

张家界市经济发展投资集团有限公司

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

2026 年跟踪评级报告

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕4519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，维持“17 张家界专项债/PR 张家界”和“21 张家界专项债 01/21 张家界”的信用等级为 AA，维持“22 张家界专项债 01/22 张家界”和“22 张家界专项债 02/22 张经投”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

评级总监：

二〇二六年六月二十三日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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。

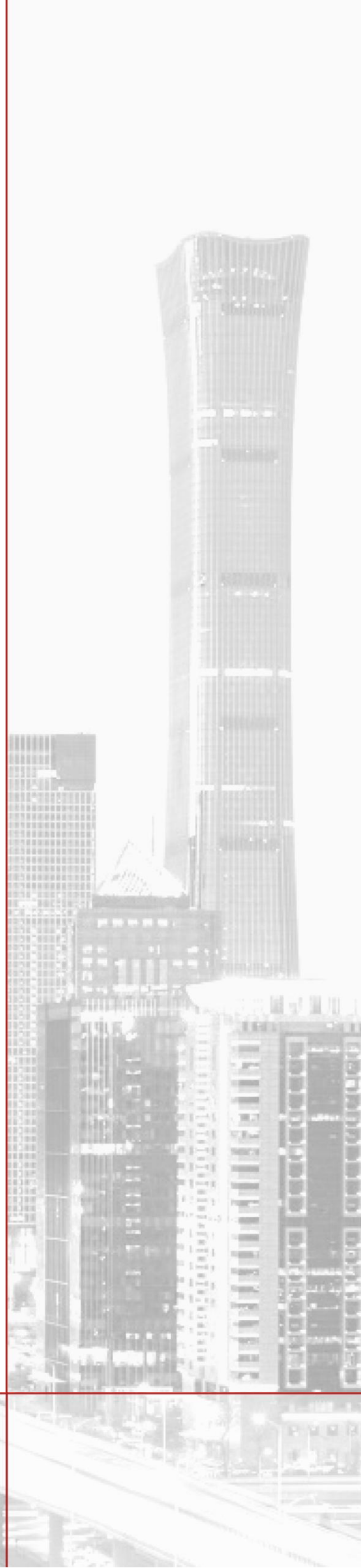
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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

2026 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
张家界市经济发展投资集团有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2026/06/23
湖南财鑫融资担保有限公司 ¹	AA ⁺ _{pi} /稳定	AA ⁺ _{pi} /稳定	
17 张家界专项债/PR 张家界	AA/稳定	AA/稳定	
21 张家界专项债 01/21 张家界	AA/稳定	AA/稳定	
22 张家界专项债 01/22 张家界	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	
22 张家界专项债 02/22 张经投	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	

评级观点

跟踪期内，张家界市经济发展投资集团有限公司（以下简称“公司”）作为张家界市旅游业经营开发的重要主体及城市基础设施建设投融资平台，区域地位仍显著。经营方面，公司拥有包括武陵源核心景区、宝峰湖景区、十里画廊景区、杨家界索道等旅游资源的运营权，并拥有张家界部分景区、载人工具门票分成收益权，在张家界旅游行业保持龙头地位；公司基础设施建设业务期末主要在建项目投资规模一般，但回款周期长，对公司资金存在明显占用。2025 年，因土地一级整治业务收入下降以及主要景区游客接待量同比下降影响，公司营业总收入及综合毛利率均同比下滑，同时旅游板块子公司张家界旅游集团股份有限公司（以下简称“张旅集团”）完成重整工作，后续大庸古城实际盘活进展仍需关注。财务方面，2025 年底，公司资产结构较上年底变化不大，资产受限比例一般。其中，公司与当地政府机构及平台公司形成的往来款及因基础设施建设业务产生的存货规模大，资产流动性较弱，但实质回款风险可控。公司债务规模小幅增长，债务负担仍偏重，加之持续对在建项目的投入仍面临外部融资需求。公司期间费用规模较大，叠加大庸古城相关资产持续计提资产减值损失，公司盈利规模同比下滑，偿债指标表现较弱，考虑到公司职能定位及再融资能力很强，公司实际偿债能力很强。综合评估，公司信用风险很低。

