

信用评级公告

联合〔2023〕1387号

联合资信评估股份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张家界市经济发展投资集团有限公司 2023 年度第二期中期票据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，张家界市经济发展投资集团有限公司 2023 年度第二期中期票据的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年三月十七日

张家界市经济发展投资集团有限公司

2023 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期中期票据信用等级：AA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：10.00 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次性偿还本金及最后一期利息

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2023 年 3 月 17 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
旅游企业信用评级方法	V4.0.202208
旅游企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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”）是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。依托张家界著名景区资源，自成立以来，公司获得政府多项优质旅游资产注入及财政补贴等支持，旅游资源持续集中。近年来新冠肺炎疫情影响下公司核心景区客流量大幅减少，对旅游服务收入形成严重冲击；2021 年，受益于疫情影响缓解及基础设施建设项目收入结转增加，公司收入规模回升，但经营性利润仍亏损，政府补贴及贴息收益为利润总额核心来源。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，旅游行业易受突发公共卫生事件影响、公司基础设施业务建设及回款周期长、往来款快速增长、债务负担加重以及对外担保规模较大等因素给公司经营发展带来的不利影响。

本期中期票据发行后公司债务负担变化不大。公司区域重要性高并持续获得政府优质资产注入及补贴，均为本期中期票据的偿还提供支撑。

未来，随着国内疫情防控常态化，市内旅游资源国有化后的进一步整合，以及基建项目收入陆续结转，公司经营业绩有望得到恢复。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，本期中期票据信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **张家界景区旅游资源禀赋优势明显。**张家界核心景区（武陵源风景名胜区）地质景观具有原始性、典型性和特殊性，享有“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”等称号，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。

2. **公司作为张家界市政府旅游开发运营的重要主体，在旅游业务运营方面占据独特优势并持续获得政**

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F4	现金流	资产质量	1
			盈利能力	3
			现金流量	5
		资本结构		2
		偿债能力		4
指示评级				a ⁻
个体调整因素：—				—
个体信用等级				a ⁻
外部支持调整因素：公司作为张家界市政府旅游开发运营重要主体及区域内最大的城市基础设施建设投融资平台，在旅游业务运营方面占据独特优势并持续获得政府优质资产注入及补贴，政府支持力度大。				+4
评级结果				AA

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1—F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：郭察理

张梦苏

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

府优质旅游资产注入。近年来，张家界市政府陆续将武陵源景区经营主体张家界市武陵源旅游产业发展有限公司85.99%股权，包括武陵源核心景区门票、杨家界索道门票、天门山景区门票在内的部分政府资源有偿使用费和张家界天门旅游经济投资有限责任公司45%股权等旅游资产注入公司，旅游资源持续集中。

3. 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，获得的政府支持力度大。公司承担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，可持续获得补贴支持。2019—2021年，公司获得的政府补助及财政贴息合计分别为3.13亿元、5.90亿元和8.72亿元。

关注

1. 旅游行业易受突发公共卫生事件影响。2020年新型冠状病毒肺炎疫情的爆发抑制了旅游出行需求，公司旅游业务客流量严重承压，2019—2021年公司旅游服务板块营业收入年均复合下降32.00%。

2. 受关联方往来拆借及城市基础设施建设持续投入影响，公司有息债务持续增长，债务负担加重。2019—2021年末，公司其他应收款（关联方往来款）增长较快，对资金占用大。同时，公司持续在城市基础设施建设领域进行投资，公司全部债务年均复合增长11.69%，截至2022年6月底，公司全部债务资本化比率为55.61%。截至2023年底，公司本部到期债券金额为37.40亿元，存在集中偿付压力。

3. 公司经营活动现金流持续净流出。2019—2021年，受对外拆借规模较大影响，公司经营活动现金净流量持续表现为净流出，分别为-18.04亿元、-17.69亿元和-9.93亿元（2022年1—6月为2.11亿元）。

4. 公司存在一定或有负债风险。截至2022年6月底，公司对外担保余额63.63亿元，担保比率为11.98%，对外担保规模较大。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
现金类资产(亿元)	13.38	18.44	12.06	16.65
资产总额(亿元)	416.17	486.98	516.26	531.35
所有者权益(亿元)	166.65	195.68	203.04	203.92
短期债务(亿元)	30.19	44.89	52.72	36.36
长期债务(亿元)	158.39	181.67	182.52	219.12
全部债务(亿元)	188.59	226.56	235.24	255.48
营业收入(亿元)	15.72	10.84	16.46	5.10
利润总额(亿元)	1.57	0.56	0.91	-2.76
EBITDA(亿元)	7.51	6.17	7.47	--
经营性净现金流(亿元)	-18.04	-17.69	-9.93	2.11
营业利润率(%)	37.46	14.57	16.65	5.15
净资产收益率(%)	0.82	0.36	0.59	--
资产负债率(%)	59.96	59.82	60.67	61.62
全部债务资本化比率(%)	53.09	53.66	53.67	55.61
流动比率(%)	266.10	284.89	263.48	342.79
经营现金流动负债比(%)	-22.11	-17.87	-8.32	--
现金短期债务比(倍)	0.44	0.41	0.23	0.46
EBITDA 利息倍数(倍)	1.10	1.11	1.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	25.11	36.75	31.49	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
资产总额(亿元)	321.62	382.32	413.42	414.77
所有者权益(亿元)	152.59	183.69	186.78	186.08
全部债务(亿元)	113.69	136.75	147.87	153.51
营业收入(亿元)	7.05	7.00	5.49	3.87
利润总额(亿元)	0.91	2.80	3.03	-0.70
资产负债率(%)	52.56	51.95	54.82	55.14
全部债务资本化比率(%)	42.70	42.67	44.19	45.20
流动比率(%)	277.73	284.44	268.02	354.78
经营现金流动负债比(%)	-29.22	-19.78	-17.45	--

注: 公司 2022 年上半年财务数据未经审计; 合并口径其他流动负债中有息部分已调整至短期债务, 长期应付款中有息部分已调至长期债务

资料来源: 公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2022-6-16	郭察理 刘丙江	旅游企业信用评级方法 (V3.0.201907) 旅游企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
AA	稳定	2020-6-29	刘哲 刘伟烜	旅游企业信用评级方法 (V3.0.201907) 旅游企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
AA	列入信用评级观察名单	2020-6-10	刘哲 刘伟烜	旅游企业信用评级方法 (V3.0.201907) 旅游企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
AA	稳定	2015-7-29	杨学慧 刘晓濛	联合资信工商企业主体评级方法 (2013 年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受张家界市经济发展投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

张家界市经济发展投资集团有限公司

2023 年度第二期中期票据信用评级报告

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。经历多次增资扩股,截至2020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”),张家界国资委是公司出资人和实际控制人。2020年12月16日,根据《张家界市市财政局张家界市人力资源和社会保障局张家界市人民政府国有资产监督管理委员会关于划转部分国有资本充实社保基金的通知》(张财企(2020)576号),张家界国资委拟将其持有的公司10%股权无偿划转至湖南省国有投资经营有限公司(以下简称“湖南国投”),本次股权划转事宜已于2021年2月2日完成工商变更手续。截至2022年6月底,公司注册资本和实收资本均为1.00亿元,张家界国资委持有公司90.00%的股权,是公司控股股东及实际控制人。

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2022年6月底,公司下属10家子公司,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.SZ)。截至2022年6月底,公司直接持有

张旅集团27.83%的股权(其中49.99%已质押),通过子公司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”)间接持有张旅集团7.47%的股权,(其中50.00%已质押)。

截至2022年6月底,公司本部内设总经理办公室、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等职能部门(详见附件1-2)。

截至2021年底,公司合并资产总额516.26亿元,所有者权益合计203.04亿元(含少数股东权益8.77亿元);2021年,公司实现营业总收入16.46亿元,利润总额0.91亿元。

截至2022年6月底,公司合并资产总额531.35亿元,所有者权益合计203.92亿元(含少数股东权益8.01亿元);2022年1—6月,公司实现营业总收入5.10亿元,利润总额-2.76亿元。

公司注册地址:张家界市大庸桥月亮湾花园;法定代表人:刘少龙。

二、本期中期票据概况

公司在中市注协注册总额度10.00亿元中期票据((2022)MTN243),本期拟发行2023年度第二期中期票据(以下简称“本期中期票据”),拟发行额度为10.00亿元,本期中期票据期限为3年;偿还方式为按年付息,到期一次性偿还本金及最后一期利息。募集资金将用于偿还公司有息债务。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022年,百年变局和世纪疫情交织叠加,地缘政治局势动荡不安,世界经济下行压力加大,国内经济受到疫情散发多发、极端高温天气等多

重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，不断优化疫情防控措施，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。

经初步核算，2022 年全年国内生产总值 121.02 万亿元，不变价同比增长 3.00%。分季度来看，一季度 GDP 稳定增长；二季度 GDP 同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至 3.90%；四季度疫情规模、传播范围大于二季度，12 月防控政策优化放开后疫情冲击短期内加剧，导致经济增长再次回落。

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。2022 年，第一产业增加值同比增长 4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%，较 2021 年两年平均增速¹（分别为 5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受疫情影响，工业、服务业活动放缓所致。

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022 年，中国货物贸易进出口总值 6.31 万亿美元。其中，出口金额 3.59 万亿美元，同比增长 7.00%；进口金额 2.72 万亿美元，同比增长 1.10%；贸易顺差达到 8776.03 亿美元，创历史新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩、疫情对生产和运输产生拖累作用、叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

表 1 2018 - 2022 年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额（万亿元）	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.20	8.40(5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	9.60(6.15)	3.60
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	4.90(3.90)	5.10
房地产投资增速（%）	9.50	9.90	7.00	4.40(5.69)	-10.00
基建投资增速（%）	3.80	3.80	0.90	0.40(0.65)	9.40
制造业投资增速（%）	9.50	3.10	-2.20	13.50(4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	12.50(3.98)	-0.20
出口增速（%）	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅（%）	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅（%）	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速（%）	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速（%）	6.20	3.80	-3.90	10.70(3.14)	0.60
一般公共预算支出增速（%）	8.70	8.10	2.80	0.30(1.54)	6.10
城镇调查失业率（%）	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.80	2.10	8.10(5.06)	2.90

