跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1726 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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，评级展望为稳定，并维持“15张家界经CP001”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十八日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

张家界市经济发展投资集团有限公司
短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 张家界经 CP001	8 亿元	2015/08/27-2016/08/27	A-1	A-1

跟踪评级时间：2016 年 7 月 28 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	1.65	7.90	7.64	16.43
资产总额(亿元)	127.36	141.35	160.14	175.16
所有者权益(亿元)	73.09	74.06	76.12	75.90
短期债务(亿元)	6.82	7.11	14.92	14.92
全部债务(亿元)	39.95	54.10	69.34	85.57
营业总收入(亿元)	15.06	10.30	14.46	1.06
利润总额(亿元)	2.16	1.16	1.47	-0.78
EBITDA(亿元)	4.56	4.41	4.89	--
经营性净现金流(亿元)	0.30	-3.51	-7.97	-0.58
营业利润率(%)	24.07	39.93	33.09	22.51
净资产收益率(%)	2.60	1.24	1.35	--
资产负债率(%)	42.61	47.60	52.46	56.67
全部债务资本化比率(%)	35.34	42.21	47.67	53.00
流动比率(%)	498.92	599.79	448.88	518.74
全部债务/EBITDA(倍)	8.75	12.28	14.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.53	1.17	1.26	--
经营现金流动负债比(%)	1.61	-19.96	-29.50	--

注：2016 年一季度财务数据未经审计；长期债务包含长期应付款；现金类资产已剔除受限货币资金。

分析师

方 晓　马 栋

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）

Http：//www.lhratings.com

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”）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的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。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，中央抑制“三公”消费相关政策的出台给旅游产业造成不利影响，以及公司基础设施建设带来的债务规模提升、政府回购款周期长等因素给公司经营发展带来的不利影响。

张家界市政府已出具回购资金安排的相关文件，有助于保证公司未来款项的稳定回收；旅游文化产业持续获得政策性支持，未来随着景区各项基础设施及景观建设进一步完善以及公司旅游业务经营效率的提升，公司旅游业务发展将长期持续向好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15张家界经CP001”A-1的信用等级。

优势

1. 张家界景区地质景观具有原始性、典型性和特殊性，为国内外著名的旅游景点。公司享有张家界优质旅游资源的门票收益分成。
2. 公司作为张家界旅游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，获得政府对旅游资产（主要为景区门票收入分成）注入及财政补贴等支持。
3. 跟踪期内，公司经营活动现金流入量对“15 张家界经 CP001”的保障能力较好。

关注

1. 中央相关限制“三公消费”、“八项规定”、“六项禁令”等政策的出台给旅游产业带来不利影响；新《旅游法》的颁布一定程度上改变国内旅游形成的传统结构及消费方式，对旅行社业态形成一定冲击。
2. 公司营业外收入稳定性差，利润水平对其依赖性较高；2013 年以来公司财务费用规模提升较快，对利润形成较大侵蚀。
3. 2013 年公司开始确认基础设施建设 BT 收入，但回款周期长，对公司现金流质量产生一定影响；且在建项目投资大，存货中土地全部用于抵押，公司面临较大的资金压力。
4. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务压力有所提高。公司其他应收款快速增长且规模较大，对资金形成占用。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与张家界市经济发展投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与张家界市经济发展投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因张家界市经济发展投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由张家界市经济发展投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“15 张家界经 CP001”到期兑付日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，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主体长期信用及“15 张家界经 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

张家界市经济发展投资集团有限公司前身为张家界市经济发展投资有限责任公司，是经张家界人民政府以张政函（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，公司名称变更为张家界市经济发展投资集团有限公司。经历次增资扩股，截至 2016 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”）。

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 2015 年底，公司下属 7 家子公司，其中 5 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）。公司下设总经理办公室、人力资源部、投资发展部等 14 个职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 160.14 亿元，所有者权益合计为 76.12 亿元（其中少数股东权益 4.16 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 14.46 亿元，利润总额 1.47 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额为 175.16 亿元，所有者权益合计为 75.90 亿元（其中少数股东权益 4.18 亿元）。2016 年 1-3 月，公司实现营业收入 1.06 亿元，利润总额-0.78 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：谷中元。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共

财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

旅游行业

1. 行业概况

中国旅游业自 1978 年作为一个经济产业起步以来，经过 30 多年的发展，产业形象日益鲜明，规模不断壮大，已成为国民经济中发展速度最快、最具国际竞争优势的产业之一。

近年来，随着国民经济健康快速的增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场呈逐步放大趋势。2013 年，受政府抑制“三公消费”等政策影响，国内旅游收入增速较 2012 年有所放缓，为 2.63 万亿元，同比增长 15.7%；2014 年国内旅游收入 3.38 万亿元，同比增长 14.7%；2015 年中国旅游收入超过 4.00 万亿元人民币，同比增长 18.34%。

从旅游业的发展规律看，GDP 的增长和人均可支配收入的增加是旅游业发展的根本动力。近些年，中国 GDP 及城乡居民收入的稳定、持续增长直接推动了旅游行业的快速发展，国内出游人数和旅游总收入总体保持稳步增长趋势。但需要注意的是，2003 年由于受到 SARS 的影响，中国国内旅游人数以及旅游收入同期呈现负增长，显现出行业对外部环境存在较强的敏感性，容易受到各种突发事件影响。从其后几年的恢复情况看，旅游行业又体现出一定的韧性，在受到各类突发事件和自然灾害冲击后，能够在较短时间内得以恢复。

图1　2005～2015年GDP与国内旅游收入



数据来源：国家旅游局和国家统计局

2013 年，受政府抑制“三公消费”政策影响，公务旅游消费急剧下降，商务旅游消费明显放缓，而国民休闲旅游消费则表现出强劲的增长势头。2013、2014 年，中国国内游客分别为 32.6 亿人次和 36.1 亿人次，同比分别增长 10.3%和 10.7%。

2015 年以来，中国旅游经济总体运行良好，从国家旅游局近日发布数据显示，2015 年中国国内旅游突破 40 亿人次，出境旅游 1.2 亿人次。中国国内旅游、出境旅游人次和国内旅游消费、境外旅游消费均列世界第一。

同时，2015 年我国旅游业呈现自由行占主流市场的态势。在 40 亿人次国内游的人群中，自由行人群高达 32 亿人次，人均消费 937.5 元。1.2 亿人次出境游旅游客，有 2/3 游客选择自由行，达到了 8000 万人次；2015 年我国出境旅游购物市场规模已达 6841 亿元，其中自由行游客的消费占比超过 80%。主要原因为：随着 80 后、90 后消费能力逐渐提高，日趋成为旅游大军的中间力量，这使得游客群体呈现出年轻化的特点，旅游市场散客化自由行趋势更加明显。

总体看，我国旅游行业呈现平稳较快发展态势，未来旅游市场散客化自由行趋势越来越明显。

2. 政策环境

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。

2013 年 10 月 1 日，由中华人民共和国第十二届全国人民代表大会常务委员会第二次会议通过的《中华人民共和国旅游法》（以下简称《旅游法》）正式施行，这一举措力图保障旅游者和旅游经营者的合法权益，规范旅游市场秩序，保护和合理利用旅游资源，促进旅游业持续健康发展。该项法律明文禁止旅行社低团费、零团费、强迫购物及参加自费项目等行为。2013 年 12 月 17 日，《国家旅游局关于严格执行旅游法第三十五条有关规定的通知》明确了关于指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目、关于“以不合理的低价组织旅游活动”等条款的具体解释。如旅行社在旅游活动中指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目的，应当按照诚实信用、自愿平等、协商一致的原则，与旅游者订立书面合同，且不得以不合理的低价组织旅游活动，不得诱骗旅游者，不得通过指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目获取回扣等不正当利益，也不得影响其他不参加相关活动的旅游者的行程安排。《旅游法》实施后，旅游团费普遍上涨，相当部分游客对报团出游采取了观望态度，短期内造成跟团游客的减少，但自由行出游人数则明显增加。从中长期来看，《旅游法》的实施将对传统旅游经营模式的带来挑战，倒逼旅行社进行产品结构调整和创新，市场竞争亦将愈加激烈，一些规模较小的旅行社可能被淘汰，有利于行业进行整合。同时，规范的法律将提升旅游行业的规范性，保障旅游行业的发展质量。

2013 年 11 月，中共中央、国务院印发《党政机关厉行节约反对浪费条例》（以下简称“《条例》”），并发出通知，要求各地区各部门认真贯彻执行。《条例》中明确列示“国内差旅和因公临时出国（境）”，对公务出行的费用标准进行严格把控，并且“严禁无明确公务目的的差旅活动，严禁以公务差旅为名变相旅游，严禁异地部门间无实质内容的学习交流和考察调研。”

