

张家界市经济发展投资 集团有限公司 2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕4430 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”“23 张家经投 MTN002”和“21 张家界专项债 01/21 张家界”的信用等级为 AA，维持“22 张家界专项债 01/22 张家界”和“22 张家界专项债 02/22 张经投”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

评级总监：

二〇二五年六月十八日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受张家界市经济发展投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

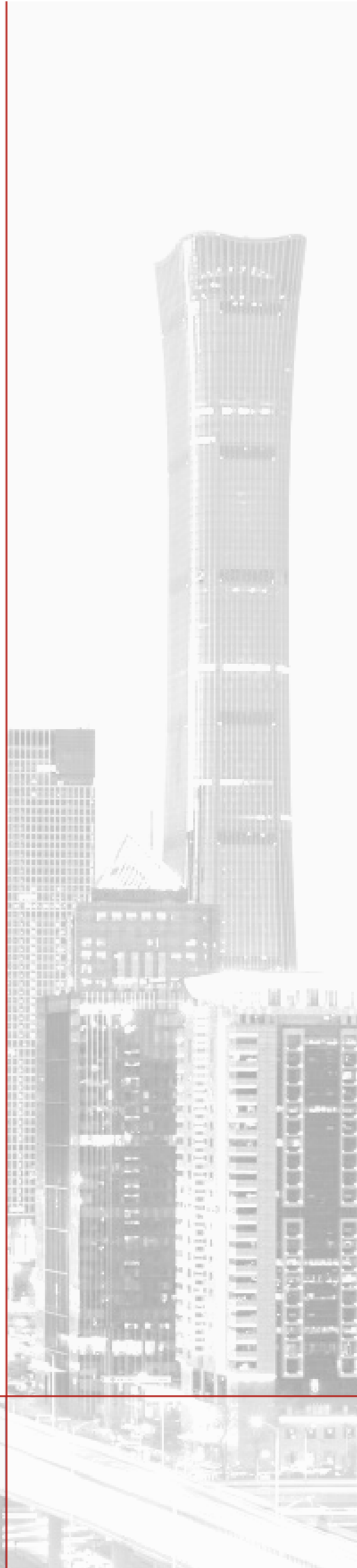
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及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。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



张家界市经济发展投资集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
张家界市经济发展投资集团有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2025/06/18
常德财鑫融资担保有限公司	AA ⁺ _{pi} ¹ /稳定	AA ⁺ /稳定	
17 张家界专项债/PR 张家界	AA/稳定	AA/稳定	
23 张家经投 MTN002	AA/稳定	AA/稳定	
21 张家界专项债 01/21 张家界	AA/稳定	AA/稳定	
22 张家界专项债 01/22 张家界	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	
22 张家界专项债 02/22 张经投	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	

评级观点

跟踪期内，张家界市经济发展投资集团有限公司（以下简称“公司”）仍是张家界市旅游业经营开发的重要主体、张家界市政府最大的城市基础设施建设投融资平台，区域重要性强。经营方面，公司旅游业务仍拥有突出的资源禀赋优势，2024 年，公司景区游客接待量增加带动旅游及其他服务收入增长，但旅游板块子公司张家界旅游集团股份有限公司（以下简称“张旅集团”）亏损加重，已出现债务逾期、工程款支付纠纷并被申请预重整，后续经营业绩改善情况、重整情况具有较大不确定性，需保持关注。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，2024 年，委托代建业务收入和毛利率基本稳定，回款情况良好；但该业务形成的资产回收周期长，仍对公司营运资金存在较大占用。财务方面，2024 年公司收入增长、期间费用下降，经营性利润保持增长；资产减值损失和对外担保诉讼损失对利润总额侵蚀影响大，利润总额对政府补助存在较大依赖；公司资产流动性较弱，债务规模有所下降，但债务负担仍较重，偿债指标表现偏弱。

公司存续债券中，“22 张家界专项债 01/22 张家界”“22 张家界专项债 02/22 张经投”由常德财鑫融资担保有限公司（以下简称“常德财鑫”）提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，常德财鑫的担保有效提高了上述债券本息偿付的安全性。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，依托旅游资源禀赋的优势和张家界市政府的支持，随着旅游出行需求的增长，公司旗下旅游业务收入水平有望进一步提升。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司资产质量显著提升；股东及相关各方对公司的支持显著增强。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司资本实力明显下降、优质旅游资产划出；财务杠杆大幅上升且流动性压力加剧，财务状况明显恶化；公司地位下降，股东及相关各方对公司的支持明显减弱。

优势

- **公司旅游业务拥有突出的资源禀赋优势。**张家界景区拥有“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，已成为国内外著名热点旅游目的地，旅游资源禀赋优势显著。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，运营的景区资源包括武陵源核心景区（AAAAA 级）、张家界宝峰湖景区（AAAAA 级）、十里画廊风景区（AAAAA 级）、杨家界索道等。公司本部及旗下子公司享有张家界核心景区（武陵源风景名胜区）等多处旅游资源的经营权和门票分成收益权。
- **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，区域地位显著。**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，区域地位显著，可持续获得补贴支持。2024 年，公司实现其他收益 5.72 亿元；收到财政贴息资金（冲减财务费用）3.51 亿元。

¹ 此评级结果为公开评级结果

关注

- **存货及应收类款项对资金占用规模大，资产流动性较弱。**截至 2024 年底，公司存货中因基础设施建设业务形成的开发成本账面价值 112.67 亿元；其他应收款账面价值 181.83 亿元（主要为应收当地政府机构及平台公司的往来款），账龄偏长，对公司资产流动性造成了不利影响，并存在一定的回收风险。
- **资产减值损失和对外担保诉讼损失对利润总额侵蚀大。**2024 年，由于对大庸古城相关资产计提减值准备等原因，公司确认资产减值损失 4.78 亿元；2024 年，子公司张家界市武陵源旅游产业发展有限公司对其联营企业在银行的借款承担连带担保责任，确认对外担保诉讼损失 0.97 亿元。
- **需关注子公司重整及后续经营业绩改善情况。**近年来张旅集团持续亏损，主要因投资建设的大庸古城项目经营业绩不及预期并发生资产减值损失，已出现债务逾期和工程款支付纠纷并被申请预重整，后续经营业绩改善及重整情况具有较大不确定性，需保持关注。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2024 年底，公司对外担保余额 83.38 亿元（被担保方主要为张家界市属国有企业），占期末净资产的比例为 39.39%，均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 旅游企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 旅游企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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	1
		资本结构		2
		偿债能力		4
指示评级				a ⁻
个体调整因素：				--
个体信用等级				a ⁻
外部支持调整因素：政府支持				+4
评级结果				AA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件

主要财务数据

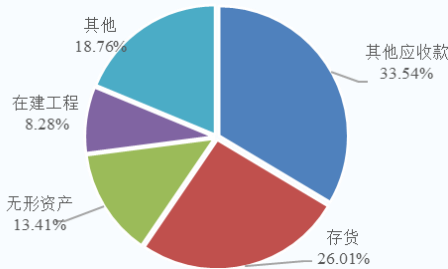
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	9.06	7.13	22.14
资产总额（亿元）	543.04	542.11	559.04
所有者权益（亿元）	208.72	211.69	209.98
短期债务（亿元）	54.19	40.33	33.57
长期债务（亿元）	182.43	175.95	200.22
全部债务（亿元）	236.62	216.27	233.79
营业总收入（亿元）	19.78	20.64	1.71
利润总额（亿元）	1.76	1.90	-1.70
EBITDA（亿元）	9.23	8.51	--
经营性净现金流（亿元）	22.45	26.34	0.43
营业利润率（%）	40.40	39.20	23.12
净资产收益率（%）	0.57	0.80	--
资产负债率（%）	61.56	60.95	62.44
全部债务资本化比率（%）	53.13	50.53	52.68
流动比率（%）	243.01	240.41	263.34
经营现金流流动负债比（%）	16.10	18.61	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.18	0.66
EBITDA 利息倍数（倍）	1.18	1.39	--
全部债务/EBITDA（倍）	25.64	25.40	--

