

信用等级公告

联合〔2020〕1917号

联合资信评估有限公司通过对张家界市经济发展投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，决定将张家界市经济发展投资集团有限公司移出信用评级观察名单，确定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张家界专项债/17张家界”“20张家经投MTN002”“20张家经投MTN001”和“18张家经投MTN001”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
二〇二〇年六月二十九日



张家界市经济发展投资集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级展望
张家界市经济发展 投资集团有限公司	AA	稳定	AA	
17 张家界专项债/17 张家界	AA	稳定	AA	列入信用评 级观察名单
20 张 家 经 投 MTN002	AA	稳定	AA	
20 张 家 经 投 MTN001	AA	稳定	AA	
18 张 家 经 投 MTN001	AA	稳定	AA	

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 张家界专项 债/17 张家界	10.00	10.00	2027-07-24
20 张家经投 MTN002	5.00	5.00	2025-04-21
20 张家经投 MTN001	10.00	10.00	2025-03-16
18 张家经投 MTN001	10.00	10.00	2023-11-23

评级时间：2020 年 6 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
旅游企业信用评级方法	V3.0.201907
旅游企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网
公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa-	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	1
			盈利能力	3
			现金流量	3
			资本结构	2
			偿债能力	3
调整因素和理由				调整子级
公司作为张家界市政府旅游开发运营重要主体，在旅游业务运营方面占据独特优势并持续获得政府优质旅游资产注入，政府支持力度较大。				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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”）是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。跟踪期内，公司依托张家界著名景区资源，旅游业务运行平稳，并持续获得政府多项优质旅游资产注入及财政补贴等支持。2019 年，张家界市政府以其持有的部分武陵源核心景区门票、杨家界索道门票和天门山景区门票中政府资源有偿使用费及张家界天门旅游经济投资有限责任公司（以下简称“天门旅投”）45%股权等资产置换公司等价土地使用权，划出土地使用权合计价值 28.17 亿元。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，新冠肺炎疫情的爆发短时间抑制了旅游出行需求，公司旅游业务面临客流下滑压力、基础设施建设回款周期长且收入确认存在不稳定性、往来款持续增长、债务负担重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“17 张家界专项债/17 张家界”、“20 张家经投 MTN002”、“20 张家经投 MTN001”和“18 张家经投 MTN001”的保障能力强。

2020 年以来，受新型冠状病毒疫情爆发影响，公司旅游业务受到较大冲击，一季度亏损规模加大；目前随着国内疫情得到控制，公司景区接待已陆续恢复。2020 年 6 月，张家界市政府终止收回上述公司用于置换资产的土地使用权，同时公司仍享有新划入的景区门票中政府资源有偿使用费及天门旅投股权，公司旅游资源得到进一步整合。未来，随着张家界市政府对公司支持力度不断加大，公司对旗下旅游资源的整合，协同效应将进一步增强；高铁通车以及市内景区道路修缮完成推动景区交通条件优化，将对公司旅游产业未来发展形成良好促进。

综合评估，联合资信决定将公司移出信用评级观察名单，确定公司主体长期信用等级为 AA，“17 张家界专项债/17 张家界”“20 张家经投 MTN002”“20 张家经投 MTN001”和“18 张家经投 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 张家界景区旅游资源禀赋优势明显。张家界景区地质景观具有原始性、典型性和特殊性，身兼“世界自然遗产”“国

分析师：刘哲 刘祎烜
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

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。

2. 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，跟踪期内获得的政府支持力度较大。公司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，可持续获得补贴支持；2019年获得政府补助1.34亿元。

3. 景区交通资源改善有望带动客流实现增长。黔常高铁已于2019年底试运营，考虑到未来高铁开通及市内武陵山大道等重要景区道路的修缮完成，景区交通条件的优化有望带动游客接待数量实现增长，为公司旅游业务未来发展提供有效促进。

关注

1. 受2020年初新型冠状病毒疫情影响，公司旅游业务面临客流下滑压力，一季度亏损规模同比加大。2020年初，新型冠状病毒疫情的爆发短时间抑制了旅游出行需求，公司旅游业务面临客流下滑的压力，2020年1-3月营业收入同比下滑83.14%，利润总额同比下滑30.69%至-2.08亿元。

2. 跟踪期内，公司关联方往来款规模快速增长，持续推升有息债务规模，债务负担重。跟踪期内，公司存货和其他应收款（关联方往来款）快速增长，对资金占用影响大。受此影响，公司有息债务规模持续上升，债务负担重。

3. 公司经营净现金流波动较大。2019年，受支付往来款及对外拆借规模增加影响，公司经营活动现金净流量为-18.04亿元，经营获现能力有所弱化。

4. 对外担保规模大。截至2020年3月底，公司对外担保余额43.33亿元，担保比率为26.33%，担保比率高，存在一定或有负债风险。

5. 资产置换划出土地占权益比重大，目前该土地划出事项已终止，联合资信将持续关注公司后续资源整合情况。本次划出用于置换景区门票收费权及天门旅投股权的土地资产价值合计28.17亿元，占公司2019年底所有者权益的16.90%；2020年6月，张家界市政府终止收回上述土地资产，同时公司仍享有本次划入的景区门票中政府资源有偿使用费及天门旅投股权。联合资信将持续关注公司资源整合情况。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	31.65	35.56	13.32	19.18
资产总额(亿元)	353.91	400.02	416.17	429.69
所有者权益(亿元)	161.89	165.81	166.65	164.57
短期债务(亿元)	26.73	21.49	30.19	27.90
长期债务(亿元)	119.14	147.97	158.39	176.30
全部债务(亿元)	145.87	169.46	188.59	204.20
营业收入(亿元)	18.20	16.56	15.72	0.22
利润总额(亿元)	1.34	1.73	1.57	-2.08
EBITDA(亿元)	5.76	8.44	7.52	--
经营性净现金流(亿元)	-10.65	4.89	-18.04	-5.15
营业利润率(%)	20.47	35.93	37.46	-115.69
净资产收益率(%)	0.75	0.98	0.82	--
资产负债率(%)	54.26	58.55	59.96	61.69
全部债务资本化比率(%)	47.40	50.54	53.09	55.37
流动比率(%)	293.82	297.23	266.10	289.65
经营现金流负债比(%)	-15.88	6.19	-22.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.01	1.29	1.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	25.34	20.07	25.07	--

公司本部（母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	268.68	295.35	321.62	328.88
所有者权益(亿元)	152.92	152.20	152.59	151.38
全部债务(亿元)	89.65	103.01	124.64	132.60
营业收入(亿元)	12.06	8.12	7.05	0.01
利润总额(亿元)	1.27	0.28	0.91	-1.21
资产负债率(%)	43.08	48.47	52.56	53.97
全部债务资本化比率(%)	36.96	40.36	44.96	46.69
流动比率(%)	408.78	371.79	277.73	300.36
经营现金流负债比(%)	-22.29	4.36	-29.21	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；合并口径现金类资产已剔除受限货币资金；合并口径长期应付款中有息部分已调至长期债务

主体评级历史:

债券简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 张家界投 MTN002; 20 张家界投 MTN002; 17 张家界专项债/17 张家界; 18 张家界投 MTN001	AA	AA	列入信用评级观察名单	2020-6-10	刘哲 刘祎烜	旅游企业信用评级方法 (V3.0.201907) 旅游企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
20 张家界投 MTN002	AA	AA	稳定	2020-4-10	刘哲 刘祎烜	旅游企业信用评级方法 (V3.0.201907) 旅游企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
20 张家界投 MTN001	AA	AA	稳定	2019-7-31	刘哲 刘祎烜	旅游行业企业信用评级方法 (2017 年)	阅读全文
17 张家界专项债/17 张家界; 18 张家界投 MTN001	AA	AA	稳定	2019-6-12	刘哲 刘祎烜 方晓	旅游行业企业信用评级方法 (2017 年)	阅读全文
18 张家界投 MTN001	AA	AA	稳定	2018-7-2	方晓 刘祎烜	旅游行业企业信用评级方法 (2017 年)	阅读全文
17 张家界专项债/17 张家界	AA	AA	稳定	2017-7-4	方晓 刘哲	联合资信工商企业主体评级方法 (2013 年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

