

信用评级公告

联合〔2021〕5269号

联合资信评估股份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，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，维持“17 张家界专项债/PR 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。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十五日



张家界市经济发展投资集团有限公司 2021 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	稳定
17 张家界专项债/PR 张家界	AA	稳定	AA	稳定
20 张家经投 MTN002	AA	稳定	AA	稳定
20 张家经投 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
18 张家经投 MTN001	AA	稳定	AA	稳定

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”）是张家界市旅游业经营开发的运营主体以及最大的城市基础设施建设投融资平台，依托张家界著名景区资源，公司获得政府多项优质旅游资产注入及财政补贴等支持。跟踪期内，受新冠肺炎疫情影响，公司核心景区客流量大幅减少、旅游服务业收入严重下滑，导致公司整体收入规模显著下降，经营性利润亏损；张家界市政府终止回收土地使用权，同时已完成划入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%股权等合计价值 28.60 亿元的资产仍由公司享有，带动权益规模上升。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，旅游行业易受宏观经济环境以及突发公共事件的影响、公司基础设施业务建设周期长且回款存在不稳定性、往来款快速增长、有息债务快速增长且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/PR 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。

随着国内疫情逐渐得到控制，公司景区接待已陆续恢复；依托张家界市政府对公司的大力支持，公司旗下旅游资源不断有效整合，协同效应将进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“17 张家界专项债/PR 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。

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/PR 张家界	10.00	9.00	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

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 25 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	a	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	3
财务风险	F4	现金流	资产质量	1
			盈利能力	3
			现金流量	4
		资本结构		2
		偿债能力		4
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及区域内最大的城市基础设施建设投融资平台，在旅游业务运营方面占据独特优势并持续获得政府优质资产注入，政府支持力度大。				3

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

分析师：刘祎烜

王喜梅

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

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，享有“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”等称号。
2. 公司作为张家界市政府旅游开发运营的重要主体，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。跟踪期内，张家界市政府陆续将 34.15 元/人武陵源景区门票及交通工具票价中政府资源有偿使用费部分和天门山投 45% 股权等旅游资产注入公司，旅游资源持续集中。
3. 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，获得的政府支持力度大。公司承担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。2020 年，公司获得政府补助 3.70 亿元及财政贴息资金 2.20 亿元。

关注

1. 跟踪期内，受新冠肺炎疫情的冲击，公司收入大幅下滑，经营性利润亏损。2020 年新型冠状病毒疫情的爆发抑制了旅游出行需求，公司旅游业务客流量严重承压，2020 年营业收入同比下滑 31.06% 至 10.84 亿元，经营性利润为负，利润总额下滑至 0.56 亿元。
2. 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。公司其他应收款（关联方往来款）快速增长，对资金占用大。同时，公司持续在城市基础设施建设领域进行投资，截至 2020 年底有息债务较 2019 年底增长 20.13% 至 226.56 亿元，全部债务资本化比率为 53.66%。
3. 公司经营净现金流受往来款影响持续为负。2020 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 -17.69 亿元。
4. 存在一定或有负债风险。截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额 46.24 亿元，担保比率为 23.90%，担保比率高，存在一定或有负债风险。
5. 跟踪期内，张家界市旅游产业收入大幅下降，张家界区域公共预算收入及财政收入下滑比重较大。2020 年，张家界市全市一般公共预算收入 52.0 亿元，比上年下降 20.4%。其中，地方财政收入 32.1 亿元；地方财政收入中，税收收入 21.9 亿元，比上年下降 14.4%。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产 (亿元)	36.42	13.32	16.36	16.84
资产总额 (亿元)	400.02	416.17	486.98	504.85
所有者权益 (亿元)	165.81	166.65	195.68	193.48
短期债务 (亿元)	21.49	30.19	44.89	32.97
长期债务 (亿元)	147.97	158.39	181.67	200.13
全部债务 (亿元)	169.46	188.59	226.56	233.10
营业收入 (亿元)	16.56	15.72	10.84	0.70
利润总额 (亿元)	1.73	1.57	0.56	-2.22
EBITDA (亿元)	8.44	7.51	6.17	--
经营性净现金流 (亿元)	4.89	-18.04	-17.69	-0.16
营业利润率 (%)	35.93	37.46	14.57	-5.64
净资产收益率 (%)	0.98	0.82	0.36	--
资产负债率 (%)	58.55	59.96	59.82	61.68
全部债务资本化比率 (%)	50.54	53.09	53.66	54.64
流动比率 (%)	297.23	266.10	284.89	298.15
经营现金流动负债比 (%)	6.19	-22.11	-17.87	--
现金短期债务比 (倍)	1.70	0.44	0.41	0.60
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.29	1.10	1.11	--
全部债务/EBITDA (倍)	20.07	25.11	36.75	--

公司本部 (母公司)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额 (亿元)	295.35	321.62	382.32	391.85
所有者权益 (亿元)	152.20	152.59	183.69	182.20
全部债务 (亿元)	103.01	113.69	136.75	146.35
营业收入 (亿元)	8.12	7.05	7.00	0.00
利润总额 (亿元)	0.28	0.91	2.80	-1.50
资产负债率 (%)	48.47	52.56	51.95	53.50
全部债务资本化比率 (%)	40.36	42.70	42.67	44.55
流动比率 (%)	371.79	277.73	284.44	342.79
经营现金流动负债比 (%)	4.36	-29.22	-19.78	--

注: 2021 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

资料来源: 公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

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 张家经投 MTN001; 20 张家经投 MTN002; 17 张家界专项债/17 张家界; 18 张家经投 MTN001	AA	AA	稳定	2020-6-29	刘哲 刘伟炬	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 张家经投 MTN001; 20 张家经投 MTN002; 17 张家界专项债/17 张家界; 18 张家经投 MTN001	AA	AA	列入信用评级观察名单	2020-6-10	刘哲 刘伟炬	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 张家经投 MTN002	AA	AA	稳定	2020-4-10	刘哲 刘伟炬	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 张家经投 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） 旅游行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 张家经投 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） 旅游行业企业信用评级模型（2016 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，联合资信评估股份有限公司（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

2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份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”）及其相关债券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。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。

