底，公司在建工程账面净值 30.14 亿元，同比增长 23.19%，主要在建工程为大庸古城南门口特色街区项目（6.08 亿元）、杨家坪片区城市棚户区改造（2.42 亿元）和景区移民建镇扶贫项目向家坪安置区（2.20 亿元）等。公司未计提减值准备。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值 80.75 亿元，同比减少 3.79%，主要系张家界市人民政府整合旅游资源，公交运营经营权 1.59 亿元划离公司所致。公司无形资产累计摊销 7.57 亿元，其中 2018 年新增摊销 2.03 亿元，主要系 2017 年并表武陵源产发未对其核心景区门票经营收费权和门票分成收益权等无形资产进行摊销，本期增加摊销所致。公司未计提减值准备。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产为 0.05 亿元，同比大幅减少。主要系公司 2017 年并表武陵源产发所增加的景区拆迁配套工程、天马路改扩建与绿化工程和张清公路周边武陵源城区片区城市棚户区改造等景区配套设施建设工程 2018 年转入固定资产所致。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 407.35 亿元，较 2018 年底增长 1.83%，其中流动资产 244.37 亿元，受基建业务持续投入及对外拆借款增长的影响，2019 年 3 月底货币资金较 2018 年底减少 19.86%至 29.34 亿元；非流动资产合计 162.98 亿元，其余各项财务科目较 2018 年底变化不大。

截至 2019 年 3 月底，公司资产受限部分合计 64.50 亿元，占公司资产总额的 16.12%。其中，土地使用权受限规模 18.23 亿元；无形资产中公司本部武陵源核心景区门票分成股权质押 8.90 亿元，武陵源产发所持有的武陵源核心景区门票经营权质押 20.90 亿元。

总体看，受基建业务持续投入、拆借款规模持续增长及合并范围变化综合影响，公司资产总额快速增长，流动资产中存货和其他应收

款占比高，严重占用资金；非流动资产以无形资产、固定资产和在建工程为主。公司整体资产质量一般，资产流动性弱。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 165.81 亿元，同比增长 1.52%，公司归属于母公司所有者权益 155.52 亿元，其中股本 1.00 亿元（占 0.64%）、资本公积 143.44 亿元（占 92.23%）、盈余公积 1.23 亿元（占 0.79%）和未分配利润 9.83 亿元（占 6.32%）。截至 2018 年底，公司资本公积同比增长 3.29 亿元，主要由于张家界市政府向子公司武陵源产发划拨资金 3.40 亿元所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 164.26 亿元，权益规模保持稳定。

整体看，公司所有者权益中资本公积占比大，权益结构稳定性较强。

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 234.21 亿元，同比增长 24.18%，其中流动负债占 33.75%，非流动负债占 66.25%，资产结构较 2017 年底变动不大。截至 2018 年底，公司流动负债合计 79.05 亿元，同比增长 17.85%，主要系预收账款及其他应付款大幅增长所致。

截至 2018 年底，公司短期借款合计 2.89 亿元，同比大幅下降 50.50%。构成上主要为质押借款（2.74 亿元），截至目前，公司无已逾期未偿还的短期借款。

截至 2018 年底，公司预收账款为 17.47 亿元，同比增长 50.71%，主要预收土地整理收益同比增加至 17.43 亿元所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 35.58 亿元，同比大幅增长 61.63%，主要来自往来款增长所致。构成上以往来款为主，占全部其他应付款的 84.94%，往来款主要为外部项目开发建设项目所缴纳的约定金。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 17.60 亿元，同

比减少15.77%，主要为一年内到期的长期借款13.89亿元和一年内到期的应付债券3.60亿元。

表9 2018年末公司其他应付款前五名情况
(单位: 万元、%)

名称	金额	占比
张家界茅岩河旅游开发有限公司	33843.89	8.99
张家界市高铁新区开发建设有限公司	80267.00	21.31
张家界市市政工程有限公司	11296.91	3.00
张家界市财政局	11416.13	3.03
张家界棚户区改造有限公司	71464.88	18.98
合计	208288.81	55.31

