信用等级公告

联合[2018] 1141 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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持张家界市经济发展投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“17 张家界/17 张家界专项债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十六日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：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

债券名称	余 额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 张家界/17 张家界专项债	10 亿元	2027/7/24	AA	AA

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	7.64	31.99	31.65	24.36
资产总额(亿元)	160.14	278.12	353.91	362.72
所有者权益(亿元)	76.12	143.35	161.89	160.05
短期债务(亿元)	14.92	23.83	26.73	22.61
长期债务(亿元)	54.41	70.76	119.14	133.41
全部债务(亿元)	69.34	94.59	145.87	156.02
营业收入(亿元)	14.46	8.89	18.20	2.11
利润总额(亿元)	1.47	0.88	1.34	-1.42
EBITDA(亿元)	4.89	4.72	5.76	--
经营性净现金流(亿元)	-7.97	7.60	-10.65	-11.86
营业利润率(%)	33.09	40.67	20.47	32.72
净资产收益率(%)	1.35	0.40	0.75	--
资产负债率(%)	52.46	48.46	54.26	55.88
全部债务资本化比率(%)	47.67	39.75	47.40	49.36
流动比率(%)	448.88	268.24	293.82	322.02
经营现金流动负债比(%)	-29.50	12.93	-15.88	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.17	20.03	25.34	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.26	0.83	1.01	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限货币资金；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　刘祎烜

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；跟踪期内，张家界市人民政府、张家界市武陵源区人民政府和张家界市人民政府国有资产管理委员会分别下发文件，将张家界市武陵源旅游产业发展有限公司（以下简称“武陵源产发”）69.64%股权无偿划转至公司，并发布相关文件进一步明确了武陵源核心景区经营权和门票分成收益权的归属划分情况；受基础建设板块项目确认收入以及武陵源产发纳入合并范围影响，公司资产、收入和利润规模均有不同程度提高。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较差、基础设施建设回款周期长且确认收入存在不稳定性、对上市子公司股权质押比例较高、债务规模快速增长以及对外担保规模大等因素给公司经营发展带来的不利影响。

未来，随着张家界市政府对公司支持力度不断加大，以及公司对旗下旅游资源的整合，公司旅游资源协同效应将进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“17 张家界/17 张家界专项债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

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。公司作为张家界市政府旅游开发运营重要主体，本部及旗下子公司拥有武陵源核心景区等优质旅游资源的经营权和收益权。2017 年，张家界市政府将武陵源景区经营

主体武陵源产发股权无偿划转至公司，政府支持力度较大。

2. 公司是张家界市政府最大的城市基础设施建设投融资平台，2017 年公司确认基础设施建设收入 8.28 亿元，公司营业收入大幅上升。
3. 公司经营活动现金流入量对“17 张家界/17 张家界专项债”保障较高。

关注

1. 受萨德事件及道路施工影响，公司旅游业务主要景区旅游人数同比下降明显。
2. 跟踪期内，公司存货和其他应收款快速增长且规模大，严重占用资金，且关联交易规模较大，公司资产流动性较差。
3. 基础设施建设收入回款周期长，且收入确认存在不稳定性；跟踪期内，在建项目投资大，存货中土地全部用于抵押，对上市子公司股权质押比例较高，公司面临较大的资金压力。
4. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，存在一定偿债压力。
5. 跟踪期内，公司通过股权划入形式完成对武陵源产发的并表，由于目前处于合并初期，公司与武陵源产发仍处于独立运行状态。
6. 截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 42.32 亿元，同比增长 29.34%，担保比率为 26.44%，担保比率高，存在一定或有负债风险。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

张家界市经济发展投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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”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。经历多次增资扩股，截至 2018 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 2018 年 3 月底，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），截至 2018 年 3 月底，公司持有张旅集团 35.30%的股权。公司下设总经理办公室、人力资源部、财务资产部、资本运营部、证券融资部、审计合约部和招商合作部（详见附件 1-2）。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 353.91 亿元，所有者权益合计为 161.89 亿元（其中少数股东权益 10.13 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 18.20 亿元，利润总额 1.34 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额为 362.72 亿元，所有者权益合计为 160.05 亿元（其中少数股东权益 10.05 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.11 亿元，利润总额-1.42 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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2018年3月底，公司发行的“17张家界/17张家界专项债”募集资金10.00亿元，拟全部张家界市城市地下综合管廊建设项目。截止目前募集资金已投入1.36亿元，完成了子午路、迎宾路段的场地平整及测量放样工作，完成了古庸路、滨河路、南滨路、解放路的施工前期工作。

表1　公司存续期债券情况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17 张家界/17 张家界专项债	10.00	10.00	2017/7/24	2027/7/24

资料来源：WIND、公司年报

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、

俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

改革开放以来，中国实现了从旅游短缺型国家到旅游大国的历史性跨越。“十二五”期间，旅游业全面融入国家战略体系，走向国民经济建设的前沿，成为国民经济战略性支柱产业。

2017年，国内旅游市场高速增长，入出境市场平稳发展，供给侧结构性改革成效明显。国内旅游人数50.01亿人次，比上年同期增长12.8%；入出境旅游总人数2.7亿人次，同比增长3.7%；全年实现旅游总收入5.40万亿元，增长15.1%。初步测算，全年全国旅游业对GDP的综合贡献为9.13万亿元，占GDP总量的11.04%。旅游直接就业2825万人，旅游直接和间接就业7990万人，占全国就业总人口的10.28%。