2020年12月16日，根据《张家界市财政局张家界市人力资源和社会保障局张家界市人民政府国有资产监督管理委员会关于划转部分国有资本充实社保基金的通知》（张财企（2020）576号），张家界国资委拟将其持有的公司10%股权无偿划转至湖南省国有投资经营有限公司（以下简称“湖南国投”）。本次股权划转事宜已于2021年2月2日完成工商变更手续。截至2021年3月底，公司注册资本和实收资本均为1.00亿元，张家界国资委持有公司90.00%的股权，是公司控股股东及实际控制人。

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2021年3月底，公司下属11家子公司，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.SZ）。截至2021年3月底，公司直接持有张旅集团27.83%的股权（其中49.99%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2020年底，公司合并资产总额为486.98亿元，所有者权益合计为195.68亿元（含少数股东权益9.68亿元）。2020年，公司实现营业收入10.84亿元，利润总额0.56亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额为504.85亿元，所有者权益合计为193.48亿元（含少数股东权益9.51亿元）。2021年1—3月，公司实现营业收入0.70亿元，利润总额-2.22亿元。

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/PR 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”募集资金均已按计划用途使用完毕，并均按时付息。

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	期限
17 张家界专项债/17 张家界	10.00	9.00	2017-07-24	10 年
20 张家界经投 MTN002	5.00	5.00	2020-04-21	5 年（3+2）
20 张家界经投 MTN001	10.00	10.00	2020-03-16	5 年（3+2）

18 张家经投 MTN001	10.00	10.00	2018-11-23	5 年 (3+2)
合计	35.00	34.00	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策

灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年增速平均值)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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；4. 城镇失业率统计中，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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季

度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

²为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，

文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公

共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力

度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业分析

1. 行业概况

旅游业是第三产业中的支柱产业之一，属于敏感性行业，需求弹性较大，易受外部经济环境和突发公共事件影响。近年来，中国旅游经济保持较快增长态势，但新冠肺炎疫情短期对旅游业生产经营造成较大冲击。

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。

2020年，新冠肺炎疫情对旅游业产生了前所未有的影响。根据文化和旅游部公布的数据，

2020年入出境旅游市场几乎全面停滞，国内旅游人数28.79亿人次，较上年同期减少30.22亿人次，同比下降52.1%；分季度看，国内旅游呈现降幅收窄趋势，其中一季度国内旅游人数2.95亿人次，同比下降83.4%；二季度国内旅游人数6.37亿人次，同比下降51.0%；三季度国内旅游人数10.01亿人次，同比下降34.3%；四季度国内旅游人数9.46亿人次，同比下降32.9%。中国旅游经济自2021年第二季度开始已经进入了有序复苏到全面复苏的新通道。

2. 行业竞争

中国旅游业市场存在产业化层次较低、发展模式单一等问题，行业规范和发展存在挑战。

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，产品质量不高等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、盈利能力角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，均存在差距。

整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间既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. 行业政策

国家相关部委推出各项政策，旨在推动旅游产业整合和市场规范，行业格局有望改善。

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。

表3 近年来旅游政策一览

时间	政策	主要内容
2015年8月	《国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和投资的若干意见》（国办发〔2015〕62号）	实施旅游基础提升计划、旅游投资促进计划、旅游消费促进计划、乡村旅游提升计划等，以改善旅游消费环境、开辟旅游消费市场、培育新的消费热点等。
2015年9月	国家发改委、国家旅游局发布开展景区门票价格专项整治工作的通知（发改价格〔2015〕2005号）	开展门票价格专项整治工作、规范经营者价格行为、严格执行定价规则、程序、加强市场监管、建立景区质量等级评定与门票价格水平惩戒联动机制等。
2016年4月	《全国旅游标准化发展规划（2016—2020）》（旅发〔2016〕48号）	提出到2020年，中国旅游国家标准将达到45项以上，行业标准达60项以上，地方标准达300项以上，新建200个以上全国旅游标准化试点示范单位。
2016年11月	《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	《“十三五”旅游业发展规划》	“十三五”期间中国旅游业发展的四大目标为旅游经济稳步增长，包括城乡居民出游人数年均增长10%左右，旅游总收入年均增长11%以上，旅游直接投资年均增长14%以上。
2017年6月	《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、发展全域化、供给品质化、全民参与化和效应最大化，成为旅游业惠及民生、稳增长、调结构、促协调、扩开放的典范。
2017年8月	《2017年全域旅游发展报告》	报告指出旅游已成为中国民众生活必需品，全域旅游应运而生，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。
2018年3月	《关于促进全域旅游发展的指导意见》	文件强调要牢固树立和贯彻落实新发展理念，按照“统筹协调，融合发展；因地制宜，绿色发展；改革创新，示范引导”三项基本原则，加快旅游供给侧改革，以实现旅游发展全域化、旅游供给品质化、旅游效益最大化的目标。
2018年6月	《国家发展改革委关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》	文件指出完善国有景区门票价格形成机制、降低重点国有景区门票价格，是加快发展全域旅游，推动景区及旅游业实现持续健康发展的重要举措。
2019年3月	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	文件提出多项激发居民消费、促进旅游市场发展的意见，旨在提升文化和旅游消费质量水平，增强居民消费意愿，以高质量文化和旅游供给增强人民群众的获得感、幸福感。
2019年7月	关于修订印发《文化旅游提升工程实施方案中央预算内投资管理办法》的通知	各地和有关部门要切实承担起文化旅游提升工程的项目实施主体责任，建立工作机制，落实建设方案，统筹资金渠道，组织编制年度投资计划并及时分解转发落实，有序推进工程实施，确保工程建设质量和效益。
2019年8月	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	提出多项激发居民消费、促进旅游市场发展的意见，包括：继续推动国有景区门票降价，各地结合实际情况，制定实施景区门票减免、景区淡季免费开放、演出门票打折等政策；举办文化和旅游消费季、消费月，举办数字文旅消费体验等活动；整合已有资源，提升入境旅游统一宣传平台水平等。
2020年1月	《文化和旅游部办公厅关于全力做好新型冠状病毒肺炎疫情防控工作暂停旅游企业经营活动的紧急通知》	旨在防控新冠肺炎的传播，要求全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品。

资料来源：联合资信整理

2. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动中国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008

年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，中国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策