2020 年跟踪评级报告

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（以下简称“公司”或“张家界经投”）的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

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2020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”），张家界国资委是公司出资人和实际控制人。

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2020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2020年3月底，公司直接持有张旅集团27.83%的股权（其中22.19%已质押），通过子公司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”）间接持有张旅集团7.47%的股权，其中50.00%已质押。公司设总经

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等职能部门（详见附件1-2）。

截至2019年底，公司合并资产总额为416.17亿元，所有者权益合计为166.65亿元（其中少数股东权益10.28亿元）。2019年，公司实现营业收入15.72亿元，利润总额1.57亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额为429.74亿元，所有者权益合计为164.57亿元（其中少数股东权益10.09亿元）。2020年1—3月，公司实现营业收入0.22亿元，利润总额-2.08亿元。

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

截至报告出具日，“17 张家界专项债”“20 张家界经投 MTN002”“20 张家界经投 MTN001”和“18 张家界经投 MTN001”募集资金均已按计划用途使用完毕，“17 张家界专项债”和“18 张家界经投 MTN001”均按时付息。

表 1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17 张家界专项债/17 张家界	10.00	10.00	2017-07-24	2027-07-24
20 张家界经投 MTN002	5.00	5.00	2020-04-21	2025-04-21
20 张家界经投 MTN001	10.00	10.00	2020-03-16	2025-03-16
18 张家界经投 MTN001	10.00	10.00	2018-11-23	2023-11-23
合计	35.00	35.00	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋

明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。

2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际

金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，

增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和

第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。

从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫

情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短期内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的

下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施

表明,未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到,由于中国宏观杠杆率较高,政府和企业部门债务负担本来已经较重,政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险,上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束,难以大规模扩张,宏观政策仍需在经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

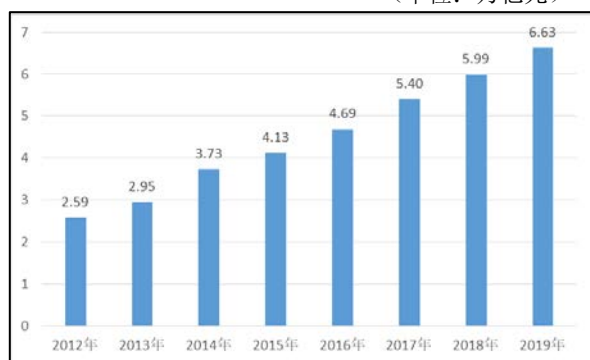
1. 旅游行业

(1) 行业概况

在经济发展新常态下,中国旅游行业呈现平稳较快发展态势。

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。“十三五”期间,旅游业的发展首次被纳入国家重点专项规划,走向国民经济建设的前沿,成为国民经济战略性支柱产业。

图1 2012—2019年中国旅游总收入
(单位:万亿元)



资料来源:联合资信整理

经文化和旅游部批准,中国旅游研究院(文化和旅游部数据中心)受权发布《2019年旅游市场基本情况》。2019年,旅游经济继续保持高于GDP增速的较快增长态势。国内旅游市场和出境旅游市场稳步增长,入境旅游市场基础更加稳固。全年,国内旅游人数60.06亿人次,比上年同期增长8.4%;入出境旅游总人数3.0亿人次,同比增长3.1%;全年实现旅游总收入6.63万亿元,同比增长11%。旅游业对GDP的综合贡献

为10.94万亿元,占GDP总量的11.05%。旅游直接就业2825万人,旅游直接和间接就业7987万人,占全国就业总人口的10.31%。

(2) 政策环境

近年来国家政策对旅游行业的支持力度很大,各项引导政策可平抑因外部经济等环境波动而带来的不利影响,保障旅游产业平稳发展。同时,为提高行业整体服务质量,主管部门实施了一系列监管措施,规范各业态发展。

中国旅游业作为第三产业的主要支柱行业,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12月,国务院发布《“十三五”旅游业发展规划》,明确了未来5年中国旅游行业发展的总目标;旅游业的发展也首次被纳入国家重点专项规划。

2017年8月,国家旅游局发布《2017年全域旅游发展报告》,报告中指出,旅游已成为中国民众生活的必需品。全域旅游因此应运而生,将成为一项中长期国家战略和国策,国家各部委将加大对全域旅游的政策和资金支持力度。全面小康社会必然伴随着大众旅游的兴起。

2018年3月,国务院办公厅发布《关于促进全域旅游发展的指导意见》(国办发〔2018〕15号),着力推动旅游业从门票经济向产业经济转变,从粗放低效方式向精细高效方式转变,从封闭的旅游自循环向开放的“旅游+”转变,从企业单打独享向社会共建共享转变,从景区内部管理向全面依法治理转变,从部门行为向政府统筹推进转变,从单一景点景区建设向综合目的地服务转变。

2019年,在旅游行业蓬勃发展的同时,为了提升各业态服务品质,国家和地方均出台了新政并实施了强监管。对于酒店行业,自星级酒店发生“抹布擦杯子”等一系列卫生事件之后,行业也陷入了卫生信任危机。在此情况下,文旅部多次暗访调查,2019年2月、4月、8

月，文旅部公布了针对高星级酒店的暗访调查结果，全国20家五星级饭店被摘星，其中包括北京长安大饭店、重庆希尔顿等知名酒店，此外26家饭店或被责令要求整改。从文化和旅游部到行业协会，都在加强酒店卫生、服务质量方面的建设。2019年7月19日，文化和旅游部官网发布公告，宣布新版《旅游民宿基本要求与评价》已经通过批准，其中新版民宿标准中，还首次对民宿建立了评星机制，同时加强了对民宿行业卫生、安全、消防等方面的要求，对于有私设摄像头侵犯游客隐私等行为的，还将取消该旅游民宿的评定星级。2019年10月8日，文旅部就《在线旅游经营服务管理暂行规定（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）面向社会公开征求意见。根据《征求意见稿》，中国拟禁止在线旅游经营者（OTA）利用大数据进行“价格歧视”、进行虚假预订，或者替代、强制旅游者对平台上的产品服务做出评价等行为。

（3）新冠肺炎疫情影响

疫情防控期内，居民出行意愿大幅降低，旅游行业需求端已受到明显冲击，考虑到本次疫情的预计持续时间及需求复苏存在滞后，景区类、酒店类、餐饮类企业全年经营业绩下滑的可能性很大。中长期看，旅游行业仍将在疫情结束后迎来需求的反弹。

2020年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，旅游业中多种业态进入“停摆”状态。旅游平台经历了前所未见的千万级的“退单潮”，酒店业不仅面临现金流的收缩，还承受着巨大的资金压力，包括房租成本、企业间的应收账款风险以及人力成本。在境外疫情持续蔓延影响下，许多国家采取限制入境、减少人员流动等非常措施，对国内旅游市场冲击持续加剧。

疫情在全球范围内的流行和控制，运力的减少或暂停，不只是切断了人们出游的可能性。叠加人们对未来旅行安全的疑惑和担忧，以及经济波动对收入的影响，都会对年内的旅游消费产生抑制。中国旅游研究院测算，受疫情影响，2020年一季度及全年，国内旅游人次将分

