跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 277 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

二零一六年二月二十五日

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 2 月 25 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
现金类资产(亿元)	7.93	1.66	7.92	7.78
资产总额(亿元)	125.02	127.36	141.35	152.57
所有者权益(亿元)	71.30	73.09	74.06	75.30
短期债务(亿元)	8.22	6.82	7.11	10.39
全部债务(亿元)	42.41	39.95	54.10	63.49
营业收入(亿元)	9.44	15.06	10.30	7.29
利润总额(亿元)	3.02	2.16	1.16	1.04
EBITDA(亿元)	4.07	4.56	4.41	--
经营性净现金流(亿元)	5.21	0.30	-3.51	0.10
营业利润率(%)	49.13	24.07	39.93	61.11
净资产收益率(%)	3.74	2.60	1.24	--
资产负债率(%)	42.97	42.61	47.60	50.64
全部债务资本化比率(%)	37.30	35.34	42.21	45.75
流动比率(%)	515.14	498.92	599.79	515.30
全部债务/EBITDA(倍)	10.42	8.75	12.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.12	2.97	1.17	--
经营现金流动负债比(%)	29.87	1.61	-19.96	--

注：1. 2015 年 3 季度财务数据未经审计；
2.长期债务包含长期应付款。

分析师

景 雪 杨学慧
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，在跟踪期内，保持旅游业务运营方面的独特优势，持续获得政府及财政支持，经营发展保持稳定。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，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、投资规模大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，对公司应收款项的回收提供了一定程度的保障。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。

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. 跟踪期内，公司持续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，随着景区游客人数的增加，公司旅游相关业务收入保持增长趋势，杨家界索道建成并投入运营，成为收入和利润新的增长点。

关注

1. 旅游行业易受宏观经济环境、突发公共事

件及旅游消费相关政策的影响。

2. 公司营业外收入稳定性差，财务费用规模提升较快，对利润形成较大侵蚀。
3. 公司基础设施建设 BT 项目回款周期较长，对公司资产流动性及经营性现金流产生一定影响。
4. 公司在建项目投资较大，产生较大的资金压力。

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 2015 年 9 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。

目前公司下属 5 家子公司，其中 4 家全资子公司、1 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（公司持股 32.44%，以下简称“张旅集团”，股票代码 000430）。公司下设总工程与采购部、征地补偿部、财务部、审计部、法务部等职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 141.35 亿元，所有者权益合计为 74.06 亿元（其中少数股东权益 3.38 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 10.30 亿元，利润总额 1.16 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额为 152.57 亿元，所有者权益合计为 75.30 亿元（其中少数股东权益 4.29 亿元）。2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 7.29 亿元，利润总额 1.04 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

1. 宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年

增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年底，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 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，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，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，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

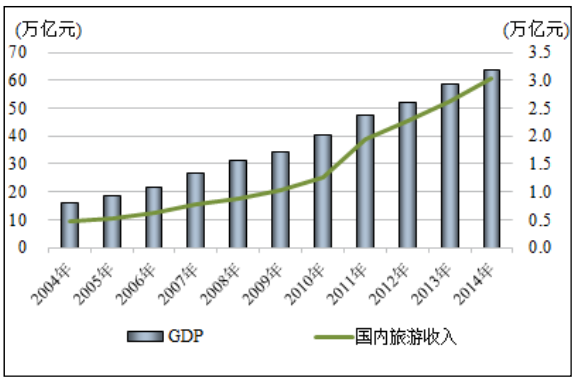
四、行业及区域经济环境

1. 旅游行业

旅游产业是指凭借旅游资源和设施，专门或者主要从事招徕、接待游客，为其提供交通、游览、住宿、餐饮、购物和娱乐等六个环节的服务并获取经济收益的综合性产业。旅游业的发展以整个国民经济发展水平为基础并受其制约，其对外部经济、政治、社会和自然等条件具有较强的依赖性，属于典型的敏感型行业。

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。近十年，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。“十一五”期间，中国旅游业保持了平稳较快发展的良好势头，国内旅游人数平均增长12%，入境过夜旅游人数年均增长3.5%，出境旅游人数年均增长19%，全国旅游业总收入年均增长15%。中国跃居全球第四大入境旅游接待国和亚洲第一大出境旅游客源国，居民人均出游率达1.5次，旅游直接就业达1350万人，旅游消费对社会消费的贡献超过10%，旅游业对中国经济社会发展的积极作用更加明显。2014年，随着居民消费能力的提升以及城市化进程的持续加快，中国居民旅游潜力继续释放，国内旅游收入达到30312亿元，同比增长15.4%。2012~2014年，中国国内游客分别为29.6亿人次、32.6亿人次和36.1亿人次，同比分别增长12.1%、10.3%和10.7%，中国国内旅游业增速持续放缓，但国内居民出游欲望仍较为强烈，出游消费已呈现出一定的惯性。