出现了一定变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，中国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类

金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月

及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 4 2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20% 左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信综合整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投

企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经

经济社会发展的重要支撑。未来,我国将以整体优化、协同融合为导向,统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展,打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前,中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度,2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设,并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间,评级展望为稳定。

同时,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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化,部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险,如城投企业非标逾期等。2021 年为“资管新规”过渡的最后一年,城投企业非标产品接续难度增加,“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

3. 区域经济环境

跟踪期内,张家界市旅游产业受到疫情影响严重,游客接待量及旅游收入同比大幅下滑,经济发展及财政收入大幅减少。

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 2020 年国民经济和社会发展统计公报》,全年地区生产总值 556.68 亿元,比上年增长 2.0%。其中,第一产业增加值 82.15 亿元,增长 3.8%;第二产业增加值 87.24 亿元,增长 3.8%;第三产业增加值 387.29 亿元,增长 1.3%。

旅游业是张家界市重要支柱产业。截至 2020 年底,全市国家等级旅游区(点)26 个。其中,5A 级 2 个,4A 级 12 个。2020 年,张家界全年国内游客 4969.2 万人次,比上年减少

26.4%;入境游客 3.1 万人次,下降 97.7%。旅游总收入 569.0 亿元,下降 31.5%。其中,国内旅游收入 568.2 亿元,下降 26.3%;国际旅游收入 0.1 亿美元,下降 98.7%。

根据《张家界市 2020 年国民经济和社会发展统计公报》显示,2020 年,张家界市全市一般公共预算收入 52.0 亿元,比上年下降 20.4%。其中,地方财政收入 32.1 亿元;地方财政收入中,税收收入 21.9 亿元,下降 14.4%;非税收入 10.2 亿元,下降 15.5%。一般公共预算支出 198.4 亿元,增长 7.7%,其中民生支出 153.7 亿元,增长 6.8%。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2021 年 3 月底,张家界国资委和湖南国投分别持有公司 90.00%和 10.00%的股权,张家界国资委是公司控股股东及实际控制人。

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。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，公司本部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。

2020 年，公司本部收到财政划转武陵源核心景区门票收入 0.89 亿元，同比下降 55.50%，主要系受疫情影响，武陵源核心景区本年度收入大幅下滑所致。

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，可持续获得补贴支持；近三年获得政府补助分别为 1.79 亿元、1.34 亿元和 3.70 亿元；2020 年公司收到财政贴息资金 2.20 亿元冲减财务费用-利息支出。

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》（中征码：4308000000079663），截至 2021 年 6 月 24 日，公司本部无未结清不良信贷信息记录。

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

2019 年底，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，同时公司仍享有本次划入的景区门票收费权及天门旅投股权，旅游资源进一步集中。

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，公司本部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。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。

同时，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。截至 2020 年底，公司资本公积提升至 172.78 亿元。

九、经营分析

1. 经营概况

公司是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，2020年，旅游及相关业务板块受到全球新冠肺炎疫情冲击，收入规模及毛利率大幅下滑，基础设施建设业务回款稳定。

2020年，公司实现主营业务收入10.84亿元，同比下降31.06%，下降主要来自旅游服务业务。从收入构成看，跟踪期内，公司主营业务收入仍主要由旅游服务业和基础设施建设业务构成。2020年，公司旅游服务板块实现收入3.08亿元，同比下滑59.31%，主要系2020年全球新冠肺炎疫情对旅游行业冲击较大，旅游人数锐减进而导致收入大幅下降；在疫情影响下，公司酒店服务业务和旅行社业务收入分别同比下滑至0.20亿元和0.28亿元。同期，公司基础设施建设业务收入同比上升18.61%至5.99亿元，主要系已完工项目陆续验收回款所致。2020年，其他业务板块收入为1.29亿元，主要为公司产业项目商品房销售1.08亿元及租赁服务等收入0.21亿元。

毛利率方面，2020年，公司主营业务毛利率较上年同比大幅下降22.99个百分点至16.44%。其中，旅游服务业务毛利率下降至28.90%，酒店服务毛利率下降至-54.82%，主要系疫情影响下收入大幅下降、票价优惠政策（对疫情期间抗疫群体的优惠及免票政策）及固定成本维系支出所致；公司旅行社服务业毛利率同比上升3.54个百分点至17.95%，主要系疫情期间旅行社服务对象散客占比较大，利润上升所致。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》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。同期，其他业务板块毛利率同比下降1.64个百分点至12.81%。

2021年1-3月，随着国内疫情逐步得到控制，公司实现主营业务收入0.70亿元，综合毛利率水平为1.77%，同比均大幅增长。其中，旅游服务业务实现收入0.60亿元，毛利率为1.99%，基础设施建设业务一季度未确认收入。

表5 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	2018年			2019年			2020年			2021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	6.45	39.03	77.41	7.57	48.22	68.61	3.08	28.45	28.90	0.60	85.14	1.99
旅行社服务业	1.41	8.54	18.72	0.78	4.97	14.41	0.28	2.60	17.95	0.02	3.05	8.84
景区环保客运	1.70	10.29	40.40	--	--	--	--	--	--	--	--	--
酒店服务	0.27	1.61	-36.87	0.28	1.78	-30.58	0.20	1.80	-54.82	0.03	4.29	-112.63
基础设施建设	6.13	37.06	13.04	5.05	32.17	13.04	5.99	55.28	13.04	--	--	--
其他	0.57	3.47	-58.47	2.02	12.87	14.45	1.29	11.88	12.81	0.05	7.53	61.65
合计	16.53	100.00	38.18	15.70	100.00	39.43	10.84	100.00	16.44	0.70	100.00	1.77

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，旅游业受到新冠疫情的严重冲击，景区客流量大幅下降叠加票价优惠政策范围扩大，2020年旅游服务业板块收入大幅下降，毛利率明显下滑。

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 2020 年底，张旅集团资产总额 27.96 亿元，所有者权益 15.12 亿元；2020 年，张旅集团实现营业收入 1.69 亿元，同比下降 60.21%，利润总额-1.04 亿元，同比大幅下滑。截至 2021 年 3 月底，公司及下属子公司共持有张旅集团 35.30% 股权，其中已质押股份比例为 50.00%。