别下降56%和15.5%，国内旅游收入分别下降69%和20.6%；预计全年同比减少旅游人次9.32亿，减收达1.18万亿元。

回顾SARS对旅游行业的影响，2003年SARS从爆发初期到疫情结束，历时约9个月（2002.11-2003.7）。根据国家旅游局数据统计，受疫情影响，2003年旅游业出现十多年以来首次下降，全年旅游行业总收入增速为-12.3%，同比减少23.73个百分点；国内旅游人次同比下降0.9%，增速同比减少12.91个百分点。2003年7月，疫情进入衰退期，但其对消费者出行意愿的影响仍未解除，旅游业虽有反弹但未出现大幅增长。2004年，得益于疫情影响消散及居民旅游需求的释放，旅游业收入及旅游人次均呈现大幅反弹，根据国家旅游局数据统计，旅游业总收入同比增长40.1%，国内旅游人次同比增长26.6%，均高于2003年以前行业增速。因此，疫情作为突发事件，对旅游业短期影响很大，但该类危机事件属于一次性影响，疫情及需求复苏滞后期过后，旅游业将恢复增长。

针对文旅行业面临的实际困难，从国家到地方政府都陆续推出了相关补贴和扶持政策。国家层面发布了《关于积极应对疫情影响保持导游队伍稳定相关工作事项的通知》《关于暂退部分旅游服务质量保证金支持旅行社应对经营困难的通知》《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南》等政策，各地也分别围绕资金支持、金融扶持、税费优惠、社会保障、物业租金等多个方面对涉旅企业给予帮助。

平台方之间、品牌方与加盟商、行业之间的互助增加。飞猪、去哪儿、同程艺龙、马蜂窝等平台企业均采取不同措施扶持上游供应商。首旅如家、锦江、华住、开元、亚朵等在内的多家连锁酒店集团也推出并实施了针对加盟商、合作伙伴的加盟管理费减免政策；锦江国际筹措35亿资金，支持旗下存在流动性困难的酒店渡过难关。

根据国家文旅部发布的数据，2020年5月1日—5日，全国共计接待国内游客1.15亿人

次,实现国内旅游收入 475.6 亿元。2019 年“五一”假期的数据则是 1.95 亿人次和 1176.7 亿元。与去年相比,今年“五一”假期出游人次近六成,旅游收入约四成,虽然还有差距,但可以看出明显的复苏迹象。出于安全和舒适的考虑,游客们对高端星级酒店的选择意向更加明显。携程发布的《“五一”旅游市场复苏大数据报告》显示,在携程的酒店预售中,5 星级酒店的间夜占比达到了 50%,选择 1000 元以上酒店产品的订单比例也在全部订单中占比最高。

2. 城市基础设施建设行业

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、加强区域交流与合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。

(1) 行业概况

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〕043 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

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 年下半年来国内经济形势的变化,相关政策调整使得城

投资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 2019 年底，中国城镇化率为 60.60%，较 2018 年底提高约一个百分点，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

3. 区域经济环境

跟踪期内，张家界市旅游产业保持稳步发展态势，游客接待量及旅游收入同比较快增长，经济及财政实力稳步增长。

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 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，全年地区生产总值 552.1 亿元，比上年增长 7.6%。其中，第一产业增加值 69.5 亿元，增长 3.4%；第二产业增加值 81.4 亿元，增长 6.7%；第三产业增加值 401.3 亿元，增长 8.5%。按常住人口计算，人均地区生产总值 35767 元，增长 7.0%。

旅游业是张家界市重要支柱产业。截至 2019 年底，全市国家等级旅游区（点）19 个，增长 18.8%。其中，5A 级 2 个，4A 级 9 个，3A 级 8 个。全市旅馆 3199 家，其中星级宾馆 37 家。旅馆床位 11.3 万张，其中星级宾馆 1.2 万张。旅行社 106 家，持证导游 5669 人。2019 年，张家界全年国内游客 8.3 亿人次，比上年增长 10.3%；入境游客 467.0 万人次，增长 24.5%。旅游总收入 9762.3 亿元，增长 15.6%。其中，国内旅游收入 9613.4 亿元，增长 15.3%；国际旅游收入 22.5 亿美元，增长 34.8%。

根据《张家界市 2019 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2019 年，张家界市全市一般公共预算收入 65.4 亿元，比上年增长 8.0%。其中，地方财政收入 37.7 亿元；地方财政收入中，

税收收入 25.6 亿元，增长 10.0%；非税收入 12.1 亿元，增长 6.3%。一般公共预算支出 188.0 亿元，增长 7.1%，其中民生支出 146.0 亿元，增长 6.3%。

六、基础素质分析

1. 股权状况

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唯一出资人及实际控制人。

2. 企业竞争力及政府支持

张家界景区旅游资源禀赋优势显著，跟踪期内，公司作为张家界市政府旅游开发运营重要主体，在旅游业务运营方面占据独特优势，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，公司持续获得政府的多项资产划入。同时，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。

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，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。

根据《张家界市人民政府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）文件，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 15.85 元/人划入公司，自 2020 年起，公司将拥有武陵源核心景区大门票中 82.35 元/张（总票价 225 元/张）的门票分成收益权。

截至 2019 年底，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（总票价225元/张）的门票分成收益权，较上年无变动；2019年，公司本部收到财政划转武陵源核心景区门票收入2.00亿元，同比变化不大。

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，公司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，可持续获得补贴支持；近三年获得政府补助分别为0.41亿元、1.79亿元和1.34亿元。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91430800707374284R），截至2020年4月14日，公司本部无未结清不良信贷信息记录；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，公司相关贷款可划为正常类。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高级管理人员、法人治理结构、管理体制等方面无重大变化。

八、重大事项

张家界市政府以其所持景区门票的资源使用费及天门旅投股权置换公司同等价值土地使用权，该部分土地资产价值占当期所有者权益比重大。2020年6月，张家界市政府终止收回该部分土地资产，公司仍享有本次划入的景区门票收费权及天门旅投股权。

2019年，根据张家界市人民政府下达的《张家界市人民政府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），将武陵源核心景区门票价格中政府资源有偿使用费15.85元/人、杨家界索道票价中政府资源有偿使用费11.5元/人和天门山景区大门票和交通工具服务票价中政府资源有偿使用费6.8元/人划拨给公司，经评估上述无形资产价值为7.20亿元。划转后，张家界市政府持有上述景区门票的资源使用费均为公司享有，自2020年起，公司拥有武陵源核心景区大门票中82.35元/张（总票价225元/张）的门票分成收益权。联合资信将持续关注门票收益到位情况。

根据张家界市人民政府下达的《张家界市人民政府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），将永定区财政局持有的张家界天门旅游经济投资有限责任公司45%股权划拨给公司（计入“长期股权投资”），股权价值按照张家界天门旅游经济投资有限责任公司2019年12月31日经审计的账面净资产和股权比例计算，确认股权价值为21.41亿元。根据2019年12月31日张家界市人民政府下达的《张家界市人民政府关于收回原注入土地的通知》（张政函〔2019〕187号）将张政函〔2009〕115号划拨给本公司的三宗地（张国用〔2009〕第0057号、张国用〔2009〕第0058号、张国用〔2009〕第0059号）按照原划拨价值收回，该三宗地收回减少本公司资本公积28.17亿元。

