

张家界市经济发展投资集团有限公司 主动评级报告

信用等级：A-_{pi} 信用展望：稳定

评级时间：2021年12月03日

主要经营指标	2017	2018	2019	2020
地区生产总值(亿元)	574.40	578.92	552.07	556.68
一般公共预算收入(亿元)	33.84	34.66	37.69	32.1
主要财务指标	2018	2019	2020	2021H1
现金类资产(亿元)	36.61	13.38	18.19	14.57
资产总额(亿元)	400.02	416.17	486.98	493.88
所有者权益(亿元)	165.81	166.65	195.68	193.66
短期债务(亿元)	21.49	30.19	44.89	42.73
全部债务(亿元)	169.46	188.59	226.57	222.44
营业总收入(亿元)	16.56	15.72	10.84	3.27
利润总额(亿元)	1.73	1.57	0.56	-2.07
EBITDA(亿元)	8.44	7.51	6.17	-
经营净现金流(亿元)	4.89	-18.04	-17.69	2.99
营业毛利率(%)	37.93	39.43	16.47	30.73
EBIT利润率(%)	27.80	23.84	20.84	-
总资产报酬率(%)	1.22	0.92	0.50	-
资产负债率(%)	58.55	59.96	59.82	60.79
全部债务资本化比率(%)	50.54	53.09	53.66	53.46
流动比率(倍)	2.97	2.66	2.85	2.62
现金类资产/短期债务(倍)	1.70	0.44	0.41	0.34
全部债务/EBITDA(倍)	20.07	25.11	36.75	-
EBITDA利息保障倍数(倍)	1.29	1.10	1.11	-

资料来源：公开资料，公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年上半年财务报表。

市场服务

电话：010-88090123

免责声明：1、本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责；2、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等；3、本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；4、未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露，不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

评级结论

张家界市经济发展投资集团有限公司（以下简称“张家界经投”或“公司”）成立于1999年9月，下属11家子公司包含1家A股上市公司张家界旅游集团股份有限公司（股票代码：000430.SZ），公司唯一股东和实际控制人均为张家界市国资委。公司主营旅游产业开发、城市基础设施建设等业务，中短期内业务结构将保持稳定。中债资信认为公司所属城投行业信用品质一般。经营方面，受疫情影响，旅游业务收入下滑明显，需关注后续经营情况；公司基建等业务整体投资规模较大，已结算项目回款情况一般，但考虑到公司区域地位突出，整体经营风险一般。财务方面，公司资产质量一般，债务负担偏重，盈利能力偏弱，长短期偿债指标表现较差，财务风险一般。外部支持具有很强的增信作用。综合上述因素，中债资信对公司主体信用等级评定为A-_{pi}，信用展望为稳定。

评级要素

■ 经营风险要素

● **行业风险：**2021年积极的财政政策将提质增效、更可持续，保持适度支出强度；稳健的货币政策灵活精准、合理适度，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系；中央经济工作会议强调抓实化解地方政府隐性债务风险工作，防范化解地方政府隐性债务风险的政策底线依然坚定，城投行业相关政策和融资环境持续收紧；城投企业基建融资职能弱化趋势不变，市场化法治化转型持续推进，业务模式及政府支持方式进一步规范，但行业债务负担持续上行，流动性压力依然较大，财务表现仍很差。中债资信认为城投行业信用品质“一般”。

● **规模和市场地位：**公司是张家界旅游开发的重要主体及张家界市最大的城市基础设施建设主体，区域市场地位突出。

● **基础设施建设业务：**作为张家界市最大的基础设施建设主体，公司负责市政道路管网及风貌改造等业务，公司与政府签订协议，自筹资金完成项目建设，通过政府回购实现资金平衡，回购金额为项目投资成本加成15%，回购周期为7年。截至2021年6月末公司主要已完工项目累计已投资30.49亿元，拟回款35.06亿元，确认回款17.07亿元，部分项目回款进度较慢，公开资料未披露公司最新回款情况，但根据存货中沉淀的大规模开发成本来看，回款情况一般；截至2021年3月末，在建项目总投资79.82亿元，已投资67.90亿元，2021年4-12月和2022年计划投资分别为4.53亿元、4.75亿元，尚需一定投资规模。整体看，基建业务已结算项目回款情况一般，对公司形成了较大规模的资金占用，未来待回购规模较大，政府回购周期较长，需关注项目运营和政府回购情况。

●**旅游业务**：公司旅游业务主要由集团本部的门票分成、下属张旅集团和武陵源产发的景区运营和旅行社服务及环保客运业务组成。公司获得了由张家界市人民政府划入的张家界部分景区、载人工具门票的分成收益权，现阶段收益情况良好。张旅集团和武陵源产发负责景区的运营与维护，运营的张家界宝峰湖景区和十里画廊景区均为 5A 级景区，并通过旅行社服务向景区输送客源，旅游业务毛利水平较高。整体上，公司旅游业务运营稳定，每年为公司贡献较为稳定的收入和利润，但受新冠肺炎疫情影响，2020 年该板块收入大幅下滑近 60%，2021 年上半年根据张旅集团披露的半年报来看，旅游业务收入已恢复至 2019 年上半年约 70% 水平，但考虑到 7 月以来张家界市内疫情反复，预计下半年收入仍将有所下滑。