公司存续债券中，“22 张家界专项债 01/22 张家界”“22 张家界专项债 02/22 张经投”由湖南财鑫融资担保有限公司（以下简称“湖南财鑫”）提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）评定，湖南财鑫主体长期信用等级为 AA⁺_{pi}，评级展望为稳定，其担保有效提高了上述债券本息偿付的安全性。

个体调整：无。

外部支持调整：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，公司可持续获得政府支持。

评级展望

依托旅游资源禀赋优势及张家界市政府的支持，公司旅游业竞争力及行业地位将保持稳固，经营及财务表现有望维持，公司的评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司收入规模大幅提升，债务负担下降，偿债能力增强等。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司旅游业经营情况恶化，丧失优质旅游资产的运营权及分成收益权，盈利能力大幅下降；债务负担大幅上升、流动性压力加剧，偿债能力削弱；公司地位下降，政府对公司的支持力度显著下降等。

优势

- **公司可持续获得政府支持。**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，区域地位显著，在旅游业方面享有政府的多项资产划入（包括景区环保客运业独家经营权、公司本部获得了政府划拨的武陵源核心景区门票分成收益权等），并持续获得政府补助和贴息支持。2025 年，公司确认其他收益 5.34 亿元，收到财政贴息 1.50 亿元，上述收益可持续性很强。

¹湖南财鑫融资担保有限公司原名常德财鑫融资担保有限公司，于 2026 年 2 月更名为现名。

²此评级结果为公开评级结果。

- **公司旅游业务拥有突出的资源禀赋优势。**武陵源景区享有“中国首批世界自然遗产”“中国首批世界地质公园”“国家级风景名胜区”等称号，为中国第一个国家森林公园，并于 2007 年成为国内首批 5A 级旅游区。公司拥有武陵源核心景区、宝峰湖景区、十里画廊景区、杨家界索道等旅游资源的运营权，并拥有张家界部分景区、载人工具门票分成收益权，处于张家界旅游行业龙头地位。

关注

- **2025 年公司主要景区游客接待量同比下降，后续大庸古城实际盘活进展仍需关注。**受客源结构调整及出行偏好改变等因素影响，2025 年公司主要景区整体游客接待量同比下降。考虑到旅游行业竞争及分化情况仍在持续，作为传统 5A 级景区，武陵源核心景区面临一定业绩压力，未来客流及消费情况需关注。此外，张旅集团已完成重整工作，大庸古城有望利用重整投资人相关业务优势逐步恢复持续经营能力，但实际盘活进展仍需保持关注。
- **公司其他应收款及存货规模大，资金占用明显，资产流动性较弱。**截至 2025 年底，公司其他应收款主要为与当地政府机构及国有平台公司形成的往来款，存货中因基础设施建设业务产生的开发成本规模大，虽实质回款风险可控，但回款周期长、对资金形成明显占用，公司资产流动性较弱。
- **2025 年盈利表现同比下滑。**2025 年公司营业总收入及综合毛利率同比下降，加之期间费用规模较大、大庸古城相关资产继续计提减值损失，2025 年公司利润总额同比下降 23.75%，盈利表现同比下滑。
- **债务负担偏重，或有负债风险需关注。**截至 2026 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.38%、51.09%和 45.76%，债务负担仍偏重。同期末，公司对区域内国有企业提供的担保规模大（占期末净资产的 39.73%），未设置反担保措施，或有负债风险需关注。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 旅游企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 旅游企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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	1
		资本结构		2
		偿债能力		4
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			a ⁻	
外部支持调整因素：政府支持			+4	
评级结果			AA	

个体信用状况变动说明：公司指示评级较上次评级未发生变动，且不涉及个体调整情况。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

