

2014 年张家界市经济发展投资集团有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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員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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【383】号 01

债券简称：14 张家界经投
债/PR 张经投

债券剩余规模：2 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：
何卫平 钟继鑫

电话：
0755-82872242

邮箱：
hewp@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资
信评估股份有限公司城投
公司信用评级方法，该评级
方法已披露于中证鹏元官
方网站。

中证鹏元资信评估股份有
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.cspengyuan.com

2014 年张家界市经济发展投资集团有限公司公司债券 2020 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	2020 年 06 月 28 日	2019 年 06 月 22 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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 2020 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：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，委托代建业务持续性仍然较好，公司继续获得外部支持；同时中证鹏元也关注到，预计公司旅游收入会受新冠疫情影响减少，资产流动性较弱，有息负债规模加大，存在较大的债务压力，且面临较大或有负债等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2019 年张家界市实现地区生产总值 552.10 亿元，同比增长 7.6%，当地以旅游产业为主导，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司委托代建业务持续性较好。截至 2019 年 12 月末，公司在建代建项目总投资 68.94 亿元，已投资 55.91 亿元，已完工未结转收入的代建项目 10.65 亿元，均已签订代建协议，收入较有保障。
- 公司继续获得外部支持。2019 年政府向公司注入股权及资源有偿使用费，公司所有者权益净增加 0.50 亿元，之后，2020 年 6 月张家界政府终止收回公司土地资产，预计将增加公司净资产 28.17 亿元；此外，2019 年公司获得当地政府 1.37 亿元的补贴收入及 2.00 亿元的财政贴息。

关注：

- **因新冠疫情影响，预计公司旅游业务将受较大不利影响。**受新冠疫情影响，2020年一季度公司景区暂停对外开放，主要景区环保客运、宝峰湖、十里画廊观光电车和杨家界索道营业收入较上年同期减少 79.90%。预计 2020 年全年公司旅游板块业绩不容乐观。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司其他应收款、存货和无形资产分别为 860,179.05 万元、1,096,860.36 万元和 861,348.55 万元，合计占总资产之比为 67.72%。其他应收款主要为往来款，回收时间存在不确定性，对公司资金有一定程度的占用；存货主要为代建项目；无形资产主要为土地使用权和门票分成收益权。此外，公司受限资产占总资产的 16.47%，整体看，公司资产流动性较弱。
- **公司有息负债持续增加，偿债压力较大。**2019 年末公司有息债务为 1,885,860.05 万元，同比增长 11.29%，占负债总额的 75.58%，其中，短期债务规模为 301,940.56 万元。公司资产负债率达 59.96%，EBITDA 利息保障倍数为 1.09，债务压力较大。
- **公司存在较大或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额为 429,301.00 万元，占 2019 年末公司所有者权益比重为 25.76%，其中对民营企业的担保金额为 65,721.00 万元，存在较大的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	4,161,717.28	4,000,225.29	3,539,076.98
所有者权益	1,666,538.23	1,658,084.94	1,618,862.59
有息债务	1,885,860.05	1,694,618.06	1,457,237.81
资产负债率	59.96%	58.55%	54.26%
现金短期债务比	0.44	1.70	1.19
营业收入	157,235.18	165,580.37	181,972.53
其他收益	13,724.80	17,489.66	3,702.76
利润总额	15,711.82	17,301.95	13,364.58
综合毛利率	39.43%	37.93%	24.41%
EBITDA	75,238.32	84,421.55	57,555.51
EBITDA 利息保障倍数	1.09	0.87	1.02
经营活动现金流净额	-180,378.80	48,903.35	-106,537.35
收现比	1.15	1.50	0.77

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

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，募集资金原计划用于武陵山大道建设工程、张家界市沿江旧城改造工程项目。截至2020年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为48.92万元。

二、发行主体概况

2019年，公司名称、注册资本、股东及实际控制人均未发生变更。公司控股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。

2019年9月19日，公司董事发生变更，董事由张丕达变更为田元清，外部董事有杨万均和王光权变更为刘美云和张进成。2019年9月30日，公司前外部董事王光权、杨万均涉嫌严重违纪违法接受纪委审查和监察调查。

2019年公司主营业务没有变化，合并报表范围一级子公司无变化。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法