资料来源: 公司提供

截至2018年底, 公司非流动负债155.16亿元, 主要由长期借款(占62.24%)和应付债券(占28.02%)构成。

截至2018年底, 公司长期借款96.57亿元, 同比增长25.80%, 主要为子公司张旅集团和武陵源产发增加的长期借款。截至2018年底, 张旅集团和武陵源产发长期借款分别为3.93亿元和33.03亿元, 分别占公司长期借款总额的4.07%和34.20%。公司长期借款中质押借款54.92亿元, 抵押借款47.63亿元, 保证借款7.92亿元, 一年内到期部分13.89亿元。截至2018年底, 公司应付债券43.47亿元, 包括15.00亿元私募债券、14.00亿元公司债券(“14张家界经投债”和“17张家界/17张家界专项债”)和14.45亿元中期票据(“15武陵源MTN001”和“18张家经投MTN001”)。

截至2018年底, 公司长期应付款合计7.93亿元, 同比增长53.32%, 主要系新增张家界市财政局拨入土地专项债3.48亿元所致。

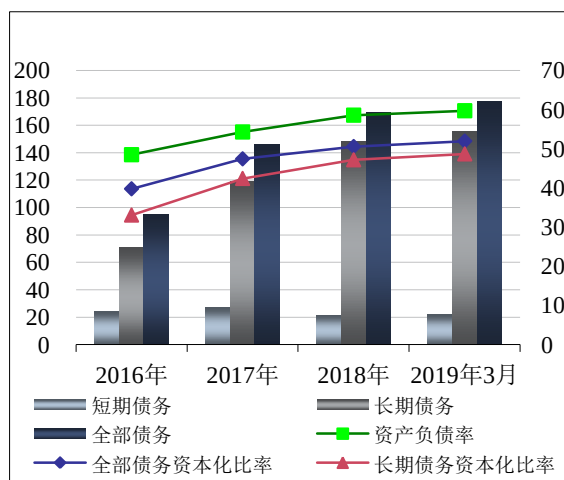
截至2019年3月底, 公司负债合计243.09亿元, 较2018年底增长3.79%, 增长主要系新增银行借款、融资租赁等业务所致。负债结构较2018年底变化不大, 仍以非流动负债为主。

有息债务方面, 公司全部债务快速增长。截至2018年底, 公司全部债务169.46亿元, 同比增长16.17%。其中短期债务占12.68%, 长期债务占87.32%。截至2018年底, 公司资产

负债率增长至58.55%, 全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别增长至50.54%和48.66%。

截至2019年3月底, 公司全部债务规模进一步增加至177.48亿元, 较上年底增长4.73%, 主要由于新增长期银行借款所致。受此影响, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别升至59.68%、51.94%和48.60%。

图2 2016-2019年3月公司债务情况



资料来源: 联合资信整理

整体看, 公司有息债务规模增长快, 期限结构以长期债务为主, 公司债务负担重。

4. 盈利能力

2018年, 受核心景区门票降价等因素的影响, 公司实现营业收入同比下降9.01%至16.56亿元。同期, 公司营业利润率下降25.28%至10.28亿元。

从期间费用来看, 2018年, 公司期间费用增长115.16%至6.34亿元, 主要来自管理费用和财务费用增长。其中, 受公司大额计提武陵源核心景区经营收费权及门票分成收益权等无形资产摊销, 导致公司管理费用同比大幅增长141.78%至3.47亿元。同期, 由于公司增加债务融资, 公司财务费用同比大幅增长120.09%至2.63亿元。公司2018年期间费用率为38.29%, 同比增长22.10个百分点, 公司控制费用能力

有所下降。

2018年,公司投资收益同比增长21.06%至0.68亿元,主要由于所持张家界公共交通服务有限公司股权被稀释后失去控制权,所持剩余部分股权按可供出售金融资产核算产生0.43亿元投资收益。2018年公司实现其他收益1.75亿元,同比增长1.38亿元,主要为新增武陵源产发运营专项补贴1.24亿元。