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。2014～2016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，国内旅游收入分别同比增长15%、13%和14%。根据国内旅游抽样调查结果，2017年全年，国内旅游人数50.01亿人次，比上年同期增长12.8%。

总体看，在经济发展新常态下，中国旅游行业呈现平稳较快发展态势，旅游投资规模逐年快速增长，预计未来旅游市场散客化自由行趋势会越来越明显，可带动相关产业协同发展。

2. 行业竞争

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。

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。从长远看，国家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。

3. 产业政策

2017年6月12日，国家旅游局发布《全域旅游示范区创建工作导则》，提出创建工作要实现“五个目标”，并起到相应的示范引领作用：实现旅游治理规范化；实现旅游发展全域化；实现旅游供给品质化；实现旅游参与全民化；实现旅游效应最大化，成为旅游业惠民生、稳增长、调结构、促协调、扩开放的典范。

总体看，跟踪期内国家政策对旅游行业的支持力度很大，旅游业外部政策环境良好。目前国内游依然是中国旅游行业中占比最大且发展趋势最好的市场，短期内在旅游细分市场中的支柱地位将不会被动摇；未来，随着中国中高收入人群的扩大，出境游市场将具备较大的发展空间。

4. 主要子行业

（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。中国酒店行业供给已呈现相对过剩局面，行业竞争较为激烈。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。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。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。

（3）基建行业

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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。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。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号）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。

5. 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 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，全市地区生产总值（GDP）542.41 亿元，比上年增长 8.7%。其中，第一产业增加值 58.61 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 112.27 亿元，增长 4.1%；第三产业增加值 371.53 亿元，增长 11.0%。

旅游业是张家界市重要支柱产业。截至 2017 年底，全市国家等级旅游区（点）21 个。其中，5A 级 2 个，4A 级 9 个，3A 级 10 个。全市旅馆 1410 家，其中星级宾馆 36 家。旅馆床位 13 万张，其中星级宾馆 1.2 万张。旅行社 117 家。2017 年全市景点接待旅游人数 7335.81 万人次，比上年增长 19.4%。接待过夜游客 3469.44 万人天，同比增长 21.5%；其中境外游客 335.89 万人天，同比下降 20.4%。实现旅游总收入 623.78 亿元，增长 21.9%。其中，门票收入 37.53 亿元，增长 13.6%；外汇收入 66329 万美元，减少 14.5%。

根据《张家界市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2017 年，张家界市全市一般公共预算收入 554941 万元，比上年增长 12.14%。其中，地方财政收入 338416 万元，增长 5.06%；上划中央收入 177506 万元；上划省级收入 39019 万元。

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。

六、基础要素分析

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经营权和门票分成收益权。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，张家界人民政府以张政函[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。2017年12月25日，张家界市人民政府出具张政函[2017]194号文《张家界市人民政府关于收回张政函[2016]122号文中划转的武陵源核心景区大门票收入收费权的通知》，将张政函[2016]122号文中划转的武陵源核心景区大门票收入收费权收回，再另行注入其他资产。2017年公司本部收到财政划转武陵源核心景区门票收入3.78亿元。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理制度及高管人员无重大变化。

八、重大事项

张家界市武陵源旅游产业发展有限公司股权无偿划转入合并范围

2017年12月，张家界市人民政府下发《张家界市人民政府关于划转张家界市武陵源旅游产业发展有限公司国有股权的通知》（张政函[2017]（2017）193号）文、张家界市武陵源区人民政府下发《张家界市武陵源区人民政府关于将张家界市武陵源旅游产业发展有限公司股权无偿划转至张家界市经济发展投资集团有限公司的通知》（张武政通[2017]17号）文、张家界市人民政府国有资产监督管理委员会下发《市国资委关于划转张家界市武陵源旅游产业发展有限公司国有股权的通知》（张国资[2017]243号）文，将武陵源区人民政府持有的张家界市武陵源旅游产业发展有限公司69.64%的股权无偿划拨给公司。

2017年12月29日，张家界市政府出具的张政函[2017]195号文《张家界市人民政府关于进一步明确武陵源核心景区经营权和门票分成收益权有关事项的通知》，进一步明确股权划转后张家界经投及武陵源产发关于武陵源核心景区经营权和门票分成收益权的归属情况，明确如下：（一）股权划转后，武陵源核心景区门票价格中由市人民政府执收的基础设施建设费、资源有偿使用费、价格调节基金等部分门票分成收益权仍由张家界经投享有；由武陵源区人民政府执收的部分门票分成收益权仍由武陵源产发享有。（二）股权划转后，武陵源核心景区经营权仍由武陵源产发享有。（三）以上经营权、门票分成收益权的期限确定为70年。

根据2018年4月28日北京国融兴华资产评估有限责任公司出具的国融兴华评报字（2018）第590006号资产评估报告显示：截止评估基准日2017年12月31日，在持续经营条件下，张家界市武陵源旅游产业发展有限公司经审计的总资产账面价值1022720.71万元，总负债账面价值426067.40万元，净资产账面价值596653.31万元。经资产基础法评估，张家界市武陵源旅游产业发展有限公司总资产评估价值1258287.37万元，增至235566.66万元，增值率23.03%；总负债评估价值426067.40万元，无增值变化；净资产评估价值832219.97万元，增值235566.66万元，增值率39.48%。主要评估资产如下：

表 2 武陵源产发主要资产评估情况（单位：万元）

科目	评估价值	备注
固定资产	150375.48	主要包括：1、房屋建（构）筑物共104项。其中翻屋建筑物主要包括影艺山庄、水绕四门酒店、土家山寨、风云宾馆、茂隆山庄等；构筑物主要包括门票站、厕所、道路、绿化工程、各类基础设备等。2、机器设备和电子设备453项。3、车辆4台。
在建工程	172784.66	69项，主要为土建工程，包括区党校地块开发项目、天子山景区移民建镇中湖宋家边安置区项