●**其他业务**：公司还开展了公交车业务、殡仪服务业务、租赁服务业务、广告业务、房地产业务等多元化业务，整体收入规模较小，盈利能力较弱，但风险可控。

●**发展战略**：根据公司规划，公司未来投资仍主要集中于基础设施建设项目，截至 2021 年 3 月末，在建项目尚需投资约 12 亿元，未来有一定投资规模。此外需要注意的是，2019 年，张家界政府以其持有的景区门票资源使用费及天门旅投 45% 股权置换公司同等价值土地使用权（账面价值 28.17 亿元）。2020 年 6 月，张家界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，未来需关注门票收益权到位情况及公司资源整合情况。

●**委托方实力**：公司业务的委托方为张家界市人民政府。张家界以旅游建市，为中国最重要的旅游城市之一，凭借得天独厚的旅游资源优势，近年张家界市经济持续增长，2020 年实现地区生产总值 556.68 亿元，在湖南省 14 个地级市（州）中排名居末，GDP 同比增长 2.0%；财政方面，2020 年张家界市实现一般公共预算收入 32.10 亿元（税收占比 68.22%），政府性基金收入 64.88 亿元。整体看，张家界市经济财政实力较强。

■ 财务风险要素

●**资产质量**：截至 2021 年 6 月末，公司资产合计 493.88 亿元，主要由应收政府及相关单位形成的其他应收款（22.90%）、土地资产和基础设施建设项目形成的存货（30.22%）、景区门票收益权和土地使用权形成的无形资产（17.25%）构成，其中，由于往来款增加，其他应收款规模大幅增长，欠款方集中度较高，需关注其对公司资金的占用和未来回收情况；存货中基建项目形成的开发成本约 120 亿元，推测历史回款存在一定滞后，需关注后续回款情况。截至 2021 年 3 月末，公司受限资产规模为 65.06 亿元，主要为土地资产、门票收益权及其持有的张旅集团股权，占同期总资产规模的 12.89%，受限比例一般。综上所述，公司资产变现能力较弱，资产质量一般。

●**盈利能力和现金流**：受基建项目确认收入减少、景区门票价格调降及疫情

影响，公司近年来主营业务收入有所下降，经营性业务利润表现为微利或者微亏状态，利润实现对政府补贴存在较大依赖，整体盈利能力偏弱。受基础设施项目支出较大、往来款净流出等影响，公司近年经营活动现金流基本呈净流出状态，投资活动现金流持续大幅净流出，公司经营主要依赖于外部融资，考虑到公司短期债务以及基建项目未来尚需投资规模，以及截至 2021 年 3 月末尚未使用银行授信额度仅 11.65 亿元，备用流动性充足度一般，公司面临一定筹资压力。

●资本结构和偿债指标：公司有息债务规模较大，截至 2021 年 6 月末为 222.44 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 60.79%和 53.46%，公司整体债务负担偏重。偿债指标表现方面，截至 2021 年 6 月末公司现金类资产/短期债务为 0.34 倍，短期偿债指标表现较差；2020 年，公司全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 36.75 倍和 1.11 倍，长期偿债指标表现亦较差。未来随着公司项目投资规模扩大，债务负担或将加重，偿债指标存在进一步弱化风险。

●对外担保：截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额约 46.24 亿元，担保比率为 23.90%，担保对象主要为区域内国有企业，经营情况良好，但考虑到公司对外担保规模较大，仍需关注或有债务风险。

■ 外部支持

公司是张家界旅游开发的重要主体及张家界市最大的城市基础设施建设主体，近年获得了政府在土地资产注入、景区资产划拨、财政补贴等方面的很大支持。考虑到公司区域地位突出，预计公司面临债务危机时，获得政府支持的可能性高，外部支持具有很强的增信作用。

附件一：

信用等级符号及含义

中债资信评估有限责任公司主体评级业务采用的信用等级符号是对受评主体违约风险的评价，整个等级符号体系划分为四等十级，主动评级时以“pi”下标标注。主动评级业务采用的主体信用等级符号分别为AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}、D_{pi}，其中AAA_{pi}至B_{pi}级别可用“+”或“-”符号进行微调，表示在本等级内略高或略低于中等水平。各等级符号的含义如下：

等级符号	等级含义
AAA _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB _{pi}	偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。
BB _{pi}	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，违约风险较高。
B _{pi}	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 _{pi}	主体基本无法偿还债务，未来一段时间内将发生违约。
CC _{pi}	主体基本难以偿还债务，短期内将发生违约。
C _{pi}	主体已发布债务兑付风险提示、申请破产等情况，表示主体即将违约。
D _{pi}	主体已经违约。

信用评级报告声明

（一）本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（二）中债资信对张家界市经济发展投资集团有限公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是依据中债资信内部评级程序要求、以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员的专业经验判断而确定的。本报告所依据的评级方法、评级模型和评级程序在中债资信官方网站公开披露。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（四）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期经营风险和财务风险综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（五）本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露、不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

（六）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债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，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。