公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	429.69	445.60	460.19
所有者权益（亿元）	195.21	204.43	203.24
全部债务（亿元）	155.94	148.02	149.92
营业总收入（亿元）	11.74	12.33	0.00
利润总额（亿元）	4.06	8.00	-1.19
资产负债率（%）	54.57	54.12	55.84
全部债务资本化比率（%）	44.41	42.00	42.45
流动比率（%）	246.87	249.05	275.96
经营现金流流动负债比（%）	16.36	9.29	--

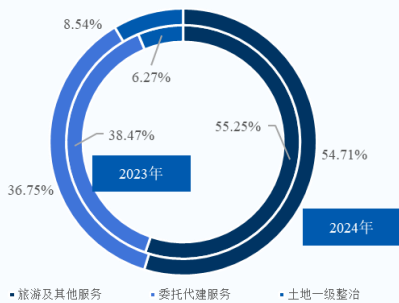
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债和长期应付款中的有息部分已计入债务

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表及公司提供资料整理

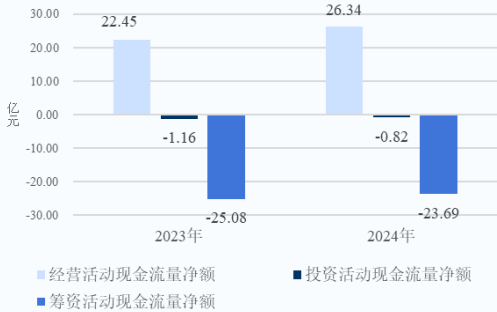
2024 年底公司资产构成



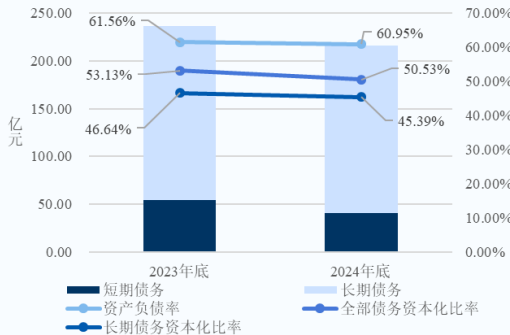
2023—2024 年公司收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 年底公司债务情况



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	特殊条款
17 张家界专项债/PR 张家界	10.00 亿元	4.50 亿元	2027/07/24	债券提前偿还
23 张家经投 MTN002	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/04/10	--
21 张家界专项债 01/21 张家界	4.00 亿元	3.60 亿元	2028/12/10	债券提前偿还
22 张家界专项债 01/22 张家界	5.50 亿元	4.95 亿元	2029/04/29	债券提前偿还、担保方提供不可撤销连带责任保证担保
22 张家界专项债 02/22 张经投	5.50 亿元	4.95 亿元	2029/06/14	债券提前偿还、担保方提供不可撤销连带责任保证担保

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
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 张家界专项债 01/22 张家界；22 张家界专项债 02/22 张经投；21 张家界专项债 01/21 张家界；17 张家界专项债/PR 张家界；23 张家经投 MTN002	AA+/稳定 AA/稳定	AA/稳定	2024/06/18	侯珍珍、李明	旅游企业信用评级方法 V4.0.202208 旅游企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
23 张家经投 MTN002	AA/稳定	AA/稳定	2023/03/17	郭察理、张梦苏	旅游企业信用评级方法 V4.0.202208 旅游企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
22 张家界专项债 02/22 张经投	AA+/稳定	AA/稳定	2022/05/19	郭察理、刘丙江	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
22 张家界专项债 01/22 张家界	AA+/稳定	AA/稳定	2022/03/11	郭察理、刘丙江	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
21 张家界专项债 01/21 张家界	AA/稳定	AA/稳定	2021/11/16	刘伟烜、刘丙江	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
17 张家界专项债/PR 张家界	AA/稳定	AA/稳定	2021/06/25	刘伟烜、王喜梅	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
17 张家界专项债/17 张家界	AA/稳定	AA/稳定	2020/06/29	刘哲、刘伟烜	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
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	2020/06/10	刘哲、刘伟烜	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
17 张家界专项债/17 张家界	AA/稳定	AA/稳定	2017/07/04	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
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：孙长征 suncz@lhratings.com

项目组成员：李成帅 lics@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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（以下简称“联合资信”）关于张家界市经济发展投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于 1999 年 8 月，成立之初名称为“张家界市经济发展投资有限责任公司”，初始注册资本 0.30 亿元，由张家界市人民政府（以下简称“张家界市政府”）授权张家界旅游经济开发区管理委员会独资组建。2002 年 8 月，公司以资本公积转增注册资本 0.70 亿元，注册资本增加至 1.00 亿元；2005 年 6 月，经张家界市政府批准，公司变更为现名称；2013 年 4 月，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”）；2021 年 2 月，张家界国资委将其持有的公司 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”）。截至 2025 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。

跟踪期内，公司主营业务仍为旅游服务业务和基础设施建设业务，按照联合资信行业分类标准划分为旅游企业。

截至2025年3月底，公司本部内设总经理办公室、财务资产部、资本运营部、证券融资部等职能部门；合并范围内有8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2025年3月底，公司直接持有张旅集团27.83%的股份，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%的股份；公司和武陵源产发直接持有张旅集团的股份中，已质押部分分别占22.19%和99.99%；公司直接持有股份未质押部分市值6.60亿元。

截至2024年底，公司合并资产总额542.11亿元，所有者权益211.69亿元（含少数股东权益2.33亿元）；2024年，公司实现营业总收入20.64亿元，利润总额1.90亿元。

截至2025年3月底，公司合并资产总额559.04亿元，所有者权益209.98亿元（含少数股东权益2.13亿元）；2025年1—3月，公司实现营业总收入1.71亿元，利润总额-1.70亿元。

公司注册地址：张家界市大庸桥月亮湾花园；法定代表人：张坚持。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 6 月 16 日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用。公司在付息日正常付息。

图表 1 • 跟踪评级债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
17 张家界专项债/PR 张家界	10.00 亿元	4.50 亿元	2017-07-24	10 年
23 张家经投 MTN002	10.00 亿元	10.00 亿元	2023-04-10	3 年
21 张家界专项债 01/21 张家界	4.00 亿元	3.60 亿元	2021-12-10	7 年
22 张家界专项债 01/22 张家界	5.50 亿元	4.95 亿元	2022-04-29	7 年
22 张家界专项债 02/22 张经投	5.50 亿元	4.95 亿元	2022-06-14	7 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

1 普通优先债券

截至 2025 年 5 月底，公司存续期内普通优先债券包括“17 张家界专项债/PR 张家界”“21 张家界专项债 01/21 张家界”和“23 张家经投 MTN002”。“17 张家界专项债/PR 张家界”每年付息一次，分次还本，从债券存续期第 3、第 4、第 5、第 6、第 7、第 8、第 9 和第 10 个计息年度末分别按照债券发行总额 10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%和 15%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付。“21 张家界专项债 01/21 张家界”设置分期还本，第 3 个计息年度开始偿还本金，第 3 至第 7 个年度分别按照本金总额 10%、15%、20%、25%和 30%的比例偿还债券本金。存续期后 5 年利息随本金一起支付。

2 担保债券

截至 2025 年 5 月底，公司存续期担保债券包括“22 张家界专项债 01/22 张家界”和“22 张家界专项债 02/22 张经投”，由常德财鑫融资担保有限公司（以下简称“常德财鑫”）提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

