跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 178 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“16张家经发CP001”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年一月二十四日

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
16 张家经发 CP001	10 亿元	2016/08/04-2017/08/04	A-1	A-1

跟踪评级时间：2017 年 1 月 24 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产(亿元)	1.66	7.92	7.65	19.11
资产总额(亿元)	127.36	141.35	160.14	193.17
所有者权益(亿元)	73.09	74.06	76.12	76.39
短期债务(亿元)	6.82	7.11	14.92	17.38
长期债务(亿元)	33.13	46.99	54.41	80.24
全部债务(亿元)	39.95	54.10	69.34	97.62
营业收入(亿元)	15.06	10.30	14.46	6.49
利润总额 (亿元)	2.16	1.16	1.47	0.27
EBITDA(亿元)	4.56	4.41	4.89	--
经营性净现金流(亿元)	0.30	-3.51	-7.97	2.19
营业利润率(%)	24.07	39.93	33.09	52.11
净资产收益率(%)	2.60	1.24	1.35	--
资产负债率(%)	42.61	47.60	52.46	60.45
全部债务资本化比率(%)	35.34	42.21	47.67	51.23
流动比率(%)	498.92	599.79	448.88	434.15
经营现金流动负债比(%)	1.61	-19.96	-29.50	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.75	12.28	14.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.53	1.17	1.26	--

注：2016 年前三季度财务数据未经审计。

分析师

方 晓 刘 哲

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

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，公司基础设施建设带来的债务规模快速提升、政府回购款周期长和未来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，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。

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“16张家经发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. 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。

关注

1. 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快，对利润侵蚀严重。

2. 公司基础设施建设 BT 收入回款周期长，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，下属上市公司股份质押比例高，公司面临较大的资金压力。
3. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务压力有所上升。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“16 张家经发 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“16 张家经发 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（以下简称“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 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。

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 9 月底，公司合并资产总额为 193.17 亿元，所有者权益合计为 76.39 亿元（其中少数股东权益 5.25 亿元）。2016 年 1-9 月，公司实现营业收入 6.49 亿元，利润总额 0.27 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、债券与募集资金使用情况

“16 张家经发 CP001”募集资金 10 亿元已全部按募集资金用途使用完毕。

四、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。

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，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经

济下行压力的背景下，2016 年前三季度，中国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016 年前三季度，中国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016 年前三季度，中国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016 年前三季度，中国固定资产投资完成额同比增长 8.2%，增速较上半年回落 0.8 个百分点，较 1-8 月回升 0.1 个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点，但较今年 1-8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，中国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，中国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，中国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度中国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度中国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，中国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

五、行业及区域经济环境

1. 旅游业

行业概况

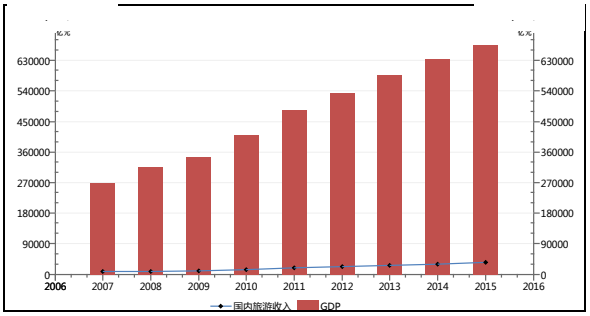
中国旅游业自 1978 年作为一个经济产业起步以来，经过 30 多年的发展，产业形象日益鲜明，规模不断壮大，已成为国民经济中发展速度最快、最具国际竞争优势的产业之一。

“十二五”期间，国内旅游和出境旅游保持快速增长态势，入境旅游受多重因素影响持续低迷。2015 年，国内旅游人数达到 40 亿人次，成为全球最大的国内旅游市场。入境旅游约 1.33 亿人次，出境旅游约 1.2 亿人次。旅游直接就业 2798 万人，旅游直接和间接就业 7911 万人，占全国就业总人口的 10.2%。

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。2012 年中国国内旅游市场保持较快发展，入境旅游市场基本持平，出境旅游市场继续快速增长；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；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%；2015 年，中国旅游业继续保持迅猛发展，国内旅游收入达到 34195 亿元，同比增长 13.1%。

2013~2015 年，中国国内游客分别为 32.6 亿人次、36.1 亿人次和 41.20 亿人次，同比分别增长 10.3%、10.7%和 14.13%，中国国内旅游业增速持续增长，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　2007~2015年GDP与国内旅游收入