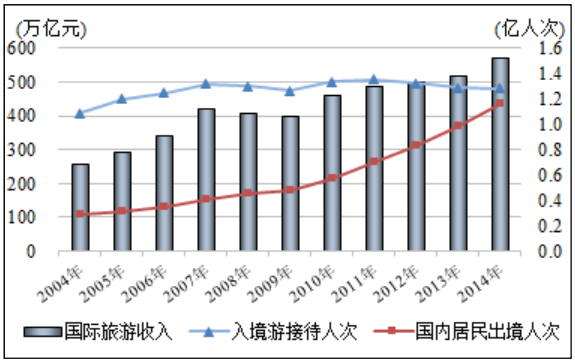
图1　2004~2014年GDP与国内旅游收入



数据来源：国家旅游局和国家统计局

国际旅游包含了入境旅游和出境旅游两大市场。中国人文历史悠久，拥有众多的名胜古迹等良好的旅游环境，再加上2008年北京奥运会、2010年广州亚运会和上海世博会的成功申办和召开扩大了中国在世界上的影响范围，中国入境旅游市场近十几年得到快速发展；同时，由于国内旅游业在某种程度上已满足不了部分居民的旅游需求，境外旅游成为了中国旅游业的有益补充。

图2　2004~2014年国际旅游收入及人数



数据来源：Wind资讯

入境游方面，金融危机深层次影响还在延续，周边国家放松签证政策等带来更大竞争。2012年，随世界经济复苏不确定性增加，全年共计接待入境旅游者1.32亿人次，同比下降2.23%；2013年，全国入境游客1.29亿人次，同比下降2.51%；2014年，全国入境游客1.28亿人次，同比下降0.45%。中国入境游正处于长时间高速发展之后逐渐复归常态化的阶段。

出境旅游方面，在国内经济持续增长的形势下，受益于人民币汇率的升值以及周边国家和地区入境旅游竞争力的提升，近年来出境旅游继续保持高速增长态势。2012~2014 年，中国出境旅游总人数分别为 0.83 亿人次、0.98 亿人次和 1.17 亿人次，分别同比增长 18.6%、18.1%和 18.7%。受此影响，中国旅游服务的贸易逆差不断扩大，中国旅游研究院研究显示，2014 年中国旅游外汇收入为 569 亿美元，而居民出境花费预计将达到 1550 亿美元，旅游服务贸易逆差进一步扩大，预计达 1000 亿美元。

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。综合来看，中国旅游业仍具备十分广阔的发展空间，未来行业有望迎来新一轮的长期增长周期。

2. 基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设包括机场、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物质基础，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。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。

政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

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，再到此次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放松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。

3. 区域经济概况及财政实力

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 2014 年国民经济和社会发展统计公报》，全市 2014 年实现地区生产总值（GDP）410.02 亿元，比上年增长 10.2%。分产业看，第一产业增加值 49.33 亿元，增长 4.8%；第二产业增加值 99.80 亿元，增长 8.6%；第三产业增加值 260.99 亿元，增长 12.8%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为 12.0%，第二产业增加值比重为 24.3%，第三产业增加值比重为 63.7%。全市人均 GDP 27051 元，比上年增长 10.0%。

旅游业是张家界市重要支柱产业。截至 2014 年底，全市国家等级旅游区（点）14 家，其中 4A 级及以上的 8 家；旅馆 919 家，其中星级宾馆 38 家；旅馆床位 7.11 万张，其中星级宾馆 1.22 万张；旅行社 67 家。2014 年全市景点接待旅游人数 3884.58 万人次，增长 12.9%。接待过夜游客 1698.31 万人天，增长 19.2%；其中境外游客 260.17 万人天，增长 25.9%。全市旅游总收入 248.7 亿元，增长 17.2%。其中，门票收入 20.89 亿元，增长 18.9%；外汇收入 38769.00 万美元，增长 18.6%。

固定资产投资方面，2014 年全市完成固定资产投资总量 253.04 亿元，比上年增长 19.0%。其中，项目投资 192.15 亿元，比上年增长 34.5%；占固定资产投资总量 75.9%，比上年提高 8.2 个百分点。

表 1　2012~2014 年张家界市地方财政收支情况

（单位：亿元）

科目	2012 年	2013 年	2014 年
（一）地方一般预算收入	22.62	25.56	28.57
1、税收收入	12.99	14.76	17.10
2、非税收入	9.63	10.80	11.46
（二）上级补助收入	58.47	64.66	75.47
1、一般性转移支付收入	30.34	35.56	40.87
2、专项转移支付收入	25.84	26.84	32.28
3、返还性收入	2.19	2.25	2.32
（三）政府性基金收入	2.41	2.33	4.45
国有土地使用权出让收入	0.85	0.66	4.45
（四）财政专户管理资金收入	1.39	1.12	12.70
地方可控财力	**84.90**	**93.67**	**121.18**