2020年6月13日，根据张家界市政府下达的《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），终止收回张政函〔2009〕115号划拨给本公司的三宗地（张国用〔2009〕第0057号、张国用〔2009〕第0058号、张国用〔2009〕第0059号）。同时，已划入的合计34.15元/人的景区门票和交通工具票价中政府资源有偿使用费部分及已完成产权登记的天门旅投45%的股权仍由公司享有。中审华会计师事务所（特殊普通合伙）湖南分所就三块土地终止收回事宜已出具专项审核报告（CAC湘专字〔2020〕0195），土地资产已于

2020年6月15日入账反映,并将于2020年经审计的半年度财务报告中体现。根据公司提供的2019年年度未审计备考报表,若考虑本次土地资产终止划出事项,截至2019年底,公司存货及资产总额将分别为137.85亿元和444.34亿元,资本公积及所有者权益总额将分别为172.14亿元和194.82亿元。联合资信关注到公司资源整合持续变动,后续联合资信将持续关注其资源整合情况。

九、经营分析

1. 经营概况

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和基础设施建设业务。跟踪期内,受景区门票价格下调、核心景区游客接待量下降、代建业务规模下降及新冠疫情的影响,收入规模有所下滑,毛利率水平有所波动。

2019年,公司实现主营业务收入15.70亿元,同比减少5.02%,下降主要来自旅游服务及基础设施建设业务。从收入构成看,2019年景区环保客运纳入旅游服务业板块后,公司主营业务收入主要由旅游服务业和基础设施建设业务构成。2019年,公司旅游服务板块实现收入7.57亿元,景区环保客运收入剔除后,公司旅游服务业当年实现收入6.07亿元,同比有所下滑,主要系核心景区门票价格下调所致;受票价逐年调减的影响,公司环保客运业务收入持续下滑,2019年实现收入1.50亿元。同

期,公司基础设施建设业务收入持续下降,主要系已完工项目陆续验收回款,新项目开展规模有限所致。受关闭落地散拼门市部业务的影响,2019年公司旅行社业务收入规模持续下滑至0.78亿元。2019年,其他业务板块规模同比大幅增长,主要由于子公司武陵源产发于2019年第四季度出售部分安置房产生收入1.93亿元所致。

毛利率方面,2019年,公司主营业务综合毛利率较上年小幅增长至39.43%。其中,旅游服务业务毛利率下降至68.61%,主要系景区门票价格及游客接待量下降及毛利率相对较低的景区环保客运业务并入所致。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保持稳定。2019年公司旅行社服务业毛利率同比下降至14.41%,主要系关闭落地散拼门店增加成本所致。同期,其他业务板块毛利率同比大幅提升至14.45%,主要系子公司新增安置房销售所致。

2020年1—3月,国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情,对国内旅游业冲击明显。当期,公司主营业务实现收入0.22亿元,同比大幅减少,综合毛利水平为-99.90%。其中,旅游服务业务实现收入0.12亿元,毛利率水平为负。未来,随着国内新冠疫情防控有序推进,预计公司旅游业务将恢复性增长。

表3 近年来公司主营业务收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

业务板块	2017年			2018年			2019年			2020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	5.17	28.44	48.24	6.45	39.03	77.41	7.57	48.22	68.61	0.12	54.55	-108.39
旅行社服务业	2.02	11.13	16.69	1.41	8.54	18.72	0.78	4.97	14.41	0.05	22.73	-123.12
景区环保客运	1.90	10.45	47.47	1.70	10.29	40.40	--	--	--	--	--	--
酒店服务	0.25	1.37	-26.62	0.27	1.61	-36.87	0.28	1.78	-30.58	0.03	13.64	-167.99
基础设施建设	8.28	45.55	13.04	6.13	37.06	13.04	5.05	32.17	13.04	--	--	--
其他	0.56	3.06	-48.45	0.57	3.47	-58.47	2.02	12.87	14.45	0.02	9.09	73.51

合计	18.18	100.00	24.63	16.53	100.00	38.18	15.70	100.00	39.43	0.22	100.00	-99.90
----	-------	--------	-------	-------	--------	-------	-------	--------	-------	------	--------	--------

注：景区环保客运业务自 2019 年起列入旅游服务业板块

资料来源：公司提供

2. 旅游服务业

跟踪期内，公司保持显著的景区资源禀赋优势，交通条件的改善有望提升公司游客接待规模，为公司未来旅游业务增长提供促进。同时，考虑到 2020 年初新冠疫情对旅游业的重大影响，公司短期内旅游业务面临客流下滑压力，预计疫情过后公司旅游收入将恢复增长。

公司旅游服务业收入主要由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 2019 年底，张旅集团资产总额 26.68 亿元，所有者权益 16.03 亿元（其中少数股东权益 0.08 亿元）；2019 年，张旅集团实现营业收入 4.25 亿元，同比减少 9.21%，利润总额 0.27 亿元，同比减少 23.46%。截至 2020 年 3 月底，公司及下属子公司共持有张旅集团 35.30% 股权，其中已质押股份比 28.08%。

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，跟踪期内受核心景区接待人数下滑以及门票价格下调影响，2019 年武陵源产发旅游板块实现收入 5.85 亿元，同比减少 12.95%；同期，武陵源产发实现利润总额 0.86 亿元，同比减少 32.13%。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内部相关客运、餐饮、酒店等开发业务。

受 2020 年初，新型冠状病毒疫情影响，张家界各景区于 1 月 26 日全面关停。随着国内各地市疫情逐步得到控制，湖南省对新冠肺炎疫情防控突发公共卫生事件应急响应级别由一级调整为二级，张家界各景区已于 3 月底陆续恢复开放。考虑到本次疫情的预计持续时间及需求复苏存在滞后，短期内公司旅游板块面临客流下滑压力。联合资信将持续关注疫情对公司景区经营的影响。

（1）本部景区门票分成

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》，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张家界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。2019 年，张家界市政府进一步将其所持核心景区剩余门票分成收益权划转给公司，截至 2019 年底，武陵源核心景区门票价格中 15.85 元/人的政府资源有偿使用费划转至公司后，公司可获得的门票分成收益包括武陵源核心景区大门票中 82.35 元/张（总票价 225 元/张）；除核心景区外，公司门票分成收益包括宝峰湖普通门票价格中市政府资源使用费 3 元/张部分和游船票价中市政府资源使用费 5.7 元/张部分（普通门票价格为 30 元，游船票价为 60 元，优惠票价资源使用费减半征收）；黄龙洞景区门票价格中市政府资源使用费 7 元/张部分（普通门票价格 96 元/张，优惠票价资源使用费减半征收）。

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，2019 年公司收到财政划转武陵源核心景区门票收入 2.00 亿元，较 2018 年变动

不大。

(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。此外，张旅集团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。

表 4 近年公司景区接待量（单位：万人次）

游客接待量	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
核心景区	348.71	335.42	313.38	6.55
宝峰湖景区	69.83	78.59	48.89	1.52
十里画廊	113.05	122.42	137.45	3.68
杨家界索道	63.17	55.78	118.55	3.31

注：统计口径未包含免票人次

资料来源：公司提供

表 5 近年来张旅集团主要景区收入及毛利率（单位：万元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1-3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
十里画廊观光电车	4865.22	51.52	5011.53	61.13	5430.21	62.12	127.79	-0.67
宝峰湖景区	5849.71	43.40	6748.50	52.75	4421.24	35.7	173.83	-144.42
杨家界索道	4073.28	27.13	3531.45	13.44	6464.55	47.86	169.82	-157.31%
合计	14788.21	41.59	15291.48	46.42	16316.00	49.37	471.44	-128.19