2014 年 8 月 9 日，国务院以国发〔2014〕31 号印发《关于促进旅游业改革发展的若干意见》（以下简称《意见》），部署进一步促进旅游业改革发展，提出到 2020 年，境内旅游总消费额达到 5.5 万亿元，城乡居民年人均出游 4.5 次，旅游业增加值占国内生产总值的比重超过 5%。

2015 年 8 月 11 日，国务院办公厅发表《国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》（国办发【2015】62 号），提出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、优化休假安排、加大改革创新力度等措施，以改善旅

游消费环境、新辟旅游消费市场、培育新的消费热点、开拓旅游消费空间、激发旅游消费需求以及促进旅游投资消费持续增长。

2015 年 9 月 8 日，国家发展改革委、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），通过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措施，进一步营造良好旅游消费环境。

总体看，中央和地方政府近年来推行的旅游刺激方案存在积极意义，能够平缓因外部不利经济环境而带来的负面影响，最大限度保持中国旅游产业的相对平稳健康发展。虽然短期内限制“三公消费”、“八项规定”和“六项禁令”等中央政策对公务差旅的抑制一定程度上造成了对旅游业的影响，但从中长期来看，随着居民收入水平的提升及旅游产业相关支持政策效应的显现，整体上将提振个人消费旅游及国内旅游市场，从而增强中国旅游行业的竞争力。

3. 市场竞争

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经位居世界前列，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，都还存在相当巨大的差距。仅从上市旅游公司的数量来看，截至 2015 年底中国共有约 2827 家 A 股上市公司，其中旅游类上市公司 103 家，占比不足 4%。旅游类上市公司比重较低的现象与旅游业在国民经济中的重要地位不太相称，在一定程度上也说明目前旅游类公司的整体实力偏弱。

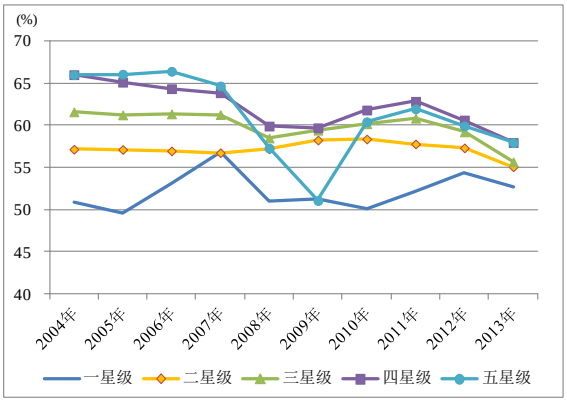
整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间即是相互依存的合作伙伴，又为相互排斥的竞争对手，旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。宏观经济的不确定性短期内对国内旅游市场产生了一定冲击，但从长远看，近期政策的出台有利于产业整合和市场规范，行业内劣势企业将在竞争中加快得以淘汰，从而为优势企业进一步控制市场资源、提高市场占有率提供了机遇，行业长期竞争格局有望得到改善。

4. 主要子行业

酒店业

随着中国居民可支配收入持续增长，酒店业成为社会消费品零售业中增幅较大的子行业之一。2004～2012 年，中国星级酒店年营业收入从 1239 亿元增长到 2400 亿元。根据《2014 年度全国星级饭店统计公报》数据显示，截至 2014 年底，全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计 12803 家，其中有 12037 家经营情况数据通过省级旅游行政管理部门审核，完成率为 94.02%。根据填报的财务数据显示：2014 年度，全国 11180 家星级饭店营业收入总计 2151.45 亿元，同比下降 1.93%。其中餐饮收入为 884.89 亿元，占营业收入的 41.13%；客房收入为 936.53 亿元，占营业收入的 43.53%。在 11180 家星级饭店中：五星级饭店 745 家；四星级饭店 2373 家；三星级饭店 5406 家，二星级饭店 2557 家，一星级饭店 99 家。全国 2014 年度星级饭店平均房价为 334.80 元/间夜，平均出租率为 54.00%。根据《2015 年第四季度全国星级饭店统计公报》数据显示，2015 年第四季度，国家旅游局星级饭店统计管理系统中有 12776 家星级饭店，其中 11970 家经营情况数据通过省级旅游主管部门审核，完成率为 93.69%。2015 年第四季度，星级饭店平均房价为 343.51 元/间夜，平均出租率为 55.59%，出租率有所回升。

图 2　2004-2014 年底各星级酒店客房出租率情况



资料来源：国家旅游局

酒店业对外部宏观经济以及突发事件敏感，波动性较大。2013 年上半年开始，受政府抑制“三公消费”等因素的影响，全国星级酒店平均房价和出租率同比均有所下滑，尤以四星级以上酒店收入下降最为明显。联合评级注意到，经济型酒店受影响相对较小，由于定位于低端消费，并且受益于星级酒店客人转入经济型酒店带来的增量效应，其指标降幅略低。传统低星级酒店目前正面临来自经济型酒店越来越大的竞争压力，酒店效益呈现分化局面。

总体看，中国酒店行业近年来开始下滑，供给已呈现相对过剩局面，行业竞争较为激烈。酒店业对外部宏观经济以及突发事件敏感，波动性较大。2013 年上半年开始，受政府抑制“三公消费”等因素的影响，全国星级酒店平均房价和出租率同比均有所下滑，尤以四星级以上酒店收入下降最为明显。联合资信注意到，经济型酒店受影响相对较小，由于定位于低端消费，并且受益于星级酒店客人转入经济型酒店带来的增量效应，其指标降幅略低。传统低星级酒店目前正面临来自经济型酒店越来越大的竞争压力，酒店效益呈现分化局面。

随着酒店行业竞争的加剧，单体酒店受制于营销渠道与品牌影响力，竞争力日趋下降，未来酒店业将呈现品牌化、规模化和集团化的趋势。短期内，政府抑制“三公消费”政策等因素使得以政府接待为主的高星级酒店面临转型挑战；从中长期看，旅游产业政策推动和旅游需求拉动将成为驱动中国旅游业长期高速增长的基本动力，随着中国旅游业的持续发展，酒店行业仍面临良好的发展机遇。

旅行社业

伴随着中国旅游业的高速发展，中国旅行社行业也发生了巨大的变化，近二十年来行业规模不断扩大，从业人员不断增加，旅行社行业已经成为中国拉动经济增长、扩大就业渠道的重要的服务行业之一。

中国旅行社行业发展带有较为明显的行政烙印。1987 年以前，旅行社行业一直处于垄断经营状态，尤其是一类旅行社，一直到 1988 年全国一类社总数才有 17 家。1992 年，国务院发布了《关于加快发展第三产业的决定》。各地区掀起发展旅游业的热潮，旅行社逐渐放开，数量明显突破。1996 年 10 月 15 日出台了《旅行社管理条例》，1996 年至 1997 年国家旅游局开始依据《旅行社管理条例》重新审核所有已设立旅行社的业务经营资格，实现一、二、三类旅行社向国际旅行社和国内旅行社的类别转变。在这一阶段，暂不受理和审批新的国际旅行社，国际旅行社数量增长受到一定的遏制，但是国内旅行社增长较快。根据《2015 年第四季度全国旅行社统计调查情况公报》数据显示，截至 2015 年底，全国旅行社总数为 27621 家。

从行业竞争格局来看，目前中国的旅行社行业仍呈现过度竞争特征，表现为旅行社进入门槛低、数量多、产业集中度低、产品同质性强、长期利润水平低等特点。众多企业为了争夺市场份额，不得不进行恶性价格竞争，导致整个行业在总收入不断增加的同时，利润率却不断下降，甚至出现负利润的现象。这种情况下，不仅消费者不能从旅游中获得高质量的服务，旅行社企业也不能从中获得发展的足够利润，直接影响了产业的发展。

未来产业融合和业态创新将是中国旅行社业发展的核心增长点。产业融合包括旅行服务业与信息产业、供应链上游产业或下游产业

融合；业态创新主要以旅游者的需求变化为导向。

5. 行业发展

旅游行业属敏感型行业，旅游产品作为弹性消费品，易受外部经济环境的影响，突发公共事件的发生对行业内企业经营会造成较大冲击。从短期看，尽管目前全球经济发展积极因素不断增多，但宏观环境仍然处于较不稳定的状态，全球金融风险也存在向财政领域进一步转移的趋势，部分国家经济形势进一步恶化，全球就业率和居民收入增长率受惯性影响短期内也难以有明显改观。另外，一些外汇短缺或外债沉重的国家为了节约外汇度过危机，也有可能采取限制出境旅游等措施（如 1997 年亚洲金融危机时期，部分东盟国家就曾经采取提高出境税和护照费、发布行政命令等措施，限制本国国民出境旅游），这都会对中国的入境旅游业产生负面影响。同时，国内经济增速放缓以及各地旅游市场的不规范对我国旅游行业发展带来了一定的挑战， 总体看，短期内中国旅游产业，特别是高端入境旅游业形势依然严峻，行业内企业发展将呈现更为明显的两极分化趋势。