2018年,公司利润总额为1.73亿元,同比增长29.46%,主要系其他收入大幅增长以及营业外支出减少所致。2018年,公司非经常性损益(投资收益+其他收益+营业外收益)为2.46亿元,占利润总额的142.36%,公司利润总额对非经常性损益依赖性非常强。从盈利指标来看,2018年,公司总资本收益率上升至1.34%,净资产收益率增长至0.98%。

2019年1-3月公司实现营业收入1.28元,同比减少39.33%;财务费用同比上升至2.39亿元,实现利润总额-1.59亿元,同比减少13.67%。

整体看,受基建收入确认的影响,跟踪期内公司营业收入有所下降,期间费用对利润侵蚀加大;公司主营业务盈利能力较弱,利润对非经常性损益依赖性强,考虑到补贴稳定性较好,可为利润提供有效补充。

5. 现金流分析

从经营活动来看,2018年,公司经营活动现金流入量84.43亿元,同比增长50.42%,主要为收到其他与经营活动有关的现金59.51亿元,主要由往来款构成(55.20亿元)。同期,公司经营活动现金流出量79.54亿元,以支付其他与经营活动有关的现金为主,主要由支付其他往来款构成(57.22亿元)。2018年,公司经营活动产生的现金流量净额为和4.89亿元。跟踪期内,公司现金收入同比大幅增长至150.49%,公司收入实现质量一般。

从投资活动来看,2018年,公司投资活动现金流入2.31亿元,其中收到其他与投资活动

有关的现金2.10亿元,主要为回收理财产品的现金;同期,公司投资活动现金流出19.29亿元,主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金;公司投资活动净现金流为-16.99亿元。公司经营活动现金无法覆盖公司投资活动支出需求,存在较大对外融资需求。

从筹资活动来看,2018年公司筹资活动现金流入量为63.55亿元,主要为取得借款收到的现金;公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金。2018年,公司筹资活动产生的现金流量净额为15.87亿元。

2019年1-3月,公司经营活动现金流量净额表现为净流出9.02亿元;公司投资活动现金净流出1.90亿元;公司筹资活动现金净流入3.65亿元。

总体看,公司经营活动获现能力一般,往来款对经营现金流影响大。考虑到在建项目资本支出规模较大,且回款周期长,公司对外融资依赖度高。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,截至2018年底,公司流动比率和速动比率分别为297.23%和141.78%,截至2019年3月底上述两项质变分别为305.16%和139.63%。考虑到现金类资产对短期债务具备保障能力,公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看,2018年,公司EBITDA为8.44亿元;公司EBITDA利息倍数下降至2.94倍,EBITDA对利息的保障能力有所下降;公司全部债务/EBITDA下降至20.07倍。公司长期偿债能力较弱。

截至2019年3月底,公司共获得各家商业银行授信额度总量人民币158.17亿元,尚未使用的额度38.47亿元,公司间接融资渠道较畅通。另外,公司控股子公司张旅集团为国内A股上市公司,具有直接融资渠道。

截至2019年3月底,公司对外担保余额41.50亿元(详见附件2),担保比率为25.27%,

担保比率高。被担保方均地处张家界市，区域集中度很高，且考虑到上述对外担保未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

7. 公司本部财务概况

截至 2018 年底，公司本部资产总额 295.35 亿元，其中流动资产 176.85 亿元，非流动资产 118.51 亿元；流动资产主要由其他应收款 50.92 亿元和存货 102.58 亿元构成，其中本部货币资金合计 22.88 亿元；非流动资产以长期股权投资 88.97 亿元和无形资产 25.25 亿元为主。

截至 2018 年底，公司本部负债合计 143.15 亿元，其中流动负债 47.57 亿元，非流动负债 95.58 亿元；流动负债以预收款项（17.43 亿元）、一年到期的非流动负债（15.23 亿元）和其他应付款（14.87 亿元）为主；非流动负债中主要为长期借款 48.78 亿元和应付债券 39.00 亿元。公司本部有息债务合计 103.01 亿元，以长期债务为主，占全部有息债务的 85.22%。

