

信用等级公告

联合[2017] 1355 号

联合资信评估有限公司通过对张家界市经济发展投资集团有限公司及其拟发行的 2017 年张家界市经济发展投资集团有限公司城市地下综合管廊建设专项债券信用评级报告的信用状况进行综合分析和评估，确定

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

2017 年张家界市经济发展投资集团有限公司

城市地下综合管廊建设专项债券的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月四日



2017 年张家界市经济发展投资集团有限公司 城市地下综合管廊建设专项债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA

本期债券发行额度：10 亿元

本期债券期限：10 年

偿还方式：每年付息一次，分次还本；在本期债券存续期第 3、第 4、第 5、第 6、第 7、第 8、第 9 和第 10 个计息年度末分别按照本期债券发行总额 10%、10%、10%、10%、15%、15%、15% 和 15% 的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付

发行目的：用于张家界市城市地下综合管廊建设项目

评级时间：2017 年 7 月 4 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	7.92	7.65	32.00
资产总额(亿元)	141.35	160.14	278.12
所有者权益(亿元)	74.06	76.12	143.35
短期债务(亿元)	7.11	14.92	23.83
长期债务(亿元)	46.99	54.41	70.76
全部债务(亿元)	54.10	69.34	94.59
营业收入(亿元)	10.30	14.46	8.89
利润总额(亿元)	1.16	1.47	0.88
EBITDA(亿元)	4.41	4.89	4.72
经营性净现金流(亿元)	-3.51	-7.97	7.60
营业利润率(%)	39.93	33.09	40.67
净资产收益率(%)	1.24	1.35	0.40
资产负债率(%)	47.60	52.46	48.46
全部债务资本化比率(%)	42.21	47.67	39.75
流动比率(%)	599.79	448.88	268.24
经营现金流流动负债比(%)	-19.96	-29.50	12.93
全部债务/EBITDA(倍)	12.28	14.17	20.03
EBITDA 利息倍数(倍)	1.17	1.26	0.84

注：短期债务已包含其他流动负债；长期债务已包含长期应付款。

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，公司资产质量及流动性差、基础设施建设回款周期长且确认收入存在波动性、对上市子公司股权质押比例较高以及债务规模提升等因素给公司经营发展带来的不利影响。

2016 年张家界政府无偿将武陵源核心景区门票收费权全部划拨给公司，公司权益规模大幅上升；张家界市政府已出具 BT 项目回款资金安排的相关文件，但 2016 年公司基础设施建设板块未确认收入。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券设置分期偿还条款有助于减轻公司未来集中偿付压力；项目回款安排及张家界政府承诺补贴对本期债务的本息偿还形成一定保障。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险较低，安全性较高。

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。
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注入及财政补贴等支持。2016 年，张家界市政府将

武陵源核心景区门票收费权全部划拨给公司。

3. 张家界市财政局对本期债券募投项目补贴力度较大，且本期债券设置分期偿还条款有助于减轻公司未来集中偿付压力；公司 EBITDA 对分期偿还最高额度保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内，公司主要景区旅游人数同比下降，旅游业务收入持续下滑。
2. 公司存货和其他应收款快速增长且规模大，严重占用资金，且存货中土地全部用于抵押，资产流动性较差。基础设施建设 BT 收入回款周期长，且收入确认存在波动性；在建项目投资大，面临较大的资金压力。
3. 公司债务规模增长较快，存在一定偿债压力。
4. 公司对上市子公司股权质押比例较高。

声 明

一、本报告引用的资料主要由张家界市经济发展投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2017 年张家界市经济发展投资集团有限公司

城市地下综合管廊建设专项债券信用评级报告

一、主体概况

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”）前身为张家界市经济发展投资有限责任公司，是经张家界市人民政府以张政函（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，公司名称变更为现名。经历次增资扩股，截至 2017 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 2016 年底，公司下属 9 家子公司，其中 8 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（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 2016 年底，公司合并资产总额为 278.12 亿元，所有者权益合计为 143.35 亿元（其中少数股东权益 5.17 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 8.89 亿元，利润总额 0.88 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。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司拟于 2017 年发行 10 亿元城市地下综合管廊建设专项债券（以下简称“本期债券”），本期债券期限为 10 年。偿还方式为每年付息一次，分次还本；在本期债券存续期第 3、第 4、第 5、第 6、第 7、第 8、第 9 和第 10 个计息年度末分别按照本期债券发行总额 10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%和 15%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途概况

本期债券募集资金将全部用于张家界市城市地下综合管廊建设项目。

表 1 募投项目基本情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金	占总投资比例
张家界市城市地下综合管廊建设项目	153542.29	100000.00	65.13%
合计	153542.29	100000.00	--

资料来源：公司提供

（1）项目概况

张家界市城市地下综合管廊建设项目位于张家界市永定城区，项目管廊总长 40 公里，共涉及 15 条道路，工程范围包括 5 条干线综合管廊：子午路、迎宾路、崇文路、大庸路、永定大道；10 条支线综合管廊：古庸路、教场路、滨河路、南滨路、人民路、回龙路、解放路、南庄路、管黎路、大桥路。

本项目投资总额 153542.29 万元，拟使用本期债券资金 100000.00 万元，拟定建设期 3 年，目前正在进行前期工作。

(2) 项目审批情况

张家界市城市地下综合管廊建设项目于2015年5月10日获得张家界市规划管理局出具的《建设项目选址意见书》(建规〔选〕字第X1507004号);于2015年5月26日获得张家界市国土资源局出具的《关于张家界市城市地下综合管廊建设项目用地的预审意见》;于2015年6月8日获得张家界市环境保护局出具的《张家界市环境保护局关于对《张家界市城市地下综合管廊建设项目环境影响报告表》的批复》(张环审〔2015〕40号);于2015年8月6日获得张家界市发展和改革委员会出具的《张家界市发展和改革委员会关于核准张家界市城市地下综合管廊建设项目的批复》(张发改投资〔2015〕128号)。