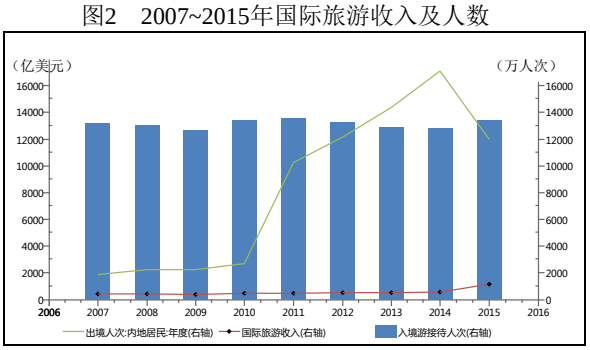
数据来源：国家旅游局和国家统计局

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。

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。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%；2015 年，全国入境游客 1.33 亿人次，同比增长 3.91%；。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。2013~2015 年，中国出境旅游总人数分别为 0.98 亿人次、1.17 亿人次和 1.28 亿人次，分别同比增长 18.1%、18.7%和 9.67%。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，2015 年中国国际旅游收入为 1136.5 亿美元，而居民出境花费预计将达到 1045 亿美元，旅游服务贸易逆差较大。

图2　2007~2015年国际旅游收入及人数



数据来源：Wind资讯

从政策环境来看，《中华人民共和国旅游法》的正式施行和中央及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，从而增强中国旅游行业的竞争力。

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。

2014 年 8 月，国务院发布《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%。上述《意见》指出要深化旅游改革、推动区域旅游一体化、大力拓展入境旅游市场、积极发展休闲度假旅游、大力发展乡村旅游、创新文化旅游产品、积极开展研学旅行、大力发展老年旅游、扩大旅游购物消费、完善旅游交通服务、保障旅游安全、加强市场诚信建设、规范景区门票价格、切实落实职工带薪休假制度、加强旅游基础设施建设、加大财政金融扶持、优化土地利用政策等。中国旅游业正处于转型发展关键时期，上述《意见》是针对性更强、更细、更实的政策措施，有助于进一步激发旅游业发展的活力和潜力。

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，从而增强中国旅游行业的竞争力。

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、赢利能力角度看，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 2014 年底中国共有约 2500 家 A 股上市公司，其中旅游类上市公司占比不足 2%。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。此次金融危机的爆发，短期内对国内旅游市场产生了一定冲击，但从长远看，行业紧缩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。

主要子行业

旅游业是为游客提供游览、住宿、餐饮、购物和娱乐等环节的服务并获取经济收益的综合性产业，旅游业的发展带动了包括景区、酒店、旅行社等细分子行业的发展。

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。2004～2013 年，中国星级酒店年营业收入从 1239 亿元增长到 2293 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，除停业的 857 家饭店外，有 11180 家完成了 2014 年经营数据的填报，其中五星级饭店 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。根据填报的财务数据显示，截至 2014 年底，全国 11180 家星级饭店营业收入总计 2151.54 亿元，其中餐饮收入占营业收入的 43.53%；客房收入占营业收入的 41.13%。全国星级饭店平均房价为 334.80 元/间夜，同比增长 0.52%；平均出租率为 54.00%，同比下降 1.82%。总体看，中国酒店行业自 2004 年开始新一轮高速扩张，但供给已呈现相对过剩局面，行业竞争较为激烈。

尽管高星级酒店供给快速增加，酒店供给已呈现相对过剩局面，行业竞争较为激烈。除 2008 年、2009 年受金融危机影响下滑外，高星级酒店的客房出租率均高于低星级酒店，高星级酒店需求较为旺盛。

另一方面，酒店业对外部宏观经济以及突发事件敏感，波动性较大。2013 年以来，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。

从未来发展看，中国未来经济、人均 GDP 将继续保持增长的趋势，经济的健康稳定发展将给酒店业的发展带来契机。未来大众旅游需求呈现多样性、商务客源增多等因素促使高星级酒店与经济型酒店成为行业中表现较为活跃的两部分。

总体来看，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《2014 年度全国旅行社统计调查情况公报》和《2015 年第二季度全国旅行社统计调查情况公报》数据显示，截至 2014 年底，全国旅行社总数为 26650 家；截至 2015 年 6 月底，全国旅行社总数为 27250 家。