资料来源：根据张家界市财政局提供数据整理

2012～2014 年，张家界市地方财政可控财力逐年上升，近三年分别为 84.90 亿元、93.67 亿元和 121.18 亿元。从收入结构看，2012～2014 年张家界市一般预算收入所占可控财力的比重不断提升，分别为 26.64%、27.29%和 23.58。一般预算收入中税收收入近三年分别为 12.99 亿元、14.76 亿元和 17.10 亿元，税收收入逐年增长。

2012~2014 年，上级补助收入分别为 58.47 亿元、64.66 亿元和 75.47 亿元，补助收入规模大且增速较快，在一定程度上增强了张家界市可控财力。

张家界市政府性基金收入规模小，近三年波动中有所增长，分别为 2.41 亿元、2.33 亿元和 4.45 亿元。

张家界市地方政府债务主要由直接债务构成，担保债务余额较小。截至 2015 年 9 月底，张家界市政府全部债务余额 84.46 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为 69.70%，总体债务水平较高。

表 2 截至 2014 年底张家界市地方政府债务负担情况 （单位：万元）

地方财力	金额	地方债务（截至 2015 年 9 月底）	金额
（一）地方一般预算收入	285653.00	（一）直接债务余额	809488.92
1、税收收入	171043.00	1、外国政府贷款	
2、非税收入	114610.00	2、国际金融组织贷款	38933.91
（二）上级补助收入	754679.00	（1）世界银行贷款	38933.91
1、一般性转移支付收入	408699.00	（2）亚洲开发银行贷款	
2、专项转移支付收入	322781.00	（3）国际农业发展基金会贷款	
3、返还性收入	23199.00	（4）国家开发银行贷款	
（三）政府性基金收入	44472.00	（5）其他国际金融组织贷款	
国有土地使用权出让收入	44472.00	3、国债转贷资金	
（四）财政专户管理资金收入	127024.00	4、农业综合开发借款	
		5、解决地方金融风险专项借款	
		6、国内金融机构借款	463374.41
		（1）政府直接借款	27980.00
		（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	435394.41
		7、债券融资	207500.00
		（1）中央代发地方政府债券	27500.00
		（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	180000.00
		8、粮食企业亏损挂账	
		9、向单位、个人借款	
		10、拖欠工资和工程款	
		11、其他	99680.60
		（二）担保债务余额	70272.40
		1、政府担保的外国政府贷款	21523.20
		2、其他	48749.20
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	1211828.00	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	844625.12
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**69.70%**	

资料来源：公司提供

总体来看，近年来张家界市区域经济稳步增长为财政收入提供了较好的税源基础，一般预算收入增长较快，同时，上级政府补助力度逐年增强，在一定程度上增强了张家界市可控财力。

五、基础素质分析

公司唯一股东和实际控制人为张家界国资委。截至 2015 年 9 月底，公司注册资本及实收资本均为 10000.00 万元。

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。

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。2012~2014 年，公司分别获得 0.25 亿元、1.02 亿元、0.24 亿元的财政补贴（计入营业外收入），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。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管人员、治理结构、管理制度等方面无重大变动。

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，自 2013 年起开始确认基础设施建设业务收入。2014 年，公司实现营业收入 10.30 亿元，同比下降 31.62%，主要系房地产项目开发和基础设施建设收入下降所致。房地产收入为彭家铺安置小区统建房的尾盘销售，基础设施建设收入随建设和政府回款进度有所波动。旅游服务、景区环保客运等主业收入随着景区接待游客人数的增加而增长，收入占比相应上升，毛利率也有所上涨，带动公司整体毛利率升至 41.79%。公司其他业务主要为殡仪服务业、租赁服务业、广告业、酒店服务业等，收入占比较小。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 7.29 亿元，为 2014 年全年营业收入的 70.81%，主要由旅游服务和景区环保客运业收入构成。基础设施建设业务尚未决算，工程投资暂计入在建工程，待年底集中决算后确认成本和收入。房地产业务已于 2014 年完成全部投资和销售，无新增收入。由于 2015 年前三季度公司收到景区门票收入返还较多（2.21 亿元），因此旅游服务业毛利率大幅提高，带动公司整体毛利率升至 64.12%。其他业务方面，由于中央相关政策导致酒店的政府接待明显减少，价格促销力度较大，导致毛利率为负，持续拉低其他业务毛利率。

表 3　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 1~9 月		
	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	54696.11	74.99	65.22
景区环保客运业	16429.00	10.91	59.03	17834.79	17.32	73.42	16623.35	22.79	67.39
房产项目开发	6089.18	4.04	40.98	982.58	0.95	8.25	--	--	--
基础设施建设	79350.38	52.68	13.04	26341.73	25.57	13.04	--	--	--
其他业务	1551.29	1.03	41.07	2290.24	2.22	11.37	1620.20	2.21	-6.62
合计	**150620.82**	**100.00**	**25.48**	**103000.32**	**100.00**	**41.79**	**72939.66**	**100.00**	**64.12**