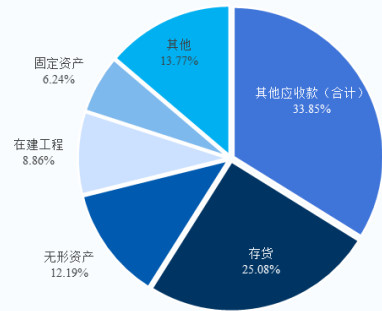
合并口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	7.13	28.21	41.83
资产总额（亿元）	542.11	572.20	584.25
所有者权益（亿元）	211.69	221.99	225.62
短期债务（亿元）	40.33	70.57	45.40
长期债务（亿元）	175.95	159.76	190.31
全部债务（亿元）	216.27	230.33	235.72
营业总收入（亿元）	20.64	18.14	2.03
利润总额（亿元）	1.90	1.45	1.60
EBITDA（亿元）	8.51	6.99	--
经营性净现金流（亿元）	26.34	5.54	6.31
营业利润率（%）	39.20	36.01	25.47
净资产收益率（%）	0.80	0.60	--
资产负债率（%）	60.95	61.20	61.38
全部债务资本化比率（%）	50.53	50.92	51.09
流动比率（%）	240.41	205.59	243.79
经营现金流动负债比（%）	18.61	3.02	--
现金短期债务比（倍）	0.18	0.40	0.92
EBITDA 利息倍数（倍）	1.39	1.24	--
全部债务/EBITDA（倍）	25.40	32.97	--

公司本部口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	445.60	470.09	480.05
所有者权益（亿元）	204.43	211.03	210.05
全部债务（亿元）	148.02	165.68	172.30
营业总收入（亿元）	12.33	7.02	0.00
利润总额（亿元）	8.00	6.86	-1.04
资产负债率（%）	54.12	55.11	56.24
全部债务资本化比率（%）	42.00	43.98	45.06
流动比率（%）	249.05	208.71	245.54
经营现金流动负债比（%）	9.29	-0.46	--

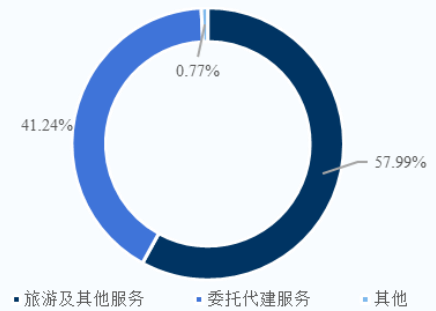
注：1.公司 2026 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化，以“--”表示；2.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.公司合并及本部口径的其他流动负债和长期应付款中的有息部分已分别调整至短期债务及长期债务

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

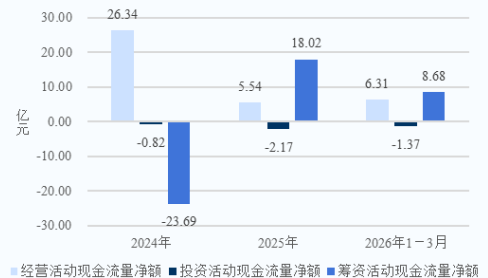
2025 年底公司资产构成



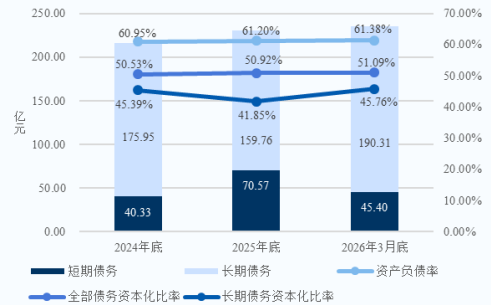
2025 年公司营业总收入构成情况



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
17 张家界专项债/PR 张家界	10.00 亿元	3.00 亿元	2027/07/24	债券提前偿还
21 张家界专项债 01/21 张家界	4.00 亿元	3.00 亿元	2028/12/10	债券提前偿还
22 张家界专项债 01/22 张家界	5.50 亿元	4.95 亿元	2029/04/29	债券提前偿还，加速到期
22 张家界专项债 02/22 张经投	5.50 亿元	4.95 亿元	2029/06/14	债券提前偿还，加速到期