“22 张家界专项债 01/22 张家界”同时设置分期还本条款，第 3 个计息年度开始偿还本金，第 3 至第 7 个年度分别按照本金总额 10%、15%、20%、25%和 30%的比例偿还债券本金。存续期后 5 年利息随本金一起支付。

“22 张家界专项债 02/22 张经投”同时设置分期还本条款，第 3 个计息年度开始偿还本金，第 3 至第 7 个年度分别按照本金总额 10%、15%、20%、25%和 30%的比例偿还债券本金。存续期后 5 年利息随本金一起支付。

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）旅游行业

2024 年，旅游业从上年快速复苏转变为稳定发展，国内出游人次和总花费同比均保持增长，但出入境旅游尚处恢复期，签证政策、国际客运航班数量及产品价格等因素对市场表现影响较大。从细分子行业看，受景区经营、各项税费等现金支出增加及上年同期基数较大综合影响，多数景区盈利能力和经营活动现金净流入表现较上年同期有所下滑；酒店业竞争加剧，行业收入、平均房价和出租率较上年同期略有下滑；全国旅行社组织国内旅游人次尚未恢复至 2019 年同期规模，出入境旅游人次仍较少，旅行社收入依然主要依赖国内游；免税行业竞争格局保持稳定，受消费疲软影响，海南离岛免税市场销售承压。政策层面，文化和旅游部、国务院办公厅、国家移民管理局等部门出台多项支持政策，从加大产品供给、优化旅游基础设施投入、放宽优化过境免签政策等多方面给予指导及支持，积极推动旅游行业高质量发展。完整版行业分析详见[《2024 年旅游行业运行分析》](#)。

（2）城市基础设施建设行业

2024 年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。2025 年将实施更加积极的财政政策，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合降压过程中企业地位的弱化。完整版行业分析详见[《2025 年城市基础设施建设行业分析》](#)。

2 区域环境分析

张家界具有丰富的旅游资源禀赋，旅游业是其重要支柱产业。2023 年以来，张家界市游客接待量、旅游总收入持续增长，旅游业发展态势良好。

张家界市位于湖南省西北部武陵山脉腹地，辖永定、武陵源两区和慈利、桑植两县，总面积 9533 平方公里，总人口 168.7 万。张家界市是以发展旅游业为特征的新兴省辖地级市，是中国最重要的旅游城市之一，旅游资源丰富。

2022—2024 年，张家界市地区生产总值、一般公共预算收入均持续增长。2024 年，张家界市实现地区生产总值 654.4 亿元，比上年增长 3.9%，三次产业占地区生产总值比重为 14.4:12.7:72.8。2024 年，张家界市实现一般公共预算收入 36.7 亿元，较上年增长 2.2%。

旅游业是张家界市最重要的产业，张家界市拥有世界自然遗产、全球首批世界地质公园、中国第一个国家森林公园，截至 2024 年底共有 3A 级以上景区 39 家，其中 AAAAA 级景区 2 家、4A 级景区 13 家。2022—2024 年，张家界市旅游业游客接待量、旅游总收入逐年上升，游客接待量分别约为 2045 万人次、3639 万人次和 4600 万人次，旅游总收入分别约为 275 亿元、515 亿元和 770 亿元。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司作为张家界市政府旅游开发与运营的重要主体、张家界市政府最大的城市基础设施建设投融资平台，仍具有突出旅游资源禀赋优势，区域地位重要性强。

公司是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，运营的景区及旅游项目主要包括武陵源核心景区（AAAAA 级）、张家界宝峰湖景区（AAAAA 级）、十里画廊风景区（AAAAA 级）、杨家界索道。公司本部及旗下子公司享有张家界核心景区（武陵源风景名胜区内）在内多处旅游资源的经营权和门票分成收益权。武陵源风景名胜区拥有“中国首批世界自然遗产”“中国首批世界地质公园”“国家级风景名胜区”等称号，自 1982 年成为中国第一个国家森林公园以来，因其旅游资源禀赋优势显著，已成为国内外著名热点旅游目的地之一。

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，区域地位显著。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，负责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。2020 年底，因委托代建框架协议到期及基础设施建设需求放缓，公司与张家界市政府签订补充协议，对协议期外存量项目未来回款安排做出约定。

公司本部过往债务履约情况良好。

信用记录方面，根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2025 年 5 月 6 日，公司本部未结清信贷信息中，不存在不良类或关注类记录；已结清的信贷信息中，存在关注类账户 11 户，关注类账户主要发生在 2004—2015 年，公司银行贷款正常还本付息，但根据当时银行监管政策，类政府融资平台公司的贷款分类结果不应高于关注类，故相关贷款被划分为关注类。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2025 年 6 月 16 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

（二）管理水平

2024 年以来，公司部分董事、高级管理人员发生更替，作为国有企业，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

跟踪期内，公司主要管理制度无重大变化；作为国有控股企业，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

2024 年初至 2025 年 6 月 15 日，公司部分董事和高级管理人员发生正常变动（具体情况如图表 2 所示）。

公司新任总经理、董事谷占亚，男，1972 年 4 月生，中共党员，本科学历；曾任张家界市预算审核服务中心副主任、张家界市预算审核办公室副主任、张家界市预算审核办公室主任、张家界市非税收入征收管理局副局长、张家界市政府采购办主任、张家界市非税收入征收管理局党支部书记、副局长、张家界市财政事务中心党支部书记、公司副总经理，现兼任公司党委委员、总经理。

图表2• 公司董事、高级管理人员变动情况

职务	人员姓名	变动情况	变动时间
总经理	谷占亚	新任	2024/11/12
总经理	王章利	离任	2024/11/12
内部董事	谷占亚	新任	2025/01/16
外部董事	吕贤将、钟安明、张军、许学军	新任	2025/01/16
董事	王章利、赵辉	离任	2025/01/16
董事	张进成、李雄彬、刘美云	离任	2025/01/16

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（三）重大事项

张旅集团持续亏损并已出现债务逾期和工程款支付纠纷并被申请预重整，后续经营业绩改善情况、重整情况有待关注。

公司之上市子公司张旅集团于 2016 年设立全资子公司张家界大庸古城发展有限公司（以下简称“大庸发展”）并进行大庸古城旅游综合体的建设，大庸古城项目位于张家界市中心，主要资产于 2021 年 6 月投入运营。2021 年以来，大庸古城在建项目的转固增加了张旅集团的固定资产折旧，同时，大庸古城收入远低于预期，张旅集团自 2023 年起对其相关资产计提减值准备（2023—2024 年，张旅集团分别确认资产减值损失 0.75 亿元和 4.78 亿元）。主要受上述因素影响，2023—2024 年，在旅游行业整体恢复性增长的情况下，张旅集团延续 2020—2022 年的亏损，且 2024 年亏损额扩大。张旅集团对大庸古城等项目的建设明显推高了其负债和债务规模，受内外部因素综合影响，2024 年，张旅集团出现了借款和工程款支付逾期的情况，部分债权人向法院提起诉讼，申请对大庸发展和张旅集团的重整。

根据张旅集团 2024 年 8 月 27 日发布的《关于全资子公司被债权人申请重整的提示性公告》、2024 年 9 月 18 日发布的《关于法院裁定受理全资子公司重整并指定管理人的公告》，大庸发展于 2024 年 8 月 26 日收到湖南省张家界市中级人民法院（以下简称“张家界中院”）送达的《通知书》，申请人湖南泓瑞电梯有限公司向张家界中院申请对大庸发展进行重整；张家界中院于 2024 年 9 月 11 日裁定受理泓瑞电梯对大庸古城的重整申请，并于 2024 年 9 月 12 日指定大庸发展清算组担任大庸发展管理人。