截至 2018 年底，公司本部所有者权益合计 152.20 亿元，其中实收资本 10.00 亿元，资本公积 139.92 亿元。2018 年，公司本部实现营业收入 8.12 亿元；当期利润总额 0.28 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司本部资产总额合计 296.44 亿元，各科目较 2018 年底变动均不大。截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 145.35 亿元，以非流动负债为主，合计 101.96 亿元。公司本部有息债务合计 107.01 亿元，债务结构仍以长期债务为主。2019 年 3 月底，公司未实现营业收入；利润总额亏损 1.10 亿元。

总体看，公司本部主要承担基础设施建设业务，近年来随着项目持续投入，债务负担呈加重趋势，考虑到基建业务回款周期长，资金占用量大，公司存在较大再融资压力。

8. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（银行版），截至 2019 年 5 月 17 日，公司无未结清不良贷款。已结清贷款中，公司有 11 笔贷款列入关注类。

其中，2010 年 8 月 23 日，公司发生农行利息逾期 59 万元，中国农业银行股份有限公司张家界分行已出具相关说明，主要系银行系统遇周末停止结算造成，非故意拖欠。5 笔已结清关注类贷款，工商银行张家界南庄坪支行已出具了公司能按时还本付息且抵押物充足的相关说明，待总行审批同意后，公司相关贷款可化为正常类。

9. 抗风险能力

公司作为张家界旅游开发的重要主体以及张家界市政府最大的城市基础设施建设投融资平台，能够获得政府多项支持。基于对公司经营及财务的状况的综合分析，公司整体抗风险能力强。

十一、存续债券偿还能力分析

截至报告出具日，公司本部处于存续期内期债券包括“12 张家界经投债”、“14 张家界经投债”、“17 张家界/17 张家界专项债”、“16 张家界经投 PPN001”、“16 张家界经投 PPN002”、“19 张家界经投 PPN001”和“18 张家界经投 MTN001”。共计余额 46.20 亿元，其中一年内到期债券为 1.60 亿元。其中“17 张家界/17 张家界专项债”和“18 张家界经投 MTN001”分别设有提前偿还条款，行权日分别为 2020 年 7 月 24 日和 2021 年 11 月 23 日。

截至 2018 年底，公司剔除受限部分的现金类资产为 36.42 亿元，为一年内到期的“12 张家界经投债”和“14 张家界经投债”分期还本金额合计 3.60 亿元的 10.12 倍，公司现金类资产对一年内到期债券保障能力较强。

2018 年公司 EBITDA 为 8.44 亿元，为存续期内债券总额的 0.18 倍，经营活动现金流入量为 84.43 亿元，对存续期内债券的覆盖倍数为 1.67 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续期内债券保障程度较高。

表 10 公司存续债券保障情况(单位:倍、亿元)

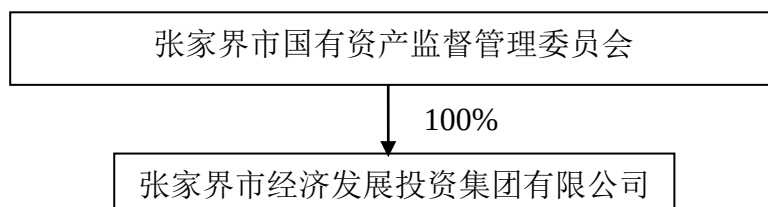
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	3.60
现金类资产/一年内到期债券余额	10.12
经营活动现金流入量/应付债券余额	1.67
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.10
EBITDA/应付债券余额	0.18