		目等。
无形资产	463587.16	主要为土地使用权和其他无形资产。1、土地使用权共6宗，面积共计70333.78平方敏，划拨取得，性质为综合用地及办公旅游用地。2、其他无形资产主要为武陵源产发拥有张家界武陵源核心景区门票经营收费权（包括景区门票收入经营权及森林公园门票经营权）。
其他流动资产	176594.38	21项，主要为武陵源产发取得的与资产相关张家界市武陵源区人民政府划拨的建设工程项目。主要包括景区拆迁配套工程、天马路改扩建与绿化工程、军地坪城区改造、旅游客服中心等。
资产总额	1258287.37	--
净资产	832219.97	--

资料来源：公司提供的《国融兴华评报字（2018）第590006号资产评估报》

注：评估基准日为2017年12月31日。

截至 2017 年底，武陵源产发负债合计 426067.40 万元，无评估增减变化，资产负债率为 42.31%。有息债务方面，截至 2017 年底，武陵源产发全部债务 388717.87 万元，其中短期债务 83100.00 万元，主要包括短期借款 48000.00 万元，其他应付款-项目投资款 17000.00 万元和一年内到期的非流动负债 18100.00 万元；长期债务 305617.87 万元，主要包括长期借款 229799.00 万元，应付债券 44514.97 万元，长期应付款-国债有偿资金 513.60 万元和长期应付款-平安国际融资租赁有限公司 30790.30 万元。武陵源产发有息债务结构以长期债务为主。

截至 2018 年 3 月底，公司旅游资源收益主要包括公司本部根据张家界市人民政府划入的门票分成收益权，上市子公司张旅集团下属旅游资源收益权、经营权和武陵源产发下属门票收分成益权、经营权。

整体看，本次资产无偿划入，体现了张家界市人民政府对公司的支持力度，有利于对区域旅游资源的整合。同时，联合资信也关注由于处于合并初期，公司与武陵源产发仍处于独立运行状态。

九、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。2015～2017 年，公司分别实现营业收入 14.46 亿元、8.89 亿元和 18.20 亿元。其中，2017 年公司收入大幅增长，主要系该年公司确认基础设施收入以及并表武陵源产发所致。

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对公司收入贡献大。2017 年，公司旅游服务板块收入同比有所上升，主要由于张家界旅游资源整合，公司合并范围增加；毛利率 2017 年同比有较大幅度下降，主要系景区周边道路施工和国际关系原因导致游客减少所致。公司景区环保客运业保持相对稳定的营业收入，2017 年实现收入 1.90 亿元，较 2016 年有所下降，主要系根据政府调价要求环保车优惠票价有所下调所致。基础设施建设业务波动较大，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。2017 年公司确认基础设施建设收入 8.28 亿元，主要为政府回购贸易路建设项目、仙人溪市民文化广场建设项目和上南庄坪片堤防工程建设项目。

表 3　近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 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	45051.08	31.16	70.00	43314.40	48.74	62.25	51709.26	28.44	48.24
景区环保客运业	19316.01	13.36	64.44	21159.14	23.81	56.71	19008.86	10.45	47.47

酒店服务业	2145.65	1.48	-18.51	2037.82	2.29	-25.05	2494.47	1.37	-26.62
殡仪服务业	364.5	0.25	56.74	566.92	0.64	25.47	524.25	0.29	64.19
租赁服务业	167.26	0.12	54.07	172.99	0.19	53.93	159.94	0.09	51.97
广告业	39.22	0.03	73.84	--	--	--	--	--	--
房产项目开发	4784.91	3.31	-13.78	454.70	0.51	76.81	--	--	--
基础设施建设	49477.33	34.22	13.04	--	--	--	82813.57	45.55	13.04
公交车收入	311.17	0.22	-28.86	4756.06	5.35	-17.41	4874.23	2.68	-63.86
旅行社服务业	22805.60	15.78	5.89	16404.36	18.46	8.42	20238.62	11.13	16.39
其他业务	102.90	0.07	-48.98	--	--	--	149.34	0.08	-244.42
合计	**144565.63**	**100.00**	**35.22**	**88866.39**	**100.00**	**44.55**	**181972.53**	**100.00**	**24.41**

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分成收入、下属张旅集团和武陵源产发的景区运营构成。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，张旅集团和武陵源产发负责景区的运营与维护，目前运营的景区包括武陵源景区（5A 级）、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 2017 年底，张旅集团资产总额 23.36 亿元，所有者权益 15.61 亿元（其中少数股东权益 0.08 亿元）；2017 年，张旅集团实现营业收入 5.50 亿元，利润总额 0.79 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司及下属子公司共持有张旅集团 35.30%股权，其中已质押或冻结 54.03%。

武陵源产发是武陵源景区资产主要运营企业，主要从事景区经营以及承担部分基础设施建设项目。武陵源产发收入主要来源为武陵源核心景区门票收入，由于 2017 年景区接待人数同比下降，导致公司营业收入同比有所下滑。武陵源产发持有上市公司张旅集团 9.43%的股权，为上市公司第二大股东。在景区运营资产方面武陵源产发与张旅集团有明确职责分工，武陵源产发主要经营核心景区门票收入，张旅集团主要经营景区内部相关客运、餐饮、酒店等开发业务。截至 2017 年底，武陵源产发资产 103.35 亿元，所有者权益 59.63 亿元，实现营业收入 7.61 亿元，利润总额 0.97 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司持有武陵源产发 69.64%股权。