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 张家界专项债 02/22 张经投、22 张家界专项债 01/22 张家界	AA+/稳定	AA/稳定	2025/06/18	孙长征 李成帅	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	阅读全文
21 张家界专项债 01/21 张家界、17 张家界专项债/PR 张家界	AA/稳定					
22 张家界专项债 02/22 张经投	AA+/稳定	AA/稳定	2022/05/19	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
22 张家界专项债 01/22 张家界	AA+/稳定	AA/稳定	2022/03/11	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
21 张家界专项债 01/21 张家界	AA/稳定	AA/稳定	2021/11/16	刘伟垣 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
17 张家界专项债 /PR 张家界	AA/稳定	AA/稳定	2021/06/25	刘伟垣 王喜梅	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
17 张家界专项债 /17 张家界	AA/稳定	AA/稳定	2020/06/29	刘哲 刘伟垣	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
17 张家界专项债 /17 张家界	AA/稳定	AA/列入信用 评级观察名单	2020/06/10	刘哲 刘伟垣	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
17 张家界专项债 /17 张家界	AA/稳定	AA/稳定	2017/07/04	方晓 刘哲	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
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：朱一汀 zhuyt@lhratings.com

项目组成员：华艾嘉 huaaj@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于张家界市经济发展投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于 1999 年 8 月，成立之初名称为“张家界市经济发展投资有限责任公司”，初始注册资本 0.30 亿元，由张家界市人民政府（以下简称“张家界市政府”）授权张家界旅游经济开发管理委员会独资组建。2002 年 8 月，公司以资本公积转增注册资本 0.70 亿元，注册资本增加至 1.00 亿元；2005 年 6 月，经张家界市政府批准，公司变更为现名；2013 年 4 月，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”）；2021 年 2 月，张家界国资委将其持有的公司 10% 股权无偿划转至湖南省国有投资经营有限公司。截至 2026 年 3 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，为公司控股股东及实际控制人。

跟踪期内，公司在主营业务及组织架构方面未发生变化，2025 年重要子公司仍为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）及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”）。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 572.20 亿元，所有者权益 221.99 亿元（含少数股东权益 11.29 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 18.14 亿元，利润总额 1.45 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 584.25 亿元，所有者权益 225.62 亿元（含少数股东权益 13.32 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.03 亿元，利润总额 1.60 亿元。

公司注册地址：湖南省张家界市大庸桥月亮湾花园；法定代表人：张坚持。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用。公司在付息日正常付息。

图表 1 • 截至报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17 张家界专项债/PR 张家界	10.00 亿元	3.00 亿元	2017/07/24	10 年
21 张家界专项债 01/21 张家界	4.00 亿元	3.00 亿元	2021/12/10	7 年
22 张家界专项债 01/22 张家界	5.50 亿元	4.95 亿元	2022/04/29	7 年
22 张家界专项债 02/22 张经投	5.50 亿元	4.95 亿元	2022/06/14	7 年

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

1 普通优先债券

截至 2026 年 3 月底，公司存续期普通优先债券包括“17 张家界专项债/PR 张家界”和“21 张家界专项债 01/21 张家界”。

“17 张家界专项债/PR 张家界”每年付息一次，分次还本，从债券存续期第 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。

“21 张家界专项债 01/21 张家界”设置分期还本，第 3 个计息年度开始偿还本金，第 3 至第 7 个年度分别按照本金总额 10%、15%、20%、25%和 30%的比例偿还债券本金；存续期后 5 年利息随本金一起支付。

2 担保债券

截至 2026 年 3 月底，公司存续期担保债券包括“22 张家界专项债 01/22 张家界”和“22 张家界专项债 02/22 张经投”，由湖南财鑫融资担保有限公司（以下简称“湖南财鑫”）提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

“22 张家界专项债 01/22 张家界”设置分期还本条款，第 3 个计息年度开始偿还本金，第 3 至第 7 个年度分别按照本金总额 10%、15%、20%、25%和 30%的比例偿还债券本金；存续期后 5 年利息随本金一起支付。