体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方

式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

2019年张家界市经济保持增长，以第三产业为主导，经济实力进一步增强

2019年张家界市经济实力进一步增强，全年完成地区生产总值552.10亿元，增长7.6%。第一、二、三产业增加值分别为69.50亿元、81.40亿元、401.30亿元，分别同比增长3.4%、6.7%、8.5%，三次产业结构由2018年的10.2：17.7：72.1调整为2019年的12.6：14.7：72.7。按常住人口计算，张家界市人均生产总值35,767元，为全国人均GDP的50.45%。

2019年，全市规模以上工业增加值增长8.0%。其中农副食品加工业、非金属矿物制品业、有色金属冶炼和压延加工业、汽车制造业增速在20%以上，化学原料及化学制品制造业增速在10%以上，但电力、热力生产和供应业、计算机、通信和其他电子设备制造业、医药制造业增速出现下降，行业间增速分化显著。

张家界市经济结构以第三产业为主导，2019年第三产业占比进一步上升。2019年，张家界市全年景点接待旅游人数7,912.30万人次，比上年增长15.2%；入境游客137.00万人次，增长178.7%。旅游总收入905.60亿元，增长23.6%。

2019年，张家界市固定资产投资同比增长7.8%，增速较上年下滑2.40个百分点。2019年，全市房地产开发投资比上年增长22.7%。商品房销售面积152.40万平方米，增长42.1%。商品房屋销售额97.00亿元，增长59.5%，其中住宅销售额78.90亿元，增长70.0%。全市房屋待售面积8.50万平方米，下降11.7%，房地产景气度较高。2019年，张家界市社会消费品零售总额达到253.60亿元，同比增长10.2%，保持较快增速。

根据《张家界市2020年一季度经济运行分析及二季度经济运行研判》，2020年一季度张家界实现地区生产总值119.8亿元，增速为-1.9%，受疫情冲击，一季度张家界旅游业遭遇“断崖式”下跌，旅游人次、旅游收入、航空旅客吞吐量同比下降68.0%、69.0%、63.0%。同时，社会消费品零售总额下降14.3%；固定资产投资总量下降6.6%；外贸出口额下降

78.8%。

表 2 张家界市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	552.10	7.6%	578.92	7.5%
第一产业增加值	69.50	3.4%	58.76	3.5%
第二产业增加值	81.40	6.7%	102.57	6.4%
第三产业增加值	401.30	8.5%	417.59	8.4%
规模以上工业增加值	-	8.0%	-	7.0%
固定资产投资	-	7.8%	387.10	10.2%
社会消费品零售总额	253.60	10.2%	230.10	10.1%
进出口总额	10.70	46.7%	1.10（亿美元）	5.2%
存款余额	869.60	1.8%	854.24	7.35%
贷款余额	780.90	17.9%	662.10	18.75%
人均 GDP（元）	35,767		37,643.54	
人均 GDP/全国人均 GDP	50.45%		58.23%	

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：张家界市 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年张家界市实现地方一般公共预算收入37.69亿元，同比增长8.76%；税收收入25.57亿元，增长9.97%，占地方公共财政收入67.84%。公共财政支出188.65亿元，增长7.45%。财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为19.98%。

四、经营与竞争

公司营业收入主要来源于旅游业务板块和基础设施代建业务板块。2019年，公司实现营业收入157,235.18万元，同比下降5.04%，主要是旅游收入和委托代建业务收入减少。公司收入来源主要来自于旅游业务和委托代建业务，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，2019年综合毛利率为39.43%，较上年小幅上升。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
旅游服务业	75,668.57	68.61%	81,543.21	69.69%
酒店服务业	2,767.18	-30.58%	2,656.64	-36.87%
旅行社服务业	7,796.64	14.41%	14,110.68	18.72%
委托代建服务	50,489.56	13.04%	61,274.61	13.04%
商品销售	19,266.66	11.87%	0.00	-

其他	1,246.58	73.97%	5,995.22	-61.36%
合计	157,235.18	39.43%	165,580.37	37.93%

注：1）其他包括殡仪服务业、租赁服务业、广告代理业、销售服务业及其他业务。2）旅游服务业合并抵消子公司张家界市武陵源旅游产业发展有限公司门票收入

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司委托代建业务可持续性较好，但2019年受结算进度影响，收入有所下降，且项目回款时间存在一定不确定性

公司作为张家界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，目前回购价值为项目成本的115%。公司委托代建项目收入即为建设支出与代建服务费之和。公司依据张家界市财政局出具的收入确认函确认委托代建项目收入。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。