(3) 项目收益及资金回流情况

张家界市城市地下综合管廊建设项目回流资金由三部分构成:干管收入、支管收入和政府补贴收入。

公司作为特许经营单位负责向各管线运

营单位提供进入管廊使用及管廊日常维护管理服务并收取租金(含服务费)。根据《张家界市城市地下综合管廊建设项目可行性研究报告》测算,本项目从2019-2026年期间,取得的使用费合计84816万元。

根据张家界市财政局出具的《张家界市财政局关于支持张家界市经济发展投资集团有限公司发行企业债券的意见》,张家界市城市地下综合管廊建设项目投资大,开发建设周期长,成本回收期长,为了充分发挥张家界经投对张家界市重大城市基础设施的资金筹集和建设运营管理的功能,持续稳定发展,并降低本期债券本息偿付风险,保护债券持有人利益,在本期债券存续期间的第3年向公司增加财政补贴5000万元,在本期债券存续期间的第4年、第5年、第6年、第7年、第8年、第9年和第10年,每年向公司增加财政补贴10000万元。2019-2026年期间取得的财政补贴收入为75000.00万元,对本期债券的偿付提供有力支持。

表2 张家界市城市地下综合管廊建设工程项目资金回流预测表(单位:万元)

年度	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	合计
干管收入	5600	7840	7840	7840	7840	7840	7840	7840	60480
支管收入	2160	3168	3168	3168	3168	3168	3168	3168	24336
政府补贴	5000	10000	10000	10000	10000	10000	10000	10000	75000
合计	12760	21008	21008	21008	21008	21008	21008	21008	159816

资料来源:《张家界市城市地下综合管廊建设项目可行性研究报告》、公司提供

整体看,本期债券存续期内,张家界市城市地下综合管廊建设项目预计能够实现资金回流8.48亿元,张家界市财政局2019-2026年将对公司增加财政补贴7.5亿元,共计15.98亿元,能够覆盖本期债券募集资金10亿元。

三、宏观经济和政策环境

2016年,在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下,全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下,中国继续推进供给侧结构性改革,全年实际GDP增速为6.7%,经济增速下滑趋缓,但下行压力未消。具体来看,产业结构继续改

善,固定资产投资缓中趋稳,消费平稳较快增长,外贸状况有所改善;全国居民消费价格指数(CPI)保持温和上涨,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PIRM)持续回升,均实现转负为正;制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至51%以上,显示制造业持续回暖;非制造业商务活动指数全年均在52%以上,非制造业保持较快扩张态势;就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年,全国一般公共预算收入15.96万亿元,较上年增长4.5%;一般公共预算支出18.78万亿元,较

上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市

回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业及区域经济环境

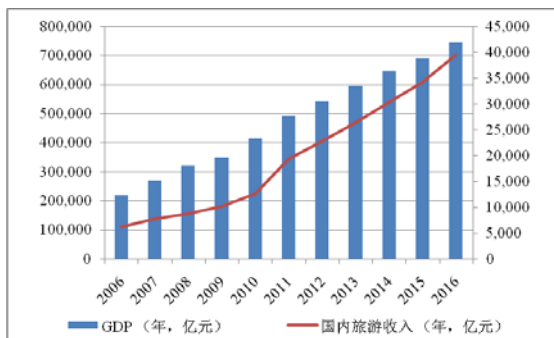
1、旅游行业

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。2016年预计旅游业总收入达到了4.69万亿元，同比增长13.6%。

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 2005~2016年GDP与国内旅游收入



数据来源：Wind咨询

2016年以来，中国旅游经济总体运行良好，国内旅游持续增长，入境旅游稳步增长，出境旅游理性发展，旅游经济继续领先宏观经济增速。国家旅游局发布数据显示，2016年中国国内旅游预计为44.4亿人次，同比增长11%，延续了2015年的快速增长趋势。入境旅游人数连续两年实现正增长，2016年预计达1.38亿人

次，国际旅游收入1200亿美元，分别增长3.8%和5.6%，其中外国人接待人数2815万人次，增长8.3%。出境游呈现良性发展态势，2016年预计出境旅游人数将达到1.22亿人次，同比增长4.3%，入出境总人次超过2.6亿人次，入境游人数超过出境游1600万人次。中国继续保持世界第一大出境旅游客源国和第四大入境旅游接待国地位。中国旅游直接投资继2015年突破万亿元后，2016年达到12997亿元，同比增长29.05%，预计高出全国固定资产投资增速20个百分点。同时，中国旅游业呈现民营旅游积极性高涨的趋势，2016年民营旅游投资占旅游投资总额的59%。

旅游业已融入经济社会发展全局，成为国民经济战略性支柱产业。据联合国世界旅游组织测算，2016年中国旅游业对国民经济综合贡献达11%，中国旅游业对社会就业综合贡献超过10.26%，与世界平均水平持平。2017年一季度居民整体出游意愿为82.0%，保持在较高水平，且同比、环比均有上升，2017年旅游经济发展维持乐观预期。

总体看，中国旅游行业呈现平稳较快发展态势。

政策环境

2015年1月15日，国家旅游局对2015-2017年全国旅游工作重点进行全面部署，即紧紧围绕“文明、有序、安全、便利、富民强国”5大目标，推出旅游10大行动，开展52项举措，推进旅游业转型升级、提质增效，加快旅游业现代化、信息化、国际化进程，又称为“515战略”。

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、开辟旅游消费市场、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。

2017年5月14日，“一带一路”国际合作高峰论坛在北京开幕。自“一带一路”倡议提出以来，沿线国家旅游交流合作明显增多，旅游往来规模不断提升，社会经济效益不断凸显。据测算，中国与丝路沿线国家双向旅游交流规模已超过2500万人次。现在，中国已成为许多“一带一路”沿线国家旅游的重要客源市场，国家旅游局预计，“十三五”期间，中国将为“一带一路”沿线国家输送1.5亿人次中国游客和超过2000亿美元的旅游消费，同时还将吸引沿线国家8500万人次游客来华旅游，拉动旅游消费约1100亿美元。