根据张旅集团于 2024 年 9 月 24 日发布的《关于公司部分债务逾期、提前到期涉及诉讼事项暨部分银行账户被冻结的公告》，2024 年 8 月 9 日，张旅集团收到中国交通银行股份有限公司张家界分行（以下简称“交通银行”）出具的《贷款到期通知书》和《债务提前到期通知书》，因张旅集团未能偿还到期贷款，交通银行宣布同一贷款合同项下全部债务提前到期，贷款本金合计 3700 万元；交通银行已就上述债务逾期及提前到期事项对张旅集团提起诉讼并向法院申请了财产保全，法院裁定冻结张旅集团部分银行账户（账户内余额 32.47 万元）。

根据张旅集团于 2024 年 10 月 16 日发布的《关于公司被债权人申请重整及预重整暨法院决定对公司启动预重整的公告》，2024 年 10 月 16 日，张旅集团收到张家界中院送达的《通知书》和《决定书》，申请人张家界博臣建筑工程有限公司以张旅集团不能清偿到期债务且明显缺乏清偿能力为由，向法院申请对张旅集团进行重整。同时，申请人认为张旅集团具备预重整的条件，因此一并向张家界中院申请对张旅集团进行预重整。张家界中院决定对张旅集团启动预重整，并指定张旅集团清算组担任预重整临时管理人。此外，张旅集团分别于 2024 年 10 月 28 日、2024 年 11 月 22 日、2025 年 1 月 6 日和 2025 年 1 月 9 日发布公告，披露了有关招募重整投资人的事项及相关进展。

根据张旅集团发布的最新《关于公司预重整事项的进展公告》（2025 年 4 月 15 日发布），截至 2025 年 2 月 12 日，共有 47 家（以联合体形式报名算作 1 家，下同）意向投资人提交正式报名材料并足额缴纳报名保证金；在预重整临时管理人要求的期限内，共有 45 家意向投资人提交了重整投资方案；2025 年 4 月 14 日，张家界中院根据预重整临时管理人的申请以及《湖南省张家界市中级人民法院关于企业破产预重整工作指引（试行）》的相关规定，决定将公司预重整期间延长至 2025 年 7 月 16 日。

截至 2025 年 5 月底，张旅集团正在进行重整投资人公开招募和遴选工作，希望通过重整为大庸古城引入专业化的产业投资人、注入优质业态和改善运营，借助张家界游客流量优势，盘活相关资产。

截至 2024 年底，公司本部对大庸发展提供的借款为 494.09 万元，未对张旅集团本部及其其他子公司提供借款；公司本部对张旅集团担保余额为 1.12 亿元，担保借款存续期间为 2022 年 1 月 26 日至 2036 年 6 月 21 日。公司本部对张旅集团及大庸发展的担保与拆借款存在较大代偿和回收风险，但金额不大，对公司影响基本可控。

（四）经营方面

1 业务经营分析

（1）业务概况

2024 年，公司各项主营业务收入均有所增长，主营业务毛利率略有下降。

2024 年，公司主营业务仍包括旅游及其他服务、委托代建服务和土地一级整治，主营业务收入同比增长 4.96%。

收入构成方面，2024 年，公司旅游及其他服务收入同比增长 3.94%，委托代建服务收入较上年基本持平，土地一级整治收入同比增加 0.52 亿元，各板块收入占比变化不大。

毛利率方面，2024 年，旅游及其他服务收入毛利率较上年略有下降；委托代建业务收入主要基于成本加成确定，毛利率较上年变化很小；公司土地一级整治业务的毛利率因各地块所处区域的地价、地上构筑物面积、房屋性质的不同而存在较大差异，2024 年同比下降 30.74 个百分点。综合以上因素，2024 年，公司主营业务毛利率同比略有下降。

图表 3 • 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
旅游及其他服务	10.77	55.25%	61.03%	11.19	54.71%	59.44%
委托代建服务	7.50	38.47%	13.04%	7.52	36.75%	13.04%
土地一级整治	1.22	6.27%	75.87%	1.75	8.54%	45.13%
合计	19.49	100.00%	43.50%	20.46	100.00%	41.17%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 13.59%至 1.71 亿元，营业利润率较上年同期提高 15.65 个百分点至 23.12%。

2024 年，公司下属子公司中，武陵源产发收入较上年变化不大，净利润有所下降系因确认对外担保诉讼损失（0.97 亿元）所致；张旅集团收入同比略有增长，因确认资产减值损失，亏损额大幅增加。

图表 4 • 截至 2024 年底公司下属主要经营主体财务概况（单位：亿元）

企业名称	所在业务板块	持股比例	资产总额	所有者权益	营业总收入		净利润	
					2024 年	2023 年	2024 年	2023 年
武陵源产发	旅游及其他服务、基础设施建设业务	86.00%	143.60	74.43	7.68	7.66	0.26	0.36
张旅集团	旅游及其他服务	35.30%	20.87	2.90	4.32	4.20	-5.82	-2.39
公司（合并口径）	--	--	542.11	211.69	20.64	19.78	1.70	1.19

资料来源：联合资信根据公司资料整理

（2）旅游及其他服务业务

2024 年，公司景区游客接待量总体有所增长，带动旅游业务收入增长；毛利率略有下降但仍处于较高水平；公司本部收到财政计划转武陵源核心景区门票收入较上年略有增加。但大庸古城项目经营效益不及预期，资产减值对公司旅游板块整体利润形成拖累，需关注后续经营改善及重整情况。

2024 年，公司旅游及其他服务收入仍主要来自武陵源产发和张旅集团的景区运营收入，以及公司本部获得的门票分成收入。

张旅集团和武陵源产发负责武陵源核心景区（AAAAA 级）、张家界宝峰湖景区（AAAAA 级）、十里画廊风景区（AAAAA 级）、杨家界索道的运营，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吸引客源并产生一定收入。此外，根据相关政府批文，公司本部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。

在景区运营资产方面，武陵源产发主要负责运营武陵源核心景区，张旅集团主要负责运营宝峰湖景区以及环保客运、旅行社、索道及酒店等业务。2024 年，武陵源产发实现营业总收入 7.68 亿元，较上年变化不大，主要来源为武陵源核心景区门票收入；实现净利润 0.26 亿元，同比有所下降。2024 年，张旅集团实现营业总收入 4.32 亿元，较上年增长 2.77%，但大庸古城项目运营情况不及预期，大庸古城游船收入、服务收入分别仅为 7.12 万元和 344.21 万元。主要由于对大庸古城项目相关资产计提减值损失，2024

年，张旅集团净利润为-5.82 亿元，亏损额扩大。据公司和张旅集团测算，若剔除大庸古城影响，2024 年张旅集团净利润为 1363.62 万元。截至 2024 年底，大庸古城项目无形资产、投资性房地产和固定资产账面净值分别为 4.77 亿元、6.83 亿元和 7.46 亿元，考虑大庸古城未来经营效益存在较大不确定性，其资产仍存在较大减值风险。

①本部景区门票分成

截至 2025 年 3 月底，公司本部享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。除武陵源核心景区外，公司还享有武陵源核心景区载人工具门票价格、黄龙洞景区门票价格及宝峰湖景区门票价格中资源有偿使用费、价格调节基金门票分成收入。

2024 年，公司本部收到财政划转武陵源核心景区门票收入为 3.05 亿元，较上年（3.02 亿元）略有增长。

②旅游经营

公司子公司中，武陵源产发主要负责运营武陵源核心景区（AAAAA 级），张旅集团主要负责运营宝峰湖景区（AAAAA 级）、十里画廊风景区（AAAAA 级）、杨家界索道等旅游资源。此外，张旅集团全资控股张家界市中国旅行社有限公司与张家界自由旅行社国际旅行社有限公司，组织团体游与散客游。