资料来源：公司提供

2. 旅游服务及环保客运业

公司旅游服务业务主要由集团本部的景区门票收入分成、下属张旅集团的景区运营及旅行社业务构成。景区门票方面，公司拥有部分门票收益权的为武陵源核心景区门票、武陵源核心景区载人工具票款、黄龙洞和宝峰湖门票。跟踪期内，上述票价和公司所得分成比例均无变化，但景区接待人次不断增长，相应带动收入增加。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，公司在返还到账后确认相应收入。目前门票收入返还情况良好，未出现拖欠 1 年以上情况。

表 4　张家界景区接待量（单位：万人次）

游客接待量	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
武陵源核心景区	267.73	292.81	311.61
宝峰湖景区	47.90	56.24	80.91
十里画廊	99.69	108.82	93.86
杨家界索道	--	33.93	174.02

资料来源：公司提供

景区运营方面，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。2013 年以来，由于经济增长减速、“4.20”四川雅安地震、张家界部分重点客源市场遭受禽流感危害和旱涝恶劣天气等多重因素造成，主要景区景点游客接待量减少。2014 年，接待旅客人数的回升带动公司主要景区收入的增长。2015 年 1~9 月，多数主要景区收入情况随旅客人数的增加而保持良好，其中杨家界索道于 2014 月 4 月 18 日试营业后按期投入运营，打开了武陵源核心景区的西部通道，收入和毛利率迅速增长，当期收入占主要景区收入的比重已达到 53.72%。考虑到周洛景区盈利性有限，为优化资产结构，2015 年 6 月，公司将周洛景区收益权出售，收入不再入表。

表 5　公司主要景区收入及毛利率（单位：万元、%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年 1~9 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
十里画廊观光电车	4470.96	65.39	4836.07	64.86	3653.27	59.46
宝峰湖景区	4014.54	57.79	5030.29	59.56	5873.78	59.55
周洛景区	115.51	38.76	130.17	32.85	21.21	-80.99
杨家界索道	-	-	2263.16	33.89	11086.67	66.41
合计	**8601.01**	**61.48**	**12259.68**	**56.63**	**20634.93**	**63.49**

资料来源：公司提供

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、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、凤凰古城三日游等路线。

表 6　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 1~9 月	
	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	11390.63	5.41

资料来源：公司提供

受政府在黄金周对小车实行的高速免费政策的出台及新《旅游法》的颁布的影响，2013年以来公司旅行社业务营业收入持续下降，2014年为19475.10万元，同比下降27.52%，毛利率为5.88%，同比下降5.31个百分点。2015年1~9月，旅行社收入和毛利率分别为1.14亿元和5.41%。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。

武陵源核心景区门票票价均由大门票和环保车两部分组成，其中环保车票价收入全部计入公司环保客运运营收入，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年、2014年、2015年1~9月，公司环保客运车业务的分别接待人数267.73万人、292.81万人和311.61万人，分别实现收入1.64亿元、1.78亿元和1.66亿元；2015年1~9月免票和优惠票数量增多，因此收入并未随接待人数而明显增长）；毛利率有所波动但始终处于较高水平。

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，张家界人民政府将按照项目总投资的115%向公司分七年按固定比例支付回购资金，因此2013年以来该业务毛利率均为13.04%，公司每年年底集中决算并确认成本和收入。

截至2015年9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，跟踪期内无新增完工项目。两个项目回购总金额为10.57亿元，截至2015年9月底公司共收到回购资金约7000万元，剩余金额计入应收账款。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	7935	11903	11903	15870	11903	11903	—
张罗公路鹭鸶湾段高架桥项目	—	2634	2634	3951	3951	5268	3951	3951
合计	**7935**	**10569**	**14537**	**15854**	**19821**	**17171**	**15854**	**3951**

资料来源：张政函[2014]118号

总体看，跟踪期内，随着景区游客人数的增加，公司旅游相关业务收入保持增长趋势，杨家界索道投入运营后，收入及利润效应良好。政府基础设施建设项目形成数额较大的应收回购款项，且实际回款时间具有较大的不确定性，对公司现金流质量造成较大影响。房地产业务缺乏可持续性，其他业务对收入和利润的贡献小。

5. 经营效率

2014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分别为1.12次、0.08次和0.08次。总体看，受基础设施建设业务性质影响，公司整体经营效率低。

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 2015 年 9 月底，公司在建项目累计完成投资 25.45 亿元，2015 年 10-12 月、2016 年、2017 年分别计划投资 2.13 亿元、18.21 亿元和 9.66 亿元；拟建项目未来三年投资额分别为 0.28 亿元、2.13 亿元、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，回购期限仍存在很大不确定性，建设项目对公司形成的较大的资金压力。