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，以及与“一带一路”国家的合作不断深化，旅游交流规模将进一步增长。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。

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。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。

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。

（1）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。2004~2016年，中国星级酒店年营业收入从1239亿元增长到2106.75亿元。根据《2016年第四季度全国星级饭店统计公报》数据显示，2016年第四季度，国家旅游局星级饭店统计管理系统中有12213家星级饭店，完成填报的11499家星级饭店营业收入合计544.34亿元，星级饭店平均房价为341.13元/间夜，平均出租率为56.60%，平均房价和出租率同比均有所提升。

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。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。联合资信关注到，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。

（2）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。从2009年5月颁布新的《旅行社条例》及《实施细则》到2010年11月《最高人民法院关于审理旅游纠纷案件适用法律若干问题的规定》实施，期间所下发的一系列文件都为旅游业的良性发展保驾护航。目前，旅行社业呈现竞争白热化，行业发展国际化的趋势，特别是中国加入WTO后，国外旅行社加重竞争市场上的压力。根据《2016年第四季度全国旅行社统计调查情况公报》数据显示，截至2016年底，全国旅行社总数为26508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。

2、基础设施建设行业

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，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基础，对于促进国民经济及地区经济快速发展、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，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下

简称“《43号文》”)的颁布,城投公司的融资职能逐渐剥离,仅作为地方政府基础设施建设运营主体,在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

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,主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位,支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后,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,国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等,从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为,要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”)对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下,全国地方政府性债务得以明确,随着政府债务的置换,城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年,地方政府债券发行工作得到落实,政府债务置换工作有序推进,同时为保障城投公司融资能力,确保在建项目的持续推进,国家发布了系列融资政策,使得城投公司面临相对宽松的融资环境,城投公司短期周转能力有所增强,流动性风险得以缓释。

2016年,国家继续推行地方政府债券的发行工作,同时为加强地方政府性债务管理,国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》(国办函【2016】88号,以下简称“《88号文》”),对地方政府性债务风险应急处置做出总体部

署和系统安排。此外,财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》(财预【2016】152号,以下简称“《152号文》”),依据不同债务类型特点,分类提出处置措施,明确地方政府偿债责任,是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性,已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性,而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还,城投债的信用风险可能加大。此外,《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度,丰富债券品种,进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等,支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金,为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日,财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》(财综【2016】11号文),强调多渠道筹集资金,加大对棚户区改造的支持力度,促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述,《43号文》之后,随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离,城投公司与地方政府信用关联性有所弱化,城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体,其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关,短期内城投公司完成转型的可能性较小,其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

行业发展

目前,中国的城市基础设施建设尚不完善,全国各地区发展不平衡。截至2016年底,中国城镇化率为57.35%,较2015年提高1.25个百分点,相较于中等发达国家80%的城镇化率,中国城镇化率仍处于较低水平,未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景

下,基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日,中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署,中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看,城投公司作为城市基础设施建设的重要载体,发展环境良好。

近年来,中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策,同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金,从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下,联合资信认为,未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司,其发展及信用基本面将得到支撑。同时,联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

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2016年国民经济和社会发展统计公报》,全市地区生产总值(GDP)497.6亿元,比上年增长8.1%。其中,第一产业增加值56.3亿元,增长3.6%;第二产业增加值106.8亿元,增长5.6%;第三产业增加值334.5亿元,增长9.8%。按常住人口计算,全市人均地区生产总值32598元(现价),同比增长7.7%。

旅游业是张家界市重要支柱产业。截至2016年底,全市国家等级旅游区(点)19个,增长18.8%。其中,5A级2个,4A级9个,3A级8个。全市旅馆3199家,其中星级宾馆37家。旅馆床位11.3万张,其中星级宾馆1.2万张。旅行社106家,持证导游5669人。2016年全市景点接待旅游人数6143万人次,比上年增长21%。接待过夜游客2857万人天,增

长28%;其中境外游客447万人天,增长33.9%。实现旅游总收入443.1亿元,增长30%。其中,门票收入33亿元,增长20.4%;外汇收入77580万美元,增长35.6%。

固定资产投资方面,2016年全市固定资产投资总量305.7亿元,比上年增长14.7%。其中项目投资265.8亿元,比上年增长13.1%,占固定资产投资总量86.9%。

根据《张家界市2016年国民经济和社会发展统计公报》显示,2016年,张家界市全市一般公共预算收入494867万元,比上年增长8.3%。其中,地方财政收入322127万元,增长2%;上划中央收入134665万元,增长32.7%;上划省级收入38075万元,下降4.2%。地方财政收入中,税收收入166105万元,下降7.9%。全市一般公共预算支出144.9亿元,增长8.2%。

总体看,张家界市经济及财政实力稳步增长,给公司创造了良好的外部发展环境。

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旅集团拥有周洛景区、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任务。

3. 人员素质

公司董事长谷中元先生，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）。

公司总经理赵文胜先生，1966 年 7 月出生，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。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并口径）在册员工 2225 人，按学历构成来看，中专及以下人员占比 48.18%、专科人员占比 34.74%，本科及以上人员占比 17.08%；按年龄分布来看，29 岁以下人员占 18.52%、30~39 岁人员占 40.49%、40 岁以上人员占 40.99%；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 11.51%、15.19%、4.49%、39.96%、2.61%、26.24%。

总体看，公司高管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。

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。

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。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。2014~2016年，公司分别获得2359.31万元、2837.15万元和10424.39万元的财政补贴。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》等法律、法规的要求，建立了由董事会、监事会组成的公司治理结构；设有健全的董事会、监事会等制度。根据《张家界市经济发展投资集团有限公司公司章程》的规定，公司不设股东会，由张家界市人民政府国有资产监督管理委员会授权公司董事会行使股东会的部分职权，决定公司的重大事项。