商品销售业务为子公司张家界市武陵源旅游产业发展有限公司的安置房销售项目，未签订委托代建协议，存货和在建工程中尚有部分安置房等相关项目，未来业务具有一定持续性。

2019年公司完工结算的项目包括西溪坪片区道路、彭家巷片堤防工程和澧兰桥，实现代建收入50,489.56万元，同比下降17.60%，主要系结算规模下降。代建业务毛利率为13.04%，与上年持平。

表 5 2019 年公司委托代建收入明细（单位：万元）

项目名称	收入	成本
西溪坪片区道路	29,550.30	25,695.92
澧兰桥	5,558.81	4,833.75
彭家巷片堤防工程	15,380.44	13,374.30
合计	50,489.56	43,903.96

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司已完工未结转的代建工程余额为10.65亿元，主要为澧水风貌带建设项目(二)和白马泉高架桥等，所有项目均已签订代建协议，收入较有保障。值得注意的是，本期债券募投项目武陵山大道建设工程和张家界市沿江旧城改造工程大部分已经完工，实际中按委托代建模式实现收益。

表 6 截至 2019 年末公司已完工未结转的代建工程项目情况（单位：亿元）

项目	已投资	是否签代建协议
白马泉高架桥	3.54	是
澧水风貌带建设项目(二)	5.54	是
陈家溪南路建设项目	0.70	是
天问路	0.87	是
合计	10.65	-

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司主要的在建委托代建项目计划投资规模为68.94亿元，项目已全部签订代建合同，但在建代建项目未来尚需投资13.03 亿元。

表 7 截至 2019 年末公司主要在建代建项目（单位：亿元）

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	24.50	代建
“五路六园”项目	9.35	3.85	代建
贺龙体育中心	13.13	10.63	代建
沙堤大道	7.47	7.35	代建
月亮湾路	4.85	2.90	代建
红壁岩大桥	4.00	3.00	代建
高架桥（澧水大桥至沙堤大道）	2.29	2.09	代建
澧水两岸截污干管整治	0.95	0.87	代建
滨河路（回龙路至观音桥至宝塔岗段）	0.69	0.67	代建
仙人溪河道综合整治工程	1.21	0.05	代建
合计	68.94	55.91	-

资料来源：公司提供

受门票价格调整及政策性免票范围扩大影响，2019年公司旅游板块收入下降；2020年受新冠疫情防控影响，预计公司旅游收入将受较大不利影响

公司旅游板块主要由旅游服务业、酒店服务业和旅行社服务业构成。具体来看，公司旅游服务业收入主要源于公司的各类景区门票分成收益、武陵源旅游门票分成与经营收益，以及景区环保客运收入；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。2019年公司旅游板块收入86,232.39万元¹，同比下降12.29%。收入下降主要原因是，旅游服务业受价格调整及政策性免票范围扩大影响导致相关收入下降；旅行社业务受业务规模下降影响导致相关收入下降。旅游板块毛利率为60.53%，与上年基本持平。

2019年，武陵源核心景区、宝峰湖、十里画廊观光电车和杨家界索道等主要景区共接

¹ 旅游板块包括表 3 中的旅游服务业、酒店服务业、旅行社服务业收入。

待购票游客618.27万人次，同比上升4.40%；取得总收入74,860.66万元，同比下降10.25%。宝峰湖景区因购票人数下降及政策性免票范围扩大（由原来的小孩身高1.2米变为14周岁以下，老年人70周岁变为65岁以上）造成收入减少。武陵源核心景区收入下降，主要系根据《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）景区门票进行价格调整，及政策性免票范围扩大所致。

2020年一季度受新冠疫情影响，公司景区暂停对外开放，接待人次大幅下滑，旅游收入大幅减少，其中环保客运、宝峰湖、十里画廊观光电车和杨家界索道接待购票游客较上年同期减少83.72%，营业收入较上年同期减少79.90%。由于新冠疫情具有很强的传染性和致命性，且易复发，防控意识大幅削弱了人们的出行意愿，同时，为防控新冠疫情，景区加强客流量管控，预计2020年公司旅游收入将出现下滑。

表 4 2018-2019 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	2019 年		2018 年	
	购票人数	收入	购票人数	收入
宝峰湖	48.89	4,421.24	78.59	6,748.50
十里画廊观光电车	137.45	5,430.21	122.42	5,011.53
杨家界索道	118.55	6,464.55	55.78	3,531.45
武陵源核心景区	313.38	58,544.66	335.42	67,239.75
合计	618.27	74,860.66	592.21	82,531.23