（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，根据张政函【2017】195 号文《张家界市人民政府关于进一步明确武陵源核心景区景区经营权和门票分成权有关事项的通知》，经武陵源产发股权划转至公司后，公司仍享有武陵源核心景区门票价格中由市人民政府执收的部分门票分成收益权；由武陵源区人民政府执收的部分门票分成收益权仍由子公司武陵源产发享有。张家界人民政府先将门票收入收归财政收入后返还给公司。2017 年公司收到财政划转武陵源核心景区门票收入 3.78 亿元。

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，武陵源产发是武陵源景区资产主要经营企业。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 4　近年公司景区接待量（单位：万人次）

游客接待量	2015 年	2016 年	2017 年
核心景区	348.39	366.04	348.71
宝峰湖景区	101.59	85.95	69.83
十里画廊	120.47	113.42	113.05
杨家界索道	205.38	129.91	63.17

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	2015 年		2016 年		2017 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	4742.11	57.21	4313.74	54.01	4865.22	51.52%
宝峰湖景区	7690.51	56.21	7587.23	54.00	5849.71	43.40%
周洛景区	21.21	-81.00	--	--	--	--
杨家界索道	13660.78	64.01	7738.96	50.94	4073.28	27.13%
合计	**26114.53**	**59.14**	**19639.93**	**52.79**	**14788.21**	**41.59%**

资料来源：公司提供

注：周洛景区于 2015 年 6 月转出。

2017 年，核心景区接待人数 348.71 万人，同比下降 4.73%；其他下属景区接待人数 246.05 万人，同比下降 24.60%。其中，十里画廊观光电车购票人数 113.05 万人，实现收入 4865.22 万元，同比增长 13.00%；宝峰湖接待人数 69.83 万人，实现收入 5849.71 万元，同比下降 22.90%；杨家界索道完成购票 63.17 万人，实现营业收入 4073.28 万元，同比下降 47.37%。

2017 年下属景区接待人数大幅下降主要有以下原因：（1）天子山索道（非公司运营收入权）恢复运营，市场恢复到以前的竞争状态，以及武陵山大道、杨家界大道等道路封闭施工从而导致杨家界索道近两年接待人数持续大幅下降；（2）受国际关系影响，韩国游客占张家界当地入境游人数的一半，萨德事件中韩关系紧张使张家界景区 1～6 月接待入境人次同比下降了 20.7%，购票人数和景区收入皆同比下滑，宝峰湖景区效益受影响较大。

总体看，2017 年尽管受到国际关系和工程施工的影响，在张家界政府和公司对旅游资源的整合调整下，武陵源产发纳入合并范围，公司的旅游服务板块收入同比有所上升。

（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、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集团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。

2015～2017 年，公司旅行社业务营业收入分别为 22805.59 万元、16404.36 万元和 20238.62 万元，毛利率分别为 5.89%、8.42%和 16.39%。

3. 景区环保客运业

武陵源核心景区门票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，截至 2017 年底，公司拥有可载客车辆 335 辆，一般运营期限 10 年，载客车辆平均剩余运营年限 5 年。2017 年，公司客运业务年载客运力 1891 万人次/年，最高载客人次 4.70 万人次/日。

表 6　2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司旅游客运业务经营情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
可载客车辆数量（辆）	262	331	335	335
年载客运力（万人/年）	1811	1732	1891	--
最高载客人次（万人/日）	4.30	4.30	4.70	3.40
接待人数（万人）	348.39	366.51	348.95	--
载客人数（万人）	388.20	406.50	407.60	48.40
其中：境外旅客（万人）	40.30	43.30	35.00	6.50
境内旅客（万人）	347.90	363.20	372.60	41.90

资料来源：公司提供

4. 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，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。

根据不同项目的《资产移交书协议书》，张家界市人民政府经与公司进行协商，根据历年财政收入的整体情况，对回购资金做出安排。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。张家界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。2017 年，公司基建业务确认回款 8.28 亿元，回购项目为贸易路建设项目、仙人溪市民文化广场建设项目和上南庄坪片堤防工程建设项目。

表 7　2017 年公司基础设施建设回款项目（亿元）

项目	项目成本	回购价
贸易路	3.85	4.43
仙人溪市民文化广场	2.19	2.52
上南庄坪片堤防工程	1.16	1.33
合计	**7.20**	**8.28**

资料来源：公司提供

基础设施建设项目方面，公司主要在建工程总投资额 93.78 亿元，截至 2018 年 3 月底已累计完成投资 74.51 亿元，未来尚需投资 19.27 亿元，其中 2018 年计划投资 9.59 亿元。