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何

平均增长率，下同。

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022 年，全国居民消费价格指数（CPI）上涨 2.00%，涨幅比上年扩大 1.10 个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核心 CPI 走势平稳。2022 年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨 4.10%，涨幅比上年回落 4.00 个百分点。其中，输入性价格传导影响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022 年，全国新增社融规模 32.01 万亿元，同比多增 6689 亿元；2022 年末社融规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.60%，增速比上年同期下降 0.70 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增 1074 亿元和 9746 亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增 5275 亿元、少减 1.41 万亿元和少减 1505 亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为，民生等重点领域支出得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。2022 年，全国一般公共预算收入 20.37 万亿元，同比增长 0.60%，扣除留抵退税因素后增长 9.10%。2022 年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约 4.20 万亿元。支出方面，2022 年全国一般公共预算支出 26.06 万亿元，同比增长 6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022 年，全国一般公共预算收支缺口为 5.69 万亿元，较上年（3.90 万亿元）显著扩大，是除 2020 年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。

2022 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.58%，高于上年 0.46 个百分点，受疫情反复冲击影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022 年，全国居民人均可支配收入 3.69 万元，实际同比增长 2.90%，较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023 年宏观政策的总基调是稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心。2022 年 12 月，中央经济工作会议指出 2023 年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023 年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。2022 年，俄乌冲突推升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023 年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023 年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023 年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力、疫情防控措施优化效果显现，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

四、行业及区域经济环境

1. 旅游行业

(1) 行业概况

旅游业是第三产业中的支柱产业之一，属于敏感性行业，需求弹性较大，易受外部经济环境和突发公共事件影响。2020年，新冠肺炎疫情对旅游行业产生较大冲击，旅游行业多种业态“停摆”。2021年以来，新冠肺炎影响持续，国内疫情局地多发，疫情防控进入常态化，对国内游旺季影响较大，但复苏情况好于2020年。

2020年，新冠肺炎疫情对旅游业产生了前所未有的影响。根据文化和旅游部公布的数据，2020年入出境旅游市场几乎全面停滞，国内旅游人数28.79亿人次，较上年同期减少30.22亿人次，同比下降52.1%；分季度看，国内旅游呈现降幅收窄趋势，其中一季度国内旅游人数2.95亿人次，同比下降83.4%；二季度国内旅游人数6.37亿人次，同比下降51.0%；三季度国内旅游人数10.01亿人次，同比下降34.3%；四季度国内旅游人数9.46亿人次，同比下降32.9%。

2021年以来，新冠肺炎影响持续，国内疫情呈现零星散发态势，前三季度，国内旅游总人数为26.89亿人次，同比增长39.1%，全国国内旅游收入为2.37万亿元，同比增长63.5%。分季度看，一至三季度国内旅游人数分别为10.24亿人次、8.47亿人次和8.18亿人次，同比变动率分别为247.1%、33.0%和-18.3%，国内游业务逐步恢复，但新冠肺炎影响持续，国内疫情局地多发，对国内游旺季影响较大，疫情防控进入常态化，旅游

行业复苏情况好于2020年，但尚未实现全面复苏。

(2) 行业竞争

中国旅游业市场存在产业化层次较低、发展模式单一等问题，行业规范和发展存在挑战。

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，均存在差距。

整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间既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) 行业政策

国家相关部委推出各项政策，旨在推动旅游产业整合和市场规范，行业格局有望改善。

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。

表2 近年来旅游政策一览

时间	政策	主要内容
2018年6月	《国家发展改革委关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》	文件指出完善国有景区门票价格形成机制、降低重点国有景区门票价格，是加快发展全域旅游，推动景区及旅游业实现持续健康发展的重要举措。
2019年3月	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	文件提出多项激发居民消费、促进旅游市场发展的意见，旨在提升文化和旅游消费质量水平，增强居民消费意愿，以高质量文化和旅游供给增强人民群众的获得感、幸福感。
2019年7月	关于修订印发《文化旅游提升工程实施方案中央预算内投资管理办法》的通知	各地和有关部门要切实承担起文化旅游提升工程的项目实施主体责任，建立工作机制，落实建设方案，统筹资金渠道，组织编制年度投资计划并及时分解转发落实，有序推进工程实施，确保工程建设质量和效益。
2019年8月	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	提出多项激发居民消费、促进旅游市场发展的意见，包括：继续推动国有景区门票降价，各地结合实际情况，制定实施景区门票减免、景区淡季免费开放、演出门票打折等政策；举办文化和旅游消费季、消费月，举办数

		字文旅消费体验等活动；整合已有资源，提升入境旅游统一宣介平台水平等。
2020年1月	《文化和旅游部办公厅关于全力做好新型冠状病毒肺炎疫情防控工作暂停旅游企业经营活动的紧急通知》	旨在防控新冠肺炎的传播，要求全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品。
2020年4月	《文化和旅游部国家卫生健康委关于做好旅游景区疫情防控和有序开放工作的通知》	旨在规范解禁后旅游景区管理，确保旅游景区安全有序开放。

资料来源：联合资信整理

2. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要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，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。本世纪初，固定资产投资是拉动中国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、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，以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，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在

未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2019年以来，特别是受“新冠”疫情影响，中国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，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），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，中国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与对隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出

重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3 2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、

			社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。未来，中国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2021 年为“资管新规”过渡

的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

3. 区域经济环境

旅游业是张家界市重要支柱产业。2020 年，张家界市旅游产业受疫情影响严重，游客接待量及旅游收入同比大幅下滑；2021 年 7 月，张家界地区疫情再次爆发，所有景区景点关闭至 8 月 27 日。联合资信将持续关注区域经济环境恢复情况。

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。

2019—2021 年，张家界市全年地区生产总值分别为 545.76 亿元、556.68 亿元和 580.3 亿元，2021 年比上年增长 4.5%。其中，第一产业增加值 82.8 亿元，增长 9%；第二产业增加值 81.7 亿元，下降 5.5%；第三产业增加值 415.8 亿元，增长 5.5%。

根据《张家界市 2021 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2021 年，张家界市全市一般公共预算收入 58.1 亿元，比上年增长 13.5%。其中，地方财政收入 36.1 亿元；地方财政收入中，税收收入 24.9 亿元，增长 13.7%；非税收入 11.2 亿元，增长 9.3%。一般公共预算支出 183 亿元，下降 7.6%，其中民生支出 135.8 亿元，下降 11.3%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2022 年 6 月底，张家界国资委和湖南国投分别持有公司 90.00% 和 10.00% 的股权，张家界国资委是公司控股股东及实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

张家界景区旅游资源禀赋优势显著，公司作为张家界市政府旅游开发运营重要主体，在旅游业务运营方面占据独特优势，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。同时，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，承担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。

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”等称号，已成为国内外著名热点旅游目的地之一，旅游资源禀赋优势显著。

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是张家界市唯一一家上市公司（证券简称“张家界”），也是国内最早上市的旅游企业之一，拥有宝峰湖景区（5A 级）、十里画廊景区（5A 级）等旅游资源。此外，湖南首届旅游发展大会定于 9 月 18 日至 20 日在张家界举行，包括大会开幕式暨文化旅游推介会、文旅项目观摩、湖南省旅游产业发展推进会议三大主体活动，该项活动的展开有利于推广张家界的旅游资源。

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，2013 年与张家界市人民政府签订《张家界市经济发展投资集团有限公司基础设施建设委托代建整体框架协议书》，计划从 2016 年起采用委托代建模式承担张家界市城市基础设施项目的建设任务，负责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。2020 年底，因委托代建框架协议到期及基础设施建设需求放缓，公司与张家界市政府重新签订补充协议，对协议期外存量项目未来回款安排做出约定（详见经营部分分析）。

3. 人员素质

公司高级管理人员拥有较丰富的政府部门从业经验，员工构成能够满足日常经营管理需要。

刘少龙先生，1964 年出生，中共党员，本科学历。2021 年 6 月起任公司董事长、党委书记。历任大庸（张家界）市永定区委组织部常务副部长，永定区劳动人事局局长、党委书记，区委组织部副部长、区委常委、区委副书记；张家界市市委副秘书长；公司总经理、党委副书记；张家界市交通建设投资集团有限公司董事长。

王章利先生，1973 年 7 月出生，中共党员，本科学历。2019 年 5 月起任公司党委副书记、董事、总经理；曾任张家界市旅游局副主任科员，张家界市旅游质量监督管理所所长，张家界市旅游局办公室主任，张家界市旅游局副调研员、办公室主任。

截至 2021 年底，公司（合并口径）在册员工 2105 人。按学历构成来看，本科以下学历占 82.90%，本科及本科以上学历占 17.10%；按专业构成来看，管理人员和行政人员占 35.85%，生产人员占 64.15%。

4. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行征信中心出具的《企业

信用报告》(中征码: 4308000000079663), 截至2023年1月9日, 公司本部无不良信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录, 未发现公司存在逾期或违约记录, 历史履约情况良好。

截至2023年3月17日, 联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司按照《公司法》和公司章程建立并不断完善公司法人治理结构。公司治理结构完整, 管理体制合理, 内部制度健全。

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, 建立了由股东会、董事会、监事会和总经理组成的公司治理结构; 设有健全的股东会、董事会、监事会等制度。

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。董事会在行使张家界市国资委授予的职权时, 应当遵守市国资委相关监管制度的规定。超出授权权限的重大事项, 应由董事会按程序论证审议作出决定后, 报市国资委审查批准。

公司设监事会, 设主席1人, 由张家界市人民政府从监事会成员中指定; 职工代表监事1人, 由公司职工代表大会选举产生; 非由职工代表担任的监事, 由张家界市人民政府或张家界国资委委派。监事的任期每届为三年, 任期届满, 可连任。

公司设总经理1名, 总经理每届任期3年, 连聘可以连任。公司应同总经理签订聘任合同。总经理对董事会负责, 向董事会报告工作, 接受董事会监督管理和监事会监督。

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《财务管理制度》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《经投公司投资项目资金拨付与统计工作的管理制度》《经投公司财务管理制度》执行。

筹资管理方面, 根据《财务管理制度》规定二级公司必须在总公司的统一领导下, 集中开展筹资、融资活动, 基本原则是: 统筹融资、集中调度、独立核算, 树立总公司系统融资工作一盘棋的思想。各二级公司的融资决策权归口总公司统一管理。总公司根据各二级公司的资金计划, 确定融资方案并组织落实。通过总公司调节使用的资金实行有偿使用的原则, 谁使用谁还本、谁付息, 并承担相应的融资费用, 二级公司在贷款使用上独立核算, 自负盈亏。

预算管理方面, 根据《财务管理制度》规定, 公司采取全面预算管理作为财务管理的基本制度。在总公司的统一协调下加强规划预测工作, 建立健全预算管理体系, 强化宏观调控功能。财务经理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《经投公司财务管理制度》中“第四章——全面预算管理”的相关规定和要求, 对资金预算进行管理。

对控股子公司管控方面, 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制度》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、监事及主要管理人员的选任方式和职责权限根据依据公司战略规划, 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，公司关联交易应遵循平等、自愿、等价、有偿、公平、公开、公允的原则，不得损害股东的合法权益。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后方可实施，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。