资料来源：公司提供

2019 年，武陵源核心景区接待人数 313.38 万人，同比下降 6.57%，主要系市内景区分流所致，同期，张旅集团下属景区接待人数 304.89 万人，同比增长 18.73%，实现收入 16316.00 万元，同比增长 6.70%，收入增速明显慢于景区接待游客量增速，主要系政策性免票范围扩大所致。其中，十里画廊观光电车购票人数 137.45 万人，同比增长 12.28%，实现收入 5430.21 万元，同比增长 8.35%；宝峰湖接待人数 48.89 万人，同比减少 37.79%，主要系景区游客分流所致，实现收入 4421.24 万元，同比减少 34.49%；杨家界索道完成购票 118.55 万人，同比大幅增长 112.53%，实现营业收入 6464.55 万元，同比增长 83.06%。2019 年以来，由于武陵山大道、杨家界大道等重要景区枢纽道路陆续完成改建通车，带动杨家界景区接待量明显增长。随着 2019 年底黔常高铁试运营通车，张家界景区有望受益于交通环境的改善，实现游客接待量的增长。

环保客运方面，截至 2019 年底，公司拥有可载客车辆 335 辆，一般运营期限 10 年，载客车辆平均剩余运营年限 5 年。截至 2019 年底，公司客运业务年载客运力 2250 万人次/年，最高载

客人次 4.8 万人次/日。跟踪期内，受环保客运价格下调及接待人次下降的影响，公司环保客运收入持续下滑，2019 年为 1.50 亿元，同比减少 11.76%，毛利率同比下降 13.45 个百分点至 26.95%。

表 6 2017—2019 年公司旅游客运业务经营情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
可载客车辆数量（辆）	335	352	335
年载客运力（万人/年）	1891	2047	2250
最高载客人次（万人次/日）	4.70	4.8	4.8
接待人数（万人）	348.95	335.42	313.38
载客人次（万人）	407.60	408.70	429.6

资料来源：公司提供

门票价格方面，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 225 元，淡季普通门票降为每人 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。

（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，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、自然生态旅游资源为纽带，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，已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。

2019 年，公司旅行社业务营业收入 7796.64 万元，毛利率为 14.41%。2019 年公司旅行社业务收入持续下滑，主要由于因政策原因关闭落地散拼门市部业务所致。

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，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。跟踪期内，公司基建业务收入持续下降，项目回款

周期较长。

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书》，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。对于已完工项目，公司在项目竣工后由市政及审计部门进行项目竣工审计，按照决算审计报告结转成本并确认收入，市政府在结算报告出具后的 7 年内按约定比例支付项目结算资金，约定支付比例通常为第一年 10%，第二年 10%，第三年 15%，第四年 15%，第五年 20%，第六年 15%，第七年 15%。

2019 年，公司基建业务确认收入 5.05 亿元，同比有所下降，主要系已完工项目陆续验收结转，新项目开展规模有限所致；确认收入项目为西溪坪片区道路建设项目（2.96 亿元）、澧兰桥项目（0.56 亿元）和彭家巷片堤防工程项目（1.54 亿元）。

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建工程总投资额 79.59 亿元，已累计完成投资 66.56 亿元，未来尚需投资 13.03 亿元，其中 2020 年计划投资 4.12 亿元。

表 7 截至 2020 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	截至 2020 年 3 月底已完成投资额	2020 年 4—12 月投资计划	2021 年投资计划	资金来源
张家界市沿江旧城改造工程	25.00	24.50	0.5	-	自筹资金
沙堤大道	7.47	7.35	0.12	-	自筹资金
贺龙体育中心	13.13	10.63	2.5	-	自筹资金
白马泉高架桥	3.54	3.54	-	-	自筹资金
澧水风貌带建设项目(二)*	5.54	5.54	-	-	自筹资金
陈家溪南路建设项目*	0.70	0.70	-	-	自筹资金
天问路	0.87	0.87	-	-	自筹资金
滨河路（回龙路至观音桥至宝塔岗段）	0.69	0.67	0.02	-	自筹资金

高架桥（澧水大桥至沙堤大道）	2.29	2.09	0.20	-	自筹资金
澧水两岸截污干管整治	0.95	0.87	0.08	-	自筹资金
月亮湾路	4.85	2.90	0.10	1.00	自筹资金
“五路六园”项目	9.35	3.85	0.20	2.30	自筹资金
红壁岩大桥	4.00	3.00	0.20	0.40	自筹资金
仙人溪河道综合整治工程	1.21	0.05	0.20	0.50	自筹资金
合计	79.59	66.56	4.12	4.20	--

注：标*的项目目前已基本完工，正在进行项目的完工验收和结算工作；以上在建项目均已签署委托代建协议。

资料来源：公司提供

4. 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。公司将在各个景区间建立快速通道，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。

5. 经营效率

受基础设施建设业务回款减少导致增加大额应收账款的影响，2019年公司销售债权周转次数同比大幅下滑至6.89次；存货周转次数及总资产周转次数同比变动不大，分别为0.08次和0.04次。总体看，跟踪期内，公司整

体经营效率较低。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年合并财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见的审计结论。2020年1—3月财务报表未经审计。

合并范围方面，2019年公司财务报表合并范围较2018年底新增6家子公司，减少1家；截至2020年3月底，公司合并范围较2019年底无变化。

截至2019年底，公司合并资产总额为416.17亿元，所有者权益合计为166.65亿元（其中少数股东权益10.28亿元）。2019年，公司实现营业收入15.72亿元，利润总额1.57亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额为429.74亿元，所有者权益合计为164.57亿元（其中少数股东权益10.09亿元）。2020年1—3月，公司实现营业收入0.22亿元，利润总额-2.08亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，受基建业务持续投入及拆借款规模持续增长综合影响，公司资产稳定增长，以委托代建开发成本为主的存货在流动资产中占比较高，其他应收款中往来款规模大，且持续增长，对资金占用影响大；公司资

产质量一般，资产流动性偏弱。

(1) 流动资产

截至 2019 年底，公司资产总额 416.17 亿元，较上年底增长 4.04%。资产构成方面，流动资产占 52.16%，非流动资产占 47.84%，资产结构以流动资产为主。

截至 2019 年底，公司流动资产为 217.06 亿元，较上年底减少 7.62%，主要由货币资金（占 6.16%）、存货（占 50.53%）和其他应收款（占 39.63%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 13.38 亿元，较上年底大幅减少 63.46%，主要系公司偿还部分其他应付款中往来款所致；其中使用受限的货币资金 594.75 万元，受限比例较低。

截至 2019 年底，公司应收账款较上年底大幅增长至 4.52 亿元，主要为新增对张家界市财政局 3.98 亿元应收账款构成，为应收张家界市财政局代建回购款，账期为三年。

截至 2019 年底，公司其他应收款账面价值为 86.02 亿元，较上年底增长 17.21%，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 99.54%，公司共计提坏账准备 0.23 亿元，计提比例极低。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 53.43 亿元，占全部其他应收款的 61.94%，集中度高，主要欠款单位为张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司（21.33 亿元）、张家界市国资委（12.83 亿元）、张家界市财政局（7.69 亿元）、武陵源区国土储备中心（6.14 亿元）和张家界市高铁新区开发建设有限公司（5.43 亿元）。公司其他应收款中往来款预计于一年内收回的部分合计 44.13 亿元，联合资信将持续关注上述款项回收情况。

截至 2019 年底，公司存货账面价值为 109.69 亿元，较上年底减少 10.74%，主要系公司土地使用权 28.16 亿元划出所致，根据张

家界市人民政府下达的《张家界市人民政府关于收回原注入土地的通知》（张政函〔2019〕187 号），将张政函〔2009〕115 号文件划拨给公司的三宗土地按原划拨价值收回。公司存货主要由开发成本 109.61 亿元（委托代建项目未完工结算部分）构成；公司共计提 67.75 万元跌价准备，全部为修理备件。