根据《2014 年度全国旅行社统计调查情况公报》数据显示，2014 年度全国旅行社国内旅游组织 13116.66 万人次、41545.83 万人天，接待 14457.77 万人次、34978.44 万人天，同比分别增长 2.03%、1.72%、减少 0.43%和增长 3.40%；出境旅游组织 3914.98 万人次、20911.77 万人天，分别同比增长 16.67%和 24.74%。根据《2015 年第二季度全国旅行社统计调查情况公报》数据显示，2015 年第二季度全国旅行社国内旅游组织 3585.34 万人次、10833.23 万人天，接待 3868.63 万人次、9106.30 万人天，分别同比增长 10.56%、12.55%、8.52%和 9.69%；出境旅游组织 1169.69 万人次、6127.70 万人天，分别同比增长 36.88%和 42.45%。

旅游业务板块的结构基本与中国旅游业“以国内旅游为基础、入境旅游为重点、出境旅游为补充”的总体状况相一致，较好地反映了“大力发展入境旅游、积极发展国内旅游、适度发展出境旅游”的发展方针。

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。

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有所增多，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。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。目前，中国人均国内旅游近 2 次/年，尚低于中等发达国家 3 次的平均水平。根据旅游发达国家的经验，一个国家人均 GDP 超过 3000 美元时，才进入旅游业的繁荣期。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

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。

3. 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。

六、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. 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。

2016 年 5 月，张家界人民政府以张政函[2016]68 号文《张家界市人民政府关于划转武陵源核心景区门票收入收费权的通知》和张政函[2016]122 号文《张家界市人民政府关于划转武陵源核心景区大门票收入收费权的通知》，将武陵源核心景区门票收费权全部划拨给公司，景区门票价格中归属于其他受益主体的大门票分流收入及景区运行成本由市级财政承担。

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。

七、管理分析

跟踪期内，根据张政人【2016】3 号任免文件，张家界市人民政府决定赵文胜任公司总经理，免去谷中元公司总经理职务，谷中元仍为公司董事长。

公司总经理赵文胜先生，1966 年 7 月出生，湖南永定区人，土家族，中共党员，研究生学历，经济学（经济管理）专业。曾任张家界市永定区广播电视局党组成员、副局长、永定电视台台长、党组成员，张家界市永定区政府办副主任、党组成员，张家界市永定区政府党组成员、区政府办党组书记、主任、区政府直属机关党委委员，张家界市永定区委党校校长、永定区行政学校校长，张家界市永定区人民政府副区长。

跟踪期内，公司在法人治理结构和管理制度等方面无其他重大变化。

八、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 1~9 月，公司旅游服务业实现收入

1.26 亿元，毛利率 63.61%；景区环保客运业务实现收入 1.71 亿元，毛利率 62.83%；基础设施建设业务实现收入 1.50 亿元，毛利率为 97.67%；旅行社服务业实现收入 1.44 亿元，毛利率为 7.57%。

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 1-9 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	12563.19	19.35	63.61
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	17059.57	26.28	62.83
酒店服务业	796.38	0.53	36.7	1387.60	1.35	-27.06	2145.65	1.48	-18.51	1618.01	2.49	-15.01
殡仪服务业	312.55	0.21	61.55	258.57	0.25	60.75	364.5	0.25	56.74	428.11	0.66	46.31
租赁服务业	249.03	0.17	4.86	228.98	0.22	66.45	167.26	0.12	54.07	283.97	0.44	78.70
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	--	--	--
基础设施建设	79350.38	52.68	15.00	26341.73	25.57	15.00	49477.33	34.22	13.04	15000.00	23.10	97.67
公交车收入	--	--	--	--	--	--	311.17	0.22	-28.86	3517.53	5.42	-9.44
旅行社服务业	--	--	--	--	--	--	22805.60	15.78	5.90	14382.66	22.15	7.57
其他业务	20.95	0.01	100.00	154.95	0.15	100.00	102.90	0.07	-48.98	71.52	0.11	-150.95
合计	**150620.82**	**100.00**	**25.48**	**103000.32**	**100.00**	**41.79**	**144565.63**	**100.00**	**35.22**	**64924.56**	**100.00**	**53.19**

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）、杨家界索道，上述景区的门票收入均计入营业收入，营业成本主要包括日常运营维护费用、固定资产折旧及景区票价中政府配套成本部分。同时，张旅集团通过旅行社服务为景区带来充足的客源。