注：1）购票人数包含购买全票人数和购买优惠票人数；2）武陵源核心景区收入仅包含旅游服务；3）

表 4 数据为业务数据

资料来源：公司提供，张家界旅游集团股份有限公司 2019 年年报

张家界政府向公司划拨较多资产，并继续给予大量政府补贴

2019年，因土地规划调整需要，公司在政府安排下进行了资产置换。

根据《关于划拨景区门票和交通工具票价收入中政府资源有偿使用费的通知》（张政函[2019]159号），张家界市人民政府将武陵源核心景区、杨家界索道、天门山等景区门票和交通工具票价收入中归属市人民政府的资源有偿使用费划拨给公司，评估价值为71,980.82万元，有利于增加公司经营收入，降低偿债压力。

根据《关于划转张家界天门旅游经济投资有限责任公司国有股权的通知》（张政函[2019]186号）及《关于无偿划转张家界张网旅游信息有限责任公司等相关股权的批复》（张武国资监[2019]2号），公司无偿获得划转股权价值合计为214,672.35万元。其中，公司获得张家界天门旅游经济投资有限责任公司（以下简称“天门旅经投”）45%股权，价值214,107.68万元，天门旅经投主要从事张家界环天门山区域内旅游设施建设，2019年天门旅经投实现营业收入90,886.38万元，净利润12,006.40万元，划转股权增强了公司实力。

根据《关于收回原注入土地的通知》（张政函[2019]186号），张家界市人民政府按原划入时的评估值收回注入公司的土地资产4,943.81亩，评估价281,654.91万元。整体上看，上述事项净增加2019年公司资本公积4,998.26万元。

2020年6月15日，公司发布公告，根据张家界人民政府2020年6月13日下发《张家界市人民政府关于调整收回土地资产事项的通知》（张政函[2020]64号），终止收回2019年度划出的土地资产，2019年公司审计报告已把土地资产划出，预计将增加公司净资产281,654.91万元。

表 8 2019 年公司资产置换情况（单位：万元）

注入资产类别	金额	文件
资源有偿使用费	71,980.82	张政函[2019]159号
股权	214,107.68	张政函[2019]186号
股权	564.67	张武国资监[2019]2号
合计	286,653.17	-
划出资产类别	金额	文件
土地	281,654.91	张政函[2019]186号

资料来源：公司提供

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给予公司支持。2019年公司获得财政补贴收入13,724.80万元及20,000.00万元财政贴息，财政补贴有效提升了公司的利润水平，财政贴息有效减轻了公司的利息支付压力。

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2018年至2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并报表范围一级子公司无变化。

资产结构与质量

2019年公司资产规模保持增长，其他应收款、存货和无形资产占比较大，流动性较弱。截至2019年末，公司总资产为4,161,717.28万元，同比增长4.04%，主要是融资规模增加所致，公司资产结构以流动资产为主。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	133,780.45	3.21%	366,135.83	9.15%
应收账款	45,157.84	1.09%	511.85	0.01%
其他应收款	860,179.05	20.67%	733,863.93	18.35%
存货	1,096,928.11	26.36%	1,228,888.51	30.72%
流动资产合计	2,170,648.72	52.16%	2,349,677.47	58.74%
长期股权投资	229,116.52	5.51%	19,008.44	0.48%
固定资产	421,668.04	10.13%	415,741.10	10.39%
在建工程	369,134.02	8.87%	301,387.83	7.53%
无形资产	861,348.55	20.70%	807,520.03	20.19%
非流动资产合计	1,991,068.55	47.84%	1,650,547.82	41.26%
资产总计	4,161,717.28	100%	4,000,225.29	100%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

流动资产方面，截至2019年末，公司货币资金账面价值为133,780.45万元，主要为银行存款，同比下降63.46%，主要原因是收到往来款减少，且支付项目工程及还本付息开支仍较大，受限资金为300.05万元，其中定期存单质押为300.00万元。截至2019年末，公司应收账款账面价值为45,157.84万元，主要应收对象为张家界市财政局。截至2019年末，公司其他应收款账面价值为860,179.05万元，同比增长17.21%，主要是新增张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司往来款所致；鉴于回款时间存在较大的不确定性，对公司资金占用明显。截至2019年末公司存货账面价值1,096,928.11万元，同比减少10.74%，主要原因是张家界市人民政府收回前期注入的面积为4,943.81亩账面价值为281,654.91万元的土地资产，公司存货主要由开发成本构成，账面价值为1,096,137.65万元，占存货比例为99.93%，公司目前在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。