“22 张家界专项债 02/22 张经投”设置分期还本条款，第 3 个计息年度开始偿还本金，第 3 至第 7 个年度分别按照本金总额 10%、15%、20%、25%和 30%的比例偿还债券本金；存续期后 5 年利息随本金一起支付。

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动承压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上涨风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）旅游行业

2025 年，旅游业保持稳定发展态势，国内出游人次和总花费同比均保持两位数增长，但在出游人次增速提升的背景下，总花费增速放缓。出入境旅游复苏态势良好，国际航线旅客运输量已超 2019 年同期水平。从细分行业看，多数景区经营活动现金流有所改善，但盈利能力较上年同期有所下滑；酒店业竞争加剧，主要酒店集团中仅少数企业出租率及 RevPAR 略有提升；免税行业竞争格局保持稳定，受消费疲软影响，海南离岛免税市场销售继续承压，但政策利好推动行业触底。旅游发债企业整体盈利水平较上年同期有所下滑，债务期限结构相对均衡；偿债指标表现一般，行业整体偿债压力可控。政策层面，文化和旅游部、国务院办公厅等部门出台多项支持政策，从推出文旅消费券、扩大优质产品供给等多方面给予指导及支持，积极推动旅游行业高质量发展。具体请见[《旅游行业 2025 年年度总结及展望》](#)。

（2）城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2024 年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025 年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释

地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。完整版行业分析详见[《2025 年城市基础设施建设行业分析》](#)。

2 区域环境分析

张家界市经济保持稳定发展，旅游资源禀赋丰富，2025 年全市旅游客流及旅游总收入同比增长，其中境外游客明显增加。

张家界市位于湖南省西北部武陵山脉腹地，辖永定、武陵源两区和慈利、桑植两县，总面积 9533 平方公里。张家界市是以发展旅游业为特征的新兴省辖地级市，是中国最重要的旅游城市之一，旅游资源丰富，拥有世界自然遗产、全球首批世界地质公园、中国第一个国家森林公园。根据公开资料，张家界市拥有 5A 级景区 2 家、4A 级景区 13 家、3A 级景区 27 家。2025 年，张家界市接待国内外游客总人数 4159.16 万人次，同比增长 3.31%；旅游总收入 628.07 亿元，同比增长 5.91%。其中 2025 年入境游客人数及外汇收入同比明显提升，分别为 15.80%和 20.83%。

2025 年，张家界市实现地区生产总值 667.8 亿元，同比增长 3.0%，其中，第一产业增加值 94.9 亿元，增长 3.1%；第二产业增加值 79.0 亿元，下降 5.9%；第三产业增加值 493.9 亿元，增长 4.6%；三次产业占全市 GDP 比重为 14.2:11.8:74.0。2025 年，张家界市财政收入 38.6 亿元，同比增长 5.3%；一般公共预算支出 215.7 亿元，同比增长 2.4%，财政自给率低。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生重大变化。

2 竞争实力

公司旅游业务拥有突出的资源禀赋优势，并承担张家界市城市基础设施建设等任务，区域地位显著，融资渠道畅通。

公司在旅游业务运营方面占据独特优势。武陵源景区享有“中国首批世界自然遗产”“中国首批世界地质公园”“国家级风景名胜”等称号，自 1982 年成为中国第一个国家森林公园以来，因其旅游资源禀赋优势显著，已成为国内外著名热点旅游目的地之一，2007 年成为国内首批 5A 级旅游区。公司拥有包括武陵源核心景区、宝峰湖景区、十里画廊景区、杨家界索道等旅游资源的运营权，并拥有张家界部分景区、载人工具门票分成收益权，处于张家界旅游行业龙头地位。

除从事旅游业务外，公司也承担了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，具备一定公益性基础设施建设职能，区域地位显著。公司持续获得政策性资金（包括财政贴息、财政补贴、税费返还及各项财政专项资金）支持以保证相关业务的开展，其中 2025 年公司确认其他收益（主要为各类政府补助）5.34 亿元，收到财政贴息（冲减财务费用）1.50 亿元，上述收益可持续性强。