张旅集团主要从事旅游景区经营、旅游客运、旅行社经营、旅游客运索道经营、酒店经营、房屋租赁及广告代理等。

截至 2015 年底，张旅集团资产总额 8.73 亿元，所有者权益 6.13 亿元（其中少数股东权益 0.06 亿元）；2015 年，张旅集团实现营业收入 6.75 亿元，利润总额 1.58 亿元。

截至 2016 年 9 月底，张旅集团资产总额 14.64 亿元，所有者权益 7.16 亿元（其中少数股东权益 0.10 亿元）；2015 年，张旅集团实现营业收入 4.56 亿元，利润总额 1.32 亿元。

根据 2017 年 1 月 3 日张旅集团《张家界旅游集团股份有限公司关于控股股东部分股票解除质押及进行股票质押式回购交易公告》显示，于 2017 年 1 月 3 日收到控股股东张家界市经济发展投资集团有限公司持有本公司股份总数为 96317863 股，占总股本的比例为 30.02%；其中 62409633 股为限售流通 A 股、33908230 股为无限售流通 A 股）的通知，控股股东 2015 年 12 月 23 日将其质押给国开证券有限责任公司（以下简称“国开证券”）的 25,000,000 股限售流通股（占张旅集团股份总数的 7.79%）办理了解除质押登记。同时，控

股股东继续将 25000000 股限售流通股与国开证券办理了质押式回购交易，初始交易日为 2016 年 12 月 28 日，回购交易日为 2019 年 12 月 27 日。上述质押已在国开证券办理了相关手续。截至 2017 年 1 月 3 日，张家界市经济发展投资集团有限公司共质押张旅集团股份 90800000 股，占其持有公司股份总数的 94.27%，占公司总股本的 28.30%。质押比例高。

（1）景区门票

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。

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。

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。

（2）旅游经营

张旅集团拥有张家界宝峰湖景区（5A 级）、十里画廊风景区（5A 级）、杨家界索道等众多旅游资源。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 1-9 月
核心景区	267.73	292.81	348.39	327.00
宝峰湖景区	47.90	56.24	101.59	73.67
十里画廊	99.69	108.82	120.47	89.04
杨家界索道	--	33.93	205.38	132.59

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 1-9 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
十里画廊观光电车	4470.96	65.39	4836.07	64.86	4742.11	57.21	3372.55	57.50
宝峰湖景区	4014.54	57.79	5030.29	59.56	7690.51	56.21	5660.22	59.37
周洛景区	115.51	38.76	130.17	32.85	21.21	-81.00	--	--
杨家界索道	-	-	2263.16	33.89	13660.78	64.01	6309.18	54.87
合计	**8601.01**	**61.48**	**12259.68**	**56.63**	**26114.53**	**59.14**	**15341.95**	**57.11**

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。

2016 年 1~9 月，三大景区（2015 年 6 月，周洛景区已转让）接待人数 622.30 万人。其

中，十里画廊观光电车购票人数 89.04 万人（上年同期购票人数 94.51 万人）；宝峰湖购票人数 73.67 万人（上年同期购票人数 73.93 万人）；杨家界索道 2016 年前三季度完成购票 132.59 万人（上年同期购票人数 174.17 万人）。

（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 1-9 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	5.90	14382.66	7.57

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 1~9 月，公司旅行社业务实现收入 14382.66 万元，毛利率 7.57%。

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 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。

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 9 月底，公司收到回购资金 30063.21 万元，剩余金额 72193.02 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

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等项目；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 9 月底，公司在建项目累计完成投资 26.64 亿元，2016 年 10-12 月计划投资 10.93 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可控，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 9 月底累计投资	2016 年 10-12 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	47300	51700	44707.84
沙堤大道	2013-2017	100000.00	27300	36000	36700	--
张清公路城市段改造工程	2015-2017	74817.00	18817	26000	30000	--
合计	--	**538776.84**	**266367**	**109300**	**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	2019 年
澧水大桥	10600.00	2015-2016	150.00	2300.00	8150.00	0.00
澧兰桥	4800.00	2015-2016	250.00	4550.00	--	0.00
天问路	20867.00	2015-2017	100.00	1500.00	4000.00	15267.00
滨河路（观音桥至逸臣华天）	12000.00	2015-2017	300.00	4000.00	1300.00	6400.00
高架桥（澧水大桥至沙堤大道）	20000.00	2015-2018	500.00	3600.00	4600.00	11300.00