非流动资产方面，截至2019年末，公司长期股权投资账面价值为229,116.52万元，均按权益法计量，权益法下实现的投资收益为-1,337.83万元，账面价值较上年大幅增加主要是无偿获得张家界天门旅游经济投资有限责任公司股权214,107.68万元。公司固定资产主要为住宅小区、公路工程和景区设施等房屋建筑物、机器设备及运输工具，截至2019年末账面价值为421,668.04万元，与上年基本持平，其中账面价值为4,794.70万元的固定资产未办妥产权证明。截至2019年末，公司在建工程规模为369,134.02万元，同比增加22.48%，主要系大庸古城南门口特色街区项目、杨家坪片区棚户区改造项目、袁家界项目和天子山

片区等账面价值增加，新增文丰二期项目等所致。无形资产主要为土地使用权、武陵源核心景区门票经营收费权和宝峰湖景区等门票分成收益权，截至2019年末账面价值为861,348.55万元，同比增加6.67%，主要是张家界市人民政府将武陵源核心景区门票价格中政府资源有偿使用费划拨公司，增加门票分成收益权账面价值。

公司资产保持增长，但以其他应收款、存货和无形资产为主，其他应收款回款时间存在较大的不确定性，对公司资金占用明显，存货主要为开发成本，无形资产主要为门票经营收费权、门票分成收益权和土地使用权，且受限资产达685,584.44万元，占总资产的16.47%，主要为门票经营权和门票分成收益权、土地资产，以及其持有的控股上市公司张家界旅游集团股份有限公司部分股权。公司资产整体流动性较弱。

盈利能力

2019年公司营业收入规模下降，政府补助有效提升了公司利润水平

2019年公司营业收入为157,235.18万元，同比下降5.04%，主要是旅游收入下降和委托代建业务结算规模减少。2019年公司综合毛利率为39.43%。截至2019年末，公司已完工未结转的代建工程余额为10.65亿元，在建代建项目已投资55.91亿元，未来收入持续性较好。受新冠疫情防控影响，预计2020年公司旅游收入将出现下滑。

2019年期间费率为36.57%，主要为利息支出，较上年减少1.72个百分点，主要是利息支出减少所致。2019年公司获得各项补助13,724.80万元，占利润总额的比重达87.35%，有效提升了公司利润水平。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	157,235.18	165,580.37
其他收益	13,724.80	17,489.66
营业利润	17,085.64	20,102.80
利润总额	15,711.82	17,301.95
综合毛利率	39.43%	37.93%
期间费用率	36.57%	38.29%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，当前在建代建项目有一定资金需求，对筹资活动存在依赖

2019年公司收现比为1.15，经营活动现金流净流出180,378.80万元，由正转负，主要是收到往来款大幅减少。

投资活动方面，2019年公司投资活动现金净流出111,368.20万元，主要为支付项目工程建设款。

公司在建代建项目规模较大，且有息债务还本付息压力增加，2019年公司筹资活动现金净流入71,251.58万元，较上年减少主要是吸收投资收到的现金和发债规模减少。截至2019年末，公司主要在建的代建项目未来仍需投资13.03亿元，公司仍依赖外部筹资活动满足资金需求。

表 11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.15	1.50
销售商品、提供劳务收到的现金	180,808.82	249,178.38
收到的其他与经营活动有关的现金	378,231.97	595,084.42
经营活动现金流入小计	559,161.32	844,320.96
购买商品、接受劳务支付的现金	138,474.59	182,073.38
支付的其他与经营活动有关的现金	576,595.10	579,929.54
经营活动现金流出小计	739,540.12	795,417.61
经营活动产生的现金流量净额	-180,378.80	48,903.35
投资活动产生的现金流量净额	-111,368.20	-169,866.50
筹资活动产生的现金流量净额	71,251.58	158,665.12
现金及现金等价物净增加额	-220,495.43	37,701.97

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模持续增长，债务压力仍较大

截至2019年末，公司负债总额为2,495,179.05万元，同比增长6.53%，主要系融资规模增加所致；截至2019年末公司所有者权益为1,666,538.23万元，同比小幅增长0.51%；综合以上影响，2019年公司负债与所有者权益比率为149.72%，比上年增加8.46个百分点，所有者权益对负债的保障程度下降。公司负债结构依然以非流动负债为主。