资料来源:联合资信整理

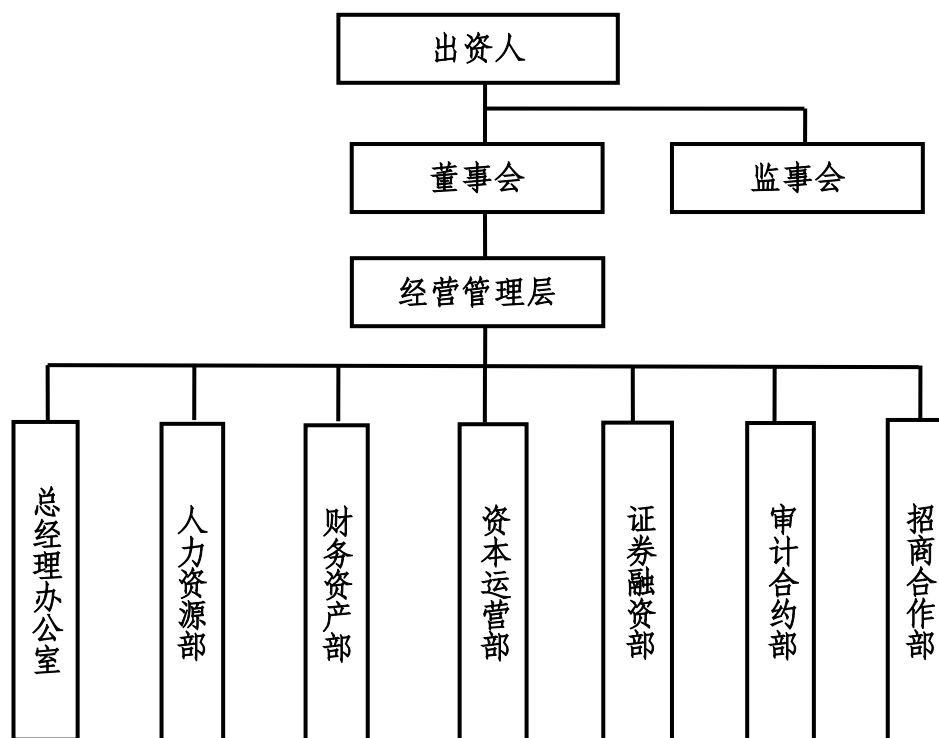
十二、结论

综合评估,联合资信确定维持张家界市经济发展投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA,“17 张家界/17 张家界专项债”和“18 张家界经投 MTN001”信用等级为 AA,评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 截至 2019 年 3 月底公司对外担保明细

单位：万元

被担保方	担保金额	担保方式（保证担保、抵质押担保等）	期限	是否反担保
张家界市高铁新区开发建设有限公司	65000.00	信用担保	2017.05.08-2026.12.31	否
张家界市高铁新区开发建设有限公司	50000.00	信用担保	2016.10.25-2024.10.25	否
张家界市棚户区改造投资有限公司	49800.00	保证担保	2017.05.24-2022.05.24	否
张家界市棚户区改造投资有限公司	6500.00	保证担保	2017.06.19-2022.06.18	否
张家界市棚户区改造投资有限公司	40000.00	保证担保	2017.06.19-2022.06.18	否
张家界市棚户区改造投资有限公司	15000.00	保证担保	2018.11.28-2020.11.28	否
张家界市园林有限公司	10000.00	保证担保	2018.07.01-2027.12.01	否
张家界游客中心有限公司	9500.00	保证担保	2018.07.01-2027.12.01	否
张家界市绕城公路建设开发有限公司	14000.00	信用担保	2016.10.10-2031.11.30	否
张家界茅岩河旅游开发股份有限公司	25000.00	抵押担保	2013.11.28-2018.11.27	是
张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司	20512.00	信用担保	2016.01.01-2021.01.01	否
张家界市交通建设投资集团有限公司	12000.00	信用担保	2016.12.01-2021.11.25	否
张家界市市场开发建设有限责任公司	3500.00	信用担保	2017.12.01-2023.12.01	否
桑植县工业园开发建设有限公司	15000.00	保证担保	2017.05.31-2037.05.28	否
张家界经济开发区开发建设有限公司	40000.00	保证担保	2017.01.25-2027.01.25	否
张家界度假酒店有限公司	28721.00	保证担保	2003.4.24-2005.4.24	否
张家界长康中医药研究有限责任公司	500.00	保证担保	2015.12.10-2017.12.10	否
张家界市市政工程有限责任公司	10000.00	信用担保	2017.10.20-2018.10.19	否
合 计	415033.00	--	--	--