基于公司旅游业具备的突出优势以及作为区域投融资平台，公司与金融机构建立了良好合作，截至 2026 年 3 月底，公司及子公司获得银行授信合计 280.64 亿元，尚未使用额度 144.50 亿元，间接融资渠道畅通。

3 信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2026 年 4 月 1 日，公司本部未结清信贷信息中，无不良类或关注类记录；相关还款责任信息中存在 5590 万元关注类余额，系公司对张旅集团一笔固定资产贷款³提供担保，因张旅集团存在其他贷款逾期情况导致银行将张旅集团所有贷款均调整为关注类所致；已结清信贷信息中存在关注类账户 11 户，系当时银行监管政策将类政府融资平台公司的贷款分类为关注类所致，公司相关银行贷款均正常还本付息。

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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，履约情况良好。

³ 该笔固定资产贷款用于十里画廊景区提质改造工作，贷款合同总金额为 12000 万元，分 6 笔发放，余额合计 5590 万元，十里画廊处于正常运营状态，项目收入可覆盖还本付息且该笔贷款未出现逾期情况。

截至 2026 年 6 月 22 日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单，公司本部在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司主要管理制度未发生重大变化；部分董事发生变更，对公司经营无重大影响。

图表 2 • 跟踪期内公司部分董事变化情况

姓名	担任的职务	变更类型	辞任/新任时间	变动原因
田元清	董事	离任	2025 年 9 月 2 日	已退休，为正常人事调整
蔡平原	董事	新任	2025 年 9 月 2 日	为正常人事调整

资料来源：联合资信根据公开资料及公司提供资料整理

（三）重大事项

张旅集团于 2026 年 2 月完成重整，但大庸古城后续实际盘活进展仍需关注。

公司之上市子公司张旅集团设立全资子公司张家界大庸古城发展有限公司（以下简称“大庸发展”）投资建设的大庸古城项目于 2021 年 6 月投入运营并转固，但运营状况不及预期叠加资产减值及折旧的增加，导致张旅集团自 2021 年以来持续亏损、债务高企，并发生部分债务逾期、提前到期及部分银行账户被冻结等事件。2024 年 8 月以来，大庸发展及张旅集团先后被债权人申请预重整；2025 年 12 月，相关重整计划获得法院裁定批准；截至 2026 年 2 月 6 日，重整计划已执行完毕，张旅集团通过引入湖南电广传媒股份有限公司及其子公司湖南芒果文旅投资有限公司等战略投资者获得重整投资款 15.86 亿元，公司仍为张旅集团控股股东（截至 2026 年 3 月底，公司及一致行动人合计持有张旅集团 31.14% 的股份，战略投资者合计持有张旅集团 24.70% 的股份）。2026 年，张旅集团将继续以文旅为主业，围绕“重整成果转化、主业提质增效、机制改革创新、合规稳健发展”四大核心发展。其中，大庸古城有望利用重整投资人在“传媒、科技、文旅”的优势，系统性打造为芒果影视、综艺、短剧拍摄及 IP 转化体验基地及直播基地等，后续资产实际盘活进展仍需关注。

此外，大庸发展已偿还公司本部对其提供的 494.09 万元借款（为在重整期间申报债权后按重整计划进行了清偿），公司本部对张旅集团剩余 1.12 亿元的担保尚未结束，后续将依据重整计划进行清偿。

（四）经营方面

1 业务经营分析

2025 年，受土地一级整治业务收入规模下降以及核心景区客流下降的综合影响，公司营业总收入及综合毛利率均同比下滑。

公司收入仍主要来自旅游业务。2025 年，公司营业总收入同比下降 12.12%。其中，受武陵源核心景区及宝峰湖景区客流下降的影响，公司旅游收入同比下降 6.02%。公司委托代建收入受政府回款及公司调整施工进度的影响，同比略有下降。此外，由于 2025 年尚无达到结算及回款条件的土地一级整治项目，本期公司无土地一级整治收入，后续需关注公司土地一级整理项目的结算情况。