木龙滩路	8154.00	2015-2016	830.00	1000.00	6324.00	0.00
澧水两岸截污干管整治	5000.00	2015-2016	700.00	4300.00	--	0.00
合计	**81421.00**	**---**	**2830.00**	**21250.00**	**24374.00**	**32967.00**

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。

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 年三季报未经审计。

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 9 月底，公司合并资产总额为 193.17 亿元，所有者权益合计为 76.39 亿元（其中少数股东权益 5.25 亿元）。2016 年 1-9 月，公司实现营业收入 6.49 亿元，利润总额 0.27 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；期间费用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 1～9 月，公司实现营业收入 6.49 亿元，同比下降 10.99%；公司期间费用 5.03 亿元，较 2015 年底增长 43.75%，主要由于公司债务增长导致财务费用增长。同期，实现利润总额 0.27 亿元。

总体看，近年来公司营业收入波动下降，债务规模快速扩张对利润侵蚀影响大；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 9.00 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 1～9 月，公司经营活动现金流入 20.10 亿元，经营活动净现金流为 2.19 亿元；现金收入比为 102.67%；公司投资活动净现金流为-13.57 亿元；公司筹资活动产生的现金流入量和净额分别为 44.87 亿元和 22.77 亿元。

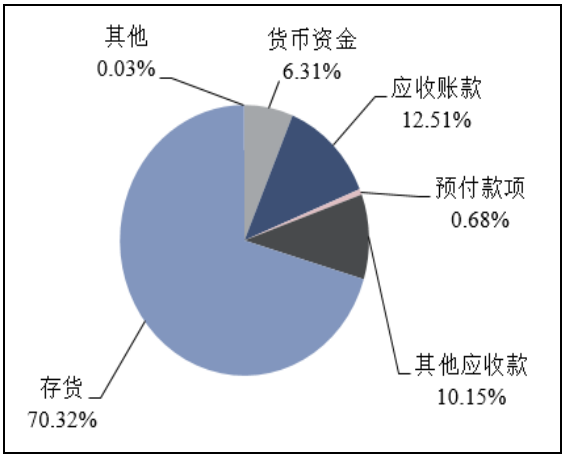
总体看，公司现金收入比波动较大，经营活动净现金流呈净流出趋势。公司在建及拟建项目的资本支出规模较大，且 BT 回款时间具有很大不确定性，公司对外融资需求大。

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。

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。

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 9 月底，公司资产总额 193.17 亿元，较 2015 年底增长 20.63%，构成来看，流动资产占 75.39%，非流动资产占 24.61%。截至 2016 年 9 月底，公司其他应收款 18.51 亿元，较 2015 年底增长 50.49%，主要系向澧水风貌带公司、棚户区改造投资公司借款所致；截至 2016 年 9 月底，公司在建工程 2.97 亿元，较 2015 年底大幅增长，主要系仙人溪市民文化广场项目、白马泉高架桥项目、贺龙体育中心拆迁项目、澧兰中路项目、澧水大桥重建项目、八达路、天门山景区连线项目工程所致；截至 2016 年 9 月底，公司商誉 2.69 亿元，较 2015 年底增长 60.87%，主要系子公司茅岩河公司收购西线旅游公司所致；截至 2016 年 9 月底，公司其他非流动负债 3.91 亿元，较 2015 年底大幅增长。

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 9 月底，公司所有者权益为 76.39 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9月底，公司负债合计116.78亿元，较 2015 年底增长 39.01%，主要是来自银行借款和应付债券的增加所致。从结构看，流动负债占 28.72%，非流动负债占 71.28%，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 9 月底，公司全部债务 97.62 亿元，较上年底增长 40.80%，其中短期债务占比下降至 17.81%，长期债务占比上升至 82.19%。

截至 2016 年 9 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 60.45%、56.10%和 51.23%。

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，存在一定债务压力。

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 9 月底，上述两项指标分别为 434.15%和 159.97%。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 9 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 9 月底，公司对外担保余额 143000 万元，其中对张家界市公共交通发展有限公司提供担保 97000 万元，对张家界市旅游集团股份有限公司提供担保 30000 万元，对张家界市交通建设投资集团有限公司提供担保 12000 万元，对张家界老道湾旅游休闲发展有限公司提供担保 4000 万元，担保比率为 18.72%，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 2017 年 1 月 11 日，公司无未结清不良贷款，已结清信贷中有 11 项关注类贷款。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 2016 年 8 月发行“16 张家经发 CP001”10 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“16 张家经发 CP001”的覆盖倍数为 1.85 倍和-0.80 倍。