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，受全球新冠肺炎疫情影响，2020 年，武陵源产发实现营业收入 2.17 亿元，同比下降 72.18%；同期，武陵源产发实现利润总额 0.90 亿元，同比变动不大，利润主要来自以政府补贴为主的营业外收入 1.93 亿元。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。

（1）本部景区门票分成

截至 2020 年底，公司本部可获得的武陵源

核心景区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（普通门票价格为 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本部，2020 年公司本部收到财政划转武陵源核心景区门票收入 0.89 亿元，同比下降 55.50%。

（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 6 近年公司景区接待量（单位：万人次）

游客接待量	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
核心景区	335.42	313.38	108.65	22.93
宝峰湖景区	78.59	48.89	14.46	1.52
十里画廊	122.42	137.45	57.23	7.15
杨家界索道	55.78	118.55	56.58	10.23

注：统计口径未包含免票人次

资料来源：公司提供

表 7 近年来张旅集团主要景区收入及毛利率（单位：万元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 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	5011.53	61.13	5430.21	62.12	1854.74	10.96	284.45	24.12
宝峰湖景区	6748.50	52.75	4421.24	35.70	1304.61	-49.09	210.10	-100.06
杨家界索道	3531.45	13.44	6464.55	47.86	3516.80	26.06	690.75	18.71
合计	15291.48	46.42	16316.00	49.37	6676.15	7.18	1185.30	-1.04

资料来源：公司提供

2020年,武陵源核心景区接待人数108.65万人,同比下降65.33%,主要系受新冠肺炎疫情影响,旅游人数大幅减少所致;同期,张旅集团下属景区接待人数128.27万人,同比下降57.93%,实现收入6676.15万元,同比下降59.08%。其中,十里画廊观光电车购票人数57.23万人,同比下降58.36%,实现收入1854.74万元,同比下降65.84%;宝峰湖接待人数14.46万人,同比下降70.42%,实现收入1304.61万元,同比下降70.49%;杨家界索道完成购票56.58万人,同比下降52.27%,实现营业收入3516.80万元,同比下降45.60%。

环保客运方面,截至2020年底,公司拥有可载客车辆339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2020年底,公司客运业务年载客运力994万人次/年,最高载客人次3.5万人次/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,2020年为0.65亿元,同比下降56.74%,毛利率同比下降65.36个百分点至-56.74%。

表8 2018—2020年公司旅游客运业务经营情况

项目	2018年	2019年	2020年
可载客车辆数量(辆)	352	335	339
年载客运力(万人/年)	2047	2250	994
最高载客人次(万人次/日)	4.8	4.8	3.5
接待人数(万人)	335.42	313.38	121.55
载客人数(万人)	408.7	429.6	201.56

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182元,淡季普通门票为每人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。

2020年,公司旅行社业务营业收入2800.00万元,毛利率为17.95%。2020年公司旅行社业务收入保持下滑态势,主要由于因政策原因关闭落地散拼门市部业务叠加疫情影响所致。

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,公司基建业务收入有所上升,项目整体回款周期较长。

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财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%。

2020年，公司基建业务确认收入5.99亿元，

同比有所上升，主要系已完工项目陆续验收结转；确认收入项目主要为大庸桥片堤防工程（1.14亿元）、机场路拓宽（1.47亿元）和张桑公路改造（0.51亿元）。

截至2021年3月底，公司主要在建工程总投资额79.82亿元，已累计完成投资67.90亿元，未来尚需投资11.92亿元，其中2021年4—12月计划投资4.53亿元。

表9 截至2021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2021年3月底已完成投资额	2021年4—12月投资计划	2022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	0.20	0.10	自筹资金
沙堤大道	7.47	7.35	0.05	0.04	自筹资金
贺龙体育中心	13.13	11.32	0.20	1.20	自筹资金
白马泉高架桥*	3.77	3.77	-	-	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	0.69	-	-	自筹资金
高架桥（澧水大桥至沙堤大道）	2.29	2.09	0.10	0.10	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	1.00	0.95	自筹资金
“五路六园”项目	9.35	3.85	2.00	2.00	自筹资金
红壁岩大桥	4.00	3.00	0.40	0.30	自筹资金
仙人溪河道综合整治工程	1.21	0.45	0.50	0.06	自筹资金
合计	79.82	67.90	4.53	4.75	

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

公司经营效率较低。

受收入规模大幅下降的影响，2020年公司销售债权周转次数同比大幅下滑至1.70次；存货周转次数及总资产周转次数同比下滑，分别为0.07次和0.02次。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020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。2021年1—3月财务报表未经审计。

合并范围方面，2020年底公司财务报表合并范围较2019年底新增1家子公司；截至2021年3月底，公司合并范围较2020年底无变化。公司财务数据可比性强。

截至2020年底，公司合并资产总额为486.98亿元，所有者权益合计为195.68亿元（含少数股东权益9.68亿元）。2020年，公司实现营业收入10.84亿元，利润总额0.56亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额为504.85亿元，所有者权益合计为193.48亿元（含少数股东权益9.51亿元）。2021年1—3月，公司实现营业收入0.70亿元，利润总额-2.22亿元。

2. 资产质量

截至2020年底，受基建业务持续投入、拆借款规模持续增长及土地使用权划入综合影响，公司资产总额较上年底有所增长。其中，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，且持续快速增长，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2020年底，公司资产总额486.98亿元，较上年底增长17.01%。资产构成方面，

流动资产占57.92%，非流动资产占42.08%，资产结构以流动资产为主。

截至2020年底，公司流动资产为282.04亿元，较上年底增长29.93%，主要由货币资金（占6.45%）、应收账款（占2.82%）、存货（占51.91%）和其他应收款（合计）（占37.95%）构成。

截至2020年底，公司货币资金18.19亿元，较上年底增长35.99%，其中银行存款16.10亿元；使用受限的货币资金2.09亿元，占货币资金的11.49%，主要为子公司张家界市城市建设投资有限公司用于质押的定期存单2亿元，受限比例较低。

截至2020年底，公司应收账款较上年底大幅增长77.69%至8.02亿元，主要为应收委托代建市政项目BT回购款，其中，对张家界市财政局应收账款共为7.42亿元，占应收账款期末余额的92.01%，未计提减值。