表 8　截至 2018 年 3 月底公司主要基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	总投资	已投资额	未来三年投资计划		
				2018 年	2019 年	2020 年
张家界市沿江旧城改造工程	2014-2018	25.00	23.00	2.00	--	--
沙堤大道	2013-2018	7.47	7.13	0.34	--	--
张清公路城市段改造工程	2012-2018	8.10	7.05	1.05	--	--
贺龙体育中心	2013-2018	7.50	7.36	0.14	--	--
子午西路延伸段	2015-2017	6.80	6.80	--	--	--
白马泉高架桥	2015-2017	2.55	2.55	--	--	--
澧水风貌带建设项目(二)*	2014-2016	5.54	5.54	--	--	--
西溪坪片区基础设施（道路）工程项目*	2010-2012	2.81	2.81	--	--	--
张罗公路鹭鸶湾段改造工程*	2008-2010	2.35	2.35	--	--	--
陈家溪南路建设项目*	2008-2010	0.70	0.70	--	--	--
澧水大桥	2015-2017	1.29	1.03	0.26	--	--
澧兰桥*	2014-2016	0.67	0.67	--	--	--
天问路	2015-2017	0.87	0.87	--	--	--
滨河路（回龙路至观音桥至宝塔岗段）	2016-2017	0.69	0.65	0.03	--	--
高架桥（澧水大桥至沙堤大道）	2016-2018	2.29	0.94	1.35	--	--
澧水两岸截污干管整治	2014-2017	0.95	0.83	0.12	--	--
月亮湾路	2017-2019	4.85	0.90	1.20	2.75	--
“五路六园”项目	2017-2020	9.35	2.13	1.60	3.20	2.42
红壁岩大桥	2017-2019	4.00	1.20	1.50	1.30	--
合计	--	**93.78**	**74.51**	**9.59**	**7.25**	**2.42**

资料来源：公司提供
注：标*的项目已基本完工，正在进行项目的完工验收和结算工作。

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，公司公交车及酒店业务对收入的贡献小。公司 2017 年主营业务收入规模大幅增长，主要来自基础设施建设确认收入，以及通过整合旅游资源将武陵源产发纳入合并范围旅游服务板块收入有所增长所致。公司在建工程数量多、规模大，未来融资压力高。

5. 经营效率

2017 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 33.30 次、0.13 次和 0.06 次。总体看，公司整体经营效率较低。

6. 未来发展

公司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。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，景点人情风味相互补充，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。

十、财务分析

公司提供的 2017 年审计报告经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计结论；2018 年一季报未经审计。

合并范围方面，2017 年公司财务报表合并范围较 2016 年增加 2 家子公司，减少 6 家子公司。其中张家界国资委无偿划拨的武陵源产发对公司财务数据可比性影响较大。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 353.91 亿元，所有者权益合计为 161.89 亿元（其中少数股东权益 10.13 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 18.20 亿元，利润总额 1.34 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额为 362.72 亿元，所有者权益合计为 160.05 亿元（其中少数股东权益 10.05 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.11 亿元，利润总额-1.42 亿元。

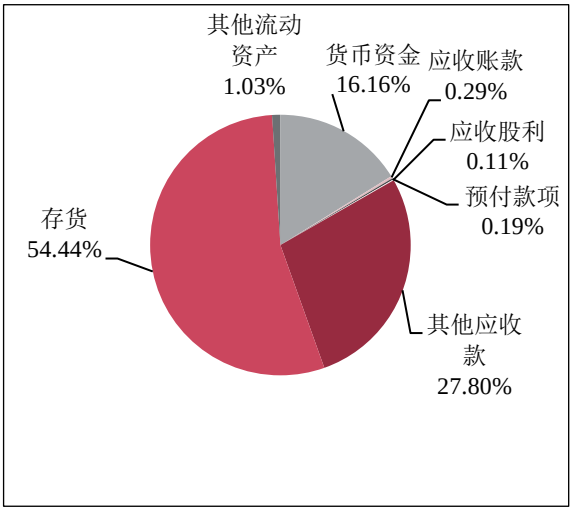
1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 353.91 亿元，同比增长 27.25%，主要来自于其他应收款、在建工程和其他非流动资产的大幅增长。资产构成方面，流动资产占 55.69%，非流动资产合计占 44.31%，资产结构仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产为 197.09 亿元，同比增长 25.04%，构成上主要由货币资金（占 16.16%）、存货（占 54.44%）和其他应收款（占 27.80%）构成。

图 1　截至 2017 底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司货币资金 31.84 亿元，较上年底变化不大；使用受限的货币资金包括 1960 万元借款保证金和子公司张家界中旅根据国务院令第 550 号《旅行社条例》规定公司旅行社的旅游质量保证金 100 万元。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 54.78 亿元，同比增长 124.87%，主要系往来款规模增长以及并表武陵源产发所致。按单项金额重大单项计提坏账准备的其他应收账款占 77.55%，公司共计提坏账准备 0.11 亿元，计提比例极低；公司前五名其他应收款合计 32.35 亿元，占全部其他应收款的 58.93%，集中度高，主要欠款单位为张家界市国资委（8.85 亿元）、张家界澧水风貌带建设开发有限责任公司（5.46 亿元）、张家界度假酒店有限公司（6.88 亿元）、张家界市财政局（4.80 亿元）和张家界市土地储备中心（6.36 亿元）。

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 107.29 亿元，主要由开发产品成本 79.04 亿元（BT 回购项目开发投资中尚未移交部分）和土地使用权 28.17 亿元构成；公司共计提 57.01 万

元跌价准备，全部为修理备件。公司账面价值为 19.16 亿元的土地使用权已用于借款抵押。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 156.82 亿元，同比增长 30.14%，主要来自在建工程和固定资产大幅增长所致。构成上主要以固定资产、在建工程、无形资产和其他流动资产为主。

截至 2017 年底，公司固定资产价值 22.45 亿元，同比大幅增长 175.61%，主要系并表武陵源产发所致。公司固定资产主要由房屋建筑物（占 86.01%）和运输工具（占 8.69%）构成；公司固定资产累计折旧 5.50 亿元，未计提减值准备。