2024 年，中国旅游出行人数增速回归正常水平，公司主要景区中，宝峰湖景区和十里画廊景区游客接待量有所下降，武陵源核心景区和杨家界索道游客接待量继续增长，带动公司旅游及相关服务业务收入有所增长。

图表 5 • 近年来公司景区接待量（单位：万人次）

游客接待量	2023 年	2024 年
武陵源核心景区	309.06	381.99
宝峰湖景区	71.77	70.27
十里画廊	133.04	122.08
杨家界索道	88.96	123.19
合计	602.83	697.53

资料来源：联合资信根据公司资料整理

门票价格方面，2024 年以来，公司主要景区门票价格未发生重大变化。武陵源核心景区门票价格为 165 元/人次，环保车服务价格为 60 元/人次，环保客运车票单独售卖，游客可自主选择购买环保车票。武陵源核心景区年票（未拆分环保车车票）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；环保车票价对旅行社团购、网络提前购票的游客按照 48 元/人次实行价格优惠。

（3）基础设施建设业务

2024 年，公司委托代建业务确认收入较上年基本持平，回款情况较好。基础设施建设业务投资回收周期长，资金占用规模大。公司在建项目（包括基础设施建设项目、保障房项目及土地整理项目等）面临一定的资金支出压力。

跟踪期内，公司基础设施建设业务仍主要由公司本部及武陵源产发负责。公司是张家界市最大的城市基础设施建设的实施主体，同时承担张家界市土地开发整理、保障性安居工程建设的任务。公司基础设施建设业务以委托代建模式为主。根据公司与张家界市政府签订的《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》及补充协议，市政府按照项目总投资一定比例向公司支付资金，工程项目建成后移交给市政府，并签订《资产移交清单》，按工程决算审计报告结转成本，按投资成本 15% 结算工程代建收益。

2024 年，公司委托代建服务收入 7.52 亿元，同比变化小；已实现回款 7.51 亿元。截至 2024 年底，公司存货中的开发成本账面价值 112.67 亿元，主要为未完工结算的基础设施建设项目，较上年底（114.21 亿元）变化较小，对公司资金仍有较大占用。

截至 2024 年底，公司主要在建项目（包括基础设施建设项目、保障房项目及土地整理项目等）规划总投资额 85.91 亿元，已完成投资 40.55 亿元；2025 年和 2026 年计划投资额分别为 1.06 亿元和 1.13 亿元。

图表 6 • 截至 2024 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类型	承建主体	计划总投资额	已完成投资额	2025 年 计划投资额	2026 年 计划投资额
武陵山大道建设项目	道路	公司本部	35.50	5.15	0.40	0.40
“五路”提质改造	道路	公司本部	9.35	3.03	0.10	0.10

西溪坪东西互通	道路	公司本部	2.02	1.29	0.00	0.00
月亮湾道路	道路	公司本部	4.08	1.28	0.10	0.10
沙坪四期	房屋	武陵源产发	2.10	2.08	0.00	0.02
澧水风貌带	风貌带	公司本部	5.54	4.60	0.00	0.00
文苑古镇项目	古镇	武陵源产发	2.92	2.39	0.01	0.05
城市基础设施	基础设施	公司本部	3.80	3.93	0.10	0.10
百溪沟城市棚户区改造项目	棚户区改造	武陵源产发	3.42	2.63	0.10	0.20
政府零星项目	其他	公司本部	2.80	2.88	0.05	0.05
罗公坪项目	土地整理	武陵源产发	2.90	2.88	0.05	0.00
张罗路两侧土地收储（土地改道路）	土地整理	公司本部	4.02	3.03	0.10	0.10
仙人溪两侧环境整治	土地整理	公司本部	3.20	2.24	0.00	0.00
大唐西市项目	土地整理	公司本部	1.50	1.41	0.05	0.01
潭头湾	土地整理	公司本部	2.76	1.73	0.00	0.00
合计	--	--	85.91	40.55	1.06	1.13

资料来源：联合资信根据公司资料整理

2 未来发展

公司未来发展规划清晰，可行性高。

作为张家界市旅游资源开发、旅游基础设施建设、旅游配套服务、城市基础设施建设开发及投资建设的重要主体，公司计划按照张家界市委、市政府的工作部署和“十四五”旅游业发展规划进行转型升级。公司计划结合旅游经济发展水平和张家界市经济社会发展趋势，以打造国际旅游精品为总目标，推进旅游产品从单一观光型向观光休闲和度假商务型转变，旅游业务从数量扩张向数量、质量、效益并重转变；做好财务融资、经营管理、项目运作、招商引资等方面工作，推进西线旅游等重点项目建设，并借助重整等措施盘活大庸古城项目；提升景区环保客运业务的服务水平和效益；消化存量土地，推进土地经营，实现资金的回流。

（五）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。2024 年，公司合并范围内子公司新增 1 家（非同一控制下企业合并），不再纳入合并范围的子公司 1 家（划拨给张家界永定区交通运输建设投资有限公司）；2025 年 1—3 月，公司合并范围未发生变化。截至 2025 年 3 月底，公司合并范围内子公司共 8 家。公司合并范围变化不大，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

截至 2024 年末，公司资产规模较上年底基本持平，流动资产占比进一步提高；流动资产中与当地政府机构及平台公司之间的往来款、基础设施建设业务形成的存货对资金占用大，往来款账龄偏长、基础设施建设项目结算周期一般较长，对公司资产流动性具有不利影响；当地政府对基础设施建设业务所形成资产负有支付成本和收益的义务，一定程度上降低了存货跌价风险。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 542.11 亿元，其中流动资产占 62.78%，较上年底略有提高。

图表 7 • 公司资产主要构成

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	338.91	62.41	340.31	62.78	358.79	64.18
应收账款	28.21	5.20	9.48	1.75	9.61	1.72
其他应收款	157.95	29.09	181.83	33.54	183.67	32.86
存货	142.55	26.25	141.01	26.01	142.62	25.51
非流动资产	204.13	37.59	201.80	37.22	200.25	35.82
固定资产	41.66	7.67	39.40	7.27	37.94	6.79

在建工程	41.95	7.72	44.90	8.28	45.46	8.13
无形资产	75.27	13.86	72.68	13.41	72.09	12.90
资产总额	543.04	100.00	542.11	100.00	559.04	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2024 年底，公司应收账款账面价值 9.48 亿元，较上年底下降 66.41%，主要系应收张家界市财政局款项大幅减少所致；应收账款余额中，对张家界市财政局和张家界市武陵区财政局的应收账款余额占比分别为 61.15%和 29.30%，主要为基础设施业务产生的应收回购款；应收账款坏账准备计提比例为 2.13%。截至 2024 年底，公司其他应收款余额 183.63 亿元，主要为公司与当地政府机构及国有平台公司之间的往来款，前五大欠款方欠款额占比合计 62.93%，分别为张家界市棚户区改造投资有限公司（占 23.75%）、张家界市高铁新区开发建设有限公司（占 15.29%）、张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司（占 11.55%）、张家界市财政局（占 6.44%）和张家界国资委（占 5.90%）；账龄 1 年以内的占 29.38%，1 至 2 年的占 18.70%，2 至 3 年的占 14.80%，3 年以上的占 37.12%，其他应收款账龄偏长期；计提坏账准备 1.80 亿元。截至 2024 年底，公司存货账面余额 141.01 亿元，其中开发成本 112.67 亿元（占 79.90%）、土地使用权 28.17 亿元（占 19.97%）主要为承担张家界市基础设施建设代建业务所形成。根据公司与张家界市政府签订的协议，工程项目建成后应移交给张家界市政府，张家界市政府应按工程决算审计报告支付相关成本，并按投资成本 15%结算工程代建收益，相关约定一定程度上降低了公司存货跌价风险，公司未对开发成本和土地使用权计提存货跌价准备；从近年来情况看，相关资产移交的进度存在不确定性，但张家界市政府不履行义务的可能性较小。