截至2020年底，公司其他应收款账面价值为105.97亿元，较上年底增长23.19%，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99.49%，公司共计提坏账准备0.58亿元，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67.10亿元，占全部其他应收款的63.32%，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（15.16亿元）、张家界市棚户区改造投资有限公司（15.08亿元）、张家界市高铁新区开发建设有限公司（13.69亿元）、张家界国资委（12.83亿元）和张家界市财政局（10.33亿元），前三笔款项拆借对象为张家界市国资委企业，其拆借款为政府项目投入，预计2021-2025年逐步回款；张家界市财政局拆借款主要为委托公司进行项目建设（未纳入公司基础设施建设业务范围）投入发生的建设往来款；与张家界国资委的拆借款用于投资张家界产业项目，为非经营性资金拆借款。公

司其他应收款中往来款预计于一年内收回的部分合计 0.14 亿元，联合资信将持续关注上述款项回收情况。

截至 2020 年底，公司存货账面价值为 146.40 亿元，较上年底增长 33.47%，主要系张家界市政府终止收回土地事项并将土地入账（土地入账价值 28.17 亿元）以及开发成本增加所致。公司存货主要由开发成本 118.16 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 2020 年底，公司非流动资产 204.94 亿元，较上年底增长 2.93%，构成上以长期股权投资（占 11.82%）、固定资产（占 20.14%）、在建工程（占 21.31%）和无形资产（占 41.18%）为主。

截至 2020 年底，公司可供出售金融资产 8.22 亿元，较 2019 年底增长 4.79%，均为按成本计量的可供出售的权益工具，主要为深圳市前海建合投资管理有限公司 3.55 亿元及张家界双键空调有限公司 1.92 亿元。

截至 2020 年底，公司长期股权投资合计 24.23 亿元，较上年底增长 5.75%，主要为持有天门旅投股权 22.68 亿元。截至 2020 年底，公司长期股权投资权益法下确认的投资收益合计 0.48 亿元。

截至 2020 年底，公司固定资产价值 41.27 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 0.45 亿元。公司固定资产主要由房屋建筑物（占 96.20%）构成；公司固定资产累计折旧 9.30 亿元，未计提减值损失。

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 2020 年底，公司在建工程账面净值 43.68 亿元，较上年底增长 18.33%，2020 年新增投资 7.74 亿元。公司在建工程主要为大庸古城南门口特色街区项目（10.60 亿元）、杨家坪片区城市棚户区改造（5.57 亿元）、天子山项目（3.28

亿元）及袁家界项目（3.35 亿元）等，其余在建项目金额均较小。公司计提减值准备 0.09 亿元。

截至 2020 年底，公司无形资产账面价值 84.39 亿元，较上年底减少 2.02%，主要为门票分成收益权 31.14 亿元和张家界武陵源核心景区门票经营收益权 41.17 亿元；公司无形资产累计摊销 11.67 亿元，其中 2020 年新增摊销 2.13 亿元。公司无形资产未计提减值准备。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 504.85 亿元，较 2020 年底增长 3.67%，其中流动资产 299.06 亿元，非流动资产 205.79 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司其他应收款（合计）较 2020 年底增长 12.50%至 120.40 亿元，主要系往来款增加所致；其余科目较 2020 年底变动不大。

截至 2021 年 3 月底，公司资产受限部分合计 65.06 亿元，占公司资产总额的 12.89%。其中，土地使用权受限规模 9.25 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 8.89 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 20.40 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

截至 2020 年底，公司所有者权益受益于土地使用权划入影响有所增长，权益构成保持稳定，实收资本规模小；有息债务持续快速增长，期限以长期为主，整体债务负担重。

（1）所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益合计 195.68 亿元，较上年底增长 17.42%，主要系 2020 年 6 月张家界市人民政府终止收回三宗土地使用权价值 28.61 亿元转回资本公积所致；公司归属于母公司所有者权益 186.00 亿元，其中股本 1.00 亿元（占 0.54%）、资本公积 172.78 亿元（占 92.89%）、盈余公积 1.23 亿元（占 0.66%）、未分配利润 10.97 亿元（占

5.90%)。

截至 2021 年 3 月底,公司所有者权益 193.48 亿元,较 2020 年底减少 2.20 亿元,主要系公司一季度亏损导致未分配利润下滑。公司权益结构变动不大。

(2) 负债

截至 2020 年底,公司负债合计 291.30 亿元,较上年底增长 16.75%。其中流动负债占 33.99%,非流动负债占 66.01%,负债结构较 2019 年底变动不大。

截至 2020 年底,公司流动负债合计 99.00 亿元,较上年底增长 21.37%。其中,短期借款、其他应付款及一年内到期的非流动负债变动较大。

截至 2020 年底,公司短期借款合计 9.24 亿元,较上年底增长 82.29%;构成上主要为质押借款(4.33 亿元)和抵押借款(4.00 亿元),截至目前,公司无已逾期未偿还的短期借款。

截至 2020 年底,公司预收账款为 30.29 亿元,较上年底变化不大,主要为集团本部预收土地整理收益 30.22 亿元。

截至 2020 年底,公司其他应付款为 17.04 亿元,较上年底增长 22.94%,主要系公司其他往来款增加所致,其中主要包括应付张家界市茅岩河旅游开发股份有限公司 3.83 亿元、湖南发展集团湘发城市建设投资有限公司 3.15 亿元及张家界市公共交通发展有限公司 1.94 亿元等。构成上以往来款为主,占其他应付款的 94.07%,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 2020 年底,其他应付款前五名合计 11.01 亿元,占其他应付款总额的 64.65%,集中度高。

表 10 2020 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	3.83	22.50
湖南发展集团湘发城市建设投资有限公司	3.15	18.50
张家界市公共交通发展有限公司	1.94	11.39

张家界市市政工程有限责任公司	1.21	7.10
张家界市高铁新区开发建设有限公司	0.88	5.16
合计	11.01	64.65

资料来源:公司审计报告

截至 2020 年底,公司一年内到期的非流动负债为 35.64 亿元,较上年底增长 41.87%,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 18.00 亿元。