公司董事会每届任期三年。董事会成员为7人，其中职工董事1名。公司设监事会，成员5人。非由职工代表担任的监事，由张家界市人民政府国有资产监督管理委员会委派；职工代表监事由公司职工代表大会选举产生。职工代表监事人数不得低于监事会成员人数的三分之一。监事会设主席一人，由张家界市人民政府国有资产监督管理委员会从监事会成员中指定。

2. 管理水平

资金管理方面，公司制定了严格的货币资金管理制度，并制定了《经投公司财务管理制度》、《经投公司财务总监管理办法》等内部规章制度，严格执行中国人民银行关于现金收付、库存管理的相关规定，同时对于公司银行存款账户的开立、使用、建账等做了详细规定，确保货币资金的安全、银行账户的独立。同时公司一切资金的使用严格按《公司资金拨付使用管理办法》、《财务管理制度》执行。

预算管理方面，根据《经投公司财务管理

制度》规定，集团采取全面预算管理作为财务管理的基本制度。由总公司的统一协调下加强规划预测工作，搞好计划管理，建立健全预算管理体系，强化宏观调控功能。财务总监协助总经理加强对企业预算管理工作的领导与业务指导，相关部门负责人参与企业预算管理工作，并且按照《资金运作管理办法》相关规定和要求，对资金预算进行管理。

对子公司的管理方面，公司按照现代管理制度建立了对控股子公司控制的架构，在公司章程的基础上先后制定和颁布了《二级公司经营目标管理制度》、《经投集团公司效能监察暂行办法》等管理办法，确定了控股子公司章程的主要条款，明确向控股子公司委派董事、监事及重要管理人员的选任方式和职责权限等；依据公司战略规划，协调控股子公司的经营策略和风险管理策略，督促控股子公司制定相关业务经营计划和风险管理程序；制定控股子公司的业绩考核与激励约束制度；制定控股子公司重大事项报告制度。要求控股子公司及时向公司报告重大业务事项、重大财务事项及其他重大事项；要求控股子公司定期向公司提供财务报告和管理报告；要求控股子公司及时报送其董事会决议、股东会决议等重要文件。

关联交易管理方面，公司在审议关联交易事项时，确保做到：符合国家法律法规及有关规定；详细了解交易标的真实状况；充分论证此项交易的合法性、合规性、必要性和可行性；根据充分的定价依据确定交易价格；公司与关联方之间的交易应签订书面协议，明确交易双方的权利义务及法律责任。公司发生因关联方占用或转移公司资金、资产或其他资源而给公司造成损失或可能造成损失的，应及时采取保护性措施避免或减少损失。公司发生的关联交易需提交公司董事会审议通过方可实施，涉及金额较大的关联交易需由国资委审议通过后方可实施。

总体看，公司法人治理结构完善，并制

定了多项管理制度以确保公司的正常运作，提升运营效率。

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。2014~2016年，公司分别实现营业收入10.30亿元、14.46亿元和8.89亿元。其中，2016年公司收入大幅下降，主要系该年未确认基础设施收入所致。

从收入构成看，旅游服务业、旅行社服务业、景区环保客运业和基础设施建设（2016年未确认收入）对公司收入贡献大。近三年公

司旅游服务业收入持续下降，主要系行业竞争加剧、团客减少散客增加和业务结构调整等原因所致；毛利率保持较高水平。公司景区环保客运业保持相对稳定的营业收入，2014~2016年分别为1.78亿元、1.93亿元和2.12亿元，毛利率水平近三年持续下滑，但仍保持在较高水平。基础设施建设业务波动较大，2014、2015年收入分别为2.63亿元和4.95亿元，2016年未确认收入，主要系2016年政府未完成审计工作进而未能确认收入所致；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。

表3 近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2014年			2015年			2016年		
	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	55550.98	53.93	47.10	45051.08	31.16	70.00	43314.40	48.74	62.25
景区环保客运业	17834.79	17.32	73.42	19316.01	13.36	64.44	21159.14	23.81	56.71
酒店服务业	1387.60	1.35	-27.06	2145.65	1.48	-18.51	2037.82	2.29	-25.05
殡仪服务业	258.57	0.25	60.75	364.5	0.25	56.74	566.92	0.64	25.47
租赁服务业	228.98	0.22	66.45	167.26	0.12	54.07	172.99	0.19	53.93
广告业	260.14	0.25	66.06	39.22	0.03	73.84	--	--	--
房产项目开发	982.58	0.95	8.25	4784.91	3.31	-13.78	454.70	0.51	76.81
基础设施建设	26341.73	25.57	13.04	49477.33	34.22	13.04	--	--	--
公交车收入	--	--	--	311.17	0.22	-28.86	4756.06	5.35	-17.41
旅行社服务业	--	--	--	22805.60	15.78	5.89	16404.36	18.46	8.42
其他业务	154.95	0.15	100.00	102.90	0.07	-48.98	--	--	--
合计	103000.32	100.00	41.79	144565.63	100.00	35.22	88866.39	100.00	44.55

资料来源：公司提供

注：旅行社服务业于2015年单独划分；公交车业务于2015年12月开始运营，因此2015年和2016年变化较大。

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。

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 2016 年底，张旅集团资产总额 20.44 亿元，所有者权益 6.79 亿元（其中少数股东权益 0.09 亿元）；2016 年，张旅集团实现营业收入 8.92 亿元，利润总额 0.92 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司共持有张旅集团 30.02% 股权，其中已质押或冻结 69.56%。公司所持张旅集团股权质押比例高。

(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收益权、武陵源核心景区载人工具部分收益权和宝峰湖门票部分收益权等构成。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。

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。

(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社有限公司（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 4 近年张家界景区接待量（单位：万人次）

游客接待量	2014 年	2015 年	2016 年
核心景区	292.81	348.39	366.04
宝峰湖景区	56.24	101.59	85.95
十里画廊	108.82	120.47	113.42
杨家界索道	33.93	205.38	129.91