对外担保方面，公司在财务制度中对有关对外担保进行了严格规范，公司有权拒绝来自任何方面的强制命令而为他人提供担保。公司对外担保实行统一管理，对外担保必须按程序经公司董事会批准。对外担保事项，无论金额大小均实施联签，即董事会成员加财务高管共同签署。公司根据《担保法》《物权法》结合公司自身情况，制定了《担保管理制度》等相关办法，对外担保完全按照公司《担保管理制度》的要求执行。

七、重大事项

2019 年底，张家界市政府以其所持景区门票的资源使用费及张家界天门旅游经济投资有限责任公司（以下简称“天门旅投”）股权置换公司同等价值土地使用权，该部分土地资产价值占当期所有者权益比重大。2020 年 6 月，张家界市政府终止收回该部分土地资产，同时公司仍享有本次划入的景区门票收费权及天门旅投股权，旅游资源进一步集中。

2019 年，根据张家界市人民政府下达的《张家界市人民政府关于划拨景区门票和交通工具

票价收入中政府资源有偿使用费的通知》（张政函〔2019〕159 号），将武陵源核心景区门票价格中政府资源有偿使用费 15.85 元/人、杨家界索道票价中政府资源有偿使用费 11.5 元/人和天门山景区大门票和交通工具服务票价中政府资源有偿使用费 6.8 元/人划拨给公司，经评估上述无形资产价值为 7.20 亿元。划转后，张家界市政府持有上述景区门票的资源使用费均为公司享有，自 2020 年起，公司本部拥有武陵源核心景区大门票中 82.35 元/张（总票价 225 元/张）的门票分成收益权。根据张家界市人民政府下达的《张家界市人民政府关于划转张家界天门旅游经济投资有限责任公司国有股权的通知》（张政函〔2019〕186 号），将永定区财政局持有的天门旅投 45%股权划拨给公司（计入“长期股权投资”），股权价值按照天门旅投 2019 年 12 月 31 日经审计的账面净资产和股权比例计算，确认股权价值为 21.41 亿元。

同时，根据 2019 年 12 月 31 日张家界市人民政府下达的《张家界市人民政府关于收回原注入土地的通知》（张政函〔2019〕187 号），将张政函〔2009〕115 号划拨给公司的三宗地（张国用〔2009〕第 0057 号、张国用〔2009〕第 0058 号、张国用〔2009〕第 0059 号）按照原划拨价值收回，上述三宗地收回减少公司资本公积 28.17 亿元。

2020 年 6 月 13 日，根据张家界市政府下达的《张家界市人民政府关于调整收回土地资产事项的通知》（张政函〔2020〕64 号），终止收回张政函〔2009〕115 号划拨给公司的三宗地（张国用〔2009〕第 0057 号、张国用〔2009〕第 0058 号、张国用〔2009〕第 0059 号）。同时，已划入的合计 34.15 元/人的景区门票和交通工具票价中政府资源有偿使用费部分及已完成产权登记的天门旅投 45%的股权仍由公司享有。中审华会计师事务所（特殊普通合伙）湖南分所就三块土地终止收回事宜已出具专项审核报告（CAC 湘专字〔2020〕0195），土地资产已于 2020 年 6 月 15 日入账反映。截至 2020 年底，

公司资本公积提升至 172.78 亿元。

天门旅投主要从事围绕天门山及天门山区域旅游资源综合开发业务，2021 年，公司对天门旅投确认权益法下投资收益 0.35 亿元。

八、经营分析

1. 经营概况

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和基础设施建设业务。近年来，在新冠肺炎疫情导致公司核心景区客流量大幅减少、景区门票价格下调综合影响下，公司旅游服务收入和毛利率水平受到严重冲击。2019—2021 年，公司主营业务收入及毛利率水平有所波动。

2019—2021 年，公司分别实现主营业务收入 15.70 亿元、10.84 亿元和 16.20 亿元。2021 年公司主营业务收入同比增长 49.52%，主要来自基础设施建设业务增长。

从收入构成看，2019—2021 年，公司旅游服务板块收入分别为 7.57 亿元、3.08 亿元和 3.50 亿元，2021 年公司旅游服务板块收入同比增长 13.64%，主要系上半年疫情影响减弱所致；公司基础设施建设业务收入持续增长，主要受已完工项目验收回款结算进度影响，分别为 5.05 亿元、5.99 亿元和 11.84 亿元，2021 年收入大幅增长系武陵源产发基础设施建设项目政府回购确认收入 5.53 亿元。2019—2021 年其他业务板块收入分别为 2.02 亿元、1.29 亿元和 0.26 亿元，主要为殡仪和租赁服务等业务收入。

毛利率方面，2019—2021 年，公司主营业务综合毛利率分别为 39.43%、16.44% 和 17.55%。其中，旅游服务业务毛利率分别为 68.61%、28.90% 和 33.57%，2021 年毛利率同比增长主要系客源结构中散客占比提高所致；2019—2021 年，公司酒店服务毛利率持续为负，2021 年进一步下降至 -61.16%。基础设施建设方面，由于根据公司与张家界市人民政府签订《张家界市经济发展投资集团有限公司基础设施建设委托代建整体框架协议书》政府回购价格为项目成本价格的 115%，2019-2020 年该业务板块毛利率保持稳定，2021 年毛利率同比增长 3.14 个百分点至 16.18%，主要系本期结算的武陵源产发基础设施建设业务毛利率为 20%。2019—2021 年，公司旅行社服务业毛利率逐年增长，分别为 14.41%、17.95% 和 19.50%，主要系疫情期间旅行社服务对象散客占比较大，利润上升所致。2019—2021 年，公司其他业务板块毛利率分别为 14.45%、12.81% 和 -77.65%，2021 年毛利率大幅下降主要系受疫情影响部分商品房销售退货所致。

2022 年 1—6 月，公司实现主营业务收入 5.08 亿元，同比增长 61.86%，主要系基础设施建设收入增加 3.87 亿元，为土地一级整治收益；同期，受旅游服务业受全国范围疫情多点爆发、收入大幅减少影响，毛利率同比下降 20.31 个百分点至 7.76%。2022 年上半年，公司实现利润总额 -2.76 亿元，亏损规模同比有所扩大，主要系全国疫情多点爆发、客流量下滑，固定成本支出维系所致。

表4 近年来公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1—6 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	7.57	48.22	68.61	3.08	28.45	28.90	3.50	21.61	33.57	0.44	8.66	-144.04
旅行社服务业	0.78	4.97	14.41	0.28	2.60	17.95	0.40	2.47	19.50	0.03	0.59	32.18
酒店	0.28	1.78	-30.58	0.20	1.80	-54.82	0.20	1.23	-61.16	0.06	1.18	-87.94

服务												
基础设施 建设	5.05	32.17	13.04	5.99	55.28	13.04	11.84	73.09	16.18	3.87	76.18	26.87
其他	2.02	12.87	14.45	1.29	11.88	12.81	0.26	1.60	-77.65	0.68	13.39	5.88
合计	15.70	100.00	39.43	10.84	100.00	16.44	16.20	100.00	17.55	5.08	100.00	7.76

注：其他业务包括殡仪服务、租赁服务和商品房销售业务等

资料来源：公司提供

2. 旅游服务业

公司作为张家界市政府旅游开发运营重要主体，在旅游业务运营方面占据独特优势。2020年以来，旅游业受到新冠疫情的严重冲击，景区客流量大幅下降叠加票价优惠政策范围扩大，该板块收入大幅下降，毛利率明显下滑；2021年疫情影响减弱，该板块收入及毛利率均同比有所增长，但尚未恢复到2019年水平。2022年上半年受到疫情管控的影响，该板块收入同比下滑较大。未来旅游收入的恢复有赖于疫情影响的缓释。

公司旅游服务业收入主要由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收入构成。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。另一方面，张旅集团和武陵源产发负责景区的运营与维护，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。

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相关客运、餐饮、酒店等开发业务。

截至2021年底，张旅集团资产总额28.41亿元，所有者权益13.67亿元；2021年，张旅集团实现营业收入1.99亿元，同比增长17.75%，利润总额-1.64亿元，同比大幅下滑，主要系大庸古城转固导致折旧摊销增加所致。2022年上半年，张旅集团实现营业总收入0.27亿元，同比下降

77.27%，实现利润总额-1.35亿元，同比下降305.85%。截至2022年6月底，公司及下属子公司共持有张旅集团35.30%股权，其中已质押股份比例为50.00%。

武陵源产发主要从事景区经营并承担部分基础设施建设项目，收入主要来源为武陵源核心景区门票收入。2021年，武陵源产发实现营业收入8.51亿元，同比增长144.54%，主要系当期基础设施建设板块政府回购规模大幅增长；实现利润总额0.14亿元，同比增长180.00%，主要系基建业务规模增长拉动经营性利润增长，加之获得政府补贴2.57亿元综合所致。截至2021年底，武陵源产发资产总额123.77亿元，所有者权益为70.51亿元。

(1) 本部景区门票分成

近年来，张家界市对旅游资源进行整合，公司多次获得政府对部分张家界旅游资产收益权的划拨。截至2021年底，公司本部可获得的武陵源核心景区门票分成收益包括武陵源核心景区大门票中82.35元/张（总票价225元/张）；除核心景区外，公司门票分成收益包括宝峰湖普通门票价格中市政府资源使用费3元/张部分和游船票价中市政府资源使用费5.7元/张部分（普通门票价格为30元，游船票价为60元，优惠票价资源使用费减半征收）；黄龙洞景区门票价格中市政府资源使用费7元/张部分（普通门票价格96元/张，优惠票价资源使用费减半征收）。

武陵源核心景区的门票收入严格实施“收支两条线”的管理模式。由张家界森林公园管理处下辖的门票站负责日常门票的收取工作，并在当日结算后即开始分流，门票价格中由市政府征收的基础设施建设费、资源有偿使用费等直接流向市财政局，其他部分先流入武陵源产发账户，再

由武陵源产发分成给其他相关单位；到每年集中结算时，张家界市财政局将公司本部依其享有的部分门票分成收益权应得的门票收益在经专项审计后划转给公司本部。

2019—2021 年，公司本部收到财政划转武陵源核心景区门票收入分别为 2.00 亿元、0.89 亿元和 1.20 亿元。

（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）、杨家界索道等旅游资源，武陵源产发是武陵源景区资产的经营主体。此外，张旅集团全资控股张家界市中国旅行社有

限公司（以下简称“张家界中旅”）与张家界自由旅神国际旅行社有限公司（以下简称“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 5 近年来公司景区接待量（单位：万人次）