2025 年，公司综合毛利率同比下降 3.01 个百分点，一方面系本期未确认毛利率较高的土地一级整治收入所致，另一方面系旅游业务收入规模下滑但运营期间仍需支付日常维护费用及人员成本，导致毛利率同比下降所致。

图表 3 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2024 年			2025 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
旅游及其他服务	11.19	54.23%	59.44%	10.52	57.99%	55.33%
委托代建服务	7.52	36.42%	13.04%	7.48	41.24%	13.04%
土地一级整治	1.75	8.47%	45.13%	--	--	--
其他	0.18	0.89%	35.17%	0.14	0.77%	84.60%
合计	20.64	100.00%	41.12%	18.14	100.00%	38.11%

注：其他包括租赁服务及其他商品销售等

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.03 亿元⁴，规模不大主要系委托代建业务收入一般于四季度结算所致；综合毛利率同比变化不大。

（1）旅游服务业务

受客源结构调整及出行偏好改变等因素影响，2025 年公司主要景区游客接待量同比下降，面临一定业绩压力。此外，张旅集团已完成重整，大庸古城实际盘活进展仍需保持关注。

跟踪期内，公司旅游服务业经营模式未发生变化，实际负责主体仍为公司本部、武陵源产发和张旅集团，相关收入构成包括公司本部拥有的景区门票分成收入和载人工具门票分成收入，武陵源产发负责的景区门票销售及相关景区运营收入，张旅集团负责的景区运营收入、景区环保客户收入、旅行社服务收入及酒店服务收入等。

2025 年，武陵源产发营业总收入受武陵源核心景区客流下降的影响而同比减少，净利润同比小幅提升，主要系上期确认对外担保诉讼损失金额较大⁵，本期无相关损失所致。

2025 年，张旅集团营业总收入同比保持增长，主要系入境游客增加，旅行社服务收入同比增长所致。但大庸古城经营承压、继续计提折旧及资产减值损失⁶，导致张旅集团 2025 年净利润仍发生亏损，亏损规模有所收窄。根据公司提供数据，若剔除大庸古城影响，2025 年张旅集团净利润约 600.50 万元。考虑到张旅集团已完成重整，未来大庸古城有望利用重整投资人相关业务优势逐步恢复持续经营能力。

图表 4 • 公司及重要子公司财务概况（单位：亿元）

企业名称	业务情况	持股比例	截至 2025 年底 资产总额	截至 2025 年底 所有者权益	营业总收入		净利润	
					2024 年	2025 年	2024 年	2025 年
武陵源产发	负责武陵源核心景区运营，承担部分基础设施建设业务	86.00%	141.92	68.68	7.68	6.86	0.26	0.30
张旅集团	负责旅游景区经营（宝峰湖、大庸古城）、旅游客运（环保客运、观光电车）、旅行社经营（张家界中国旅行社股份有限公司）、旅游客运索道经营（主要为杨家界索道）、其他（酒店运营等）	31.14%	28.88	13.18	4.32	4.59	-5.82	-5.49
公司本部口径	承担部分基础设施建设业务，享有部分景区及载人工具分成收益	--	470.09	211.03	12.33	7.02	8.00	6.86
公司合并口径	--	--	572.20	221.99	20.64	18.14	1.70	1.33

资料来源：联合资信根据公司提供资料及公开资料整理

①公司本部景区门票及载人工具分成收益

公司本部享有景区门票及载人工具的分成收益，跟踪期内分成比例未发生变化。其中，公司本部享有武陵源核心景区大门票中 82.35 元/张（总票价 225 元/张）、黄龙洞景区 7.50 元/张（总票价 100 元/张）、宝峰湖景区 7.50 元/张（总票价 96 元/张）的门票分成收益；以及武陵源核心景区载人工具（涉及黄石寨索道、天子山索道、百龙电梯、十里画廊电车）门票价格中的分成收入等。