截至 2020 年底,公司非流动负债 192.30 亿元,较上年底增长 14.50%,主要由长期借款(占 59.17%)和应付债券(占 28.13%)构成。

截至 2020 年底,公司长期借款 113.78 亿元,较上年底增长 12.11%。截至 2020 年底,公司长期借款中质押借款 81.49 亿元、抵押借款 30.14 亿元、保证借款 7.82 亿元、信用借款 11.86 亿元,一年内到期部分 17.53 亿元。

截至 2020 年底,公司应付债券为 54.10 亿元,较 2019 年底增长 22.95%,主要为新发行的中期票据增加。

截至 2020 年底,公司长期应付款合计 19.80 亿元,较上年底增长 10.48%,主要系新增张家界市财政局拨入土地专项债 3.49 亿元所致。

截至 2021 年 3 月底,公司负债合计 311.37 亿元,较 2020 年底增长 6.89%,其中长期借款增加 18.55 亿元、其他应付款(合计)增加 13.38 亿元,系张家界市武陵源财政局拨给武陵源的化债资金增加 12.60 亿元所致。负债结构较 2020 年底变化不大,仍以非流动负债为主。

有息债务方面,截至 2020 年底,公司全部债务 226.56 亿元,较上年底增长 20.13%。其中短期债务占 19.81%,长期债务占 80.19%。截至 2020 年底,公司资产负债率和长期债务资本化比率均较上年底有所下降,分别为 59.82%和 48.14%,全部债务资本化比率较上年底有所上升,为 53.66%。

截至 2021 年 3 月底,公司全部债务规模进一步增加至 233.10 亿元,较上年底增长 2.89%,其中长期债务合计 200.13 亿元,短期

债务合计 32.97 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 61.68%、54.64%和 50.84%。

表 11 截至报告出具日公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额(亿元)
17 张家界专项债/PR 张家界	2027-07-24	9
20 张家经投 MTN002	2025-04-21	5
20 张家经投 MTN001	2025-03-16	10
18 张家经投 MTN001	2023-11-23	10
20 张家经投 PPN001	2023-09-02	13.1
19 张家经投 PPN002	2022-09-25	2.4
19 张家经投 PPN001	2022-05-29	5.6
16 张家经投 PPN002	2021-07-26	5
合计		60.10

资料来源: Wind

4. 盈利能力

2020 年, 受全球范围疫情冲击及票价优惠政策影响, 公司收入规模同比大幅下降, 经营性利润亏损, 利润总额对非经常性损益依赖性很强。2021 年以来, 公司营业收入同比有所上升, 但尚未恢复到正常水平。

2020 年, 受新冠肺炎疫情冲击, 公司游客接待量大幅下降叠加票价优惠政策影响, 公司营业收入同比下降 31.06%至 10.84 亿元。同期, 公司营业成本下降 4.93%至 9.05 亿元。2020 年, 公司营业利润率同比下降 22.89 个百分点至 14.57%。

从期间费用来看, 2020 年公司期间费用同比减少 10.45%至 5.15 亿元, 其中, 公司财务费用为 1.58 亿元, 同比下降 23.01%, 主要系公司收到财政贴息资金 2.20 亿元冲减利息支出所致; 期间费用率为 47.50%, 同比增长 10.93 个百分点, 主要系收入规模大幅下滑导致期间费用率上升。

2020 年, 公司实现投资收益 0.80 亿元, 同比增长 110.38%, 主要增加为持有的天门旅投权益法下核算的收益 0.48 亿元。2020 年公司实现其他收益 3.70 亿元, 同比增长 169.87%, 主要系疫情期间财政局增加对公司

的经营补贴 1.60 亿元及其他补贴增长所致。

2020 年, 公司实现利润总额 0.56 亿元, 同比下降 64.43%。2020 年, 公司非经常性损益(投资收益+其他收益+营业外收入)为 4.53 亿元, 是利润总额的 8.09 倍, 同期, 公司收到财政贴息资金 2.20 亿元冲减财务费用-利息支出, 该贴息支持为当期利润总额的 3.93 倍; 公司经营性利润亏损, 利润总额对非经常性损益依赖性很强。

从盈利指标来看, 2020 年, 公司总资本收益率和净资产收益率分别同比下降至 0.57%和 0.36%, 整体盈利能力较弱。

2021年1—3月, 公司实现营业收入0.70亿元, 同比大幅增长350.00%, 但仍较2019年一季度下降45.31%, 主要系国外疫情形势依旧严峻, 国外客流量下降幅度较大所致。2021年一季度, 公司实现利润总额-2.22亿元, 同比下降6.73%。

5. 现金流及保障

跟踪期内, 公司经营活动现金流入流出量仍以往来款为主, 经营活动现金流持续大幅净流出; 受代建项目持续投入影响, 公司投资活动现金流仍呈净流出状态, 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, 2020 年, 公司经营活动现金流入量 50.87 亿元, 同比下降 9.02%, 主要为收到其他与经营活动有关的现金 37.91 亿元, 主要由收到往来款构成(32.33 亿元)。2020 年, 公司经营活动现金流出量 68.56 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 55.60 亿元)。2020 年, 公司经营活动现金流量净额为-17.69 亿元。同期, 公司现金收入比增长 2.33 个百分点至 117.32%。

从投资活动来看, 2020 年, 公司投资活动现金流入 0.76 亿元, 其中收到其他与投资活动有关的现金 0.63 亿元, 主要为收到统借

统还的本金及利息 0.54 亿元；同期，公司投资活动现金流出 7.08 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仍呈净流出态势，2020 年为-6.32 亿元，净流出规模同比有所减少。

从筹资活动来看，2020 年公司筹资活动现金流入量为 96.12 亿元，主要为取得借款及发行债券收到的现金；公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金。2020 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 26.80 亿元。

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为-0.16 亿元；公司投资活动现金净流出 1.85 亿元；公司筹资活动现金净流入 3.70 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司有息债务快速增长，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，可持续获得政府大力支持，公司整体偿债能力很强。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，2020 年底，公司流动比率和速动比率分别较上年底上升至 284.89% 和 137.01%；现金类资产对短期债务的保障能力有所弱化，现金短期债务比为 0.41 倍。截至 2021 年 3 月底，流动比率和速动比率分别为 298.15% 和 150.16%，现金短期债务比为 0.60 倍。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 6.17 亿元；同期，公司 EBITDA 利息倍数为 1.11 倍，随着公司有息债务规模增长，全部债务/EBITDA 上升至 36.75 倍。