截至 2024 年末，公司固定资产和无形资产账面价值有所下降，主要系计提折旧和摊销所致；截至 2024 年底，公司固定资产主要为景区房屋建筑物及相关设施等，无形资产主要为门票分成收益权、武陵源核心景区门票经营收费权等。截至 2024 年底，公司在建工程较上年底增长 7.04%，主要系公司对景区设施进行提质升级所致；公司在建工程较为分散，其中景区设施提质升级建造项目占 10.83%，杨家坪片区棚户区改造项目占 10.76%，袁家界项目占 10.58%；公司在建工程未计提减值准备。

截至 2024 年底，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值占同期末资产总额的 9.65%。

图表 8 • 2024 年底受限资产明细（单位：亿元）

资产名称	受限金额	受限原因
货币资金	0.04	保证、押金及冻结
无形资产-土地	3.52	抵押
无形资产-门票收益权	36.22	借款抵押
固定资产-房屋建筑物	2.51	抵押
投资性房地产	4.62	抵押
持有的上市公司股权	5.37	质押
合计	52.29	--

注：以上所指上市公司股权（张旅集团）的价值按其公允价值即 2023 年 12 月 29 日（报告期最后一个交易日）股票收盘价 6.51 元/股计算。被冻结的张旅集团股权资产主要为武陵源产发因诉讼事项被法院冻结资产

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底增长 3.12%，主要系公司取得长期借款，货币资金等流动资产增加所致。流动资产占比较上年底有所提高。

截至 2024 年末，公司所有者权益保持稳定，权益结构稳定性强。

截至 2024 年底，公司所有者权益 211.69 亿元，较上年底增长 1.43%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 98.90%，少数股东权益占比为 1.10%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 0.47%、86.14%和 11.53%。所有者权益结构稳定性强。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 209.98 亿元，其中资本公积占 86.84%，所有者权益规模、构成较上年底变化不大。

截至 2024 年末，公司负债总额和债务规模均有所下降，期限结构以长期为主，整体债务负担较重。

截至 2024 年末，公司负债总额较上年底略有下降；负债中非流动负债占比较高。

图表 9 • 公司主要负债情况

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	139.46	41.72	141.55	42.84	136.25	39.03
预收款项	27.86	8.33	26.13	7.91	26.13	7.49

其他应付款	52.29	15.64	70.06	21.20	72.21	20.69
一年内到期的非流动负债	37.11	11.10	28.84	8.73	22.05	6.32
非流动负债	194.86	58.28	188.86	57.16	212.82	60.97
长期借款	106.29	31.79	97.35	29.46	121.30	34.75
应付债券	54.40	16.27	61.20	18.52	61.20	17.53
长期应付款	29.34	8.77	24.81	7.51	24.98	7.15
负债总额	334.32	100.00	330.42	100.00	349.06	100.00

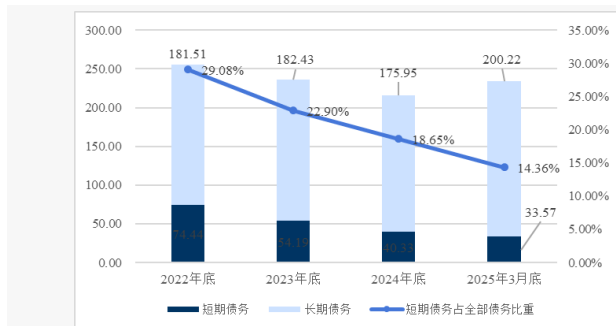
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2024 年底，公司预收款项较上年底下降 6.21%，主要系预收土地整理款减少；预收款项中，土地整理款占 99.86%。截至 2024 年底，公司其他应付款较上年底增长 33.98%，主要系往来款增加所致。截至 2024 年底，公司其他应付款主要为公司与当地国有单位之间的往来款（占 94.24%）。截至 2024 年底，公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款（占 62.70%）、一年内到期的应付债券（占 11.10%）和一年内到期的长期应付款（占 26.15%）构成。

截至 2024 年底，公司长期借款 97.35 亿元，较上年底下降 8.42%；长期借款（含一年内到期部分）主要由质押借款（占 79.39%）、抵押借款（占 7.71%）、保证借款（占 4.50%）和信用借款（占 7.01%）构成。截至 2024 年底，公司应付债券 61.20 亿元。截至 2024 年底，公司长期应付款（含一年内到期部分）主要包括专项应付款（占 23.68%）、张家界财政局拨入土地专项债（占 68.22%）和张家界财政局拨入日元城市防洪贷款（占 4.05%），除专项应付款外均计息（已计入长期债务）。

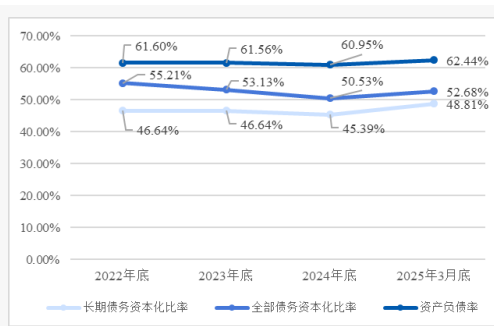
债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务 216.27 亿元，其中短期债务占 18.65%，长期债务占 81.35%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.95%、50.53%和 45.39%，较上年底分别下降 0.61 个百分点、2.60 个百分点和 1.25 个百分点，债务负担仍较重。

图表 10 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报表和提供资料整理

图表 11 • 财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务报表和提供资料整理

截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 233.79 亿元，较上年底增长 8.10%，主要系长期借款增加所致。债务结构方面，短期债务占 14.36%，长期债务占 85.64%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2025 年 3 月底，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分别为 62.44%、52.68%和 48.81%，较上年底分别上升 1.49 个百分点、2.15 个百分点和 3.42 个百分点。

2024 年，公司旅游及其他服务收入增长、期间费用下降，经营性利润保持增长；资产减值损失和对外担保诉讼损失对利润总额侵蚀影响大，利润总额对政府补助存在较大依赖，整体盈利能力一般。

2024 年，公司主营业务毛利率略有下降，营业总收入继续增长（同比增长 4.36%），加之期间费用下降，公司调整后营业利润同比增长 97.39%。2024 年，主要由于对大庸古城相关资产计提减值准备，公司资产减值损失 4.78 亿元，较上年增长 5.36 倍；公司其他收益（以财政局经营补贴、各类政府补助为主）是利润总额的 3.01 倍。2024 年，武陵源产发对其联营企业在银行的借款承担连带担保责任，确认对外担保诉讼损失 0.97 亿元²，受其影响，公司营业外支出同比增加 5.70 倍至 1.10 亿元，对利润总额侵蚀影响较大。

² 被担保方为张家界市中电嘉旺综合开发有限公司（武陵源产发持股 45%）；截至 2024 年底，武陵源产发尚需归还银行 1.39 亿元，已全部计入预计负债。

图表12 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年
营业总收入	19.78	20.64
营业成本	11.24	12.15
费用总额	7.08	6.30
调整后营业利润	0.91	1.79
其他收益	0.85	5.72
投资收益	0.60	0.35
资产减值损失	-0.75	-4.78
营业外支出	0.16	1.10
利润总额	1.76	1.90
营业利润率	40.40%	39.20%
期间费用率	35.82%	30.54%
总资产收益率	0.85%	0.81%
净资产收益率	0.57%	0.80%

注：1. 调整后营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用；2. 期间费用率=（销售费用+研发费用+管理费用+财务费用）/营业总收入*100%
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

与同行业企业比较，公司收入规模较大、销售毛利率较高，净资产收益率表现一般。由于资产中基础设施建设业务形成的存货、与政府机构及平台公司之间的往来款规模较大，公司总资产报酬率较低。公司 2024 年盈利指标整体处于一般水平。