截至 2017 年底，公司在建工程账面净值 24.47 亿元，同比大幅增长，主要系并表武陵源产发导致在建工程增加。其中主要在建工程为大庸古城南门口特色街区项目（3.50 亿元）、罗公坪（2.78 亿元）和文丰片区城市棚户区改造（3.47 亿元）等。公司未计提减值准备。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 83.93 亿元，同比减少 20.45%，主要系张家界市人民政府整合旅游资源，将武陵源产发无偿划转给公司以及重新分配武陵源核心景区经营权和门票分成收益权归属所致。2017 年，公司无形资产中景区门票分成收益权减少 67.58 亿元，主要系张家界市人民政府出具张政函[2017]194 号文，将张政函[2016]122 号文中划转的武陵源核心景区大门票收入收费权收回所致；森林公园、景区门票经营权账面价值增加 44.51 亿元，主要系并表武陵源产发以及张家界人民政府重新分配的武陵源核心景区经营权和门票分成收益权所致，其中并表武陵源产发所获得的的森林公园和景区门票经营权账面价值分别为 19.83 亿元和 1.53 亿元。公司无形资产累计摊销 5.66 亿元，未计提减值准备。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 17.67 亿元，较 2016 年底的 0.01 亿元大幅增长。主要系公司并表武陵源产发所增加的景区拆迁配套工程（5.91 亿元）、天马路改扩建与绿化工程（3.76 亿元）和张清公路周边武陵源区城区片城市棚户区改造（5.41 亿元）等非流动资产所致。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 362.72 亿元，较 2017 年底增长 2.49%，其中流动资产占 56.04%，非流动资产占 43.96%。各项财务科目较 2017 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，由于公司合并范围变化，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，主要是景区经营和门票收益权。公司整体资产质量一般，资产流动性弱。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 161.89 亿元，同比增长 12.93%，主要系（1）根据张政函[2017]194 号文《张家界市人民政府关于收回张政函[2016]122 号文中划转的武陵源核心景区大门票收入收费权的通知》，将张政函[2016]122 号文中划转的武陵源核心景区大门票收入收费权收回，公司按照经营权账面价值冲减资本公积 65.78 亿元；（2）张家界人民政府将武陵源产发 69.64%股权无偿划拨给公司，公司以评估价值为基础调增资本公积 81.59 亿元所致。公司归属于母公司所有者权益 151.76 亿元，其中股本 1.00 亿元（占 0.66%）、资本公积 140.15 亿元（占 92.35%）、盈余公积 1.23 亿元（占 0.81%）和未分配利润 9.35 亿元（占 6.16%）。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 160.05 亿元，权益规模保持稳定。

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

截至 2017 年底，公司负债合计 192.02 亿元，同比增长 42.48%，其中流动负债占 34.93%，非流动负债占 65.07%，非流动负债比重同比上

升，公司负债结构以非流动负债为主。

截至2017年底，公司预收账款为11.59亿元，同比增长52.02%，主要系代收土地销售款列入预收账款所致。

截至2017年底，公司流动负债合计67.08亿元，同比增长14.15%，主要系其他应付款及一年内到期的非流动负债大幅增长所致。

截至2017年底，公司其他应付款为22.01亿元，同比增长18.62%，构成上以往来款为主，占全部其他应付款的91.23%。截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债为20.89亿元，同比增长114.62%，主要系公司并表武陵源产发增加的一年内到期的长期借款所致。

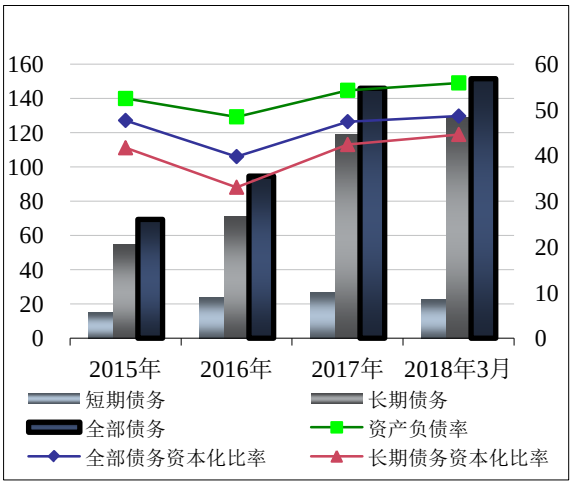
截至2017年底，公司非流动负债124.94亿元，主要由长期借款（占61.44%）和应付债券（占29.65%）构成。截至2017年底，公司长期借款76.77亿元，其中质押借款48.89亿元，抵押借款35.15亿元，保证借款8.88亿元，信用借款1.00亿元。截至2017年底，公司应付债券37.05亿元，包括15.00亿元私募债券、17.60亿元公司债券（“12张家界经投债”、“14张家界经投债”和“17张家界/17张家界专项债”）和4.45亿元中期票据（“15武陵源MTN001”）。

截至2018年3月底，公司负债合计202.68亿元，较2017年底增长5.55%，增长主要系新增银行借款、融资租赁等业务所致。负债结构上较2017年底变化不大，仍以非流动负债为主。

有息债务方面，公司全部债务快速增长。截至2017年底，公司全部债务145.87亿元，同比大幅增长54.21%。其中短期债务占18.32%，长期债务占81.68%。截至2017年底，公司资产负债率增长至54.26%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别增长至47.40%和42.40%。

截至2018年3月底，公司全部债务规模增加至156.02亿元，较上年底增长6.95%，主要由于新增长期银行借款，导致长期债务增长所致。受此影响，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升至55.88%、49.36%和45.46%。