截至 2021 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 196.65 亿元，尚未使用额度 11.65 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 2021 年 3 月底，公司对外担保余额 46.24 亿元（详见附件 2），担保比率为 23.90%，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 2020 年底，公司本部资产总额 382.32 亿元，其中流动资产 234.46 亿元，非流动资产 147.87 亿元；流动资产主要由货币资金（13.71 亿元）、其他应收款（98.67 亿元）和以代建项目为主的存货（113.90 亿元）构成；非流动资产以长期股权投资（112.18 亿元）和无形资产（31.16 亿元）为主。

截至 2020 年底，公司本部负债合计 198.63 亿元，其中流动负债 82.43 亿元，非流动负债 116.20 亿元；流动负债以预收款项（30.22 亿元）、一年到期的非流动负债（32.57 亿元）和其他应付款（15.13 亿元）为主；非流动负债主要为长期借款（46.23 亿元）和应付债券（54.10 亿元）。公司本部有息债务合计 136.75 亿元，以长期债务为主，占全部有息债务的 73.37%。

截至 2020 年底，公司本部所有者权益合计 183.69 亿元，其中实收资本 1.00 亿元，资本公积 169.20 亿元。

2020 年，公司本部实现营业收入 7.00 亿元；当期利润总额 2.80 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尚可，经营活动现金流入量对公司待偿债券本金峰值保障能力较强。

截至 2021 年 3 月底，公司存续债券余额共 60.10 亿元。2020 年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 50.87 亿元、-17.69 亿元、6.17 亿元，为公司存续债券待偿

还本金峰值的1.99倍、-0.69倍和0.24倍。

表 12 公司存续债券保障情况

(单位：亿元、倍)

项 目	2020 年
一年内到期债券余额	10.60
未来待偿债券本金峰值	25.50
现金类资产/一年内到期债券余额	0.64
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.99
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.69
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.24

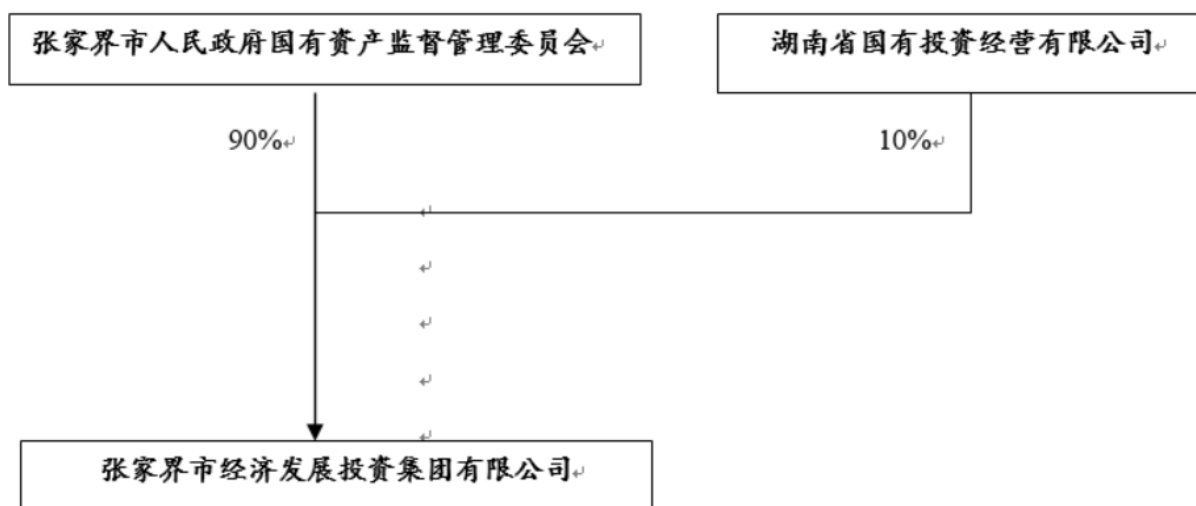
注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据

资料来源：根据公司年报及公开资料整理

十二、结论

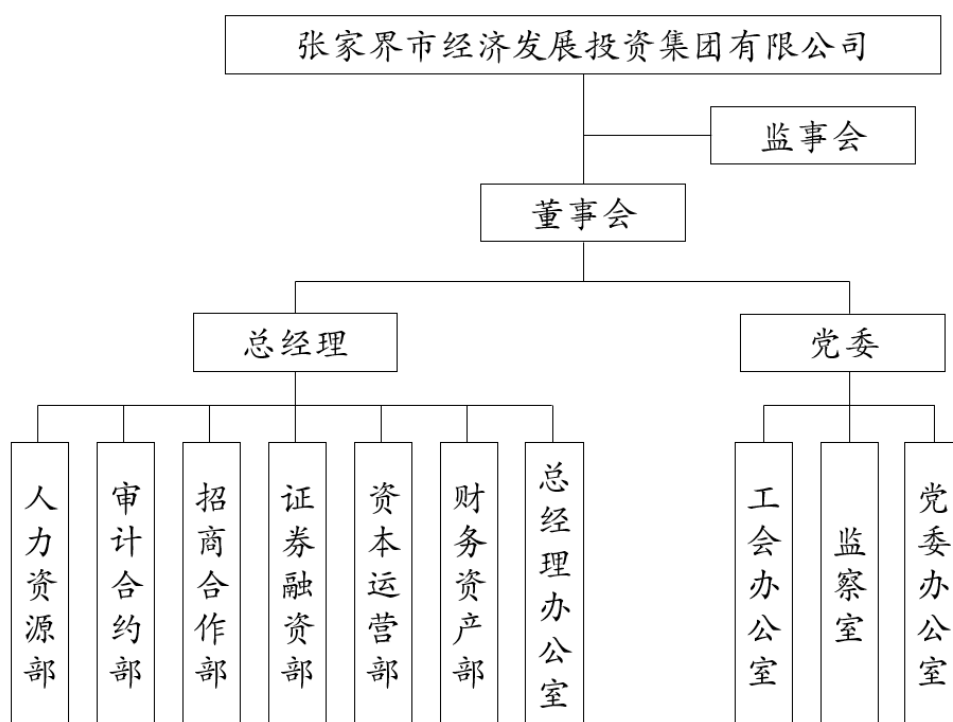
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“17张家界专项债/PR张家界”“20张家经投MTN002”“20张家经投MTN001”和“18张家经投MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2021 年 3 月底公司对外担保明细