图表 13 • 2024 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	公司 1	公司 2
营业总收入（亿元）	20.64	8.36	12.28
销售毛利率	41.12%	51.28%	3.71%
总资产报酬率	0.67%	3.32%	0.87%
净资产收益率	0.80%	1.09%	0.03%

注：公司 1 为西阳县桃花源旅游投资（集团）有限公司，公司 2 为云南世博旅游控股集团有限公司
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

2024 年，公司经营活动现金流状况进一步改善，对投资活动现金支出和债务偿付提供了较大保障。考虑到未来在建基础设施建设项目及景区升级改造等仍需一定投入，公司仍存在对外融资需求。

经营活动方面，公司收到/支付其他与经营活动有关的现金主要反映往来款的流入与流出，2024 年流出额大于流入额，往来款占用略有增加。2024 年，受益于委托代建业务资金的回流，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 155.30%至 37.77 亿元，现金收入比提高至 182.98%，公司经营活动现金净流入规模同比继续增长。

投资活动方面，2024 年，公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金（0.68 亿元），投资活动现金支出主要用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产，规模不大；投资活动现金净流出 0.82 亿元。2024 年，公司筹资活动前现金流量净额为 25.52 亿元，经营活动现金净流入对投资活动所需现金提供了充分保障。考虑到在建基础设施建设项目及景区升级改造等仍需进一步投入，未来公司仍存在对外筹资需求。

筹资活动方面，2024 年，随着经营活动现金继续净流入，公司偿还债务增加，筹资活动现金呈净流出状态。

图表 14 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年
经营活动现金流入小计	135.57	176.40
经营活动现金流出小计	113.12	150.06
经营现金流量净额	22.45	26.34
投资活动现金流入小计	0.78	0.80

投资活动现金流出小计	1.95	1.62
投资活动现金流量净额	-1.16	-0.82
筹资活动前现金流量净额	21.29	25.52
筹资活动现金流入小计	64.25	57.93
筹资活动现金流出小计	89.33	81.62
筹资活动现金流量净额	-25.08	-23.69
现金收入比	74.80%	182.98%
现金及现金等价物净增加额	-3.79	1.83

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 偿债指标变化

公司偿债指标整体表现偏弱；间接融资渠道较为畅通；对外担保规模较大，存在一定或有风险。

图表 15 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	243.01	240.41
	速动比率（%）	140.80	140.80
	经营现金流动负债比（%）	16.10	18.61
	经营现金/短期债务（倍）	0.41	0.65
	现金短期债务比（倍）	0.17	0.18
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	9.23	8.51
	全部债务/EBITDA（倍）	25.64	25.40
	经营现金/全部债务（倍）	0.09	0.12
	EBITDA/利息支出（倍）	1.18	1.39
	经营现金/利息支出（倍）	2.86	4.29

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

短期偿债指标方面，截至 2024 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比指标基本稳定，流动资产对流动负债的覆盖程度高，但现金类资产对短期债务的覆盖程度较低。随着经营活动现金净流入额的增长，经营现金流动负债比、经营现金/短期债务提高，经营活动现金净流入对流动负债的保障程度尚可。

长期偿债指标方面，2024 年，公司全部债务/EBITDA、EBITDA/利息支出指标较上年略有改善，但 EBITDA 对全部债务、利息支出的保障能力仍偏弱。

截至 2024 年底，公司对外担保余额为 83.38 亿元，占期末净资产比例为 39.39%，被担保对象相对集中于张家界市公共交通发展有限公司等区域内国有企业，未设置反担保措施，存在一定的或有风险。

截至 2024 年底，公司未决诉讼主要为张旅集团与各相关方之间的诉讼，涉案金额合计 7947.31 万元，占张旅集团同期净资产的 27.44%。其中，与交通银行金融借款合同纠纷案涉案金额 3714.71 万元，与株洲中车特种装备科技有限公司工程合同纠纷案涉案金额 2100.63 万元，其他诉讼事项涉案金额 2131.97 万元。

截至 2025 年 3 月末，公司及下属子公司获得的银行授信额度为 276.4 亿元，尚未使用额度为 106.18 亿元。

3 公司本部主要变化情况

公司本部主要开展基础设施建设业务，拥有景区门票分成收益权并承担主要融资职能，2024 年资产规模略有增长，资产流动性偏弱；经营活动现金呈净流入状态，筹资活动现金因偿还债务而呈净流出状态，债务规模有所下降，债务负担整体可控。

公司本部主要开展基础设施建设业务，同时拥有武陵源核心景区门票及其他景区门票分成收益权，并承担主要融资职能。

截至 2024 年底，公司本部资产总额较上年底增长 3.70%至 445.60 亿元，其中流动资产占 67.81%。现金类资产（货币资金+交易性金融资产）为 5.24 亿元，较上年底增长 58.72%；存货（106.01 亿元，主要为基础设施建设项目）及长期股权投资（112.84 亿元，主要为对下属子公司的投资）变化很小；其他应收款（186.56 亿元，主要为与当地政府及平台企业之间的往来款）较上年底增长 22.45%。

截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 204.43 亿元，较上年底增长 4.73%。公司本部负债总额 241.16 亿元，较上年底增长 2.85%，主要系其他应付款中往来款增加所致；负债结构较均衡（流动负债占 50.31%）；全部债务为 148.02 亿元，债务期限结构偏长期（长期债务占 79.53%），全部债务资本化比率为 42.00%，较上年底下降 2.41 个百分点，债务负担整体可控。

公司本部收入来源主要为基础设施代建业务收入和景区门票分成收益，2024 年，公司本部营业总收入同比增长 5.08%；本部利润总额为 7.99 亿元，同比增长 97.12%。同期，其他收益和投资收益分别为 3.71 亿元和 0.29 亿元。

现金流方面，2024 年底，主要因收到委托代建款，公司本部经营活动现金净流入 11.26 亿元；公司偿还债务支付的现金大于取得借款和发行债券收到的现金，筹资活动现金净流出 9.32 亿元。2024 年，公司本部无重大投资支出，投资活动现金小额净流入。考虑公司在建项目总投资规模以及当前有息债务到期偿还需求，公司本部仍存在外部融资需求。

（六）ESG 方面

公司 ESG 表现正常，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司基础设施建设业务、旅游及其他服务业务面临的环境风险较小。

社会责任方面，公司积极履行作为国有企业社会责任，已基本形成较为完善、合理的市场化薪酬机制，人员稳定性高。2024 年，未发生一般事故以上的安全生产事故。

治理方面，公司法人治理结构较为完善，内部规章制度和内控制度健全。公司未设立 ESG 相关专门委员会。

七、外部支持

1 支持能力

张家界市政府对公司提供支持的能力较强。

公司控股股东为张家界国资委。根据《张家界市 2024 年国民经济和社会发展统计公报》，2024 年，张家界市地区生产总值、一般公共预算收入同比均保持增长，第三产业占地区生产总值的比重为 72.8%。张家界市是国内外知名旅游目的地城市，2024 年游客接待量达 4600 万人次，旅游总收入达 770 亿元，较 2023 年有不同程度的增长。

2 支持可能性

作为张家界市旅游产业开发、城市基础设施建设主要的投融资主体，公司区域地位显著，享有政府的多项资产划入，并继续获得政府补助和贴息支持。

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。2024 年，公司本部收到财政划转武陵源核心景区门票收入 3.05 亿元。

公司负责的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，可持续获得补贴支持。2024 年，公司实现其他收益（主要为各类政府补助）5.72 亿元；收到财政贴息资金（冲减财务费用）3.51 亿元。

八、债券偿还能力分析

1 普通优先债券

截至 2025 年 6 月 16 日，公司存续期普通优先债券包括“17 张家界专项债/PR 张家界”“21 张家界专项债 01/21 张家界”和“23 张家经投 MTN002”，待偿余额合计 18.10 亿元。