资料来源：公司提供

注：统计口径未包含免票人次。

表 5 近年来公司主要景区收入及毛利率（单位：万元、%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	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	4836.07	64.86	4742.11	57.21	4313.74	54.01
宝峰湖景区	5030.29	59.56	7690.51	56.21	7587.23	54.00
周洛景区	130.17	32.85	21.21	-81.00	--	--
杨家界索道	2263.16	33.89	13660.78	64.01	7738.96	50.94
合计	12259.68	56.63	26114.53	59.14	19639.93	52.79

资料来源：公司提供

注：周洛景区于 2015 年 6 月转出。

2016 年，四大景区接待人数 695.32 万人，同比下降 10.38%。其中，十里画廊观光电车购票人数 113.42 万人，实现收入 4313.74 万元，同比下降 9.03%；宝峰湖接待人数 85.95 万人，实现收入 7587.23 万元，同比下降 1.34%；杨家界索道完成购票 129.91 万人，实现营业收入 7738.96 万元，同比下降 43.35%。

2016 年四大景区接待人数大幅下降主要有以下原因：（1）2015 年天子山索道进行维

护，导致公司所属杨家界索道人数快速增长，2016 年 2 月天子山索道（非公司运营收入权）恢复运营后逐步分流杨家界索道客源，市场恢复到以前的竞争状态，从而导致杨家界索道 2016 年接待人数大幅下降；（2）武陵源核心景区森林公园门票站停车场改建、部分道路封闭维修，导致部分旅行社调整路线，进而影响游客人数。

总体看，公司主要景区收入有所波动，2016 年同比下降幅度较大。

(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、多层次、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、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。

2014~2016 年，公司旅行社业务营业收入分别为 19475.10 万元、22805.59 万元和 16404.36 万元，毛利率分别为 5.88%、5.89% 和 8.42%。

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，2014~2016 年公司

环保客运车业务分别接待人数 292.81 万人 348.39 万人和 366.51 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。

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。

截至 2017 年 3 月底，公司已经完成主要城市“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。

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 26341.71 万元。

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。

截至 2016 年底，公司主要在建工程计划总投资额 62.02 亿元，已累计完成投资 45.36 亿元，2017 年计划投资 13.93 亿元，2018 年计划投资 0.91 亿元。公司负责对基础设施建设项目的筹资，并与张家界政府签订回购协议（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，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较大的资金压力。

表 7 公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目	计划总投资	截至 2016 年底累计投资	2017 年计划投资	2018 年计划投资
张家界市沿江旧城改造工程	250007.84	190230.27	51720	8057.57
沙堤大道	100000	63300	36700	--
张清公路城市段改造工程	74817	45000	29817	--
澧水风貌带建设项目(二)	55402	55402	--	--
西溪坪片区基础设施（道路）工程项目	28100	28100	--	--
张罗公路鹭鸶湾段改造工程	23500	23500	--	--
陈家溪南路建设项目	6950	6950	--	--
澧水大桥	10600	8213.53	2386.47	--
澧兰桥	4800	3990	810	--
天问路	20867	2600	--	--
滨河路（观音桥至逸臣华天）	12000	4300	7700	--
高架桥（澧水大桥至沙堤大道）	20000	16557.79	2442.21	1000
木龙滩路	8154	3730.85	4423.15	--
澧水两岸截污干管整治	5000	1700	3300	--
合计	620197.84	453574.44	139298.83	9057.57

资料来源：公司提供

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，2016 年确认销售收入 454.70 万元。公司房地产开发为公益性性质，持续性不强，且业务规模较小，对公司整体的业务发展前景不会产生较大影响。

总体看，公司以景区门票收入、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，获得返还收益，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。公司 2016 年主营业务收入规模大幅下滑，基础设施建设未确认收入，同时，BT 项目形成大额应收回购款项，对公司现金流质量造成影响。

5. 经营效率

2014~2016 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 1.31 次、0.08 次和 0.06 次，2016 年上述指标分别为 1.13 次、0.05 次和 0.04 次。总体看，公司经营效率低。

6. 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。公司目前拥有武陵源核心景区、宝峰湖景区和十里画廊风景区等众多旅游资源和部分景区的门票收益权。公司将在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。公司将努力增加游客的滞留时间，提高客户体验，发挥价值链的效益，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。

八、财务分析

公司提供的 2014~2015 年审计报告经中审华寅五洲会计师事务所(特殊普通合伙)审计，2016 年审计报告经中审华会计师事务所(特殊普通合伙)审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，2014 年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；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(张家界市沙堤新区开发有限责任公司和长沙张经投酒店管理有限公司)；2016 年公司财务报表合并范围新增一级子公司 2 家。合并报表范围变化对公司财务数据可比性影响小。

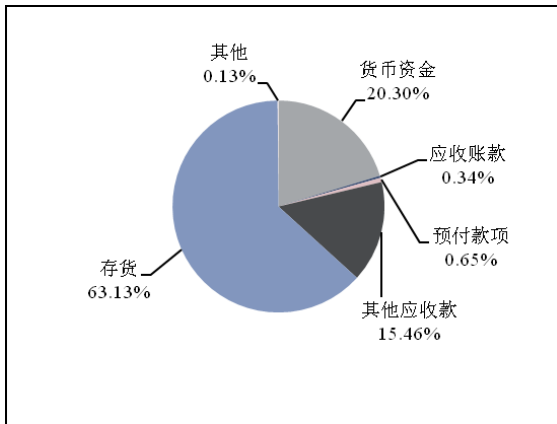
截至 2016 年底，公司合并资产总额为 278.12 亿元，所有者权益合计为 143.35 亿元(其中少数股东权益 5.17 亿元)。2016 年，公司实现营业收入 8.89 亿元，利润总额 0.88 亿元。