游客接待量	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—6 月
核心景区	313.38	108.65	172.35	20.71
宝峰湖景区	48.89	14.46	12.56	6.79
十里画廊	137.45	57.23	63.06	5.57
杨家界索道	118.55	56.58	61.85	4.47

注：核心景区统计口径未包含免票人次

资料来源：公司提供

表 6 近年来张旅集团主要景区收入及毛利率（单位：万元）

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1—6 月	
	收入	毛利率 (%)	收入	毛利率 (%)	收入	毛利率 (%)	收入	毛利率 (%)
十里画廊观光电车	5430.21	62.12	1854.74	10.96	2362.77	49.45	192.25	-212.84
宝峰湖景区	4421.24	35.70	1304.61	-49.09	1116.69	-60.41	500.85	-39.87
杨家界索道	6464.55	47.86	3516.80	26.06	4041.29	31.73	273.15	-209.95
合计	16316.00	49.37	6676.15	7.18	7520.75	23.62	966.25	-122.36

资料来源：公司提供

2019—2021 年，武陵源核心景区接待量波动下降，年均复合下降 25.84%。2021 年，武陵源核心景区接待人数 172.35 万人次，同比增长 58.63%，主要系疫情影响减弱所致；2019—2021 年，张旅集团下属景区接待人数波动下降，年均复合下降 34.11%。2021 年张旅集团下属景区接待人数 132.38 万人次，同比增长 3.20%，实现收入 7520.75 万元，同比增长 12.65%。其中，十里画廊观光电车购票人数 63.06 万人次，同比增长 10.19%，实现收入 2362.77 万元，同比增长 27.39%；宝峰湖接待人数 12.56 万人次，同比下降 13.14%，实现收入 1116.69 万元，同比下降 14.40%，主要系宝峰湖景区主接待量及收入来自境外旅游团，全球疫情影响下尚未恢复到之前水平所致；杨家界索道完成购票 61.85 万人次，同比增长 9.31%，实现营业收入 4041.29 万元，同比增长 14.91%。

2022 年上半年，受全国疫情多点爆发的影

响，公司景区游客接待量均同比大幅下降，其中核心景区游客接待量同比下降 97.31 万人次。

门票价格方面，根据《湖南省发展和改革委员会关于降低武陵源核心景区门票价格的批复》（湘发改价费〔2018〕544 号）文件精神，自 2018 年 9 月 22 日起，武陵源核心景区门票（包含环保车车票）实行淡旺季价格收费，每年 3 月至 11 月为旺季，12 月至次年 2 月为淡季，旺季普通门票为每人次 225 元，淡季普通门票为每人次 115 元，门票连续四日有效，两种票价均有优惠门票。2020 年 10 月 23 日，根据《张家界市发展和改革委员会关于武陵源核心景区环保车交通运输服务价格有关事项的通知》和《张家界市发展和改革委员会关于转发〈省发改委关于武陵源核心景区门票价格有关事项的通知〉的通知》，自 2020 年 11 月 1 日起，武陵源核心景区现行普通门票价格 225 元/人次拆分为景区门票价格 165 元/人次和环保车服务价格 60 元/人次，环保客运车票

单独售卖，游客可自主选择购买环保车票。武陵源核心景区年票（未拆分环保车车票）价格为每人 298 元，游客购票后一年内可不限次数进入景区。景区对旅行社团购、网络提前购票的游客实行价格优惠：旺季普通门票为每人 182 元，淡季普通门票为每人 91 元，环保车票价对旅行社团购、网络提前购票的游客按照 48 元/人次实行价格优惠。此外，2020 年疫情影响下，公司响应国有景区门票减价的号召，针对抗疫群体出台的免票政策预计将长期存在。

环保客运方面，截至 2021 年底，公司拥有可载客车辆 338 辆，一般运营期限 10 年，载客车辆平均剩余运营年限 5 年。截至 2021 年底，公司客运业务年载客运力 1310 万人次/年，最高载客人次 5 万人次/日。2021 年总接待人数及载客人数均同比增长。

表 7 2019 - 2021 年公司旅游客运业务经营情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
可载客车辆数量（辆）	335	339	338
年载客运力（万人次/年）	2250	994	1310
最高载客人次（万人次/日）	4.8	3.5	5.0
接待人数（万人次）	313.38	121.55	178.67
载客人数（万人次）	429.60	201.56	232.47

资料来源：公司提供

（3）旅行社服务业

公司旅行社业务主要由张旅集团下属的张家界中旅运营，立足张家界市各旅游景区景点，以武陵源核心景区、黄龙洞、宝峰湖、黄石寨、十里画廊等人文、自然生态旅游资源为纽带，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，已推出的国内精选旅游线路主要包括武陵源核心景区、十里画廊两日游；武陵源核心景区、十里画廊、黄龙洞、宝峰湖三日游；武陵源核心景区、十里画廊、凤凰古城三日游等。

2019—2021 年，公司旅行社业务营业收入分别为 7796.64 万元、2805.00 万元和 4013.69 万

元，毛利率分别为 14.41%、17.95%和 19.50%。2021 年公司旅行社业务收入同比有所增长，主要由于疫情影响减弱。未来，公司将持续推进旅行社业务转型发展，逐步凸显公司旅游服务业游客导流属性。

3. 基础设施建设业务

公司是张家界最大的城市基础设施建设的实施主体，承担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。受项目完工及收入结转时间影响，基建业务收入有所波动，项目整体回款周期较长，资金占用规模大。

2013 年，公司与张家界市人民政府签订《张家界市经济发展投资集团有限公司基础设施建设委托代建整体框架协议》，计划从 2016 年起采用委托代建模式承担张家界市城市基础设施项目的建设任务。项目完工后，市政府委托专业机构对城市基础设施建设项目实际发生的成本进行确认，根据经确认的成本加成 15%确认为公司当年的工程代建收入，由市财政局负责支付相应代建款项。其中，结算成本由公司的前期费用、建筑安装工程费用、设备及工器具购置费用、工程建设管理成本、融资成本、税费和其他费用等投入构成。对于已完工项目，公司在项目竣工后由市政及审计部门进行项目竣工审计，按照决算审计报告结转成本并确认收入，市政府在结算报告出具后的 7 年内按约定比例支付项目结算资金，约定支付比例通常为第一年 10%，第二年 10%，第三年 15%，第四年 15%，第五年 20%，第六年 15%，第七年 15%。2020 年底，因委托代建框架协议到期及基础设施建设需求放缓，公司与张家界市政府签署《张家界市投资建设与转让收购模式投资建设项目总承包协议补充协议》

（以下简称“《补充协议》”），《补充协议》中明确在代建期内已建设完成尚未回购及在建未完工项目，项目业主将继续按原协议履行回购义务，按照每年公司报送并经甲方核准的结算报告结算，分期拨付代建项目回购资金。《补充协议》的签订对公司协议期外存量项目未来回款形成有

效保障。

公司负责代建项目主要包括：张家界市沿江旧城改造工程、沙堤大道、贺龙体育中心、五路六园项目及澧水风貌带建设项目等。2019年，公司基建业务确认收入5.05亿元；确认收入项目为西溪坪片区道路建设项目（2.96亿元）、澧兰桥项目（0.56亿元）和彭家巷片堤防工程项目（1.54亿元）。2020年，公司基建业务确认收入5.99亿元，同比上升，确认收入项目主要为大庸桥片堤防工程（1.14亿元）、机场路拓宽（1.47亿元）和张桑公路改造（0.51亿元）。2021年，公司本部基建业务确认收入6.50亿元，确认收入项目主要为张家界市子午路延伸段建设项目（2.03亿元）、教场路/解放路改造（2.36亿元）和都市金苑（1.91亿元）。同期，子公司武陵源产发基建业务确认收

入5.53亿元，确认收入项目主要为高云沙坪和文丰住宅小区（2.64亿元）、高云片区城市棚户区改造项目（0.48亿元）和武陵源区第一中学基础设施配套工程（0.39亿元）。由于该板块在年末进行结算，2022年1—6月，基础设施建设收入为3.87亿元，为土地一级整治收益，确认收入项目主要为澧水风貌带地块2.83亿元。截至2022年6月底，公司存货中的开发产品成本118.93亿元，主要为委托代建工程项目。

截至2022年6月底，公司主要代建项目总投资额126.64亿元，已累计完成投资74.01亿元，未来尚需投资52.63亿元，其中2022年7—12月计划投资1.42亿元；历史累计回款51.34亿元。

表8 截至2022年6月底公司主要代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类型	承建主体 (本部/子 公司名称)	计划总 投资额	截至 2022年6 月底完成 投资额	2022年 7—12月 投资计划	2023 年投资 计划	资金来源	项目状态
贺龙体育中心	广场	本部	14.10	12.07	0.30	0.40	贷款+自有	在建
八达路/天门山景区连线	道路	本部	4.79	4.74	0.00	0.00	贷款+自有	完工
火车站广场建设	广场	本部	4.65	4.60	0.00	0.00	贷款+自有	完工
澧水风貌带	风貌带	本部	5.54	4.90	0.02	0.02	贷款+自有	在建
白马泉高架桥	道路	本部	4.25	4.17	0.00	0.00	贷款+自有	完工
城市基础设施	基础设施	本部	3.80	3.52	0.00	0.20	贷款+自有	在建
向家坪安置区项目	安置区建设	武陵源产 业公司	3.41	3.39	0.00	0.00	贷款+自有	在建
武陵山大道建设项目	道路	本部	35.50	4.07	0.10	0.21	贷款+自有	在建
罗公坪项目	土地	武陵源产 业公司	2.90	2.88	0.00	0.00	贷款+自有	在建
张罗路两侧土地收储（土地改道路）	土地整理	本部	4.02	2.90	0.05	0.04	贷款+自有	在建
火车站广场周边	广场	本部	1.98	1.85	0.00	0.00	贷款+自有	完工
政府零星项目	其他	本部	2.43	2.43	0.00	0.00	贷款+自有	在建
“五路”提质改造	道路	本部	9.35	3.79	0.5	2.00	自有资金	在建
文苑古镇项目	古镇	武陵源产 业公司	2.92	1.80	0.07	0.10	贷款+自有	在建
百溪沟城市棚户区改造项目	棚户区改造	武陵源产 业公司	3.42	2.70	0.02	0.05	贷款+自有	在建
沙坪四期	房屋	武陵源产 业公司	1.72	1.54	0.01	0.07	贷款+自有	在建
鹭鸶湾桥重建	道路	本部	1.52	1.52	0.00	0.00	贷款+自有	完工
市中心城区“三化三改”	基础设施	本部	2.59	1.66	0.02	0.04	贷款+自有	完工
澧水大桥重建	桥梁	本部	1.99	1.96	0.00	0.00	贷款+自有	完工
仙人溪两侧环境整治	土地整理	本部	3.20	1.37	0.20	0.30	贷款+自有	在建
城市“四路”改造	道路	本部	2.59	1.50	0.03	0.03	贷款+自有	完工