从长期看，中国旅游业面临的基本环境没有改变，中国经济有望继续保持良好、快速的发展态势，人均收入的增长和消费结构的升级将根本性的推动中国旅游行业的发展。在国家加快转变经济发展方式，着力“调结构、扩内需、促消费”的大背景下，旅游业作为服务业中的龙头带动产业，将面临新一轮的发展机遇。中央经济工作会议多次突出强调扩大内需的重要性，把旅游消费纳入扩大内需的重要领域，将加大旅游业发展的政策优势。中央和各地、各部门支持旅游业发展的力度将进一步加大，旅游业发展的政策环境将持续向好。我国铁路、公路、民航、水运等基础设施不断增加和完善，宾馆饭店、景区景点等旅游接待设施建设加快，旅游投资持续升温，旅游供给不断增加，将拉动旅游消费快速增长。随着我国城市化发展进程加快和社会保障体系不断完善，中等收入人群规模不断扩大，旅游大众化发展趋势更为明显，旅游已成为人们最重要的休闲方式之一，老年人、青少年、学生、农民等旅游消费人群快速扩大。

基础设施建设行业

1. 基础设施建设行业分析

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临

较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

区域经济环境

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 2015 年国民经济和社会发展统计公报》，全市 2015 年实现地区生产总值（GDP）447.7 亿元，比上年增长 8.5%。其中，第一产业增加值 51.9 亿元，增长 4.0%；第二产业增加值 101.9 亿元，增长 5.5%；第三产业增加值 293.9 亿元，增长 10.6%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为 11.6%，第二产业增加值比重为 22.8%，第三产业增加值比重为 65.6%。全市人均 GDP29425 元，比上年增长 8.1%。

旅游业是张家界市重要支柱产业。截至 2015 年底，全市国家等级旅游区（点）16 家，其中 4A 级及以上的 10 家；旅馆 1862 家，其中星级宾馆 38 家。旅馆床位 10.49 万张，其中星级宾馆 1.28 万张。旅行社 65 家，持证导游 3904 人。2015 年全市景点接待旅游人数

5075.09 万人次，比上年增长 30.6%。接待过夜游客 2230.8 万人天，增长 31.4%；其中境外游客 334.2 万人天，增长 28.5%。实现旅游总收入 340.7 亿元，增长 37%。其中,门票收入 27.5 亿元，增长 31.4%；外汇收入 57220 万美元，增长 47.6%。

固定资产投资方面，2015 年全市完成固定资产投资总量 296.4 亿元，比上年增长 18.1%。其中项目投资 264.9 亿元，比上年增长 37.9%；占固定资产投资总量 89.4%，比上年提高 13.5 个百分点。

五、基础素质分析

1. 产权状况

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实际控制人。

2. 企业规模

张家界景区以地质景观的原始性、典型性和特殊性，身兼“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”等桂冠于一身，已成为国内外著名热点旅游目的地之一。

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门票收益权分成。1988 年，武陵源风景名胜区列入第二批国家重点风景名胜区；1992 年，由张家界国家森林公园等三大景区构成的武陵源自然风景区被联合国教科文组织列入《世界自然遗产名录》；武陵源景区分别于 2004 年 2 月和 2007 年分别被列为中国首批《世界地质公园》及中国首批 5A 级景区。公司下属旅游业务经营主体张家界旅游集团股份有限公司拥有周洛景区、宝峰湖景区（5A 级）、十里画廊景区（5A）等旅游资源。

另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。

3. 人员素质

公司董事长兼总经理谷中元先生，1963 年 6 月出生，土家族，中共党员，大专学历，无海外居留权。曾任桑植县农机服务中心站长兼农机校校长，武陵源区政府办副主任、武陵源区区委委员、区旅游局局长、党组书记，武陵源区副区长，张家界市旅游局党委副书记、副局长、张家界旅游工作委员会办公室副主任，张家界市民族事务委员会党组书记、主任（局长）。

截至 2016 年 3 月，公司（合并口径）在册员工 1713 人，按学历构成来看，中专及以下人员占比 64.74%、专科人员占比 19.79%，本科及以上人员占比 15.47%；按年龄分布来看，29 岁以下人员占 41.80%、30~39 岁人员站 27.73%、40 岁以上人员占 30.47%；按专业构成来看，管理人员、行政人员、财务人员、技术人员、销售人员、其他人员分别占比 6.54%、15.76%、4.79%、49.21%、3.5%、20.20%。

总体看，公司董事长（兼总经理）拥有较丰富的政府部门从业经验，员工构成较符合行业特点。

4. 政府支持

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，公司获得了当地政府的大力支持，享有政府的多项资产划入。

2005 年 6 月 20 日，张家界人民政府以张政函[2005]115 号文《张家界人民政府关于划转武陵源核心景区门票分成收入的通知》，明确规定将由市政府收取的大门票（门票构成见下表）中的基础设施建设费 28 元，资源有偿使用费 20 元及环保车中资源有偿使用费 1 元，

共计49元的门票分成收益权划拨给公司。2012年12月20日，张家界人民政府以张政函[2012]162号，将市政府执收新增的武陵源核心景区载人工具和黄龙洞、宝峰湖景区门票中资源有偿使用费及50%的价格调节基金划入公司。根据张政函[2012]163号《张家界市人民政府关于划转武陵源核心景区门票中部分市级分成收入的通知》，将武陵源核心景区门票价格中张家界国家森林公园管理处门票分流收入中调整为市级收入的15元/人，及新增长划归市级的资源有偿使用费2.5元/人划入公司集团本部。以上收益权分别经湖南华新求是地产矿产与资产评估有限公司（出具评估报告湘求实资评报字（2010）第B-026号）及北京国融兴华资产评估有限责任公司（出具评估报告国融兴华评报字[2013]第1-045号）按照收益法进行评估，评估价值分别为11.30亿元及18.74亿元，计入公司无形资产。

表1　武陵源核心景区门票构成（单位：元/人次）

编号	项目	执行单位	基本标价		周票价格	
			普通门票	优惠门票	普通门票	优惠门票
1	**大门票**		**180**	**95**	**218**	**113**
2	景区运行成本		71	40.5	107	57.5
3	其中：IC卡及维护成本	一卡办管理营运费用1.65元，苏博泰克公司IC卡成本及升级6.35元	5	5	5	5
4	防洪水利建设费	省澧水公司	2	1	2	1
5	基础设施建设费	市政府28元，区处23元	51	25.5	51	25.5
6	索张公路建设费	张家界旅游开发股份有限公司	2.5	1.25	2.5	1.25
7	峪园公路建设费	张家界湘路开发有限公司	7	3.5	7	3.5
8	资源有偿使用费	市政府22.5元，区处14元	36.5	18.25	36.5	18.25
9	旅游发展基金	市政府	2	1	2	1
10	价格调节基金	基本票种：市政府4元，区、处各2元；周票中：市政府6元，区处各2元	8	4	10	5
11	**环保车**		**65**	**65**	**80**	**80**
12	运行成本		60	60	75	75
13	区、处手续费	区、处各1元	2	2	2	2
14	资源有偿使用费	市政府	1	1	1	1
15	旅游发展基金	市政府	1	1	1	1
16	价格调节基金	市政府	1	1	1	1
17	**门票合计**		**245**	**160**	**298**	**193**

资料来源：公司提供

注：门票合计（17）中包括景区门票（1）及环保车（11）同时，为保障公司的良好运营和职能的正常行使，张家界市委市政府每年均有安排适度规模的财政贴息、财政补贴、税费返还和各项财政专项资金给公司。2013~2015年，公司分别获得10234.15万元、2359.31万元和2837.15万元的财政补贴，由于公司主要的补贴收入为城市基础建设资金补贴，因此会因公司基础设施建设投资规模而有所波动。2009年，张家界政府将4944亩土地资产注入公司，均为出让地性质，评估价值为28.17亿元，公司根据土地性质和未来规划，将土地计入存货。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度和高管人员无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

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，同时，随着 2013 年公司开始确认基础设施建设业务收入，该业务成为公司新的收入贡献来源。2015 年，公司实现营业收入 14.46 亿元。