图2　2015~2018年3月公司债务情况



资料来源：联合资信整理

整体看，公司负债以非流动负债为主；2017年由于并表武陵源产发导致所有者权益有所增长，但公司债务规模增长较快，各项债务指标均有所提升，公司债务负担进一步加重。

3. 盈利能力

2017年，公司营业收入18.20亿元，同比增长104.77%，主要系确认基础设施收入以及并表武陵源产发所致。同期，公司营业利润率下降至20.47%。

从期间费用来看，公司期间费用同比下降，2017年为2.95亿元，主要系财务费用减少所致，期间费用占营业收入的16.19%，同比大幅下降26.48个百分点，公司控制费用能力有所增强。2017年公司主业扭亏为盈。

2017年，公司实现资产处置收益0.23亿元，主要为土地使用权处置收益（0.24亿元）。2017年公司投资收益同比增长225.09%至0.56亿元，主要为股权投资转让收益（0.51亿元）。

2017年，公司利润总额为1.34亿元，同比增长51.61%。公司其他收益为0.37亿元，主要为各项政府补贴款。2017年，公司非经常性损益（投资收益+其他收益+营业外收益）为0.97亿元，占利润总额的72.45%，公司利润总额对非经常性损益依赖性强。

从盈利指标来看，2017 年，公司总资本收益率下降至 0.84%，净资产收益率增长至 0.75%。

2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 2.11 元，同比大幅增长 157.32%；财务费用大幅上升，实现利润总额-1.42 亿元。

跟踪期内，受确认基建收入的影响，公司营业收入有所增长，期间费用占营业收入比重大幅降低，公司控制费用能力增强；公司利润总额对非经常性损益依赖性强。公司整体盈利能力较弱。

4. 现金流分析

从经营活动来看，2017 年，公司经营活动现金流入量 56.13 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，其中收到其他与经营活动有关的现金 42.05 亿元，主要由内部往来款构成（40.96 亿元）。2017 年，公司经营活动现金流出量 66.79 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，其中支付其他与经营活动有关的现金为 49.42 亿元，主要由其他往来款构成（48.43 亿元）。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额-10.65 亿元。

从投资活动来看，2017 年，公司投资活动现金流入 8.99 亿元，其中收到其他与投资活动有关的现金 8.06 亿元为公司取得武陵源产发股权增加的现金；投资活动现金流出 14.86 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金（主要是处置子公司现金减少 6.08 亿元）；公司投资活动净现金流为-5.87 亿元。

从筹资活动来看，2017 年，公司筹资活动现金流入量为 57.62 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。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 17.87 亿元。

2018 年 1～3 月，公司经营活动现金流量净额表现为净流出，为-11.86 亿元；公司投资活动现金净流出 2.84 亿元；公司筹资活动点金净流入 7.22 亿元。

总体看，公司经营活动获取能力低，往来款对现金流影响大。公司在建项目的资本支出规模较大，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，截至2017年底，公司流动比率和速动比率均有所增长，分别为293.82%和133.87%。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，2017年，公司EBITDA为5.76亿元；公司EBITDA利息倍数增长至1.01倍，EBITDA对利息的保障能力有所增强；公司全部债务/EBITDA上升至25.34倍。公司长期偿债能力较弱。

截至2018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152.19亿元，已使用额度107.68亿元，尚未使用的额度44.51亿元，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2018年3月底，公司对外担保余额42.32亿元（详见附件2），同比增长29.34%，担保比率为26.44%担保比率高。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2018年4月28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。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。

十一、存续债券偿还能力分析

公司目前处于存续期内期债券共有五期，三期企业债，“12 张家界经投债”、“14 张家界经投债”和“17 张家界/17 张家界专项债”；两期定向融资工具“16 张家经投 PPN001”和“16 张家经投 PPN002”。共计余额 34.20 亿元，一年内到期的为 9.20 亿元。其中“12 张家界经投债”、“14 张家界经投债”和“17 张家界/17 张家界专项债”分别设有提前偿还条款，行权日分别为 2018 年 10 月 18 日、2019 年 4 月 17 和 2020 年 7 月 24 日。

截至 2017 年底，公司剔除受限部分的现金类资产为 31.65 亿元，为一年内到期的“12 张家界经投债”和“14 张家界经投债”合计金额的 3.44 倍，公司现金类资产对两期债券保障能力较强。

公司 2017 年 EBITDA 为 5.76 亿元，为存续期内债券总额的 0.17 倍，经营活动现金流入量为 56.13 亿元，对存续期内长期债券的覆盖倍数为 1.64 倍。考虑 2017 年纳入合并范围的武陵源产发发行的 4.5 亿元“15 武陵源 MTN001”，公司债务余额共计 38.60 亿元，EBITDA 为存续期内债券总额的 0.15 倍，经营活动现金流入量为存续期内债券总额的 1.45 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续期内期长期债券保障程度较高。

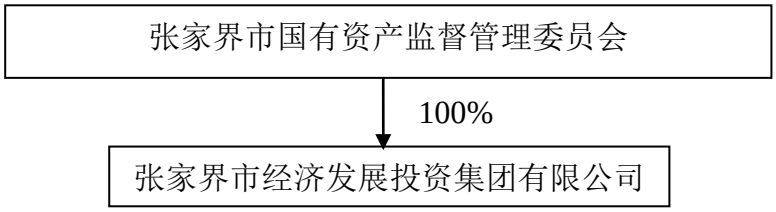
表 9 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	9.20
现金类资产/一年内到期债券余额	3.44
经营活动现金流入量/应付债券余额	1.45
经营活动现金流净额/应付债券余额	--
EBITDA/应付债券余额	0.15