2 担保债券

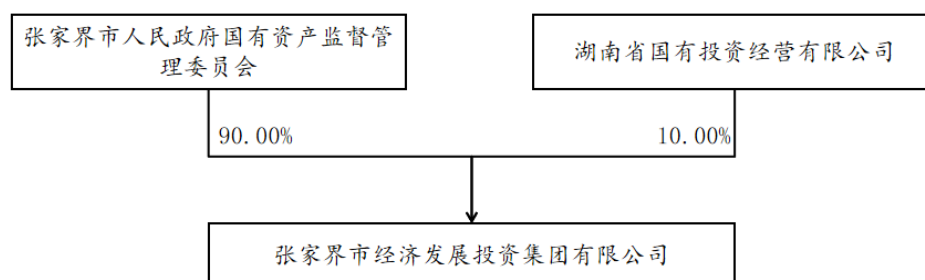
截至 2024 年 6 月 16 日，公司存续期担保债券包括“22 张家界专项债 01/22 张家界”和“22 张家界专项债 02/22 张经投”，金额为 9.90 亿元。由常德财鑫提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

根据联合资信于 2025 年 6 月 17 日出具的《常德财鑫融资担保有限公司 2025 年主体长期信用评级报告》，经联合资信评定，常德财鑫主体长期信用等级为 AA⁺_{pi}，评级展望为稳定。常德财鑫为上述债券本息提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提高了上述债券本息偿付的安全性。

九、跟踪评级结论

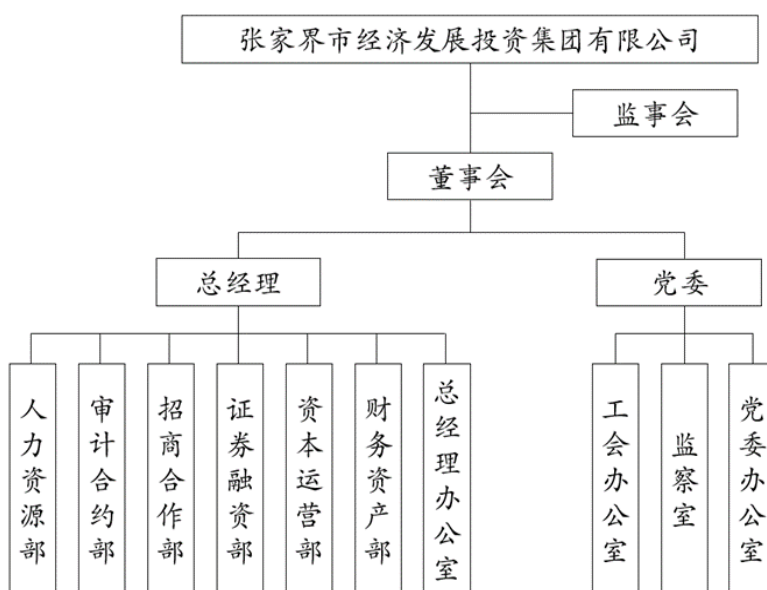
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“17 张家界专项债/PR 张家界”“23 张家经投 MTN002”和“21 张家界专项债 01/21 张家界”的信用等级为 AA，维持“22 张家界专项债 01/22 张家界”和“22 张家界专项债 02/22 张经投”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年 3 月底）

子公司名称	注册资本金 (万元)	主营业务	持股比例	取得方式
张家界市武陵源旅游产业发展有限公司	39000.00	武陵源风景区门票销售及旅游相关产业服务、旅游产业开发等	86.00%	划拨
张家界旅游集团股份有限公司	40481.77	旅游资源开发、旅游基础设施建设等	35.30%	非同一控制下的合并

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	9.06	7.13	22.14
应收账款（亿元）	28.21	9.48	9.61
其他应收款（亿元）	157.95	181.83	183.67
存货（亿元）	142.55	141.01	142.62
长期股权投资（亿元）	25.42	24.98	24.98
固定资产（亿元）	41.66	39.40	37.94
在建工程（亿元）	41.95	44.90	45.46
资产总额（亿元）	543.04	542.11	559.04
实收资本（亿元）	1.00	1.00	1.00
少数股东权益（亿元）	6.13	2.33	2.13
所有者权益（亿元）	208.72	211.69	209.98
短期债务（亿元）	54.19	40.33	33.57
长期债务（亿元）	182.43	175.95	200.22
全部债务（亿元）	236.62	216.27	233.79
营业总收入（亿元）	19.78	20.64	1.71
营业成本（亿元）	11.24	12.15	1.23
其他收益（亿元）	0.85	5.72	0.03
利润总额（亿元）	1.76	1.90	-1.70
EBITDA（亿元）	9.23	8.51	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	14.79	37.77	1.62
经营活动现金流入小计（亿元）	135.57	176.40	11.83
经营活动现金流量净额（亿元）	22.45	26.34	0.43
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.16	-0.82	-0.33
筹资活动现金流量净额（亿元）	-25.08	-23.69	14.91
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.74	1.10	--
存货周转次数（次）	0.08	0.09	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.04	--
现金收入比（%）	74.80	182.98	94.38
营业利润率（%）	40.40	39.20	23.12
总资本收益率（%）	0.85	0.81	--
净资产收益率（%）	0.57	0.80	--
长期债务资本化比率（%）	46.64	45.39	48.81
全部债务资本化比率（%）	53.13	50.53	52.68
资产负债率（%）	61.56	60.95	62.44
流动比率（%）	243.01	240.41	263.34
速动比率（%）	140.80	140.80	158.66
经营现金流动负债比（%）	16.10	18.61	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.18	0.66
EBITDA 利息倍数（倍）	1.18	1.39	--
全部债务/EBITDA（倍）	25.64	25.40	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债中有息部分已调整至短期债务，长期应付款中有息部分已调至长期债务

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	3.30	5.24	19.79
应收账款（亿元）	22.64	3.74	3.74
其他应收款（亿元）	152.36	186.56	186.23
存货（亿元）	107.89	106.01	106.52
长期股权投资（亿元）	113.21	112.84	112.84
固定资产（亿元）	0.17	0.15	0.15
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	429.69	445.60	460.19
实收资本（亿元）	1.00	1.00	1.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	195.21	204.43	203.24
短期债务（亿元）	39.90	30.30	24.86
长期债务（亿元）	116.04	117.71	125.06
全部债务（亿元）	155.94	148.02	149.92
营业总收入（亿元）	11.74	12.33	0.00
营业成本（亿元）	7.53	8.26	0.00
其他收益（亿元）	0.00	3.71	0.00
利润总额（亿元）	4.06	8.00	-1.19
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	6.85	29.49	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	120.61	152.86	9.67
经营活动现金流量净额（亿元）	19.02	11.26	-0.61
投资活动现金流量净额（亿元）	0.00	0.66	0.00
筹资活动现金流量净额（亿元）	-24.54	-9.32	15.16
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.56	0.93	--
存货周转次数（次）	0.07	0.08	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.03	--
现金收入比（%）	58.39	239.12	--
营业利润率（%）	35.02	32.55	--
总资本收益率（%）	1.27	2.22	--
净资产收益率（%）	2.08	3.91	--
长期债务资本化比率（%）	37.28	36.54	38.09
全部债务资本化比率（%）	44.41	42.00	42.45
资产负债率（%）	54.57	54.12	55.84
流动比率（%）	246.87	249.05	275.96
速动比率（%）	154.07	161.66	183.15
经营现金流动负债比（%）	16.36	9.29	--
现金短期债务比（倍）	0.08	0.17	0.80
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：1. 公司 2025 一季度财务报表未经审计；2. 部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债和长期应付款中的有息部分已计入债务

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 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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持