从收入构成看，旅游服务业、景区环保客运业、基础设施建设对公司收入贡献大。2015 年，公司旅游服务业收入较 2014 年大幅下降，主要系 2015 年开始把旅行社服务业收入从旅游服务业收入中拆分出来所致；毛利率同比大幅增长 22.90 个百分点，主要系因公司下属张家界国际大酒店于 2014 年完成重新装修，受装修停业影响，2014 年酒店服务业收入较低，而 2015 年该酒店全年正常营业，导致酒店服务业收入与上年同期相比大幅增加所致。公司景区环保客运业实现营业收入 1.93 亿元，毛利率始终保持较高水平。基础设施建设业务实现收入 4.95 亿元；公司与张家界市政府签订了《张家界市投资建设与转让收购（BT）模式投资建设项目总承包协议》，该协议中约定张家界人民政府将按照项目总投资的 115%向公司支付回购资金，导致 2013 年和 2014 年基础设施建设毛利率均为 15.00%，2015 年基础设施建设业务主要包括张家界市沿江旧城改造工程、沙堤大道项目、张清公路城市段改造工程、澧水风貌带建设项目、西溪坪片区基础设施（道路）工程项目、张罗公路鹭鸶湾段改造工程和陈家溪南路建设项目。截至目前，西溪坪片区基础设施（道路）工程项目、张罗公路鹭鸶湾段改造工程和陈家溪南路建设项目已经完工。

2016 年 1~3 月，公司旅游服务业实现收入 0.25 亿元，毛利率 57.55%；景区环保客运业务实现收入 0.26 亿元，毛利率 39.41%；旅行社服务业实现收入 0.35 亿元，毛利率为 7.29%。

表 2　近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	47200.97	31.34	32.24	55550.98	53.93	47.10	45051.08	31.16	70.00	2533.08	23.83	57.55
景区环保客运业	16429.00	10.91	59.03	17834.79	17.32	73.42	19316.01	13.36	64.44	2638.56	24.82	39.41
酒店服务业	796.38	0.53	36.7	1387.60	1.35	-27.06	2145.65	1.48	-18.51	441.03	4.15	-44.45
殡仪服务业	312.55	0.21	61.55	258.57	0.25	60.75	364.5	0.25	56.74	145.43	1.37	37.59
租赁服务业	249.03	0.17	4.86	228.98	0.22	66.45	167.26	0.12	54.07	36.5	0.34	47.4
广告业	172.38	0.11	69.26	260.14	0.25	66.06	39.22	0.03	73.84	--	--	--
房产项目开发	6089.18	4.04	40.98	982.58	0.95	8.25	4784.91	3.31	-13.78	454.69	4.28	80.79
基础设施建设	79350.38	52.68	15.00	26341.73	25.57	15.00	49477.33	34.22	13.04	--	--	--
公交车收入	--	--	--	--	--	--	311.17	0.22	-28.86	863.75	8.13	-17.59
旅行社服务业	--	--	--	--	--	--	22805.60	15.78	5.90	3516.41	33.08	7.29
其他业务	20.95	0.01	100.00	154.95	0.15	100.00	102.90	0.07	-48.98	--	--	--
合计	**150620.82**	**100.00**	**25.48**	**103000.32**	**100.00**	**41.79**	**144565.63**	**100.00**	**35.22**	**10629.45**	**100.00**	**26.49**

资料来源：公司提供

2. 旅游服务业

公司旅游服务业务主要由集团本部的门票收入分成和下属张旅集团的景区运营。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，公司可获得稳定的门票分成收入。另一方面，张旅集团负责景区的运营与维护，目前运营的景区包括张家界宝峰湖景区（5A 级）、十里画廊风景区（5A 级）、浏阳周洛风景区、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。

（1）景区门票收益分成

公司获得政府对部分张家界旅游资产收益权的划拨，主要由武陵源核心景区门票部分收益权、武陵源核心景区载人工具部分收益权及黄龙洞和宝峰湖门票部分收益权。

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。其中：三日票或周票的普通票价中总共有 66.5 元/张归属于公司所有；三日票或周票的优惠票价中总共有 26.25 元/张归属于公司所有。

武陵源核心景区载人工具门票分为普通票和优惠票，其中：黄石寨索道普通票价中 12.5 元/张归属于公司，黄石寨索道优惠票价中 6.25 元/张归属于公司；天子山索道普通票价中 14.5 元/张归属于公司，天子山索道优惠票价中 7.25 元/张归属于公司；百龙电梯普通票价中 14.5 元/张归属于公司，黄百龙电梯优惠票价中 7.25 元/张归属于公司；十里画廊电车普通票价中 5.5 元/张归属于公司，十里画廊电车优惠票价中 2.25 元/张归属于公司。

黄龙洞和宝峰湖门票分为普通票和优惠票，其中：黄龙洞普通票价中 18.5 元/张归属于公司，黄龙洞优惠票价中 9.25 元/张归属于公司；宝峰湖普通票价中 17.5 元/张归属于公司，宝峰湖优惠票价中 8.75 元/张归属于公司。

门票中分为不同景区的全价票及优惠门票两种，同时载客工具的票价分成根据顾客自主选择具有一定可变性，因此此处不做门票分成的合计核算。张家界人民政府先将门票收入收归财政收入并不定时返还给公司，目前门票收入返还情况良好，未出现拖欠情况。联合资信认为，虽然一方面分成中存在顾客自主选择的可变因素，另一方面门票分成受到景区游客数量的影响因素较大，但公司分享门票收入分成的方式获取经营收益，在保障了收入贡献的同时获得了很大的利润空间。

（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）、浏阳周洛风景区、杨家界索道等众多旅游资源。张旅集团同时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 3　近年张家界景区接待量（单位：万人次）

游客接待量	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
核心景区	267.73	292.81	348.39	58.63
宝峰湖景区	47.90	56.24	101.59	13.89
十里画廊	99.69	108.82	120.47	15.34
杨家界索道	--	33.93	205.38	29.90

资料来源：公司提供

表 4　近年来公司主要景区收入及毛利率（单位：万元、%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-3 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
十里画廊观	4470.96	65.39	4836.07	64.86	4742.11	57.21	527.82	41.69

光电车								
宝峰湖景区	4014.54	57.79	5030.29	59.56	7690.51	56.21	1014.93	39.97
周洛景区	115.51	38.76	130.17	32.85	21.21	-81.00	0.00	0.00
杨家界索道	-	-	2263.16	33.89	13660.78	64.01	1518.07	55.81
合计	**8601.01**	**61.48**	**12259.68**	**56.63**	**26114.53**	**59.14**	**3060.82**	**48.12**

资料来源：公司提供

2015 年，四大景区接待人数 775.83 万人，较上年同期 491.8 万人增长 57.75%。其中，十里画廊观光电车购票人数 120.466 万人（上年同期购票人数 108.82 万人），实现收入 4742.11 万元；宝峰湖接待人数 104.6841 万人（上年同期接待人数 56.24 万人），实现收入 7690.51 万元，同比增长 52.88%；杨家界索道 2015 年完成购票 205.38 万人，占景区大门票购票人数（全票、优惠票）的 58.95%，实现营业收入 13660.78 万元，张家界索道对景区收入的贡献进一步加大。

2016 年 1~3 月，三大景区（2015 年 6 月，周洛景区已转让）接待人数 117.76 万人。其中，十里画廊观光电车购票人数 15.34 万人（上年同期购票人数 13.5733 万人），实现收入 527.82 万元，同比下降 8.66%；宝峰湖购票人数 13.89 万人（上年同期购票人数 7.3938 万人），实现收入 1014.93 万元，同比增长 136.16%；杨家界索道 2016 年一季度完成购票 29.9 万人，占景区大门票购票人数（全票、优惠票）的 54.30%，实现营业收入 1518.07 万元，张家界索道对景区收入的贡献进一步加大。

武陵源核心景区

武陵源景区为张家界市内最重要的旅游景区，旅游资源得天独厚。武陵源的溶洞数量多、规模大，极富特色。现已探明的大小溶洞 40 余个，其中最为著名的是黄龙洞，全长 7.5 公里，洞内分为四层，景观奇异，是东南亚岩溶景观的缩影。武陵源有十分丰富植物资源。境内森林覆盖率已达 74.75%，并保存着两处原始次森林，为中国重要的古老孑遗生物的生长地区。境内有高等植物 3000 余种，首批列入国家重点保护的珍稀濒危种子植物有珙桐等 35 种。在众多的植物中，武陵松分布最广，数量最多，形态最奇，有“武陵源里三千峰，峰有十万八千松”之美誉。武陵源有宝贵的野生珍稀动物。经调查，境内陆生脊椎动物共有 50 科 116 种，其中包括《国家重点保护动物名单》中的一级保护动物 3 种，二级保护动物 10 种。