沙堤大道	道路	本部	7.47	2.23	0.09	0.12	贷款+自有	完工
澧兰中路	道路	本部	1.20	1.17	0.00	0.00	贷款+自有	完工
大唐西市项目	土地整理	本部	1.30	1.25	0.01	0.01	贷款+自有	在建
合计	--	--	126.64	74.01	1.42	3.59	--	--

资料来源：公司提供

4. 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。

整合旅游资源，缔造旅游精品。公司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。

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游览时间，提升客户体验，发挥价值链的效益。

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。

5. 经营效率

公司整体经营效率较低。

2019—2021年，公司销售债权周转次数逐年下降，存货周转次数波动增长，总资产周转次数波动下降，三年加权平均值分别为2.65次、0.08次和0.03次。2021年上述三项指标分别为1.53次、0.09次和0.03次。同行业对比来看，公司2021年的三项指标均低于样本企业平均值。

表9 2021年同行业公司经营效率情况对比（单位：次）

公司全称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
河北旅游投资集团股份有限公司	16.19	0.91	0.30
淳安县新安江生态开发集团有限公司	3.93	0.07	0.04
酉阳县桃花源旅游投资(集团)有限公司	5.06	0.25	0.04
上述样本企业平均值	8.39	0.41	0.13
公司	1.53	0.09	0.03

资料来源：联合资信整理

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019—2021年合并财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留审计意见的审计结论。2022年1—6月财务报表未经审计。

合并范围方面，2019年底公司财务报表合并范围较2018年底新增6家子公司，减少1

家；2020年底公司财务报表合并范围较2019年底新增1家子公司，减少1家子公司；2021年底公司财务报表合并范围较2020年底无变化；截至2022年6月底，公司合并范围较2021年底无变化。公司财务数据可比性强。

截至2021年底，公司合并资产总额516.26亿元，所有者权益合计203.04亿元（含少数股东权益8.77亿元）；2021年，公司实现营业总收入16.46亿元，利润总额0.91亿元。

截至2022年6月底，公司合并资产总额

531.35亿元，所有者权益合计203.92亿元（含少数股东权益8.01亿元）；2022年1—6月，公司实现营业收入总收入5.10亿元，利润总额-2.76亿元。

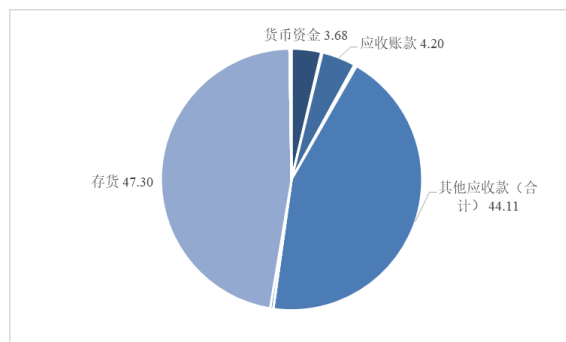
2. 资产质量

公司资产稳定增长，以委托代建开发成本为主的存货及往来款为主的其他应收款在流动资产中占比高，且持续增长，对资金占用影响大。总体看，公司资产质量一般，资产流动性偏弱。

（1）流动资产

2019—2021年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长11.38%。截至2021年底，公司资产总额516.26亿元，较上年底增长6.01%。资产构成方面，流动资产占60.90%，非流动资产占39.10%，资产结构以流动资产为主。

图1 截至2021年底公司流动资产构成情况



资料来源：联合资信整理

2019—2021年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长20.35%。截至2021年底，流动资产314.39亿元，较上年底增长11.47%。公司流动资产主要由其他应收款（合计）（占44.11%）、存货（占47.30%）和应收账款（占4.20%）构成。

2019—2021年末，公司货币资金波动下降，年均复合下降7.06%。截至2021年底，公司货币资金11.56亿元，较上年底下降36.48%，其中银行存款8.54亿元；使用受限的货币资金3.01亿元，占货币资金的26.04%，主要为子公司张家界市城市建设投资有限公司用于质押的

定期存单3亿元，受限比例较高。

2019—2021年末，公司应收账款快速增长，截至2021年底，公司应收账款较上年底大幅增长64.68%至13.21亿元，主要为应收委托代建市政项目回购款，其中，对张家界市财政局应收账款共为12.64亿元，占应收账款期末余额的95.26%，未计提减值。

2019—2021年末，公司其他应收款快速增长，年均复合增长26.38%。截至2021年底，公司其他应收款账面价值为138.68亿元，较上年底增长29.57%，主要系往来款规模增长所致。采用个别认定作为风险特征组合的应收款项占公司其他应收款账面余额的99.68%，公司共计提坏账准备1.99亿元，计提比例极低。公司往来款对方多为政府机构及各级平台公司；公司前五名其他应收款合计73.97亿元，占全部其他应收款的53.10%，集中度高，主要欠款单位为张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司（14.51亿元）、张家界市棚户区改造投资有限公司（18.89亿元）、张家界市高铁新区开发建设有限公司（16.50亿元）、张家界国资委（12.98亿元）和张家界市财政局（11.08亿元），前三笔款项拆借对象为张家界市国资委企业，其拆借款为政府项目投入，预计1~5年逐步回款；张家界市财政局拆借款主要为委托公司进行项目建设（未纳入公司基础设施建设业务范围）投入发生的建设往来款；与张家界国资委的拆借款用于投资张家界产业项目，为非经营性资金拆借款。公司其他应收款中往来款预计于一年内收回的部分合计6.20亿元。

2019—2021年末，公司存货持续增长，截至2021年底，公司存货账面价值为148.72亿元，较上年底增长1.58%，主要系开发成本增加所致。公司存货主要由开发成本120.38亿元（委托代建项目未完工结算部分）构成；公司共计提67.75万元跌价准备，全部为修理备件。

（2）非流动资产

2019—2021年末，公司非流动资产波动增长，年均复合增长0.69%，截至2021年底，公

司非流动资产 202.16 亿元，较上年底下降 1.50%，构成上以长期股权投资（占 12.08%）、固定资产（占 21.51%）、在建工程（占 18.05%）和无形资产（占 39.22%）为主。

2019—2021 年末，公司可供出售金融资产（2021 年底记入其他权益工具投资）有所增长，截至 2021 年底，公司其他权益工具投资 8.22 亿元，较 2020 年底无变化，均为按成本计量的可供出售的权益工具，主要为深圳市前海建合投资管理有限公司 3.55 亿元及张家界双键空调有限公司 2.30 亿元。

2019—2021 年末，公司长期股权投资保持增长，年均复合增长 3.16%，截至 2021 年底，公司长期股权投资合计 24.62 亿元，较上年底增长 0.64%，主要为持有天门旅投股权 22.68 亿元。截至 2021 年底，公司长期股权投资权益法下确认的投资收益合计 0.35 亿元。

2019—2021 年末，公司固定资产年均复合增长 1.47%，截至 2021 年底，公司固定资产价值 43.42 亿元，较上年底增长 5.20%，当年由在建工程转入固定资产合计 6.51 亿元。公司固定资产主要由房屋建筑物（占 89.76%）构成；公司固定资产累计折旧 9.88 亿元，未计提减值损失。

2019—2021 年末，公司在建工程有所波动，年均复合下降 0.63%，公司在建工程主要为子公司武陵源产发承担的棚户区改造等政府工程项目和张旅集团的投资项目。截至 2021 年底，公司在建工程账面净值 36.45 亿元，较上年底下降 16.56%，2021 年减少投资 7.23 亿元，主要为大庸古城南门口特色街区项目减少 10.25 亿元，部分转为固定资产和投资性房地产。公司 2021 年底在建工程主要为杨家坪片区城市棚户区改造（5.57 亿元）、天子山项目（3.54 亿元）、袁家界项目（3.56 亿元）、S248 插分线公路建设项目（3.17 亿元）等。公司尚未计提减值准备。

2019—2021 年末，公司无形资产持续下降，截至 2021 年底，公司无形资产账面价值 79.17

亿元，较上年底减少 6.19%，主要为门票分成收益权 30.42 亿元和张家界武陵源核心景区门票经营收益权 40.06 亿元；公司无形资产累计摊销 13.29 亿元，其中 2021 年新增张家界武陵源核心景区门票经营收费权计提摊销 1.11 亿元。公司无形资产未计提减值准备。

截至 2022 年 6 月底，公司资产总额 531.35 亿元，较 2021 年底增长 6.01%。流动资产 331.46 亿元，较 2021 年底增加 17.08 亿元，主要为货币资金增加 4.59 亿元和其他应收款增加 7.67 亿元；非流动资产 202.16 亿元，其中其他权益工具投资较上年底减少 6.22 亿元，主要为减少对深圳市前海建合投资管理有限公司 3.55 亿元（基金退出转为贷款）及张家界双键空调有限公司 2.30 亿元（已转为债权）的投资，固定资产较上年底增加 4.62 亿元，主要为划拨增加 2.36 亿元，购入资产 2.06 亿元，在建工程转入 1.21 亿元；其他科目较 2021 年底变动不大。

截至 2022 年 6 月底，公司资产受限部分合计 57.57 亿元，占公司资产总额的 10.83%，主要包括土地使用权、景区经营及门票分成权和上市公司股权质押。其中，以门票收费权为主的无形资产受限 34.89 亿元。

3. 资本结构

公司所有者权益以资本公积为主，权益稳定性强；随着基建业务投入及拆借款增加，有息债务持续较快增长，期限以长期为主，整体债务负担重，存在集中偿付压力。

（1）所有者权益

2019—2021 年末，公司所有者权益年均复合增长 10.38%，截至 2021 年底，公司所有者权益合计 203.04 亿元，较上年底增长 3.76%，主要系武陵源区人民政府将武陵源区财政局累计拨付共 5.95 亿元专项资金对武陵源产发增加投资致资本公积增加；公司归属于母公司所有者权益 194.27 亿元，其中股本 1.00 亿元（占 0.49%）、资本公积 178.95 亿元（占 88.14%）、盈余公积 1.23 亿元（占 0.60%）、未分配利润

13.07 亿元（占 6.44%）。

截至 2022 年 6 月底，公司所有者权益合计 203.92 亿元，较 2021 年底变化不大，其中资本公积较上年底增加 3.46 亿元，主要为武陵源产发获得的政府划拨的部分基础设施资产。公司权益结构变动不大。

（2）负债

2019—2021 年末，公司负债规模不断增长，年均复合增长 12.04%，截至 2021 年底，公司负债合计 313.22 亿元，较上年底增长 7.53%。其中流动负债占 38.09%，非流动负债占 61.91%，负债结构较 2020 年底变动不大。