(2) 非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 199.11 亿元，较上年底增长 20.63%，增长主要来自长期股权投资。构成上主要以长期股权投资（占 11.51%）、固定资产（占 21.18%）、在建工程（占 18.54%）和无形资产（占 43.26%）为主。

截至 2019 年底，公司长期股权投资合计 22.91 亿元，较上年底大幅增长，主要系根据张家界市人民政府下达的《张家界市人民政府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），将永定区财政局持有的张家界天门旅游经济投资有限责任公司 45%股权划拨给本公司所致，划转股权价值为 21.41 亿元。截至 2019 年底，公司长期股权投资权益法下确认的投资收益合计-0.13 亿元。

截至 2019 年底，公司固定资产价值 42.17 亿元，较上年底变动不大，当年由在建工程转入固定资产合计 1.93 亿元。公司固定资产主要由房屋建筑物（占 95.92%）构成；公司固定资产累计折旧 7.78 亿元，计提减值准备 31.45 万元。

公司在建工程主要为子公司武陵源产发承担的棚户区改造等政府工程项目。截至 2019 年底，公司在建工程账面净值 36.91 亿元，较上年底增长 22.48%，主要为大庸古城南门口特色街区项目（8.04 亿元）、杨家坪片区城市棚户区改造（4.82 亿元）、天子山项目（2.88 亿元）及袁家界项目（2.96 亿元）等，其余在建项目金额均较小。公司未计提减值准备。

截至 2019 年底，公司无形资产账面价值 86.13 亿元，较上年底增长 6.67%，主要系张家界市人民政府将其所持剩余的张家界市景区资源有偿使用费收费权划拨给公司计入无形资产所致，评估价值为 7.20 亿元。公司无形资产累计摊销 9.54 亿元，其中 2019 年新增摊销 1.98 亿元。公司无形资产未计提减值准备。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 429.74 亿元，较 2019 年底增长 3.26%，其中流动资产 230.08 亿元，受债务融资增加的影响，2020 年 3 月底货币资金较 2019 年底增长 47.57% 至 19.74 亿元；存货较 2019 年底增长 4.79% 至 114.94 亿元；其余科目较 2019 年底变动不大；非流动资产合计 199.66 亿元，各项财务科目较 2019 年底变化不大。

截至 2020 年 3 月底，公司资产受限部分合计 68.92 亿元，占公司资产总额的 16.04%。其中，土地使用权受限规模 8.55 亿元；无形资产中本部持有的武陵源核心景区门票分成权质押 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 20.45 亿元。其余为部分张旅集团股权质押及地上建筑物抵押。

3. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司所有者权益规模及构成保持稳定；有息债务随着基建业务投入及拆借款增加，持续较快增长，期限以长期为主，整体债务负担重。

(1) 所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 166.65 亿元，较上年底变动不大；公司归属于母公司所有者权益 156.37 亿元，其中股本 1.00 亿元（占 0.64%）、资本公积 143.97 亿元（占 92.07%）、盈余公积 1.23 亿元（占 0.78%）、未分配利润 10.14 亿元（占 6.49%）。当期，张家界市人民政府收回三宗土地使用权减少公司其他资本公积 28.17 亿元，同时划入张家界天门旅游经济投资有限责任公司 45% 股权及

其持有的张家界市内旅游景区资源有偿使用费收费权分别增加公司其他资本公积 21.41 亿元和 7.20 亿元。考虑本次土地划出事项已终止，预计土地收回后公司资本公积及所有者权益总额将有所增长。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益 164.57 亿元，较 2019 年底减少 1.25%，主要系受 2020 年初新冠肺炎疫情疫情影响，公司一季度呈亏损状态，未分配利润有所下滑。公司权益结构变动不大。

(2) 负债

截至 2019 年底，公司负债合计 249.52 亿元，较上年底增长 6.53%；其中流动负债占 32.69%，非流动负债占 67.31%，负债结构较 2018 年底变动不大。

截至 2019 年底，公司流动负债合计 81.57 亿元，较上年底增长 3.19%。其中，预收款项、其他应付款及一年内到期的非流动负债变动较大。

截至 2019 年底，公司短期借款合计 5.07 亿元，较上年底增长 75.43%；构成上主要为质押借款（1.47 亿元）和抵押借款（3.60 亿元），截至目前，公司无已逾期未偿还的短期借款。

截至 2019 年底，公司预收账款为 30.80 亿元，较上年底增长 76.34%，主要系集团本部预收土地整理收益较上年底增加至 30.43 亿元所致。

表 8 2019 年底公司其他应付款前五名情况
(单位：亿元、%)

名称	金额	占比
张家界茅岩河旅游开发有限公司	4.44	32.06
张家界市公共交通发展有限公司	1.96	14.17
张家界市市政工程有限责任公司	1.26	9.06
张家界远大住宅工业有限公司	0.66	4.76
国开发展基金有限公司	0.64	4.58
合计	8.96	64.63

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司其他应付款为 13.86

亿元,较上年底大幅减少61.04%,主要系公司支付其他往来款所致,其中主要包括支付张家界市棚户区改造投资有限公司5.34亿元、张家界天门旅游经济投资有限责任公司1.66亿元及张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司1.96亿元等。构成上以往来款为主,占全部其他应付款的91.20%,往来款主要为外部项目公司开发建设项目所缴纳的约定金,截至2019年底,其他应付款前五名合计8.96亿元,占其他应付款总额的64.83%,集中度高。

截至2019年底,公司一年内到期的非流动负债为25.12亿元,较上年底增长42.77%,主要为一年内到期的长期借款17.53亿元和一年内到期的应付债券7.49亿元。

截至2019年底,公司非流动负债167.95亿元,较上年底增长8.24%,主要由长期借款(占60.43%)和应付债券(占26.20%)构成。

截至2019年底,公司长期借款101.48亿元,较上年底增长5.08%。截至2019年底,张旅集团和武陵源产发长期借款分别为4.95亿元和37.31亿元,分别占公司长期借款总额的4.88%和36.77%。公司长期借款中质押借款63.32亿元、抵押借款44.97亿元、保证借款8.57亿元、信用借款2.00亿元,一年内到期部分17.38亿元。

截至2019年底,公司长期应付款合计12.91亿元,较上年底增长62.77%,主要系新增张家界财政局拨入土地专项债8.07亿元所致。

截至2020年3月底,公司负债合计265.16亿元,较2019年底增长6.25%,主要系增加长期应付款以及发行中期票据所致。负债结构较2019年底变化不大,仍以非流动负债为主。

有息债务方面,截至2019年底,公司全部债务188.59亿元,较上年底增长8.28%。其中短期债务占16.01%,长期债务占83.99%。2019年底,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均较上年底有所增长,分别为59.96%、53.09%和48.73%。

截至2020年3月底,公司全部债务规模进一步增加至204.20亿元,较上年底增长8.28%,其中长期债务合计176.30亿元,短期债务合计27.90亿元。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61.69%、55.37%和51.72%。

4. 盈利能力

跟踪期内,受基建业务收入确认规模减少、景区门票价格调减及游客接待量下降影响,公司收入规模同比下降,期间费用对利润侵蚀明显,主业盈利能力较弱,利润总额对非经常性损益依赖性很强。2020年以来,受新冠病毒疫情影响,公司一季度亏损规模同比加大。

2019年,受基础设施建设确认收入减少、核心景区门票价格下调及游客接待量下降影响,公司实现营业收入同比下降5.04%至15.72亿元。同期,公司营业成本下降7.33%至9.52亿元。2019年,公司营业利润率同比增长至37.46%。