宝峰湖

宝峰湖景区由张旅集团子公司张家界宝峰湖旅游实业有限公司负责运营。张家界宝峰湖旅游实业有限公司成立于 1993 年 12 月 23 日，注册资本 1905.91 万元，经营范围为旅游服务及房地产开发。

宝峰湖是世界自然遗产、世界地质公园、首批国家 5A 级旅游区张家界武陵源风景区的组成部分，被称为“世界湖泊经典”。属张家界地貌内自然山水与人文民俗相结合的湖泊型自然风景区。位于湖南省张家界市武陵源区东部，地处张家界武陵源风景名胜区的核心地带，距天子山 8 公里，距武陵源区政府 1.5 公里，距黄龙洞 8 公里，距张家界市区 34 公里。宝峰湖水深 72 米，长 2.5 公里。1984 年，宝峰湖风景区对外开放。1992 年，宝峰湖作为武陵源风景区的组成部分被列入联合国教科文组织《世界自然遗产名录》。从 2003 年起，宝峰湖景区被评定为国家 AAAA 旅游区（点）。2006 年，率先被评定为国家 AAAAA 旅游景区。

浏阳周洛

浏阳周洛风景区（以下简称“周洛景区”）由张旅集团子公司湖南周洛旅游开发有限公司负责运营。湖南周洛旅游开发有限公司成

立于 2003 年 10 月 17 日，注册资本 1000 万元，经营范围包括周洛景区的开发和经营和旅游景点建设及旅游资源开发、旅游接待、对旅游基础设施建设投资等。

周洛景区位于长沙、浏阳、平江三市（县）交界的社港镇内，地处海拔 1359 米的连云山脉西部，是捞刀河的发源地。距浏阳市北 70 公里、长沙市东 80 公里、黄花机场 60 公里。境内人文遗址、自然景观众多，人文景观有铁坟坪、水口塔、陈家祠堂、颜家屋场，大时餐馆等，具有考古价值；境内生态环境好，珍稀动植物繁多，特别是野生桂花群落的发现，增添了度假村的魅力。周洛景区现已开发出来的景点有：情人湖、磐石、天线瀑布、桂花峡、鸳鸯瀑布、月亮潭、石树、太极佛光潭等等，总里程 1500 米。

2015 年 6 月，张旅集团将湖南周洛旅游开发有限公司（张旅集团占湖南周洛旅游开发有限公司股权的 89.5%）拍卖，处置股权取得对价为 263.05 万元，该项交易的收益为 157.96 万元。

十里画廊

张家界十里画廊位于武陵源核心景区内的索溪峪景区，长约五公里，是该景区内的旅游精华。十里画廊景区门票免费，但沿途各景点需要门票。在这条长达十余里的山谷两侧，有着丰富的自然景观，人行其间如在画中。沟旁黛峰屏列，山上的岩石形成了 200 来尊似人似物、似鸟似兽的石景造型，其中“孔雀开屏”、“采药老人”、“寿星迎宾”、“猛虎啸天”等最为著名。

杨家界索道

杨家界索道已于 2014 月 4 月 18 日试营业，索道按期投入运营，打开了武陵源核心景区的西部通道。杨家界索道由张旅集团子公司张家界市杨家界索道有限公司建设运营，该公司注册资本为人民币 5000 万元。

杨家界索道是武陵源风景名胜区继天子山索道、黄石寨索道后的第三条客运索道，上站位于八里坡游览线刘家檐，下站位于中湖乡野溪铺村。该索道采用法国玻玛索道设备，是世界顶级双回路循环式配置八人车厢式索道，全长 1876 米，上下站垂直高差 517 米，线路支架 14 个，最高运行速度 6m/s，最大运力为 2300 人/小时，单程运行时间 5.2 分钟，是目前国际最先进的客运索道。

杨家界索道的运营，不仅拉近了杨家界与武陵源天子山、袁家界、黄石寨景区的距离，打通进出张家界核心景区的西部快捷通道，有利于缓解武陵源客流高峰的分流压力，全面推动武陵源风景区的“西部大开发”，而且对于景区的提质升级和自然环境资源保护具有重大意义。尤其使杨家界雪藏多年的峰墙群奇观从“养在深闺人未识”到“触手可及”，对于景区空间的扩容和完全释放具有巨大的推动作用。

（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。张家界中旅主要采取传统旅行社组团和接待为主的经营模式，通过收取游客团费和代客人支付房、餐、车费等，赚取差价。近年来，公司的旅行社也寻找新的盈利模式，与景区建立长期的战略合作伙伴关系，资源整合、优势互补，全方位、深层次、多角度的合作。

公司旅行社业务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、浏阳周洛、十里画廊等人文、自然生态旅游资源位纽带，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，整合推广旅游线路目前张旅推出的国内竞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、凤凰古城三日游等路线。

表 5　近年来公司旅行社业务收入及毛利率（单位：万元、%）

产品名称	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-3 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
旅行社	26869.60	6.21	19475.10	5.88	22805.59	5.89	3516.41	7.29

资料来源：公司提供

2013 年，新《旅游法》的颁布和国家在黄金周对小车实行的高速免费政策，加快了游客出行方式的改变和旅游行业洗牌，一方面旅游消费市场需求发生巨大变，自由行、自驾车游客快速增长；另一方面，新《旅游法》等法律条例明文禁止旅行社低团费、零团费、强迫购物及参加自费项目等行为。旅行社团队游在锐减同时竞争加剧，规模较小的旅行社将面临被淘汰的命运。公司旅行社业务毛利率水平较低，系传统旅行社行业受到旅游行业政策和游客出行方式改变的影响，与此同时，公司积极开拓散客游业务，开发“自由旅神”APP，将规避该业务板块的部分系统性风险。

受中央相关政策的出台及新《旅游法》的颁布的影响，2013~2015 年，公司旅行社业务营业收入分别为 26869.60 万元、19475.10 万元和 22805.59 万元，毛利率分别为 6.21%、5.88%和 5.89%。2016 年 1~3 月，公司旅行社业务实现收入 3516.41 万元，毛利率 7.29%。

3. 景区环保客运业

武陵源核心景区门票中，有三日票和周票两种，两种票均有优惠门票。三日票为 245 元/张，优惠票价 160 元/张；周票价格 298 元/张，优惠价 193 元/张。所有票价均由大门票和环保车两部分组成，环保车票价包含运行成本（非实际发生的成本）、区、处手续费、资源有偿使用费、旅游发展基金、价格调节基金，其中环保车票价收入全部计入公司环保客运运营收入。

环保客运车的运营成本包括环保客运车的折旧费用、维修费、保险费、燃料费用（包括汽油、柴油和天然气）和环保客运门票中政府收取的部分。运营成本相对于环保客运车票价而言仍处于较低水平，2013~2015 年公司环保客运车业务分别接待人数 267.73 万人、292.81 万人和 348.39 万人。

4. 基础设施建设及其他业务

公司是张家界最大的城市基础设施建设的实施主体，2012 年张家界市政府就公司承担的基础设施建设项目与公司签订了《张家界市投资建设与转让收购（BT）模式投资建设项目总承包协议》，该协议中约定张家界人民政府将按照项目总投资的 115%向公司支付回购资金，明确了政府对公司基础设施建设板块业务的收益返还机制，从一定程度上保障了公司基建业务的投资收益。

根据《张家界市人民政府关于妥善处理张家界市经济发展投资集团有限公司 BT 项目回购资金相关问题的说明》（张政函[2014]118 号），为维护公司城市基础设施建设运营的独立性和稳定性，使其为张家界市基础设施建设和旅游业发展提供更优质的服务，张家界市人民政府经与公司进行充分协商，综合历年财政收入的整体情况，对回购资金做出明确安排。张家界市政府按已经完成资产移交手续的回购项目最终核准的结算报告中应付公司的 BT 回购资金金额为准，在结算报告出具后的 7 年内按如下比例支付 BT 项目回购资金：

表 6　BT 回购未来支付比例

年份	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
逐年支付比例	10%	10%	15%	15%	20%	15%	15%

资料来源：张政函[2014]118 号

对于已经核准结算但资金暂未到位的回购收入，暂时计入公司应收账款。市政府每年支付的资金，主要来源于市政府每年的国有资源有偿使用权收入、新增财力、污水处理费、垃圾处理费、罚没收入、行政事业费等。