表 12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	2,495,179.05	2,342,140.35
所有者权益	1,666,538.23	1,658,084.94
产权比率	149.72%	141.26%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

流动负债方面，截至2019年末，公司短期借款期末余额为50,699.00万元，主要为质押借款、抵押借款和信用借款，利率区间4.35%-6.5%。截至2019年末，公司应付账款期末余额为39,626.16万元，同比增加27.24%，主要系应付拆迁款、应付购买长期资产及工程款增加所致。截至2019年末，公司预收款项余额为307,975.90万元，同比增加76.34%，主要为预收土地整理收益。截至2019年末，公司其他应付款（合计）余额为161,356.69万元，同比减少57.15%，主要是应付其他单位往来款和保证金减少所致。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债余额为251,241.56万元，主要为一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款。

非流动负债方面，截至2019年末，公司长期借款余额1,014,826.66万元，主要为质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款，期限2-20年，利率区间为3.92%-7.2%。截至2019年末应付债券余额为440,000.00万元。截至2019年末，长期应付款（合计）为179,215.26万元，同比增加46.64%，主要是用于工程建设的专项应付款增加所致，长期应付款中有息债务为129,092.83万元，专项应付款为50,122.43万元。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	50,699.00	2.03%	28,900.00	1.23%
应付账款	39,626.16	1.59%	21,143.68	0.90%
预收款项	307,975.90	12.34%	174,651.98	7.46%
其他应付款（合计）	161,356.69	6.47%	376,573.78	16.08%
一年内到期的非流动负债	251,241.56	10.07%	175,977.00	7.51%
流动负债合计	815,712.54	32.69%	790,530.39	33.75%
长期借款	1,014,826.66	40.67%	965,729.85	41.23%
应付债券	440,000.00	17.63%	434,699.54	18.56%
长期应付款（合计）	179,215.26	7.18%	110,301.81	4.71%
非流动负债合计	1,679,466.51	67.31%	1,551,609.96	66.25%
负债合计	2,495,179.05	100.00%	2,342,140.35	100.00%
其中：有息债务	1,885,860.05	75.58%	1,694,618.06	72.35%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款有息部分。由于近年来公司对资金的需求不断增加，2019年末公司有息债务合计为1,885,860.05万元，同比增长11.29%，占负债总额的75.58%。截至2019年末，公司短期债务规模为301,940.56万元，占有息债务比重为16.01%，公司面临较大的偿

债压力。

从偿债指标看，截至2019年末，公司资产负债率为59.96%。2019年公司现金短期债务比为0.44，较上年大幅下降，短期偿债能力较弱。2019年公司EBITDA为75,238.32万元，EBITDA利息保障倍数为1.09，利息保障程度弱。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	59.96%	58.55%
现金短期债务比	0.44	1.70
EBITDA	75,238.32	84,421.55
EBITDA 利息保障倍数	1.09	0.87
有息债务/EBITDA	25.07	20.07

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2020年4月14日）公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额为429,301.00万元，占所有者权益比重为25.76%。其中张家界茅岩河旅游开发股份有限公司和张家界度假酒店有限公司为民营企业，合计担保金额为65,721.00万元。其余担保对象均为国有企业，均无反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表 15 截至 2019 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
张家界市高铁新区开发建设有限公司	65,000.00	2026.12.31	否
	50,000.00	2024.10.25	否
张家界市棚户区改造投资有限公司	49,800.00	2022.5.18	否
	6,500.00	2022.6.18	否
	15,000.00	2020.6.4	否

	40,000.00	2043.12.31	否
张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司	6,000.00	2020.1.13	否
	3,000.00	2020.8.25	否
张家界游客中心有限公司	9,500.00	2027.12.1	否
张家界市交通建设投资集团有限公司	14,000.00	2021.3.17	否
张家界市市场开发建设有限责任公司	3,500.00	2023.12.1	否
桑植县工业园开发建设有限公司	15,000.00	2022.12.27	否
张家界经济开发区开发建设有限公司	40,000.00	2037.5.28	否
张家界度假酒店有限公司	28,721.00	2027.1.25	否
张家界茅岩河旅游开发股份有限公司	25,000.00	2032.3.9	否
	12,000.00	2034.9.22	否
张家界市华瑞国有资产经营管理有限公司	10,000.00	2020.9.29	否
张家界市绕城公路建设开发有限公司	14,000.00	2033.12.31	否
张家界西线旅游环保客运有限责任公司	2,000.00	2022.6.9	否
张家界茶叶发展有限公司	280.00	2020.11.15	否
张家界天门旅游经济投资有限责任公司	20,000.00	2022.7.22	否
合计	429,301.00	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2019年张家界市经济保持增长，外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司委托代建项目较多，业务发展持续性较好。同时，公司继续获得外部支持。