表 8　截至 2015 年 9 月公司在建项目情况（单位：万元）

项目	建设时间	计划总投资	2015 年 9 月底累计投资	2015 年 10-12 月计划投资	2016 年计划投资	2017 年计划投资
张家界市沿江旧城改造工程	2013-2018	250007.84	78843.80	6616.80	54849.08	54849.08
张清公路城市段改造工程	2013-2017	100000.00	7256.70	210.10	50809.21	41723.99
沙堤大道	2015-2016	74817.00	16300.00	1367.94	57149.06	-
澧水风貌带建设项目(二)	2011-2017	55402.00	98403.81	8258.33	19260.16	-
西溪坪片区基础设施（道路）工程项目	2009-2015	28100.00	26925.21	1174.79	-	-
张罗公路鹭鸶湾段改造工程	2009-2015	23500.00	22100.00	1400.00	-	-
陈家溪南路建设项目	2010-2015	6950.00	4700.00	2250.00	-	-
合计	--	**538776.84**	**254529.52**	**21277.96**	**182067.51**	**96573.07**

资料来源：公司提供

表 9　截至 2015 年 9 月公司拟建项目情况（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		
				2016 年	2017 年	2018 年
澧水大桥	10600.00	2015-2016	150.00	150.00	2300.00	8150.00
澧兰桥	4800.00	2015-2016	250.00	250.00	4550.00	
天问路	20867.00	2015-2017	100.00	100.00	1500.00	4000.00
滨河路（观音桥至逸臣华天）	12000.00	2015-2017	300.00	300.00	4000.00	1300.00
高架桥（澧水大桥至沙堤大道）	20000.00	2015-2018	500.00	500.00	3600.00	4600.00
木龙滩路	8154.00	2015-2016	830.00	830.00	1000.00	6324.00
澧水两岸截污干管整治	5000.00	2015-2016	700.00	700.00	4300.00	
合计	**81421.00**		**2830.00**	**2830.00**	**21250.00**	**24374.00**

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”发行额度8亿元，募集资金已用于偿还银行借款，按计划使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2012~2014 年三年连审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。公司 2015 年 3 季度财务数据未经审计。

2013 年底公司合并报表范围内的子公司较 2012 年底减少 1 家，为张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司；2014 年底公司合并报表范围内的子公司较 2013 年底增加 1 家，为张家界游客中心有限公司。合并报表范围变化对公司财务数据可比性影响小。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 141.35 亿元，所有者权益合计为 74.06 亿元（其中少数股东权益 3.38 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 10.30 亿元，利润总额 1.16 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额为 152.57 亿元，所有者权益合计为 75.30 亿元（其中少数股东权益 4.29 亿元）。2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 7.29 亿元，利润总额 1.04 亿元。

1. 盈利能力

2014年实现营业收入10.30亿元，较2013年的15.06亿元明显下降，主要由于2013年公司城市四路改造BT项目完工，由政府实施回购，公司于当年确认了7.94亿元BT项目收入。在旅游服务业和景区环保客运业毛利率上升的带动下，2014年公司营业利润率39.93%，同比上涨15.86个百分点。

2014年，公司期间费用率30.13%，同比上升14.02个百分点，主要是因为利息支出的增长导致财务费用的增长，当期财务费用2.19亿元。2014年，公司营业外收入0.24亿元，主要为财政局拨付建设补贴款，同比下降76.93%，稳定性较差。2014年，公司利润总额1.16亿元、净利润0.92亿元，同比分别下降46.13%和51.56%。

从盈利指标来看，公司总资本收益率和净资产收益率均呈逐年下降趋势，2014年分别为2.44%和1.24%。

2015年1～9月，公司实现营业收入7.29亿元，为上年全年的70.81%；营业利润率为61.11%，主要由于当期收到门票收入返还较多所致。同期，公司实现利润总额1.04亿元、净利润0.63亿元。

总体看，由于2013年BT项目集中确认收入，跟踪期内公司收入及利润情况同比出现下降，但其他业务营收保持平稳。公司期间费用率高，营业外收入对利润总额有一定贡献，但稳定性较差。

2. 现金流及保障

2014 年，公司经营活动现金流入量 8.03 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，同比下降 23.00%；经营活动产生的现金流量净额为-3.51 亿元，大幅下降主要是因为公司 BT 项目收入大部分尚未收到。公司支付的其他与经营活动有关的现金主要是往来款。2014 年，公司现金收入比为 75.01%，受 BT 应收账款影响公司现金收入比低。

公司投资活动现金流规模不大，2014 年投资活动现金流入 0.07 亿元、流出 1.27 亿元，流出主要用于购建固定资产、无形资产。当期投资活动现金流净额-1.19 亿元。

2014 年，公司筹资活动现金流入 23.13 亿元，其中 10 亿元为公司于 2014 年 5 月发行的公司债券“14 张家界经投债”。公司筹资活动现金流出 12.16 亿元，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。公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 10.97 亿元，较上年由负转正。