截至 2016 年 3 月底，公司已经完成城市“四路改造项目”（子午路、迎宾路、崇文路、永定大道）和张罗公路鹭鸶湾段高架桥项目。

城市“四路改造项目”起点为市城区三角坪交叉口，终点为常张高速路入口，是常张高速路至张家界景区必经的城市东西主干道，全长 11.2 公里，建设内容主要是对四条城市主干道进行提质改造。公司已于 2013 年 12 月 31 日与市政府签订《资产移交协议书》，并将上述项目移交给市政府。经审计，“城市四路改造项目”账面价值为人民币 69000.33 万元，按照《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》约定，“四路改造项目”回购总金额为 79350.38 万元。

张罗公路鹭鸶湾段高架桥项目桥梁全长 1051m，桥面宽度 9.5m。公司已于 2014 年 12 月 23 日与市政府签订《资产移交协议书》，并将上述项目移交给市政府。经审计，该项目账面价值为人民币 22905.86 万元，按照《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》约定，该项目回购总金额为 26341.73 万元。

截至 2016 年 3 月底，公司收到回购资金 21708.95 万元，剩余金额 80547.29 万元计入应收账款。市政府根据市财政情况对该笔应收账款作了如下返还安排：

表 7　回购资金应收账款回款安排（单位：万元）

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
四路改造项目	7935.04	7935.04	11902.56	11902.56	15870.08	11902.56	11902.56	
张罗公路鹭鸶湾段高架桥项目		2290.59	2290.59	3435.88	3435.88	4581.17	3435.88	3435.88
合计	**7935.04**	**10225.62**	**14193.14**	**15338.44**	**19305.96**	**16483.73**	**15338.44**	**3435.88**

资料来源：张政函[2014]118 号

公司房地产业务主要为彭家铺安置小区统建房，是张家界火车站项目安置区的组成部分，属于国家重点工程，项目总投资金额为 3594.06 万元，资金来源全部为自有资金，目前已全部完成投资。该安置房工程位于官黎坪彭家铺，占地面积 7600 平方米，总建筑面积 19700 平方米，建住宅 116 套、商铺 49 个。该安置小区项目由公司自行负责销售，已全部完成销售，2014 年确认销售收入 982.58 万元。公司房地产开发为公益性质，且持续性不强，考虑到业务规模较小，对公司整体的业务发展前景不会产生较大影响。

总体看，公司以景区门票分成、景区资产运营、旅行社及环保客车构成的旅游业务收入为主，同时承担政府基础设施建设职能，分享投资收益，公司房地产及酒店业务对收入的贡献小，且房地产业务的持续性不强。2013 年以来，在突发事件、相关政策及法律法规出台后，旅游产业经历短期下滑，对公司旅游业务造成一定影响，但旅游产业的政策性支持保障了长期向好的前景；同时，BT 项目形成数额较大的应收回购款项，对公司现金流质量造成影响，但政府对此出具的相关文件一定程度保证了未来回购资金的到位。

5. 经营效率

2013～2015 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数加权平均值分别为 1.63 次、0.11 次和 0.09 次，2015 年，上述指标分别为 1.14 次、0.11 次和 0.10 次。总体看，公司整体经营效率差。

6. 在建及拟建项目

公司作为张家界市政府最大的基础设施建设投融资主体，承担市政道路管网及风貌改造等重要建设职责。当前在建项目主要包括张家界市沿江旧城改造工程、武夷山大道建设工程、澧水风貌带建设项目、西溪坪片区基础设施（道路）工程项目、张罗公路鹭鸶湾段改造工程和陈家溪南路建设项目；拟建项目主要包括澧水大桥、澧兰桥、天问路、滨河路（观音桥至逸臣华天）、高架桥（澧水大桥至沙堤大道）、木龙滩路和澧水两岸截污干管整治。

截至 2016 年 3 月底，公司在建项目累计完成投资 26.24 亿元，2016 年 4-12 月计划投资 10.80 亿元，2017~2018 年分别计划投资 11.84 亿元和 4.47 亿元；拟建项目未来两年投资额分别为 2.13 亿元和 2.44 亿元。公司负责对基础设施建设项目的筹资，并与张家界政府签立回购协议（即《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》），并按 115%收取回购款。

从未来资金投入来看，在建及拟建项目的资本支出规模大，虽然公司当前债务负担适宜，但考虑到回购期限仍存在很大不确定性，总体看建设项目对公司形成的较大的资金压力。

表 8 公司在建项目情况（单位：万元）

项目	建设时间	计划总投资	2016 年 3 月底累计投资	2016 年 4-12 月计划投资	2017 年计划投资	2018 年计划投资
张家界市沿江旧城改造工程	2013-2018	250007.84	106300	42000	51700	44707.84
沙堤大道	2013-2017	100000	27300	36000	36700	--
张清公路城市段改造工程	2015-2017	74817	14800	30000	30000	--
澧水风貌带建设项目(二)	2011-2017	55402	55400	--	--	--
西溪坪片区基础设施（道路）工程项目	2009-2015	28100	28100	--	--	--
张罗公路鹭鸶湾段改造工程	2009-2015	23500	23500	--	--	--
陈家溪南路建设项目	2010-2015	6950	6950	--	--	--
合计	--	**538776.84**	**262350**	**108000**	**118400**	**44707.84**

资料来源：公司提供

表 9 公司拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	建设周期	自有资金到位	投资计划	
				2017 年	2018 年
澧水大桥	10600	2015-2016	150	2300	8150
澧兰桥	4800	2015-2016	250	4550	--
天问路	20867	2015-2017	100	1500	4000
滨河路（观音桥至逸臣华天）	12000	2015-2017	300	4000	1300
高架桥（澧水大桥至沙堤大道）	20000	2015-2018	500	3600	4600
木龙滩路	8154	2015-2016	830	1000	6324
澧水两岸截污干管整治	5000	2015-2016	700	4300	--
合计	**81421**	--	**2830**	**21250**	**24374**

资料来源：公司提供

7. 未来发展

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：

（1）整合旅游资源，打造旅游精品。公司目前共有界宝峰湖景区、十里画廊风景区、浏阳周洛风景区、猛渡河、坐龙峡等众多旅游资源和部分景区的门票分成收益权。公司的旅游服务收入也主要是各个景区独立获得，景区间的“互动”较少，“一站式服务”不到位，亟需变革。变革旨在于各个景区间建立快速通道，经典人情风味相互补充，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。

（2）加大旅游促销，拓展旅游市场，提高旅游产业效益。随着旅游市场的日益成熟，市场竞争日益加剧，做好旅游营销的企业才能掌握主动权。企业间的竞争早已不再是单个产品之间的较量，而是整个价值链的，公司将努力增加游客的滞留时间，提高客户体验，整个价值链的效益将远高于部分的和，从而为企业带来更多的收入。

（3）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，倾力打造一个“上山可怡情，下山可尽兴”的永定生态旅游新城。

（4）增强企业自身造血能力，改善资本结构。近年来，为加快推进张家界市旅游产品从单一观光型向观光休闲和度假商务型转变的战略实施，公司依靠良好的市场信誉和势力，通过多渠道筹集了大量的宝贵的资金，极大的促进了张家界市旅游基础设施和景区的建设，为公司旅游业的长期发展夯实了基础。

八、募集资金使用情况

“15 张家界经 CP001”募集资金 8 亿元已全部按募集资金用途使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2015 年审计报告已经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2016 年一季报未经审计。

2015 年，公司新增张家界市公共交通发展有限公司和张家界市棚户区改造投资有限公司 2 家子公司。合并报表范围变化对公司财务数据可比性影响小。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 160.14 亿元，所有者权益合计为 76.12 亿元（其中少数股东权益 4.16 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 14.46 亿元，利润总额 1.47 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额为 175.16 亿元，所有者权益合计为 75.90 亿元（其中少数股东权益 4.18 亿元）。2016 年 1-3 月，公司实现营业收入 1.06 亿元，利润总额-0.78 亿元。

1. 盈利能力

2013～2015 年，公司营业收入波动下降，年均下降 2.03%，其中，2013 年营业收入主要由于公司 BT 项目（城市四路改造）已经完工，由政府实施回购，公司于当年确认了 7.94 亿元 BT 项目收入；2014 年实现营业收入 10.30 亿元；2015 年实现营业收入 14.46 亿元，同比大幅增长 40.35%，主要来自于 BT 项目确认 4.95 亿元和旅行社服务业收入 2.28 亿元所致。

从期间费用来看，2013～2015 年，公司期间费用年复合增长 20.14%，主要是因为利息支出的增长导致财务费用的增长，2015 年为 2.29 亿元；期间费费合计占营业收入的比例分别为 16.11%、30.13%和 24.22%，期间费用占比较高。