同时中证鹏元也关注到，受新冠疫情防控影响，预计2020年全年公司旅游板块业绩不容乐观。公司资产以存货、其他应收款和无形资产为主，其中，其他应收款主要为往来款，回收时间存在不确定性，对公司资金有一定程度的占用；存货主要为代建项目；无形资产主要为土地使用权和门票分成收益权，受限资产占到一定比例，资产流动性较弱。公司有息负债规模加大，存在较大的偿债压力。并且，公司对外担保较大，均无反担保措施，面临较大或有负债风险。

综上，中证鹏元对公司及本期债券的2020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 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	133,780.45	366,135.83	318,433.85
应收账款	45,157.84	511.85	5,624.27
其他应收款	860,179.05	738,086.57	547,836.00
存货	1,096,928.11	1,228,888.51	1,072,905.80
流动资产合计	2,170,648.72	2,349,677.47	1,970,892.50
长期股权投资	229,116.52	19,008.44	7,109.59
固定资产	421,668.04	415,741.10	224,548.17
在建工程	369,134.02	301,387.83	244,656.06
无形资产	861,348.55	807,520.03	839,307.71
其他非流动资产	1,991,068.55	544.88	176,669.78
非流动资产合计	4,161,717.28	1,650,547.82	1,568,184.48
资产总计	2,170,648.72	4,000,225.29	3,539,076.98
短期借款	50,699.00	28,900.00	58,380.00
应付票据	0.00	10,000.00	0.00
应付账款	39,626.16	31,143.68	42,934.42
预收款项	307,975.90	174,651.98	115,889.17
其他应付款（合计）	161,356.69	376,573.78	240,154.27
一年内到期的非流动负债	251,241.56	175,977.00	208,914.05
流动负债合计	815,712.54	790,530.39	670,774.56
长期借款	1,014,826.66	965,729.85	767,697.97
应付债券	440,000.00	434,699.54	370,514.97
长期应付款（合计）	179,215.26	110,301.81	75,218.67
非流动负债合计	1,679,466.51	1,551,609.96	1,249,439.83
负债合计	2,495,179.05	2,342,140.35	1,920,214.39
有息债务	1,885,860.05	1,694,618.06	1,457,237.81
所有者权益	1,666,538.23	1,658,084.94	1,618,862.59
营业收入	157,235.18	165,580.37	181,972.53
其他收益	13,724.80	17,489.66	3,702.76
营业利润	17,085.64	20,102.80	19,267.58
营业外收入	46.45	380.92	394.66
净利润	13,685.49	16,318.49	12,114.49
经营活动产生的现金流量净额	-180,378.80	48,903.35	-106,537.35
投资活动产生的现金流量净额	-111,368.20	-169,866.50	-58,741.04
筹资活动产生的现金流量净额	71,251.58	158,665.12	178,734.07

财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	39.43%	37.93%	24.41%
收现比	1.15	1.50	0.77
产权比率	149.72%	141.26%	118.62%
资产负债率	59.96%	58.55%	54.26%
现金短期债务比	0.44	1.70	1.19
EBITDA（万元）	75,238.32	84,421.55	57,555.51
EBITDA 利息保障倍数	1.09	0.87	1.02
有息债务/EBITDA	25.07	20.07	25.32

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的一级子公司

公司名称	注册资本 (万元)	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
张家界金山陵园有限责任公司	200.00	100.00%	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	100.00%	受托资产管理；投资管理；
张家界经投集团后勤服务管理有限责任公司	500.00	100.00%	机关单位内部后勤服务管理；住宿服务；餐饮服务
北京张经投酒店有限公司	100.00	100.00%	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	100.00%	市政建设；土地一级开发
长沙张经投酒店管理有限公司	500.00	100.00%	住宿、餐饮

注：公司通过直接和间接合计持有张家界旅游集团股份有限公司 35.30%股份

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$

附录四 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。