2015 年 1～9 月，公司经营活动产生的现金流量中，收到与支付其他与经营活动有关的现金分别为 9.51 亿元和 10.95 亿元，主要是与张家界市棚户区改造投资有限公司、张家界澧水风貌带建设开发有限责任公司等关联单位往来款较多；公司经营活动产生的现金流净额为 998.04 万元。同期，公司投资活动产生的现金流净额为-6.86 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金 6.15 亿元。公司筹资活动产生的现金流净额为 6.63 亿元。

总体看，跟踪期内，由于公司 BT 项目收入尚未收到，导致经营活动现金流入量、经营活动现金流净额下降，现金收入比低。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。

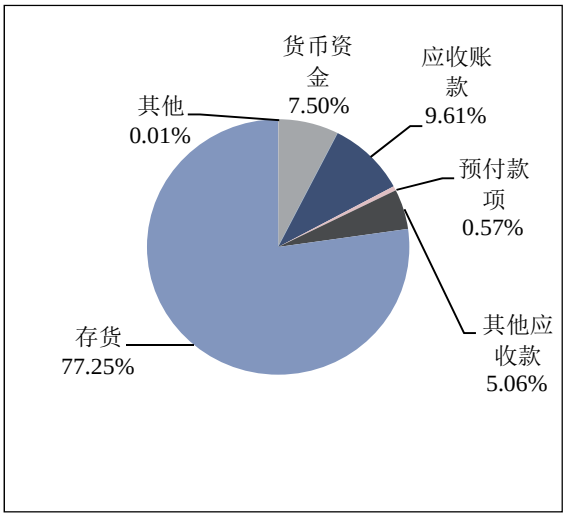
3. 资本及债务结构

截至 2014 年底，公司资产总额 141.35 亿元，同比增长 10.99%，主要来自货币资金、应收账款、存货和固定资产的增加。其中流动资产占 74.68%，构成仍以流动资产为主。

流动资产

截至2014年底，公司流动资产为105.56亿元，主要由货币资金（占7.50%）、应收账款（占9.61%）、存货（占77.25%）和其他应收款（占5.06%）等构成。

图 3　2014 底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司货币资金 7.92 亿元，主要为银行存款（占 99.87%）；使用受限的货币资金为 0.01 亿元（占 0.13%），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 2014 年底，公司应收账款 10.15 亿元，同比增长 23.14%，构成主要是应收张家界市财政局的 BT 项目款 9.65 亿元（占 95.07%）；公司累计计提坏账准备 0.01 亿元。公司应收账款集中度很高，且根据张家界市财政局出具的的应收账款回款安排来看，回收期较长，对公司资金形成较大占用。

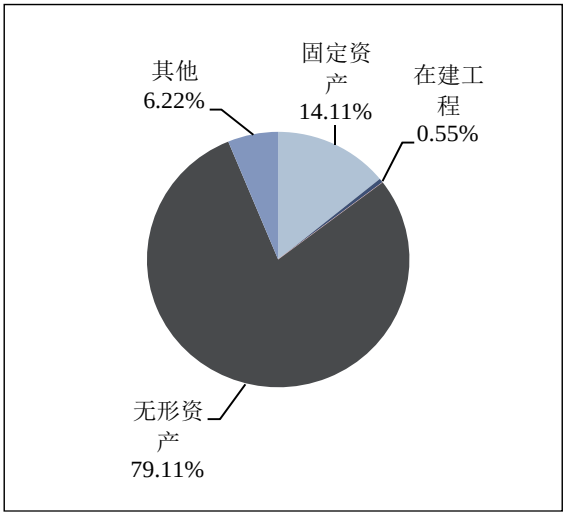
公司其他应收款主要是往来拆借款，截至 2014 年底，公司其他应收款 5.34 亿元，其中按单项金额重大单项计提坏账准备的应收账款占 94.86%，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款占 4.18%，公司累计计提坏账准备 0.12 亿元，计提比例为 2.11%；公司前五名其他应收款合计 3.72 亿元，占全部其他应收款的 69.66%，主要欠款单位为张家界国资委（1.50 亿元）、张家界市土地储备中心（1.00 亿元）、张家界澧水风貌带建设开发有限责任公司（0.48 亿元）、张家界科技工业园投资有限公司（0.41 亿元）、张家界迎宾馆（0.33 亿元），公司其他应收款集中度很高。

2014 年底，公司存货 81.55 亿元，同比增长 4.28%，构成主要是开发产品成本（占 65.40%）和土地（占 34.54%），开发产品成本包括张家界市沿江旧城改造工程、澧水风貌带建设项目、西溪坪片区基础设施（道路）工程项目、陈家溪南路建设工程等多个 BT 项目开发成本。存量土地主要系 2009 年张家界市政府将 4944 亩土地资产注入公司，均为出让地，评估价值为 28.17 亿元，根据土地的规划用途，计入到了存货中。公司存货未计提跌价准备，已经全部用于借款抵押，存货流动性较差。