2013～2015 年，公司营业外收入分别为 1.03 亿元、0.24 亿元和 0.29 亿元，主要为财政局拨付建设补贴款，公司营业外收入稳定性较差。

2013～2015年，公司利润总额波动中有所下降，分别为2.16亿元、1.16亿元和1.47亿元；营业外收入占利润总额的比重分别为47.64%、20.40%和19.58%，营业外收入对利润总额有一定贡献。

从盈利指标来看，2013～2015年，公司营业利润率呈波动增长，三年加权平均值为33.34%；总资本收益率呈波动增长趋势，三年加权平均值为3.39%；净资产收益率呈波动增长趋势，三年加权平均值分别为1.57%。2015年上述三项指标分别为33.09%、3.38%和1.35%。

2016年1～3月，公司实现营业收入1.06亿元，同比下降10.92%；实现利润总额-0.78亿元，主要是系偿还债务支付的财务费用维持在较大规模从而导致一季度营业收入降低所致。同期，公司营业利润率为22.51%，较2015年减少10.57个百分点。

总体看，近年来公司营业收入波动下降，期间费用占营业收入比重较高；公司营业外收入对利润总额有一定贡献，稳定性较差。

2．现金流及保障

从经营活动来看，2013～2015年，公司经营活动现金流入量分别为10.43亿元、8.03亿元和18.52亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金，2015年收到其他与经营活动有关的现金9亿元，主要是公司与子公司之间的调拨；公司近三年经营活动现金流出量分别为10.13亿元、11.54亿元和26.49亿元，以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主，2015年支付其他与经营活动有关的现金15.07亿元，主要是与子公司之间的资金调拨；公司经营活动产生的现金流量净额分别为0.30亿元、-3.51亿元和-7.97亿元，2013年以来大幅下降主要是因为公司BT项目收入大部分尚未收到。2013～2015年，公司现金收入比分别为48.06%、75.01%和65.82%，2013年以来受应收账款增长影响，公司现金收入比大幅下降。

从投资活动来看，2013～2015年，公司投资活动现金流入规模小，分别为0.03亿元、0.07亿元和0.06亿元；投资活动现金流出三年分别为1.07亿元、1.27亿元和3.93亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金及投资支付的现金；公司投资活动净现金流分别为-1.04亿元、-1.19亿元和-3.87亿元。

从筹资活动来看，2013～2015年，公司筹资活动现金流入分别为8.91亿元、23.13亿元和25.07亿元，主要为取得借款和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和分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2013～2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-5.38亿元、10.97亿元和11.56亿元。

2016年1～3月，公司经营活动现金流入3.72亿元，经营活动净现金流为-0.58亿元；现金收入比为90.91%；公司投资活动净现金流为-4.65亿元；公司筹资活动产生的现金流入量和净额分别为15.71亿元和14.01亿元。

总体看，公司经营活动现金流入量现金收入比波动较大，经营活动净现金流呈净流出趋势。公司在建及拟建项目的资本支出规模较大，且BT回款时间具有很大不确定性，公司对外有一定融资需求。

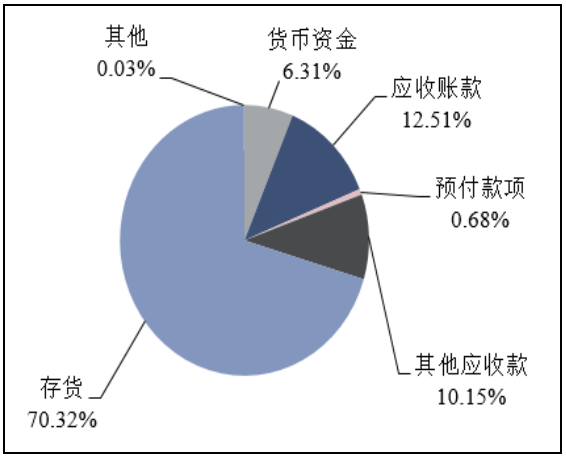
3．资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额160.14亿元，同比增长13.29%，其中流动资产合计占75.69%，非流动资产合计占24.31%，公司资产以流动资产为主。

至2015年底，公司流动资产为121.21亿元，同比增长14.82%，主要由货币资金（占6.31%）、应收账款（占12.51%）、存货（占70.32%）和其他应收款（占10.15%）等构成。

图 3　截至 2015 底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金 7.65 亿元，主要为银行存款（占 99.85%）；使用受限的货币资金为 90 万元，主要为根据国务院令第 550 号《旅行社条例》规定公司旅行社的旅游质量保证金。

截至 2015 年底，公司应收账款 15.17 亿元，同比增长 49.44%，主要系官黎坪片堤防工程、胡家河片堤防工程和鹭鸶湾片堤防工程三个项目收入 4.9 亿元逐步结转所致；公司计提坏账准备 132.31 万元。其中，张家界市财政据占 96.17%，集中度很高。

公司其他应收款主要是往来拆借款，截至 2015 年底，公司其他应收款 12.30 亿元，同比增长 130.42%；其中按单项金额重大单项计提坏账准备的应收账款占 97.81%，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款占 2.19%，公司累计计提坏账准备 0.11 亿元，计提比例为 0.01%，计提比例极低；公司前五名其他应收款合计 8.81 亿元，占全部其他应收款的 70.66%，主要欠款单位为张家界市棚户区改造投资有限公司（3.18 亿元）、张家界澧水风貌带建设开发有限责任公司（2.29 亿元）、张家界市人民政府国有资产监督管理委员会（1.85 亿元）、张家界市土地储备中心（1.00 亿元）、武陵源土地储备中心（0.50 亿元），公司其他应收款集中度很高。

截至 2015 年底，公司存货 85.23 亿元，主要是开发产品成本（占 66.89%）和土地（占 33.04%）；公司存货未计提跌价准备；公司土地全部用于借款抵押，存货流动性较差。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 38.93 亿元，同比增长 8.79%，主要由固定资产（占 16.08%）和无形资产（71.55%）构成。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 1.15 亿元，全部为对张家界市茅沿河旅游开发股份有限公司投资。

截至 2015 年底，公司固定资产原值 8.98 亿元，主要由房屋建筑物（占 60.69%）、机器设备（占 16.03%）和运输工具（占 20.47%）构成；公司固定资产累计折旧 2.72 亿元，未计提减值准备，固定资产期末账面价值 6.26 亿元。

截至 2015 年底，公司无形资产账面原值 30.67 亿元，主要为景区门票分成收益权 29.42 亿元（占 95.91%）；公司累计摊销 2.82 亿元，无形资产期末账面价值 27.85 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 175.16 亿元，较 2015 年底增长 9.38%，构成来看，流动资产占 77.10%，非流动资产占 22.90%，资产结构较 2015 年底变化较小。

总体看，公司资产总额整体稳步增长，资产以流动资产为主，流动资产中存货占比高，存货流动性较差，应收账款回收期长；非流动资产中无形资产占比高，主要是景区门票分成收益权。公司整体资产质量尚可。

所有者权益

截至 2015 年底，公司归属于母公司所有者权益 71.96 亿元，其中股本占 1.39%、资本公积占 80.36%、盈余公积占 1.70%、未分配利润占 16.54%。公司资本公积占比大，截至 2015 年底为 57.83 亿元，增加主要是收到国家发展基金有限公司 0.78 亿元，用于建设张家界市公共交通充电场所及装置项目；收到国家发展基金有限公司 0.30 亿元，用于永定城区水厂改扩建及供水管网改造工程（一期）；2015 年 9 月，公司与国开发展基金有限公司签订投资合同，合同约定国开发展基金有限公司以人民币现金

2500 万元对公司进行增资，投资期限 20 年。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益为 75.90 亿元，构成与 2015 年底相比变化不大。

整体看，公司所有者权益中资本公积占比大，权益结构稳定性好。

负债

截至2015年底，公司负债合计84.01亿元，同比增长24.86%，其中流动负债占32.14%，非流动负债占67.86%。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 27.00 亿元，主要由短期借款（占 35.55%）、预收款项（占 31.34%）、其他应付款（占 6.97%）和一年内到期的非流动负债（19.72）构成。截至 2015 年底，公司预收款项 8.46 亿元，主要是预售委托项目开发款；一年内到期的非流动负债 5.32 亿元，主要是一年内到期的长期借款。