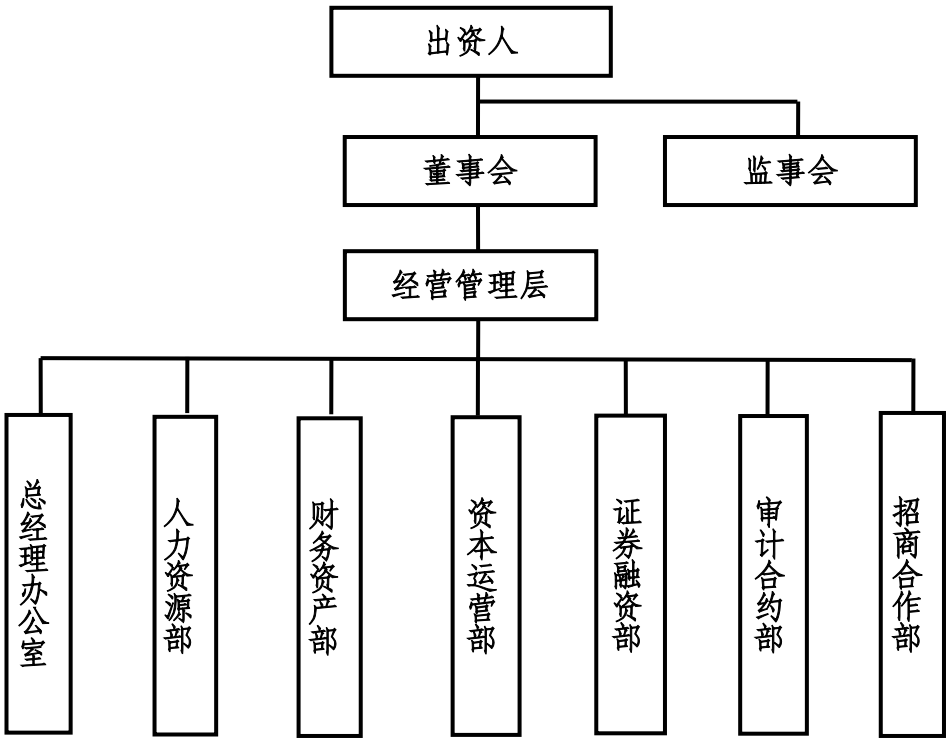
十二、结论

综合评估，联合资信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，“17 张家界/17 张家界专项债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

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　截至 2018 年 3 月底公司对外担保明细

单位：万元

被担保方	担保金额	期限	反担保措施
张家界市高铁新区开发建设有限公司	65000.00	2017.5.8-2026.12.31	否
	50000.00	2016.10.25-2024.10.25	否
张家界市棚户区改造投资有限公司	49800.00	2017.5.24-2022.5.24	否
	6500.00	2017.6.19-2022.6.18	否
张家界市园林有限公司	10000.00	2017.11.25-2018.11.24	否
张家界市市政工程有限责任公司	10000.00	2017.10.20-2018.10.19	否
张家界市房地产开发有限责任公司	38000.00	2016.11.14-2021.11.14	否
张家界市绕城公路建设开发有限公司	14000.00	2016.3-2021.3	否
张家界老道湾旅游休闲发展有限公司	4000.00	2015.10-2018.10	否
为张家界茅岩河旅游开发股份有限公司	25000.00	2016.10.10-2031.11.30	否
	7200.00	2017.1.1-2018.9.26	否
张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司	41472.00	2013.11.28-2018.11.27	否
张家界市交通建设投资集团有限公司	12000.00	2016.1-2021.1	否
张家界市市场开发建设有限责任公司	3500.00	2016.12.1-2021.11.25	否
	3000.00	2017.01.01-2020.01.01	否
桑植县工业园开发建设有限公司	15000.00	2017.12.01-2023.12.01	否
张家界经济开发区开发建设有限公司	40000.00	2017.5.31-2037.5.28	否
张家界度假酒店有限公司	28721.00	2017.1.25-2027.1.25	否
合计	**423193.00**	--	--

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.64	31.99	31.65	24.36
资产总额(亿元)	160.14	278.12	353.91	362.72
所有者权益(亿元)	76.12	143.35	161.89	160.05
短期债务(亿元)	14.92	23.83	26.73	22.61
长期债务(亿元)	54.41	70.76	119.14	133.41
全部债务(亿元)	69.34	94.59	145.87	156.02
营业收入(亿元)	14.46	8.89	18.20	2.11
利润总额(亿元)	1.47	0.88	1.34	-1.42
EBITDA(亿元)	4.89	4.72	5.76	--
经营性净现金流(亿元)	-7.97	7.60	-10.65	-11.86
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.14	1.13	33.30	--
存货周转次数(次)	0.11	0.05	0.13	--
总资产周转次数(次)	0.10	0.04	0.06	--
现金收入比(%)	65.82	410.39	77.33	99.16
营业利润率(%)	33.09	40.67	20.47	32.72
总资本收益率(%)	3.38	1.16	0.84	--
净资产收益率(%)	1.35	0.40	0.75	--
长期债务资本化比率(%)	41.68	33.05	42.40	45.46
全部债务资本化比率(%)	47.67	39.75	47.40	49.36
资产负债率(%)	52.46	48.46	54.26	55.88
流动比率(%)	448.88	268.24	293.82	322.02
速动比率(%)	133.22	98.89	133.87	142.46
经营现金流动负债比(%)	-29.50	12.93	-15.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.26	0.83	1.01	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.17	20.03	25.34	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限货币资金；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 4　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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

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

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

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 5-1　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 5-2　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 5-3　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。