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 35.78 亿元，同比变动不大，主要由固定资产（占 14.11%）和无形资产（79.11%）构成。

图 4　2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司固定资产原值 7.41 亿元，主要由房屋建筑物（占 59.38%）、机器设备（占 18.89%）和运输工具（占 18.62%）构成；公司固定资产累计折旧 2.33 亿元，计提减值准备 0.03 亿元，固定资产净额 5.05 亿元，同比增长 77.91%。

截至 2014 年底，公司在建工程为 0.20 亿元，同比大幅下降，主要是杨家界客运索道建设工程和酒店装修改造项目完工，转入固定资产所致。

截至 2014 年底，公司无形资产原值 30.52 亿元，其中景区门票分成收益权 29.42 亿元，部分景区门票分成收益权（约 15.69 亿元）已用于长期借款抵押。无形资产累计摊销 2.21 亿元，账面价值 28.31 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司资产总额 152.57 亿元，较 2014 年底增长 7.94%，主要来自其他应收款、在建工程的增加。其他应收款主要为与张家界市棚户区改造投资有限公司、张家界澧水风貌带建设开发有限责任公司及张家界国资委的往来款，在建工程增加主要来自新开工的增沙提大道项目拆迁款，及前期已开工建设的部分工程进度款。从资产构成来看，流动资产占比 72.65%，构成较 2014 年底变化不大。

总体看，跟踪期内公司资产总额整体稳步增长，构成变化不大。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。公司整体资产质量一般。

所有者权益

近年来公司所有者权益保持相对稳定，2014 年底为 74.06 亿元。公司归属于母公司所有者权益 70.68 亿元，其中股本占 1.41%、资本公积占 80.36%、盈余公积占 1.74%、未分配利润占 16.48%。公司资本公积占比大，截至 2014 年底为 56.80 亿元，其中资本溢价 56.18 亿元，主要构成为政府无偿划拨土地收益权评估值 28.17 亿元，政府作为资本金注入的张家界部分景区、载人工具门票分成收益权评估值约 28 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益为 75.30 亿元，较 2014 年底增长 1.68%，权益构成变化不大。

整体看，公司所有者权益中资本公积占比大，权益稳定性好。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 67.28 亿元，同比增长 14.83%，主要来自应付债券的增加。其中流动负债占 22.43%，非流动负债占 77.57%。

截至2014年底，公司流动负债17.60亿元，主要由短期借款、预收款项和一年内到期的非流动负债构成。预收款项8.41亿元，主要是公司预收的土地合作开发资金。

截至2014年底，公司非流动负债49.69亿元，主要包括长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款。长期借款26.25亿元，其中抵押借款15.69亿元，保证借款10.15亿元，信用借款0.41亿元。应付债券18.00亿元，为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。长期应付款2.74亿元，主要为张家界财政局拨入日元贷款、世行贷款等。专项应付款2.66亿元，主要是新火车站铁路专项资金、廉租房建设款、市政基础设施建设资金等。

截至2014年底，公司有息债务54.10亿元，同比增长35.43%；其中短期债务占13.14%，长期债务占86.86%。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同比均有上升，分别为47.60%、42.21%和38.82%，债务负担适宜。

截至2015年9月底，公司负债合计77.27亿元，比2014年底增长23.99%，主要是来自长期借款的增加以及公司于2015年8月发行的8亿元短期融资券“15张家界经CP001”（计入短期借款）。从结构看，流动负债占27.84%，非流动负债占72.16%，非流动负债占比略有下降。公司全部债务63.49亿元，较上年底增长17.36%，其中短期债务占比上升至19.57%，但仍以长期债务为主。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2014年底相比均有所上升，分别为50.64%、45.75%和41.35%。

整体看，跟踪期内，公司所有者权益构成保持稳定，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，规模持续扩大，但整体债务负担适宜。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014 年底，公司流动比率、速动比率分别为 599.79%和 136.43%，同比均有所上升。截至 2015 年 9 月底，上述两项指标分别为 515.30%和 131.80%。2014 年，公司经营现金流动负债比分别-19.96%。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大，总体看，公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力指标看，2014 年，公司 EBITDA 为 4.41 亿元，EBITDA 利息倍数为 1.17 倍，全部债务/EBITDA 为 12.28 倍。公司长期偿债能力偏弱。

截至2015年9月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为35.72亿元，尚未使用的额度为12.54亿元，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 2015 年 9 月底，公司对外担保余额 43972 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（单人担保），对张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司提供担保 38472 万元（抵押物担保），担保比率为 5.11%。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。