截至 2015 年底公司非流动负债合计 57.01 亿元，主要包括长期借款（占 52.18%）、应付债券（占 38.80%）、长期应付款（占 4.46%）和专项应付款（占 5.35%）。截至 2015 年底，公司长期借款 29.75 亿元，其中抵押借款 28.21 亿元，保证借款 1.18 亿元，信用借款 0.36 亿元；公司应付债券 22.12 亿元，包括 5.72 亿元政府债券和 16.40 亿元公司债券（2012 年公司发行的 7 年期 8 亿元公司债券和 2014 年发行的 7 年期 10 亿元公司债券）；公司长期应付款 2.54 亿元，主要为张家界财政局拨入日元贷款、世行贷款等；公司专项应付款 2.53 亿元，主要是新火车站铁路专项资金、廉租房建设款、棚户区改造等。

截至 2015 年底，公司全部有息债务总额 69.34 亿元，其中短期债务占 21.52%，长期债务占 78.48%。

2013～2015 年，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呈波动上升趋势，三年加权平均值分别为 49.03%、43.57%和 38.73%，2015 年底分别为 52.46%、47.67%和 41.68%。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 99.26 亿元，比 2015 年底增长 18.15%，主要是来自长期借款的增加。从结构看，流动负债占 26.23%，非流动负债占 73.77%，非流动负债占比有所增加。公司负债仍以非流动负债为主。

截至 2016 年 3 月底，公司全部债务 85.57 亿元，较上年底增长 23.41%，其中短期债务占比下降至 17.44%，长期债务占比上升至 82.56%。

截至 2016 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与 2015 年底相比均有所上升，分别为 56.67%、53.00%和 48.21%。

整体看，公司所有者权益构成较为稳定；公司负债以非流动负债为主；公司有息债务构成以长期债务为主。近年来公司债务规模快速增长，债务压力较大。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013～2015 年，公司流动比率呈波动下降趋势，2015 年流动比率为 448.88%，较 2014 年减少 150.91 个百分点；速动比率呈波动上升趋势，2015 年速动比率为 133.22%，较 2014 年减少 3.21 个百分点。截至 2016 年 3 月底，上述两项指标分别为 518.74%和 174.66%。2013～2015 年，公司经营现金流动负债比分别为 1.61%、-19.96%和-29.50%。考虑到公司经营活动现金流入量具有一定规模，短期债务规模不大，且流动负债中预收款项占比较大。总体看，公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力指标看，2013～2015 年，公司 EBITDA 分别为 4.56 亿元、4.41 亿元和 4.89 亿元；公司 EBITDA 利息倍数波动下降，分别为 1.53 倍、1.17 倍和 1.26 倍，EBITDA 对利息的保障能力一般；公司全部债务/EBITDA 持续上升，分别为 8.75 倍、12.28 倍和 14.17 倍。公司长期偿债能力较好。

截至 2016 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 41.16 亿元，尚未使用的额度约为 11.18 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，公司直接融资渠道便利。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保余额 87472 万元，其中对张家界金鲵生物科技有限公司提供担保 5500 万元，对张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司提供担保 41472 万元，对张家界市长康制药有限责任公司提供担保 500 万元，担保比率为 11.49%，公司对外担保较高。截至目前被担保方均处于正常经营，公司或有负债风险一般。

5．过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（银行版），截至 2016 年 7 月 11 日，公司无未结清不良贷款。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，主要是系为银行系统遇周末停止结算造成，非故意拖欠。公司无未结清不良贷款；2014 年 6 月 28 日，公司发生欠息 0.34 万元，主要是由于银行系统错误，未自动扣除利息，中国银行张家界分行已出具相关说明；另公司有未结清 5 笔贷款列入关注类，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，公司相关贷款可化为正常类。

6．抗风险能力

公司作为张家界旅游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，能够获得政府多项支持。基于对公司经营及财务的状况的综合分析，公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿债能力

公司于 2015 年 8 月发行“15 张家界经 CP001”8 亿元。2015 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量对“15 张家界经 CP001”的覆盖倍数为 2.32 倍和-1.00 倍。

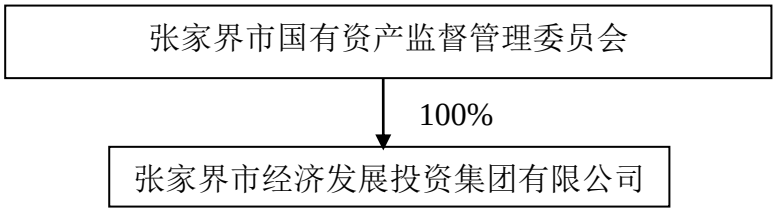
截至 2015 年底和 2016 年 3 月底，公司现金类资产（剔除受限资金）分别为 7.64 亿元和 16.43 亿元，对“15 张家界经 CP001”的覆盖倍数为 0.96 倍和 2.05 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量“15 张家界经 CP001”保障能力较好。

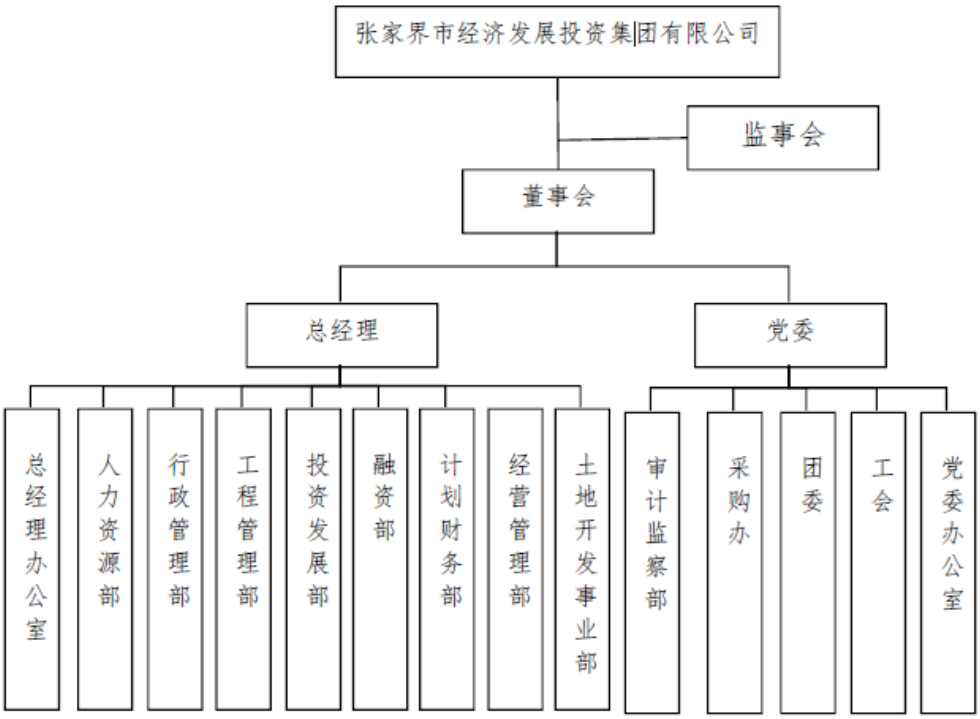
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15张家界经CP001”A-1的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.65	7.90	7.64	16.43
资产总额(亿元)	127.36	141.35	160.14	175.16
所有者权益(亿元)	73.09	74.06	76.12	75.90
短期债务(亿元)	6.82	7.11	14.92	14.92
长期债务(亿元)	33.13	46.99	54.41	70.65
全部债务(亿元)	39.95	54.10	69.34	85.57
营业总收入(亿元)	15.06	10.30	14.46	1.06
利润总额(亿元)	2.16	1.16	1.47	-0.78
EBITDA(亿元)	4.56	4.41	4.89	--
经营性净现金流(亿元)	0.30	-3.51	-7.97	-0.58
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.63	1.12	1.14	--
存货周转次数(次)	0.14	0.08	0.11	--
总资产周转次数(次)	0.12	0.08	0.10	--
现金收入比(%)	48.06	75.01	65.82	90.91
营业利润率(%)	24.07	39.93	33.09	22.51
总资本收益率(%)	3.04	2.44	3.38	--
净资产收益率(%)	2.60	1.24	1.35	--
长期债务资本化比率(%)	31.19	38.82	41.68	48.21
全部债务资本化比率(%)	35.34	42.21	47.67	53.00
资产负债率(%)	42.61	47.60	52.46	56.67
流动比率(%)	498.92	599.79	448.88	518.74
速动比率(%)	74.11	136.43	133.22	174.66
经营现金流动负债比(%)	1.61	-19.96	-29.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.53	1.17	1.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.75	12.28	14.17	--

注：2016 年一季度财务数据未经审计；长期债务包含长期应付款；现金类资产已剔除受限货币资金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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）
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-营业税金及附加）/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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（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 4　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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　短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息