从期间费用来看,2019年期间费用同比减少9.30%至5.75亿元,主要来自财务费用中费用化利息支出减少;期间费用率为36.57%,同比减少1.72个百分点,公司控制费用能力有所提高,但仍对利润形成明显侵蚀。

2019年,公司实现投资收益0.38亿元,同比减少44.03%,主要系2018年公司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0.43亿元一次性投资收益本年度不再体现所致。2019年公司实现其他收益1.37亿元,同比减少21.53%,主要系2019年公司剥离公交车业务,公交车运营补贴下降所致。

2019年,公司实现利润总额1.57亿元,同比减少9.19%,主要系非经营性损益同比下降所致。2019年,公司非经营性损益(投资

收益+其他收益+营业外收入)为1.76亿元,占利润总额的111.73%,公司利润总额对非经常性损益依赖性很强。

从盈利指标来看,2019年,公司总资本收益率和净资产收益率分别同比下降至1.00%和0.82%,整体盈利能力较弱。

2020年1—3月,受新冠肺炎疫情的影响,张家界市内各景区一季度处于关停状态,公司实现营业收入0.22亿元,同比大幅减少。2020年一季度,公司实现利润总额-2.08亿元,同比大幅下降。

5. 现金流及保障

跟踪期内,公司经营活动现金流入量仍以往来款为主,受当期支付往来款及对外拆借规模增长影响,经营活动净现金流同比由正转负,经营获现能力弱化;受在建项目持续投入影响,公司投资活动现金净流出规模较大,经营活动现金净流量对投资活动现金净流量覆盖程度较差,对外融资需求较大。

从经营活动来看,2019年,公司经营活动现金流入量55.92亿元,同比减少33.77%,主要为收到其他与经营活动有关的现金37.82亿元,主要由收到往来款构成(33.28亿元)。2019年,公司经营活动现金流出量73.95亿元,以支付其他与经营活动有关的现金为主(主要为支付其他往来款57.66亿元)。2019年,公司经营活动现金流量净额转为大额净流出,合计-18.04亿元。同期,公司现金收入比下降35.50个百分点至114.99%。

从投资活动来看,2019年,公司投资活动现金流入1.99亿元,其中收到其他与投资活动有关的现金1.88亿元,主要为回收理财产品的现金;同期,公司投资活动现金流出13.13亿元,主要为代建业务购建固定资产、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持续大额净流出,2019年为-11.14亿元。公司经营

对外融资需求。

从筹资活动来看,2019年公司筹资活动现金流入量为54.62亿元,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。2019年,公司筹资活动产生的现金流量净额为7.13亿元。

2020年1—3月,公司经营活动现金流量净额为-5.15亿元;公司投资活动现金净流出1.42亿元,主要系子公司张旅集团和武陵源产发增加固定资产、在建工程款项的资金投入、支付投标保证金所致;公司筹资活动现金净流入12.94亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内,公司长短期债务偿债指标较弱,但考虑到公司在张家界市旅游产业地位突出,可持续获得政府较大力度支持,公司整体偿债能力强。公司对外担保规模较大,存在一定或有负债风险。

从短期偿债能力指标看,2019年底,公司流动比率和速动比率分别同比下降至266.10%和131.64%,现金类资产规模对短期债务的保障能力有所弱化。

从长期偿债能力指标看,2019年,公司EBITDA为7.52亿元;同期,公司EBITDA利息倍数同比下降至1.10倍,随着公司有息债务规模增长,全部债务/EBITDA上升至25.07倍。

截至2020年3月底,公司共获得各家商业银行授信额度总量为人民币160.67亿元,尚未使用额度24.92亿元,公司间接融资渠道有待拓宽。另外,公司控股子公司张旅集团为国内A股上市公司,具备直接融资渠道。

截至2020年3月底,公司对外担保余额43.33亿元(详见附件2),担保比率为26.33%,担保比率高。被担保方均地处张家界市,区域集中度很高。考虑到上述对外担保未设置反担保措施,公司存在一定或有负债风险。

7. 公司本部财务概况

公司本部主要承担基础设施建设业务，资产流动性较弱，债务负担较重。

截至 2019 年底，公司本部资产总额 321.62 亿元，其中流动资产 174.63 亿元，非流动资产 146.98 亿元；流动资产主要由其他应收款 80.39 亿元和以代建项目为主的存货 80.73 亿元构成，其中本部货币资金合计 8.82 亿元；非流动资产以长期股权投资 110.82 亿元和无形资产 31.87 亿元为主。

截至2019年底，公司本部负债合计169.03亿元，其中流动负债62.88亿元，非流动负债106.15亿元；流动负债以预收款项（30.43亿元）、一年到期的非流动负债（16.73亿元）和其他应付款（12.07亿元）为主；非流动负债主要为长期借款49.37亿元和应付债券44.00亿元。公司本部有息债务合计124.64亿元，以长期债务为主，占全部有息债务的83.69%。

截至2019年底，公司本部所有者权益合计152.59亿元，其中实收资本1.00亿元，资本公积140.40亿元。

2019年，公司本部实现营业收入7.05亿元；当期利润总额0.91亿元。

十一、 存续债券偿还能力分析

跟踪期内，公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力较强，经营活动现金流入量对公司存续债券余额保障能力强。

截至 2020 年 3 月底，公司存续债券余额为 60.00 亿元，其中，10 亿元将于一年内到期。

截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产是公司一年内到期债券余额的 1.92 倍，保障能力较强。2019 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量以及 EBITDA 对存续债券余额的覆盖倍数分别为 0.93 倍、-0.30 倍和 0.13 倍。

十二、 结论

综合评估，联合资信决定将公司移出信用评级观察名单，确定公司主体长期信用等级为AA，“17张家界专项债/17张家界”“20张家界经投MTN002”“20张家界经投MTN001”和“18张家界经投MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

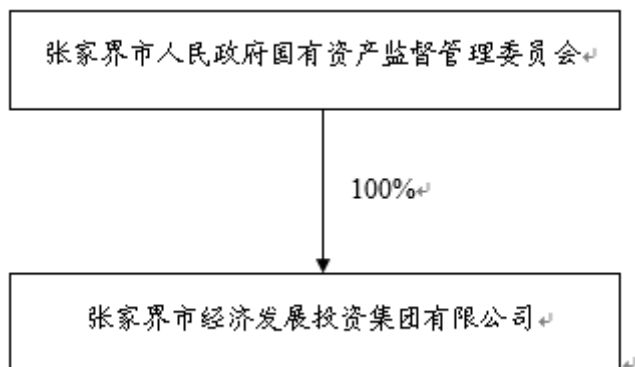
表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019 年
一年内到期债券余额	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.92
经营活动现金流入量/存续债券余额	0.93
经营活动现金流净额/存续债券余额	-0.30
EBITDA/存续债券余额	0.13