资料来源：公司提供

附件 3 2018 年基础设施建设回款项目明细

序号	资产名称	数量	账面价值	回购价值
1	张清公路一期	1	23,832,594.06	27,407,483.17
2	张清公路二期	1	48,734,414.36	56,044,576.51
3	城市广场	1	53,040,241.62	60,996,277.86
4	子午西路一期	1	54,676,825.24	62,878,349.03
5	子午西路二期	1	105,318,065.60	121,115,775.44
6	张罗公路	1	41,315,311.76	47,512,608.52
7	张罗公路改线	1	11,498,138.96	13,222,859.80
8	张罗公路安置点	1	2,001,888.12	2,302,171.34
9	黄家阁安置区	1	8,167,969.05	9,393,164.41
10	永定城区防洪堤	1	87,850,979.68	101,028,626.63
11	永定城区污水管网	1	21,913,034.44	25,199,989.61
12	永定西路	1	17,842,555.92	20,518,939.31
13	永定西路配套	1	4,469,763.54	5,140,228.07
14	回龙路改造	1	8,287,723.32	9,530,881.82
15	东门溪整治	1	1,415,062.78	1,627,322.20
16	垃圾中转站	1	2,000,000.00	2,300,000.00
17	小街小巷工程	1	2,193,000.00	2,521,950.00
18	子午东路（老账）	1	1,070,000.00	1,230,500.00
19	子午东路路灯改造	1	523,400.00	601,910.00
20	解放路亮化	1	335,000.00	385,250.00
21	澧水大桥接线	1	747,760.00	859,924.00
22	象市街道建设	1	100,000.00	115,000.00
23	陵园南路	1	20,180,386.40	23,207,444.36
24	子午公园	1	9,566,614.40	11,001,606.56
25	城市绿化改造	1	3,600,993.43	4,141,142.44
26	城市道路硬化	1	2,141,000.00	2,462,150.00
27	合计	26	532,822,722.68	612,746,131.08

附件 4 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	31.99	31.65	36.42	29.34
资产总额(亿元)	278.12	353.91	400.02	407.35
所有者权益(亿元)	143.35	161.89	165.81	164.26
短期债务(亿元)	23.83	26.73	21.49	21.79
长期债务(亿元)	70.76	119.14	147.97	155.69
全部债务(亿元)	94.59	145.87	169.46	177.48
营业收入(亿元)	8.89	18.20	16.56	1.28
利润总额(亿元)	0.88	1.34	1.73	-1.59
EBITDA(亿元)	4.72	5.76	8.44	--
经营性净现金流(亿元)	7.60	-10.65	4.89	-9.02
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.13	33.30	53.97	--
存货周转次数(次)	0.05	0.13	0.09	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.06	0.04	--
现金收入比(%)	410.39	77.33	150.49	99.37
营业利润率(%)	40.67	20.47	35.93	24.58
总资本收益率(%)	1.16	0.84	1.34	--
净资产收益率(%)	0.40	0.75	0.98	--
长期债务资本化比率(%)	33.05	42.40	47.16	48.66
全部债务资本化比率(%)	39.75	47.40	50.54	51.94
资产负债率(%)	48.46	54.26	58.55	59.68
流动比率(%)	268.24	293.82	297.23	305.16
速动比率(%)	98.89	133.87	141.78	139.63
经营现金流动负债比(%)	12.93	-15.88	6.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.17	4.17	2.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.03	25.34	20.07	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限货币资金；短期债务已包含其他流动负债；长期债务已包含长期应付款

附件 5 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 6-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变