2019—2021 年末，公司流动负债不断增长，年均增长 20.94%。截至 2021 年底，公司流动负债合计 119.32 亿元，较上年底增长 20.52%。其中，其他应付款和其他流动负债变动较大。

2019—2021 年末，公司短期借款波动增长，年均复合增长 29.96%，截至 2021 年底，公司短期借款合计 8.56 亿元，较上年底下降 7.35%；构成上主要为质押借款（4.00 亿元）和抵押借款（2.95 亿元）。

2019—2021 年末，公司预收款项波动增长，年均复合增长 2.13%。截至 2021 年底，公司预收账款为 32.12 亿元，较 2020 年底增长 6.04%，主要为本部预收土地整理收益 32.09 亿元。

2019—2021 年末，公司其他应付款快速增长，截至 2021 年底，公司其他应付款为 29.82 亿元，较上年底增长 51.46%，主要系公司其他往来款增加所致，其中主要包括应付张家界市土地房产开发有限责任公司 5.73 亿元、张家界市交通建设投资集团有限公司 3.24 亿元及张家界市桑植县红色旅游开发有限责任公司 2.45 亿元等。构成上以往来款为主，占其他应付款的 92.05%，往来款主要为外部项目公司开发建设项目所缴纳的约定金，截至 2021 年底，其他应付款前五名合计 15.85 亿元，占其他应付款总额的 53.11%，集中度高。

表 10 2021 年底公司其他应付款前五名情况

（单位：亿元）

名称	金额	占比 (%)
张家界市土地房产开发有限责任公司	5.73	19.21
张家界市交通建设投资集团有限公司	3.24	10.87
张家界市桑植县红色旅游开发有限责任公司	2.45	8.21
湖南发展集团湘发城市建设投资有限公司	2.41	8.08
张家界临空经济发展有限公司	2.01	6.74
合计	15.84	53.11

资料来源：公司审计报告

2019—2021 年末，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长率为 16.59%，截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债为 34.15 亿元，较上年底下降 4.18%，主要为一年内到期的长期借款 24.89 亿元和一年内到期的应付债券 9.00 亿元。

截至 2021 年底，公司其他流动负债为 10.01 亿元，为发行的短期融资券 10.00 亿元，已调整至有息债务。

2019—2021 年末，公司非流动负债不断增长，年均复合增长 7.45%。截至 2021 年底，公司非流动负债 193.90 亿元，较上年底增长 0.83%，主要由长期借款（占 56.84%）、应付债券（占 27.90%）和长期应付款（占 12.66%）构成。

2019—2021 年末，公司长期借款年均复合增长 4.21%。截至 2021 年底，公司长期借款 110.21 亿元，较上年底下降 3.14%。截至 2021 年底，公司长期借款中质押借款 88.94 亿元、抵押借款 26.75 亿元、保证借款 7.85 亿元、信用借款 11.56 亿元，一年内到期部分为 24.89 亿元。

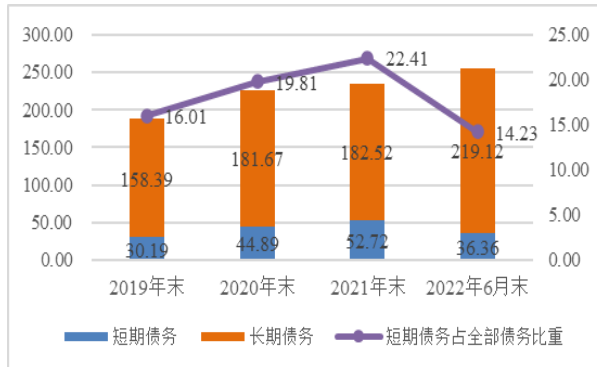
2019—2021 年末，公司应付债券年均复合增长 10.88%。截至 2021 年底，公司应付债券为 54.10 亿元，较 2020 年底无变化。

2019—2021 年末，公司长期应付款快速增长，年均复合增长 17.06%。截至 2021 年底，公司长期应付款合计 24.56 亿元，较上年底增长 24.03%，主要系张家界财政局拨入土地专项债新增 4.56 亿元所致。

截至2022年6月底，公司负债合计327.42亿元，较2021年底增加14.20亿元，主要为长期债务增长，其中长期借款增加17.78亿元，应付债券增加12.90亿元，长期应付款增加5.72亿元（张

家界财政局拨入土地专项款增加4.41亿元，招商局融资租赁（天津）有限公司增加1.00亿元）。负债结构较2021年底变化不大，仍以非流动负债为主。

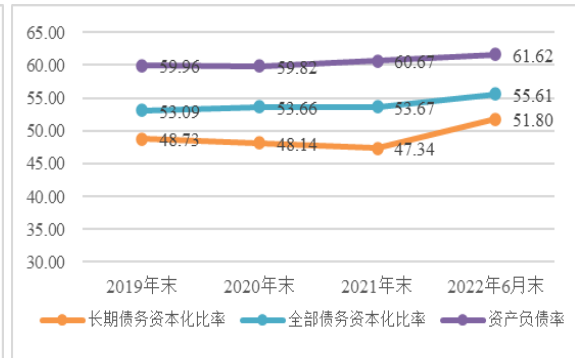
图2 2019-2021年末及2022年6月末公司债务结构（单位：亿元）



注：上图比重指标为%

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图3 2019-2021年末及2022年6月末公司债务杠杆水平



注：上图比率指标为%

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，2019—2021年末，公司全部债务逐年增长，年均复合增长率11.69%。截至2021年底，公司全部债务235.24亿元，较上年底增长3.83%。其中短期债务占22.41%，长期债务占77.59%。截至2021年底，公司资

产负债率和全部债务资本化比率均较上年底有所增长，分别为60.67%和53.67%，长期债务资本化比率较上年底有所下降，为47.34%。有息债务未来到期分布和债务类别如下表所示。

表11 截至2022年6月底公司有息债务到期分布情况及债务类别（单位：亿元）

有息债务类别	到期时间			合计
	6个月以内	6个月至1年	超过1年以上	
信用类债券	13.40	26.00	41.00	80.40
银行贷款	9.78	23.36	99.75	132.59
非银行金融机构贷款	4.90	7.71	7.48	20.09
其他有息债务	0.05	2.81	19.17	22.03

注：尾差系债务统计口径有差异

资料来源：公司2021年债券年度报告

截至2022年6月底，公司全部债务255.48亿元，较上年底增长8.61%，其中长期债务合计219.12亿元，短期债务合计36.36亿元。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61.62%、55.61%和51.80%。截至2023年底，公司本部到期债券金额为37.40亿元，存在集中偿付压力。

表12 截至报告出具日公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额（亿元）
22 张家界专项债 02	2029-06-14	5.50
22 张家界专项债 01	2029-04-29	5.50
21 张家界专项债 01	2028-12-10	4.00
17 张家界专项债/PR 张家界	2027-07-24	7.00
21 张家界 01	2026-11-02	15.00
20 张家建投 MTN002	2025-04-21	5.00
20 张家建投 MTN001	2025-03-16	10.00
20 张家建投 PPN001	2023-09-02	13.10

22 张家经投 PPN001	2023-03-30	1.90
22 张家经投 CP001	2023-09-01	10.00
21 张家经投 CP001	2022-09-30	10.00
19 张家经投 PPN002	2022-09-25	2.40
合计	--	89.40

资料来源: Wind

4. 盈利能力

受基建业务收入确认规模波动及新冠疫情影响, 公司营业收入规模波动较大, 经营性利润持续亏损, 主业盈利能力弱, 利润总额对政府补贴及贴息支持依赖性很强。

2019—2021 年, 公司营业收入波动增长, 年均复合增长 2.31%, 2020 年, 受新冠肺炎疫情冲击, 公司游客接待量大幅下降叠加票价优惠政策影响, 公司营业收入同比下降 31.06%至 10.84 亿元。2021 年, 疫情影响缓解, 加之基础设施建设项目收入结转增加, 营业收入较 2019 年增长 4.67%至 16.46 亿元。2019—2021 年, 公司营业利润率波动较大, 分别为 37.46%、14.57%和 16.65%。

从期间费用来看, 2019—2021 年, 公司期间费用波动增长, 分别为 5.75 亿元、5.15 亿元和 6.05 亿元, 2021 年期间费用同比增长 17.54%, 其中, 公司财务费用为 2.46 亿元, 同比增长 56.16%, 2021 年公司收到财政贴息资金 2.96 亿元(冲减财务费用-利息支出); 期间费用率为 36.77%, 同比减少 10.73 个百分点, 主要系收入规模大幅增长导致期间费用率下降。

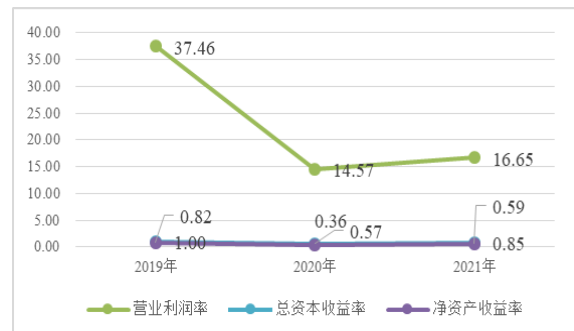
2019—2021 年, 公司投资收益波动增长, 2021 年, 公司实现投资收益 0.64 亿元, 同比下降 19.02%, 主要为持有的天门旅投权益法下核算的收益 0.35 亿元。

2019—2021 年, 公司其他收益持续增长, 2021 年公司实现其他收益 5.76 亿元, 同比增长 55.68%, 主要系疫情期间财政局增加对公司的经营补贴 2.62 亿元及政府补助 2.55 亿元所致。

2021 年, 公司信用减值损失-1.43 亿元, 主要为其他应收款-往来款计提坏账损失-1.41 亿元。

2019—2021 年, 公司利润总额年均复合增长率为-24.10%, 2021 年, 公司实现利润总额 0.91 亿元, 同比增长 61.98%。2021 年, 公司非经常性损益(投资收益+其他收益+营业外收入)为 6.41 亿元, 是利润总额的 7.04 倍, 同期, 公司收到财政贴息资金 2.96 亿元, 该贴息支持为当期利润总额的 3.25 倍; 公司经营性利润亏损, 利润总额对政府补贴及贴息支持依赖性很强。

图 4 2019—2021 年公司盈利指标



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

从盈利指标来看, 2019—2021 年, 公司总资本收益率和净资产收益率均波动下降。2021 年, 公司总资本收益率和净资产收益率分别同比增长至 0.85%和 0.59%。