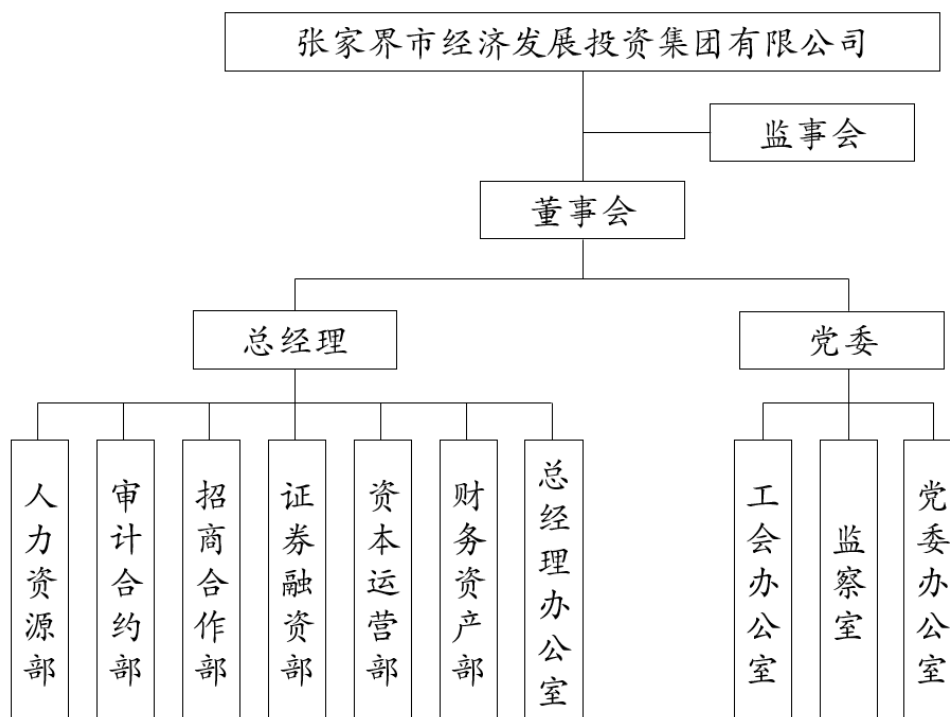
注：现金类资产已剔除受限资金；现金类资产使用最新一期（2020年3月底）财务数据，经营活动现金流入量和净流量、EBITDA使用最新一年（2019年）财务数据

资料来源：根据公司年报及公开资料整理

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2 截至 2020 年 3 月底公司对外担保明细

被担保方	担保金额 (单位: 万元)	担保方式	期限	是否反担保
张家界市高铁新区开发建设有限公司	50000.00	保证担保	2016.10.25-2024.10.25	否
	65000.00	保证担保	2017.05.08-2026.12.31	否
	3000.00	保证担保	2020.3.25-2021.3.24	否
张家界市棚户区改造投资有限公司	20000.00	保证担保	2017.05.24-2022.05.18	否
	6500.00	保证担保	2017.06.29-2022.06.18	否
	15000.00	保证担保	2015.12.4-2020.6.4	否
	40000.00	保证担保	2019.01.22--2043.12.31	否
张家界市茅岩河旅游开发股份有限公司	12000.00	保证担保	2019.10.1-2034.9.22	否
张家界经济开发区开发建设有限公司	40000.00	保证担保	2017.05.31-2037.05.28	否
张家界度假酒店有限公司	28721.00	保证担保	2017.01.25-2027.01.25	否
张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司	6000.00	保证担保	2015.1.14-2020.1.13	否
	3000.00	保证担保	2015.8.25-2020.8.25	否
桑植县工业园开发建设有限公司	15000.00	保证担保	2017.12.01-2022.12.27	否
张家界华瑞资产管理有限公司	10000.00	保证担保	2019.10.8-2020.9.29	否
张家界市绕城公路建设开发有限公司	14000.00	保证担保	2016.01.04-2033.12.31	否
张家界市交通建设投资集团有限公司	14000.00	保证担保	2016.03.17-2021.03.17	否
张家界茶叶发展有限公司	280.00	保证担保	2019.11.15-2020.11.15	否
张家界茅岩河旅游开发股份有限公司	10000.00	保证担保	2016.10.10-2032.03.09	否
张家界产业投资（控股）有限公司	1000.00	保证担保	2020.3.26-2021.3.25	否
张家界游客中心有限公司	4000.00	保证担保	2018.12.21-2027.12.11	否
	5000.00	保证担保	2020.3.21-2027.12.07	否
张家界市市场开发建设有限责任公司	3500.00	保证担保	2016.12.29-2021.11.25	否
张家界西线环保客运有限责任公司	2000.00	保证担保	2019.06.10-2022.06.09	否
张家界天门旅游经济投资有限责任公司	20000.00	保证担保	2019.7.22-2022.7.22	否
合 计	433301.00	--	--	--

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	31.65	35.56	13.32	19.18
资产总额(亿元)	353.91	400.02	416.17	429.69
所有者权益(亿元)	161.89	165.81	166.65	164.57
短期债务(亿元)	26.73	21.49	30.19	27.90
长期债务(亿元)	119.14	147.97	158.39	176.30
全部债务(亿元)	145.87	169.46	188.59	204.20
营业收入(亿元)	18.20	16.56	15.72	0.22
利润总额(亿元)	1.34	1.73	1.57	-2.08
EBITDA(亿元)	5.76	8.44	7.52	--
经营性净现金流(亿元)	-10.65	4.89	-18.04	-5.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	33.30	53.97	6.89	--
存货周转次数(次)	0.13	0.09	0.08	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	77.33	150.49	114.99	261.50
营业利润率(%)	20.47	35.93	37.46	-115.69
总资本收益率(%)	0.84	1.34	1.00	--
净资产收益率(%)	0.75	0.98	0.82	--
长期债务资本化比率(%)	42.40	47.16	48.73	51.72
全部债务资本化比率(%)	47.40	50.54	53.09	55.37
资产负债率(%)	54.26	58.55	59.96	61.69
流动比率(%)	293.82	297.23	266.10	289.65
速动比率(%)	133.87	141.78	131.64	144.95
经营现金流流动负债比(%)	-15.88	6.19	-22.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.01	1.29	1.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	25.34	20.07	25.07	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；合并口径现金类资产已剔除受限部分；合并口径长期应付中有息部分已调至长期债务

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.09	22.88	8.82	11.37
资产总额(亿元)	268.68	295.35	321.62	328.88
所有者权益(亿元)	152.92	152.20	152.59	151.38
短期债务(亿元)	15.72	15.23	20.33	17.49
长期债务(亿元)	73.93	87.78	104.32	115.11
全部债务(亿元)	89.65	103.01	124.64	132.60
营业收入(亿元)	12.06	8.12	7.05	0.01
利润总额(亿元)	1.27	0.28	0.91	-1.21
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-8.34	2.07	-18.04	-3.55
财务指标				
销售债权周转次数(次)	24.97	31.47	3.49	--
存货周转次数(次)	0.10	0.06	0.05	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.03	0.02	--
现金收入比(%)	64.50	147.84	256.50	10129.59
营业利润率(%)	20.05	25.29	27.27	-406.61
总资本收益率(%)	0.52	0.11	0.33	--
净资产收益率(%)	0.83	0.19	0.59	--
长期债务资本化比率(%)	32.59	36.58	40.61	43.19
全部债务资本化比率(%)	36.96	40.36	44.96	46.69
资产负债率(%)	43.08	48.47	52.56	53.97
流动比率(%)	408.78	371.79	277.73	300.36
速动比率(%)	150.56	156.13	151.63	160.28
经营现金流动负债比(%)	-22.29	4.36	-29.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4 同行业企业对比数据

发行人	酉阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司	云南世博旅游控股集团有限公司	北京首都旅游集团有限责任公司	张家界市经济发展投资集团有限公司
主体信用等级	AA	AA ⁺	AAA	AA
企业性质	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业	地方国有国企
总资产周转次数（次）	0.05	0.21	0.62	0.04
财务数据时点	2019 年			
资产总额（亿元）	156.28	223.27	1318.10	416.17
所有者权益（亿元）	73.78	148.39	506.95	166.65
营业收入（亿元）	7.68	43.98	773.58	15.72
利润总额（亿元）	2.57	3.11	21.50	1.57
经营活动现金流净额（亿元）	0.17	19.95	49.56	-18.04
资产负债率（%）	52.79	33.54	61.54	59.96

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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-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+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+少数股东权益

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