1. 资产质量

2014~2016 年，公司资产规模快速增长，年均增长 40.27%。截至 2016 年底，公司资产总额 278.12 亿元，同比增长 73.68%，主要来自于货币资金和无形资产的大幅增长。资产构成方面，流动资产占 56.67%，非流动资产合计占 43.33%，流动资产比重较上年底减少 19.02 个百分点。

流动资产

图 2 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司流动资产快速增长。截至 2016 年底，公司流动资产为 157.62 亿元，同比增长 30.05%，主要来源于货币资金、存货和其他应收款的增长。

2014~2016 年，公司货币资金波动增长。截至 2016 年底，公司货币资金 32.00 亿元，同比增长 318.52%，主要系公司借款规模扩大所致；使用受限的货币资金为 115 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。

2014~2016 年，公司应收账款波动较大，三年分别为 10.15 亿元、15.17 亿元和 0.53 亿元，2016 年大幅减少主要系收回张家界市财政局 14.60 亿元所致；公司共计提坏账准备 136.64 万元。

公司其他应收款主要是往来拆借款。2014~2016 年，公司其他应收款快速增长，年均增长 113.63%。截至 2016 年底，公司其他应收款 24.36 亿元，同比增长 98.06%，主要系往来款规模增长所致。按单项金额重大单项计提坏账准备的其他应收账款占 98.56%，公司共计提坏账准备 0.12 亿元，计提比例极低；公司前五名其他应收款合计 18.71 亿元，占全部其他应收款的 76.81%，集中度高，主要欠款单位为张家界市国资委（5.70 亿元）、张家界澧水风貌带建设开发有限责任公司（4.06 亿元）、张

家界度假酒店有限公司（3.31 亿元）、张家界市土地房产开发有限责任公司（2.92 亿元）和张家界市棚户区改造投资有限公司（2.71 亿元）。

2014~2016 年，公司存货持续增长，截至 2016 年底为 99.51 亿元，主要由开发产品成本 71.27 亿元（BT 回购项目开发投资中尚未移交并获得返还部分）和土地使用权 28.21 亿元构成；公司未计提存货跌价准备；公司土地全部用于借款抵押，存货流动性差。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产快速增长，年均增长 83.50%，截至 2016 年底，公司非流动资产 120.50 亿元，同比增长 209.52%，主要系无形资产大幅增长所致。

2014~2016 年，公司固定资产快速增长，年均增长 27.01%。截至 2016 年底，公司固定资产价值 8.15 亿元，主要由房屋建筑物（占 66.75%）、机器设备（占 10.80%）和运输工具（占 17.79%）构成；公司固定资产累计折旧 3.34 亿元，未计提减值准备。

2014~2016 年，公司无形资产波动增长。截至 2016 年底，公司无形资产账面价值 105.51 亿元，同比增长 278.79%，主要系景区门票收益权增加 66.44 亿元及张旅集团土地使用权增加 9.71 亿元所致，其中景区门票收益权的增加主要系张家界人民政府将武陵源核心景区大门票收入收费权无偿划转给公司所致。构成方面，景区门票收益权 93.40 亿元（占 88.52%）；公司无形资产累计摊销 3.55 亿元，未计提减值准备。

总体看，公司资产总额快速增长，流动资产中存货和其他应收款占比高，严重占用资金，流动性差；非流动资产以无形资产为主，主要是景区门票收益权。公司整体资产质量较差，资产流动性弱。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益快速增长，年均增长39.13%。截至2016年底，公司所有者权益合计143.35亿元，同比增长88.31%，主要系张家界人民政府将武陵源核心景区大门票收入收费权无偿划转给公司致资本公积大幅增长。公司归属于母公司所有者权益138.19亿元，其中股本1.00亿元（占0.72%）、资本公积124.89亿元（占90.37%）、盈余公积1.23亿元（占0.89%）和未分配利润11.06亿元（占8.01%）。

整体看，公司所有者权益中资本公积占比大，权益结构稳定性较强。

负债

2014~2016年，公司负债规模快速增长，年均增长41.52%。截至2016年底，公司负债合计134.77亿元，同比增长60.41%，其中流动负债占43.60%，非流动负债占56.40%，公司流动负债比重持续上升。

2014~2016年，公司流动负债快速增长，年均增长82.72%。截至2016年底，公司流动负债合计58.76亿元，同比增长117.62%，主要系应付账款及其他应付款大幅增长所致。

2014~2016年，公司应付账款快速增长。截至2016年底，公司应付账款6.79亿元，同比增长1245.28%，主要系应付工程款增加6.19亿元。账龄方面，一年以内的应付账款占比97.64%。

2014~2016年，公司其他应付款快速增长。截至2016年底，公司其他应付款18.56亿元，同比增长886.61%，主要系往来款增加所致。

截至2016年底，公司其他流动负债10.00亿元，主要为公司于2016年8月发行的10亿元短期融资券“16张家界发CP001”。

2014~2016年，公司非流动负债快速增长，年均增长23.68%。截至2016年底，公司非流动负债76.00亿元，主要由长期借款（占55.90%）和应付债券（占34.47%）构成。

2014~2016年，公司长期借款快速增长。截至2016年底，公司长期借款42.49亿元，其中质押借款12.04亿元，抵押借款20.51亿元，保证借款8.13亿元，信用借款1.80亿元。

截至2016年底，公司应付债券26.20亿元，包括15.00亿元私募债券和11.20亿元公司债券（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）。

有息债务方面，2014~2016年，公司全部债务快速增长，年均增长32.23%。截至2016年底，公司全部债务94.59亿元，其中短期债务占25.19%，长期债务占74.81%。

2014~2016年，公司资产负债率波动上升，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率波动下降，三年加权平均值分别为49.49%、42.62%和36.79%，2016年底分别为48.46%、39.75%和33.05%。

整体看，公司负债以非流动负债为主；2016年由于武陵源核心景区门票收费权划入导致权益大幅增长，公司各项债务指标有所降低，但公司债务规模增长较快，公司债务负担进一步加重。

3. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入波动下降，2016年为8.89亿元，同比下降38.53%，主要系未确认基础设施收入下降所致。同期，2016年公司营业利润率上升至40.67%。

从期间费用来看，2014~2016年，公司期间费用持续增长，2016年为3.79亿元，主要系折旧摊销费用增长导致管理费用持续增长所致。近三年期间费用占营业收入分别为30.13%、24.22%和42.67%，期间费用占比较高，2016年公司主业亏损。

2014~2016年，公司营业外收入分别为0.24亿元、0.29亿元和1.11亿元，主要为财政局拨付建设补贴款，其中2016年主要系政府拨付棚改专项基金。

2014~2016年，公司利润总额波动下

降，2016年为0.88亿元，同比下降40.00%。营业外收入对利润总额贡献大。

从盈利指标来看，2014~2016年，公司总资本收益率不断下降，净资产收益率波动下降，三年加权平均值分别为2.32%和0.86%，2016年上述指标分别为1.16%和0.40%。

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高，公司主业盈利能力弱；公司营业外收入2016年对利润总额贡献大。公司整体盈利能力弱。

4. 现金流分析

从经营活动来看，2014~2016年，公司经营活动现金流入量快速增长，2016年为50.99亿元，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，2016年销售商品、提供劳务收到的现金36.47亿元，同比增长283.26%，主要是因为政府债券置换27.72亿元；收到其他与经营活动有关的现金14.52亿元，主要由内部往来款构成。2014~2016年，公司经营活动现金流出量快速增长，2016年为43.40亿元，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，2016年支付其他与经营活动有关的现金25.67亿元，同比增长70.41%，主要是因为利息增加及各二级子公司借款增加。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-3.51亿元、-7.97亿元和7.60亿元。

从投资活动来看，2014~2016年，公司投资活动现金流入规模不大，2016年为1.37亿元；投资活动现金流出三年分别为1.27亿元、3.93亿元和10.19亿元，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-1.19亿元、-3.87亿元和-8.82亿元。

从筹资活动来看，2014~2016年，公司筹资活动现金流入量快速增长，2016年为58.29亿元，主要为取得借款收到的现金；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。2014~2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为10.97亿元、11.56亿元和25.58亿元。

总体看，公司经营活动获现能力低。公司在建及拟建项目的资本支出规模较大，且BT回款时间长，公司对外融资依赖度高。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016年，公司流动比率和速动比率均不断下降，三年加权平均值分别为388.74%和116.70%，截至2016年底分别为268.24%和98.89%。考虑到公司收入规模下滑较快、存货和其他应收款规模较大且流动性差，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年，公司EBITDA分别为4.41亿元、4.89亿元和4.72亿元；公司EBITDA利息倍数波动下降，分别为1.17倍、1.26倍和0.84倍，EBITDA对利息的保障能力趋弱；公司全部债务/EBITDA持续上升，分别为12.28倍、14.17倍和20.03倍。公司长期偿债能力弱。

截至2017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43.12亿元，尚未使用的额度为23.31亿元，公司间接融资渠道较畅通。另外，公司控股子公司张旅集团为国内A股上市公司，公司具有直接融资渠道。

截至2017年3月底，公司对外担保余额32.72亿元，担保比率为23.00%，担保比率较高。被担保方均地处张家界市，区域集中度很高，存在一定或有负债风险。

6. 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5月5日，公司无未结清不良贷款；已结清贷款中，公司有11笔贷款列入关注类。其中，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，主要系

银行系统遇周末停止结算造成，非故意拖欠；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；5笔已结清关注类贷款，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。

7. 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较强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司发行本期债券的额度为10亿元，占2016年底公司长期债务和全部债务的比重分别为14.13%和10.57%，本期债券的发行对公司现有债务产生一定影响。

截至2016年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为48.46%、39.75%和33.05%，以公司2016年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，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将分别上升至50.25%、42.18%和36.04%，公司债务负担将有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2014~2016年，公司EBITDA/本期发债额度分别为0.44倍、0.49倍和0.47倍。公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较弱。

同时，本期债券每年付息一次，分次还本；在本期债券存续期第3、第4、第5、第6、第7、第8、第9和第10个计息年度末分别按照本期债券发行总额10%、10%、10%、10%、

15%、15%、15%和15%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付。2014~2016年，公司EBITDA分别为分期偿还最高额度（1.50亿元）的2.94倍、3.26倍和3.15倍；公司EBITDA对本期债券分期偿还额度的覆盖程度较好。

本期债券募投项目预计能够实现资金回流8.48亿元，张家界市财政局2019-2026年将对公司增加财政补贴7.5亿元，共计15.98亿元，能够覆盖本期债券募集资金10亿元。

总体看，公司预测的项目回流资金对本期债券分期偿付额度具有覆盖能力。公司EBITDA亦对本期债券分期偿付额度的覆盖程度较好。分期偿付额度有效降低了公司集中偿付压力。

十、债权保护条款分析

为维护全体债券持有人的合法权益，公司在中国农业银行股份有限公司张家界分行设立偿债资金专项账户，聘请其作为专项账户的监管银行，并与其签订《偿债账户监管协议》。根据监管协议，公司应在本期债券存续期内每年付息日和/或兑付日前10个工作日，保证按时、足额将本年度应偿付资金划入偿债账户，偿付资金一旦划入偿债账户，仅可以用于按期支付本期债券的利息和到期支付本金。公司在每年付息日和/或兑付日前向监管银行发出指令，将每年应付的本息从偿债账户划付至债券登记托管机构指定的账户。

为了最大程度地保护债券持有人利益，保障本期债券本息按期足额兑付，公司在本期债券发行前即为全体债券持有人聘请中国农业银行股份有限公司张家界分行担任本期债券的债券受托管理人，签订了《债券受托管理协议》，并制订了《债券持有人会议规则》。债券受托管理人将根据募集说明书、《债券受托管理协议》和《债券持有人会议规则》中所约定的权利义务维护债券持有人的利益。