被担保方（全称）	融资金额 (万元)	担保方式	期限	是否反担保
张家界远大住宅工业有限公司	9000.00	保证	2019.1.28-2024.1.15	否
	2000.00	保证	2020.9.2-2021.9.1	否
张家界游客服务中心	4000.00	保证	2018.12.21-2027.12.21	否
	5000.00	保证	2020.3.21-2027.12.07	否
张家界天门旅游经济投资有限责任公司	19500.00	保证	2019.7.25-2022.7.22	否
	25000.00	保证	2020.9.11-2023.09.11	否
张家界市政工程有限公司	5000.00	保证	2020.5.29-2023.5.29	否
张家界市市场开发建设有限责任公司	3000.00	保证	2016.12.29-2021.11.25	否
张家界市绕城公路建设开发有限公司	32000.00	保证	2016.1.4-2033.12.31	否
张家界市棚户区改造投资有限公司	20000.00	保证	2017.5.18-2022.5.18	否
	3500.00	保证	2017.6.29-2022.6.18	否
	40000.00	保证	2019.2.11-2043.12.31	否
	20000.00		2021.3.31-2028.12.20	否
张家界市高铁新区开发建设有限公司	50000.00	保证	2016.10.25-2024.10.25	否
	40000.00	保证	2017.5.8-2026.12.31	否
张家界市茅岩河旅游开发股份有限公司	10000.00	保证	2019.10.01-2034.9.22	否
	7000.00	保证	2020.9.24-2035.9.21	否
	10000.00	保证	2016.10.10-2032.3.9	否
张家界经济开发区开发建设有限公司	51000.00	保证	2017.11.03-2037.5.28	否
张家界金程广告传媒有限公司	4000.00	保证	2020.6.30-2023.6.30	否
张家界市园林公司	15000.00	保证	2020.12.30-2022.12.10	否
张家界市西线环保客运公司	2000.00	保证	2019.6.27-2022.6.27	否
	5000.00	保证	2021.3.25-2035.9.21	否
张家界市土地公司	13000.00	保证	2021.3.16-2024.01.20	否
张家界市市政公司	8000.00	保证	2020.12.8-2021.12.8	否
张家界市桑植县工业园开发建设有限公司	15000.00	保证	2017.12.27-2022.12.27	否
张家界市桑植红色旅游有限公司	10449.00	保证	2021.2.5-2036.2.1	否
张家界市美界有限公司	3000.00	保证	2021.1.4-2022.1.4	否
	1000.00	保证	2020.12.9-2021.12.9	否
张家界市经济开发区	30000.00	保证	2021.3.25-2036.3.24	否
张家界市高铁新区有限公司	3000.00	保证	2020.3.25-2023.3.24	否
张家界市产投有限公司	13500.00	保证	2021.1.12-2027.12.29	否
	1000.00	保证	2021.1.29-2022.1.29	否
合计	462449.00	--	--	--

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	36.42	13.32	16.36	16.84
资产总额(亿元)	400.02	416.17	486.98	504.85
所有者权益(亿元)	165.81	166.65	195.68	193.48
短期债务(亿元)	21.49	30.19	44.89	32.97
长期债务(亿元)	147.97	158.39	181.67	200.13
全部债务(亿元)	169.46	188.59	226.56	233.10
营业收入(亿元)	16.56	15.72	10.84	0.70
利润总额(亿元)	1.73	1.57	0.56	-2.22
EBITDA(亿元)	8.44	7.51	6.17	--
经营性净现金流(亿元)	4.89	-18.04	-17.69	-0.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	53.97	6.89	1.70	--
存货周转次数(次)	0.09	0.08	0.07	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.04	0.02	--
现金收入比(%)	150.49	114.99	117.32	109.92
营业利润率(%)	35.93	37.46	14.57	-5.64
总资本收益率(%)	1.34	1.00	0.57	--
净资产收益率(%)	0.98	0.82	0.36	--
长期债务资本化比率(%)	47.16	48.73	48.14	50.84
全部债务资本化比率(%)	50.54	53.09	53.66	54.64
资产负债率(%)	58.55	59.96	59.82	61.68
流动比率(%)	297.23	266.10	284.89	298.15
速动比率(%)	141.78	131.64	137.01	150.16
经营现金流流动负债比(%)	6.19	-22.11	-17.87	--
现金短期债务比(倍)	1.70	0.44	0.41	0.60
EBITDA 利息倍数(倍)	1.29	1.10	1.11	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.07	25.11	36.75	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限部分；长期应付中有息部分已调至长期债务
 资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.88	8.82	13.71	9.30
资产总额(亿元)	295.35	321.62	382.32	391.85
所有者权益(亿元)	152.20	152.59	183.69	182.20
短期债务(亿元)	15.23	20.33	36.42	23.74
长期债务(亿元)	87.78	93.37	100.33	122.61
全部债务(亿元)	103.01	113.69	136.75	146.35
营业收入(亿元)	8.12	7.05	7.00	0.00
利润总额(亿元)	0.28	0.91	2.80	-1.50
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	2.07	-18.37	-16.31	-11.66
财务指标				
销售债权周转次数(次)	31.47	3.49	1.22	--
存货周转次数(次)	0.06	0.05	0.06	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	147.84	127.00	129.98	--
营业利润率(%)	25.29	27.27	13.41	--
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	0.19	0.59	1.53	--
长期债务资本化比率(%)	36.58	37.96	35.32	40.23
全部债务资本化比率(%)	40.36	42.70	42.67	44.55
资产负债率(%)	48.47	52.56	51.95	53.50
流动比率(%)	371.79	277.73	284.44	342.79
速动比率(%)	156.13	149.35	146.26	342.79
经营现金流动负债比(%)	4.36	-29.22	-19.78	--
现金短期债务比(倍)	1.50	0.43	0.38	0.39
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 4 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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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 5-1 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 5-2 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 5-3 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。