2022 年 1—6 月, 公司实现营业收入 5.10 亿元, 同比增长 55.96%; 实现利润总额-2.76 亿元, 亏损规模同比增加 0.69 亿元。

5. 现金流

2019—2021 年, 公司经营活动现金流以往来款回收与支付为主, 经营活动现金流持续表现为净流出; 受代建项目持续投入影响, 公司投资活动现金流均呈净流出状态。总体看, 公司对外融资需求较大。

从经营活动来看, 2019—2021 年, 公司经营活动现金流入及流出量波动增长。2021 年, 公司经营活动现金流入量 76.64 亿元, 同比增长 50.66%, 主要为收到其他与经营活动有关的现金 61.26 亿元, 主要由收到往来款构成(55.84 亿元)。2021 年, 公司经营活动现金流出量 86.56 亿元, 以支付其他与经营活动有关的现金为主

(主要为支付其他往来款 76.89 亿元)。2021 年, 公司经营活动现金流量净额为-9.93 亿元。同期, 公司现金收入比同比下降 24.52 个百分点至 92.80%。

从投资活动来看, 2019—2021 年, 公司投资活动现金流入波动下降, 投资活动现金流出快速下降。2021 年, 公司投资活动现金流入 0.89 亿元, 其中收到其他与投资活动有关的现金 0.70 亿元, 主要为收到统借统还的本金及利息 0.67 亿元; 同期, 公司投资活动现金流出 4.55 亿元, 主要为代建业务购建固定资产、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; 公司投资活动净现金流仍呈净流出态势, 2021 年为-3.65 亿元, 净流出规模同比有所减少。

2019—2021 年, 筹资活动产生的现金流量净额分别为 7.13 亿元、26.80 亿元和 5.98 亿元。从筹资活动来看, 2021 年公司筹资活动现金流入量为 92.87 亿元, 主要为取得借款及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。

2022 年 1—6 月, 公司经营活动现金流量净额为 2.11 亿元; 公司投资活动现金净流出 9.05 亿元; 公司筹资活动现金净流入 11.53 亿元。

6. 偿债指标

公司长短期偿债指标表现较弱, 未使用授信额度较小, 间接融资渠道有待拓宽; 对外担保规模大, 存在一定或有负债风险。

表 13 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	266.10	284.89	263.48
	速动比率 (%)	131.64	137.01	138.85
	经营现金/流动负债 (%)	-22.11	-17.87	-8.32
	经营现金/短期债务 (倍)	-0.60	-0.39	-0.19
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.44	0.41	0.23
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	7.51	6.17	7.47
	全部债务/EBITDA (倍)	25.11	36.75	31.49
	经营现金/全部债务 (倍)	-0.10	-0.08	-0.04

EBITDA/利息支出 (倍)	1.10	1.11	1.08
经营现金/利息支出 (倍)	-2.64	-3.19	-1.44

注: 经营现金指经营活动现金流量净额, 下同

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看, 2019—2021 年末, 公司流动比率波动下降, 速动比率逐年上升, 三年加权平均值分别为 270.43% 和 136.85%。截至 2021 年底, 公司流动比率较上年底下降至 263.48%, 速动比率较上年底上升至 138.85%; 现金类资产对短期债务的保障能力逐年弱化。截至 2022 年 6 月底, 公司流动比率和速动比率分别为 342.79% 和 190.59%, 现金短期债务比为 0.46 倍。

从长期偿债能力指标看, 2019—2021 年, 公司 EBITDA 分别为 7.51 亿元、6.17 亿元和 7.47 亿元; 同期, 公司 EBITDA 利息倍数波动下降, 2021 年为 1.08 倍, 全部债务/EBITDA 波动增长, 2021 年为 31.49 倍。

截至 2022 年 6 月底, 公司共获得各家商业银行授信额度总量为人民币 239.25 亿元, 尚未使用额度 67.55 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, 具有直接融资渠道。

截至 2022 年 6 月底, 公司对外担保余额 63.63 亿元 (详见附件 2), 担保比率为 11.98%, 担保比率较高。被担保方均地处张家界市, 且主要为张家界市属国有企业, 区域集中度很高。上述对外担保未设置反担保措施, 公司存在一定或有负债风险。

7. 公司本部财务概况

公司本部主要开展基础设施建设业务, 且承担了主要融资职能, 资产流动性较弱, 债务负担较重。

截至 2021 年底, 公司本部资产总额 413.12 亿元, 较 2020 年底增长 8.13%, 其中流动资产 265.78 亿元, 非流动资产 147.64 亿元; 流动资产主要由应收账款 (10.46 亿元)、其他应收款 (131.35 亿元) 和以代建项目为主的存货 (115.27 亿元) 构成; 非流动资产以长期股权

投资（112.66 亿元）和无形资产（30.44 亿元）为主。

截至2021年底，公司本部负债合计226.64亿元，其中流动负债99.16亿元，非流动负债127.48亿元；流动负债以预收款项（32.09亿元）、一年到期的非流动负债（26.45亿元）和其他应付款（26.15亿元）为主；非流动负债主要为长期借款（53.48亿元）和应付债券（54.10亿元）。公司本部有息债务合计147.87亿元，以长期债务为主，占合并口径有息债务的72.75%。截至2021年底，公司本部资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为54.82%、44.19%和36.55%。

截至2021年底，公司本部所有者权益合计186.78亿元，其中实收资本1.00亿元，资本公积169.26亿元。

2021年，公司本部实现营业收入5.49亿元；当期利润总额3.03亿元。

2021年，公司本部经营活动现金流量净额为-17.30亿元，投资活动现金流量净额为0.13亿元，筹资活动现金流量净额为10.86亿元。

截至2022年6月底，公司本部资产总额为414.77亿元，流动资产占比65.26%；负债总额为228.69亿元，全部债务规模合计153.51亿元（短期债务25.13亿元）；所有者权益为186.08亿元（包括实收资本1.00亿元和资本公积169.26亿元）。2022年1—6月，公司本部实现营业收入3.87亿元，利润总额为-0.70亿元。

十、外部支持

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，持续获得补贴及贴息支持。

2005年6月20日，张家界市人民政府以张政函（2005）115号文《张家界市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，张家界市人民政府以张政函（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/人收益权划入公司集团本部。

根据《张家界市人民政府关于划拨景区门票和交通工具票价收入中政府资源有偿使用费的通知》（张政函〔2019〕159号）文件，张家界市人民政府将武陵源核心景区门票价格中政府资源有偿使用费15.85元/人划入公司，自2020年起，公司本部将拥有武陵源核心景区大门票中82.35元/张（总票价225元/张）的门票分成收益权。2021年，公司本部收到财政划转武陵源核心景区门票收入1.20亿元，同比增长34.83%。

2021年，根据《关于划拨核心景区部分基础设施的批复》（张武国资监〔2021〕13号），武陵源产发收到武陵源核心景区内部分基础设施资产的划拨，合计2.65亿元。

公司负责的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，可持续获得补贴支持，近三年获得政府补助分别为1.34亿元、3.70亿元和5.76亿元；另外，2019—2021年公司收到财政贴息资金分别为1.34亿元、2.20亿元和2.96亿元。

十一、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据发行后公司债务负担变化不大，公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行后长期债务保障能力较弱。公司区域重要性高并持续获得政府优质资产注入及补贴，均为本期中期票据的偿还提供支撑。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

截至2021年底，公司全部债务为235.24亿元，其中长期债务为182.52亿元。本期中期票据拟发行规模为10.00亿元，分别占2021年底长期债务和全部债务的5.48%和4.52%。本期中期票据募集资金拟全部用于偿还有息债务，本次中期票据发行后对公司债务负担影响可控。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2021年，本期中期票据发行后长期债务为EBITDA的25.77倍，公司经营活动现金流入量为本期中期票据发行后长期债务的0.40倍。

表 14 本期中期票据偿还能力测算

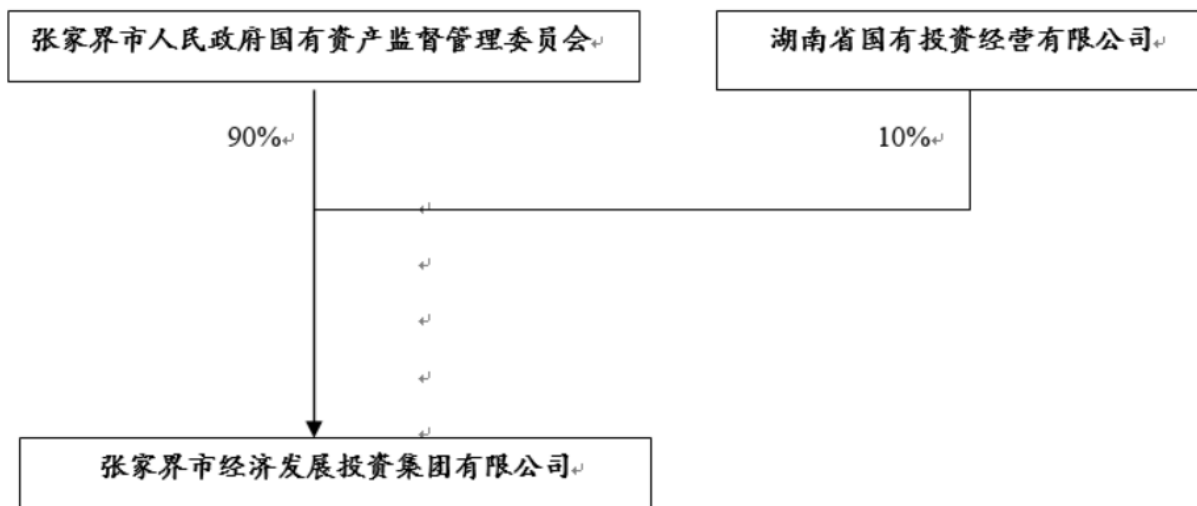
项目	2021 年
发行后长期债务*（亿元）	192.52
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.40
经营现金/发行后长期债务（倍）	-0.05
发行后长期债务/EBITDA（倍）	25.77