十一、结论

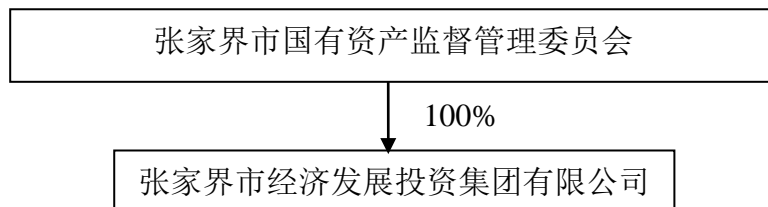
公司作为张家界旅游开发的重要主体以及张家界市政府最大的城市基础设施建设投融资平台，在依托张家界著名的景区资源的同时，获得政府的多项优质旅游资产的注入及财政补贴等多项支持，在旅游业务运营方面占据独特优势。公司形成了以景区门票收入、景区资产运营及旅行社经营为一体的旅游服务业，同时承担张家界市基础设施建设智能。

公司整体资产质量较差，存货和其他应收款等流动性较差，所有者权益稳定性较强，近年来债务规模迅速提升，整体债务负担持续加重。未来基础设施建设项目投入大，BT 回款时间长，公司存在较大资金压力。公司收入波动较大，应收账款回收期长导致现金流状况较差。公司整体偿债能力较弱。

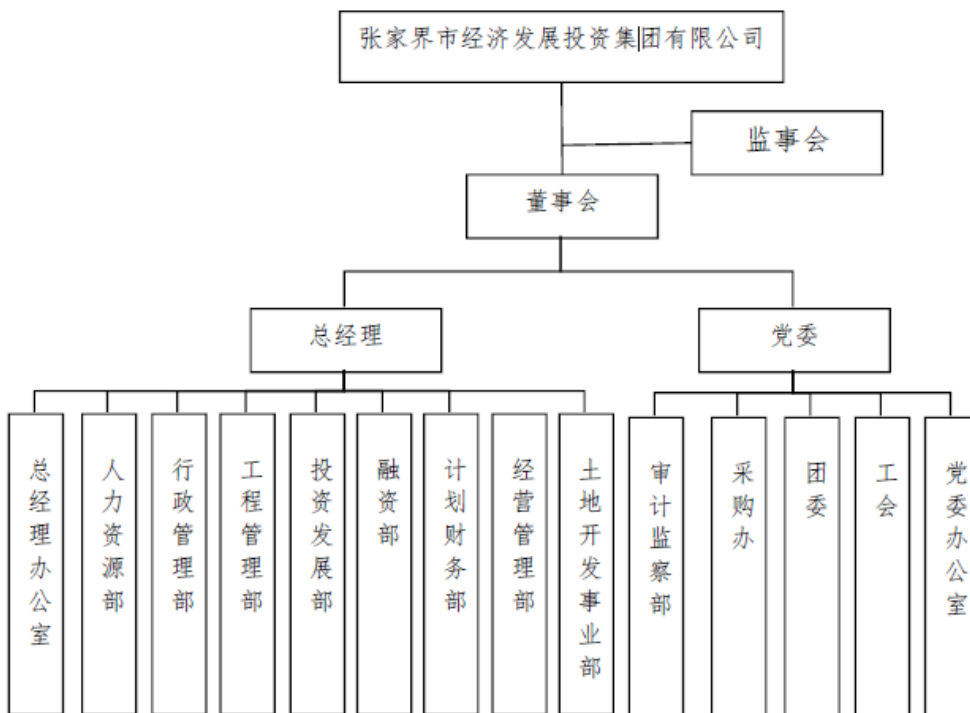
本期债券设置了分期偿还本金的条款，同时公司设立偿债资金专户以保障债券本息的资金归集；公司 EBITDA 对本期债券分期偿还额度的覆盖程度较好。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险较低，安全性较高。

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	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	7.92	7.65	32.00
资产总额(亿元)	141.35	160.14	278.12
所有者权益(亿元)	74.06	76.12	143.35
短期债务(亿元)	7.11	14.92	23.83
长期债务(亿元)	46.99	54.41	70.76
全部债务(亿元)	54.10	69.34	94.59
营业收入(亿元)	10.30	14.46	8.89
利润总额(亿元)	1.16	1.47	0.88
EBITDA(亿元)	4.41	4.89	4.72
经营性净现金流(亿元)	-3.51	-7.97	7.60
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.12	1.14	1.13
存货周转次数(次)	0.08	0.11	0.05
总资产周转次数(次)	0.08	0.10	0.04
现金收入比(%)	75.01	65.82	410.39
营业利润率(%)	39.93	33.09	40.67
总资本收益率(%)	3.66	3.38	1.16
净资产收益率(%)	1.24	1.35	0.40
长期债务资本化比率(%)	38.82	41.68	33.05
全部债务资本化比率(%)	42.21	47.67	39.75
资产负债率(%)	47.60	52.46	48.46
流动比率(%)	599.79	448.88	268.24
速动比率(%)	136.43	133.22	98.89
经营现金流动负债比(%)	-19.96	-29.50	12.93
EBITDA 利息倍数(倍)	1.17	1.26	0.84
全部债务/EBITDA(倍)	12.28	14.17	20.03

注：短期债务已包含其他流动负债；长期债务已包含长期应付款。

附件 3 主要财务及指标计算公式

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/主营业务收入×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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 2017 年张家界市经济发展投资集团有限公司 城市地下综合管廊建设专项债券信用评级报告的 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

张家界市经济发展投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

张家界市经济发展投资集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对张家界市经济发展投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，张家界市经济发展投资集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注张家界市经济发展投资集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现张家界市经济发展投资集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对张家界市经济发展投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如张家界市经济发展投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对张家界市经济发展投资集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与张家界市经济发展投资集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。