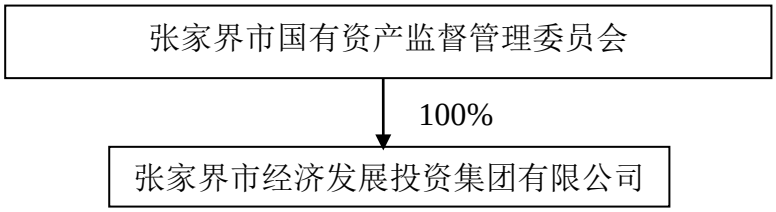
截至 2015 年底和 2016 年 9 月底，公司现金类资产（剔除受限资金）分别为 7.64 亿元和 19.11 亿元，对“16 张家经发 CP001”的覆盖倍数为 0.76 倍和 1.91 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量“16 张家经发 CP001”保障能力较好。

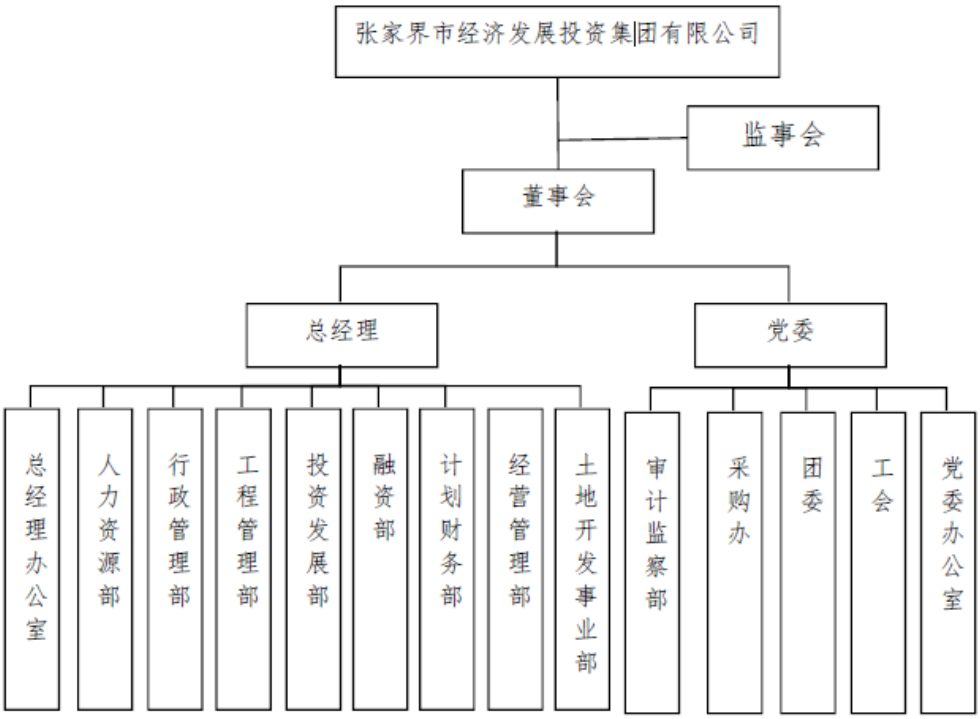
十一、结论

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“16张家经发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 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.66	7.92	7.65	19.11
资产总额(亿元)	127.36	141.35	160.14	193.17
所有者权益(亿元)	73.09	74.06	76.12	76.39
短期债务(亿元)	6.82	7.11	14.92	17.38
长期债务(亿元)	33.13	46.99	54.41	80.24
全部债务(亿元)	39.95	54.10	69.34	97.62
营业收入(亿元)	15.06	10.30	14.46	6.49
利润总额(亿元)	2.16	1.16	1.47	0.27
EBITDA(亿元)	4.56	4.41	4.89	--
经营性净现金流(亿元)	0.30	-3.51	-7.97	2.19
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	102.67
营业利润率(%)	24.07	39.93	33.09	52.11
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	56.10
全部债务资本化比率(%)	35.34	42.21	47.67	51.23
资产负债率(%)	42.61	47.60	52.46	60.45
流动比率(%)	498.92	599.79	448.88	434.15
速动比率(%)	74.11	136.43	133.22	159.97
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 年前三季度财务数据未经审计。

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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信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。详见下表：

信用等级设置	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