注：发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十二、结论

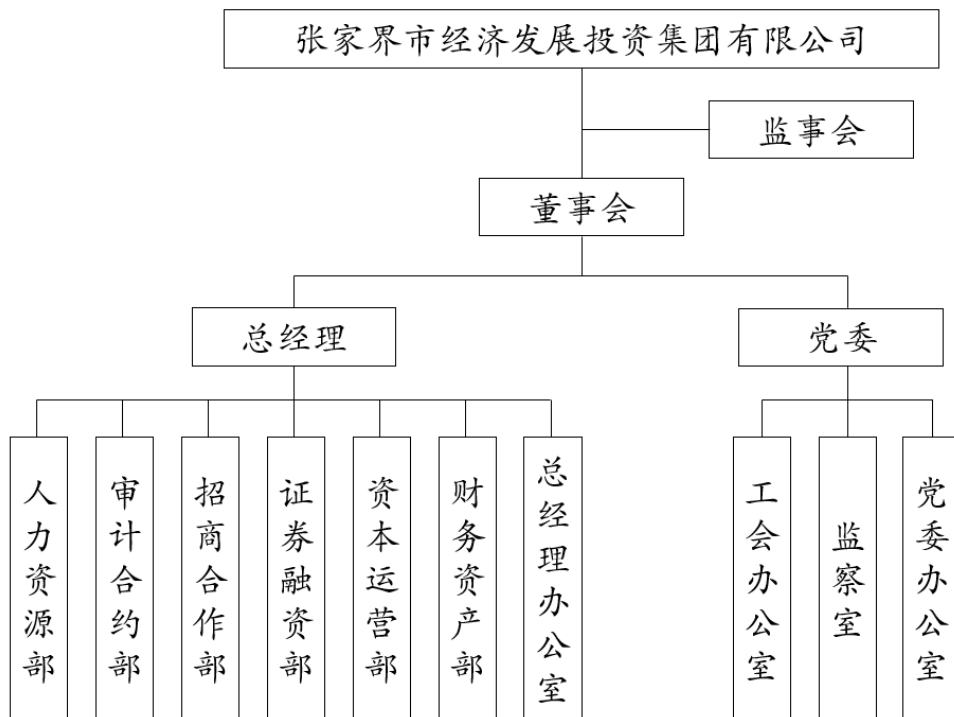
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AA，本期中期票据信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 6 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2022 年 6 月底公司对外担保明细

担保人	被担保方	融资余额 (万元)	担保金额 (万 元)	期限
公司本部	张家界远大住宅工业有限公司	4,996.00	9,000.00	2019.1.28-2024.1.15
	张家界远大住宅工业有限公司	2,000.00	2,700.00	2021.9.9-2022.9.6
	张家界游客服务中心	3,619.00	9,500.00	2018.12.21- 2027.12.21
	张家界游客服务中心	4,798.00		2020.3.21- 2027.12.07
	张家界天门旅游经济投资有限 责任公司	9,489.00	20,000.00	2019.7.25-2022.7.22
	张家界天门旅游经济投资有限 责任公司	18,715.00	34,000.00	2020.9.11- 2023.09.11
	张家界市政工程有限公司	5,000.00	8,800.00	2020.5.29-2023.5.29
	张家界市政工程有限公司	8,000.00	12,000.00	2022.1.13-2023.1.12
	张家界市政工程有限公司	4,000.00		2022.3.29-2023.3.25
	张家界市绕城公路建设开发有 限公司	14,000.00	14,000.00	2016.1.4-2033.12.31
	张家界市棚户区改造投资有限 公司	35,200.00	40,000.00	2019.2.11- 2043.12.31
	张家界市棚户区改造投资有限 公司	18,500.00	20,000.00	2021.3.31- 2028.12.20
	张家界茅岩河旅游开发股份有 限公司	9,600.00	10,000.00	2019.10.01- 2034.9.22
	张家界茅岩河旅游开发股份有 限公司	8,575.00	25,000.00	2016.10.10-2032.3.9
	张家界市茅岩河旅游开发股份 有限公司	8,242.65	10,000.00	2021.6.18-2026.6.18
	张家界市高铁新区开发建设有 限公司	42,999.00	50,000.00	2016.10.25- 2024.10.25
	张家界市高铁新区开发建设有 限公司	38,750.00	65,000.00	2017.5.8-2026.12.31
	张家界西线环保客运有限公司	20,000.00	32,000.00	2020.9.24-2035.9.21
	张家界西线环保客运有限公司	1,000.00	1,000.00	2022.4.15-2025.4.14

张家界金程广告传媒有限公司	4,000.00	5,000.00	2020.6.30-2023.6.30
张家界市园林有限公司	14,997.00	15,000.00	2020.12.30-2022.12.10
张家界市园林有限公司	5,390.65	7,000.00	2021.9.30-2024.9.30
张家界市园林有限公司	2,800.00	3,000.00	2021.6.23-2024.6.23
张家界市土地房产开发有限公司	22,000.00	45,000.00	2021.3.16-2024.01.20
桑植县工业园开发建设有限公司	13,200.00	15,000.00	2017.12.27-2022.12.27
张家界桑植红色旅游开发有限公司	10,449.00	27,259.00	2021.2.5-2036.2.1
张家界经济开发区开发建设有限公司	40,000.00	40,000.00	2017.11.03-2037.5.28
张家界市高铁新区开发建设有限公司	1,500.00	3,000.00	2020.3.25-2023.3.24
张家界经济开发区开发建设有限公司	32,200.00	40,000.00	2021.3.25-2036.3.24
张家界产业投资（控股）有限公司	13,450.00	13,450.00	2021.1.12-2027.12.29
张家界产业投资（控股）有限公司	1,000.00	1,000.00	2022.1.29-2023.1.29
张家界市公共交通发展有限公司	6,440.00	10,000.00	2016.3.17-2028.3.9
张家界市公共交通发展有限公司	15,400.00	20,000.00	2018.12.14-2033.12.13
张家界市公共交通发展有限公司	2,700.00	6,000.00	2020.4.15-2023.4.15
张家界市公共交通发展有限公司	975.00	1,300.00	2021.8.5-2024.8.5
张家界市公共交通发展有限公司	1,170.42	1,380.00	2021.10.11-2024.10.11
张家界市公共交通发展有限公司	5,400.00	5,400.00	2022.1.28-2023.1.27
张家界澧澧城镇开发建设投资有限公司	50,000.00	80,000.00	2019.3.28-2026.3.38
张家界市自来水有限责任公司	6,946.80	8,000.00	2021.9.30-2026.9.30
张家界城市运营发展集团有限公司	47,000.00	47,000.00	2021.12.29-2022.12.26
张家界美界环保科技有限公司	3,000.00	3,000.00	2022.1.7-2023.1.7

	张家界市产投物资贸易有限责任公司	700.00	700.00	2022.6.30-2023.6.26
	张家界市产投物资贸易有限责任公司	1,000.00	1,000.00	2022.4.28-2023.4.27
	张家界经投矿产资源开发投资有限公司	3,000.00	4,050.00	2022.6.14-2023.6.23
	张家界临空经济发展有限公司	5,200.00	6,000.00	2021.2.25-2026.2.21
	张家界临空经济发展有限公司	5,000.00	5,000.00	2022.3.25-2023.3.25
	张家界至顺现代农业产业园发展有限公司	20,000.00	20,000.00	2022.3.11-2040.3.8
武陵源公司	张家界经济开发区开发建设有限公司	7,500.00	11,400.00	2017.1.5-2024.1.5
	张家界市中电嘉旺综合开发有限公司	13,700.00	20,000.00	2018.1.8-2022.12.21
	张家界市金祥商贸有限责任公司	12,531.50	16,200.00	2019.1.15-2029.1.15
	张家界市武陵源景区旅游投资有限公司	9,400.00	11,500.00	2021.1.24-2024.1.24
	张家界市佳禾餐饮管理有限公司	800.00	1,080.00	2022.6.20-2023.6.19
合计	--	636,334.02	856,719.00	--

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	13.38	18.44	12.06	16.65
资产总额（亿元）	416.17	486.98	516.26	531.35
所有者权益（亿元）	166.65	195.68	203.04	203.92
短期债务（亿元）	30.19	44.89	52.72	36.36
长期债务（亿元）	158.39	181.67	182.52	219.12
全部债务（亿元）	188.59	226.56	235.24	255.48
营业收入（亿元）	15.72	10.84	16.46	5.10
利润总额（亿元）	1.57	0.56	0.91	-2.76
EBITDA（亿元）	7.51	6.17	7.47	--
经营性净现金流（亿元）	-18.04	-17.69	-9.93	2.11
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.89	1.70	1.53	--
存货周转次数（次）	0.08	0.07	0.09	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.02	0.03	--
现金收入比（%）	114.99	117.32	92.80	19.81
营业利润率（%）	37.46	14.57	16.65	5.15
总资本收益率（%）	1.00	0.57	0.85	--
净资产收益率（%）	0.82	0.36	0.59	--
长期债务资本化比率（%）	48.73	48.14	47.34	51.80
全部债务资本化比率（%）	53.09	53.66	53.67	55.61
资产负债率（%）	59.96	59.82	60.67	61.62
流动比率（%）	266.10	284.89	263.48	342.79
速动比率（%）	131.64	137.01	138.85	190.59
经营现金流动负债比（%）	-22.11	-17.87	-8.32	--
现金短期债务比（倍）	0.44	0.41	0.23	0.46
EBITDA 利息倍数（倍）	1.10	1.11	1.08	--
全部债务/EBITDA（倍）	25.11	36.75	31.49	--

注：公司 2022 年上半年财务数据未经审计；合并口径其他流动负债中有息部分已调至短期债务，长期应付款中有息部分已调至长期债务
 资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	8.82	13.71	7.90	10.70
资产总额 (亿元)	321.62	382.32	413.42	414.77
所有者权益 (亿元)	152.59	183.69	186.78	186.08
短期债务 (亿元)	20.33	36.42	40.29	25.13
长期债务 (亿元)	93.37	100.33	107.58	128.38
全部债务 (亿元)	113.69	136.75	147.87	153.51
营业收入 (亿元)	7.05	7.00	5.49	3.87
利润总额 (亿元)	0.91	2.80	3.03	-0.70
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-18.37	-16.31	-17.30	-1.28
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	3.49	1.22	0.61	--
存货周转次数 (次)	0.05	0.06	0.04	--
总资产周转次数 (次)	0.02	0.02	0.01	--
现金收入比 (%)	127.00	129.98	79.27	/
营业利润率 (%)	27.27	13.41	16.95	/
总资本收益率 (%)	0.34	0.87	0.91	--
净资产收益率 (%)	0.59	1.53	1.62	--
长期债务资本化比率 (%)	37.96	35.32	36.55	40.83
全部债务资本化比率 (%)	42.70	42.67	44.19	45.20
资产负债率 (%)	52.56	51.95	54.82	55.14
流动比率 (%)	277.73	284.44	268.02	354.78
速动比率 (%)	149.35	146.26	151.78	206.36
经营现金流动负债比 (%)	-29.22	-19.78	-17.45	--
现金短期债务比 (倍)	0.43	0.38	0.20	0.43
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	/

注: 公司 2022 年上半年财务数据未经审计

资料来源: 公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据 + 平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据

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 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务

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 + 使用权资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 中长期债券信用等级设置及含义

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。

附件 5-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 张家界市经济发展投资集团有限公司 2023 年度第二期中期票据跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。