公司一年内待偿还债券为 8 亿元“15 张家界经 CP001”，2014 公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和现金类资产分别为一年内待偿还债券的 1.00 倍、0.44 倍和 0.97 倍，现金类资产对一年内到期的债券保障能力一般，考虑到公司持有上市公司的股票，现金类资产和所持上市公司股票合计对 8 亿元“15 张家界经 CP001”具备较好的保障能力。

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 1 月 12 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。公司另有 11 笔已结清贷款列入关注类，均已正常收回或转出。总体看，公司无不良过往履约情况。

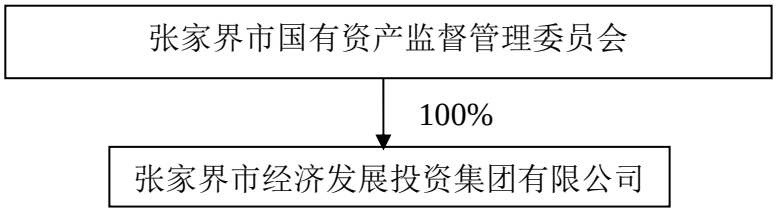
6. 抗风险能力

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。

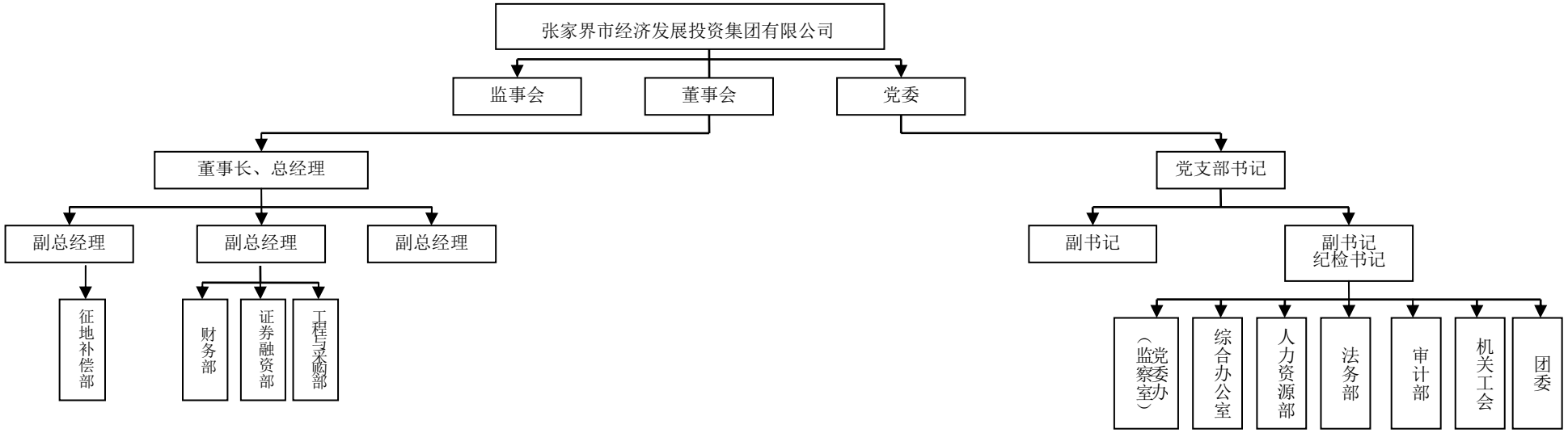
十、结论

综合考虑，联合资信维持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。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.93	1.66	7.92	7.78
资产总额(亿元)	125.02	127.36	141.35	152.57
所有者权益(亿元)	71.30	73.09	74.06	75.30
短期债务(亿元)	8.22	6.82	7.11	10.39
长期债务(亿元)	34.19	33.13	46.99	53.10
全部债务(亿元)	42.41	39.95	54.10	63.49
营业收入(亿元)	9.44	15.06	10.30	7.29
利润总额(亿元)	3.02	2.16	1.16	1.04
EBITDA(亿元)	4.07	4.56	4.41	--
经营性净现金流(亿元)	5.21	0.30	-3.51	0.10
财务指标				
销售债权周转次数(次)	153.26	3.63	1.12	--
存货周转次数(次)	0.06	0.14	0.08	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.12	0.08	--
现金收入比(%)	110.73	48.06	75.01	70.27
营业利润率(%)	49.13	24.07	39.93	61.11
总资本收益率(%)	3.05	3.04	2.44	--
净资产收益率(%)	3.74	2.60	1.24	--
长期债务资本化比率(%)	32.41	31.19	38.82	41.35
全部债务资本化比率(%)	37.30	35.34	42.21	45.75
资产负债率(%)	42.97	42.61	47.60	50.64
流动比率(%)	515.14	498.92	599.79	515.30
速动比率(%)	59.74	74.11	136.43	131.80
经营现金流动负债比(%)	29.87	1.61	-19.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.12	2.97	1.17	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.42	8.75	12.28	--

注：公司 2015 年 3 季度财务数据未经审计；长期债务包含长期应付款。

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-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/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 1 息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息