2025 年，公司本部收到财政划转的武陵源核心景区门票收入为 2.73 亿元（2024 年为 3.05 亿元），同比下降 10.49%。

②旅游经营

门票价格方面，2025 年以来公司主要景区门票价格未发生变化。其中，旺季时期，武陵源核心景区大门票价格为 225 元/张（包括门票价格为 165 元/张，环保车车票 60 元/张；环保客运车票单独售卖，游客可自主选择购买环保车车票），门票有效期为 4 天；武陵源核心景区年票（含环保车车票）为价格为 298 元/张，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，门票为 182 元/张；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，淡季票价相较旺季均有所优惠。

⁴ 无各业务板块收入拆分情况。

⁵ 2024 年，主要因武陵源产发对其联营企业张家界市中电嘉旺综合开发有限公司银行借款承担连带担保责任，武陵源产发确认对外担保诉讼损失 1.01 亿元（计入营业外支出）。

⁶ 2025 年大庸古城实现收入 363.78 万元，同比变化不大，截至 2025 年底，大庸古城相关资产（包括无形资产、投资性房地产、固定资产）账面价值合计 18.83 亿元，2025 年计提资产减值损失 4.59 亿元。

从景区接待量来看，2025 年，受客源结构调整及出行偏好改变等因素影响，武陵源核心景区及宝峰湖景气游客接待量分别同比下降 11.97%和 15.41%；十里画廊景区旅游人次小幅增长；杨家界索道收入同比增速较快，主要系客流量、购票品种差异、天气情况等多重因素影响所致。综上，2025 年公司主要景区整体接待量同比有所下降。

考虑到旅游行业竞争及分化情况仍在持续，作为传统 5A 级景区，武陵源核心景区面临一定业绩压力，未来客流及消费情况需关注。

图表 5 • 公司主要景区接待量情况（单位：万人次）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
武陵源核心景区	381.99	336.26	58.30
宝峰湖景区	70.27	59.44	7.84
十里画廊	122.08	123.47	17.57
杨家界索道	123.19	173.28	30.97
合计	697.53	692.45	114.68

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）基础设施建设业务

2025 年公司委托代建收入同比变化不大，期末主要在建项目待投资规模一般，但受多重因素影响结算及回款周期长，对公司资金存在明显占用。但考虑到张家界市政府作为履约主体，实际回款风险可控。

作为张家界市最大的城市基础设施建设实施主体，公司承担张家界市土地开发整理、保障性安居工程建设的任务，相关业务仍由公司本部及武陵源产发负责，业务模式为委托代建。

2025 年，公司委托代建收入同比变化不大，其中主要确认收入项目包括张罗公路城市段（1.13 亿元）、西溪坪东互通立交项目（0.89 亿元）和仙人溪河道治理项目（0.69 亿元）等。截至 2025 年底，公司存货中开发成本（期末余额 115.05 亿元）主要为基础设施建设业务产生，规模大，受外部环境变化、政府回款周期长、公司调整施工进度等因素影响，结算及回款进度缓慢，对公司资金存在明显占用，但考虑到张家界市政府作为履约主体，实际回款风险可控。

截至 2025 年底，公司主要在建项目已陆续进入建设尾期，待投资规模一般，需关注项目完工结算后政府回款情况。

图表 6 • 截至 2025 年底公司主要在建基础设施项目情况

项目名称	计划总投资（亿元）	已投资（亿元）	2026 年投资计划（亿元）	2027 年投资计划（亿元）
张家界市沿江旧城改造工程	25.00	24.50	0.10	0.20
沙堤大道	7.47	7.35	0.04	0.01
贺龙体育中心	13.13	12.07	0.20	0.10
白马泉高架桥	5.82	4.89	0.50	0.10
澧水风貌带建设项目（二）	6.54	5.54	0.30	0.20
天问路	3.00	2.46	0.10	0.10
高架桥（澧水大桥至沙堤大道）	4.59	2.59	0.70	0.70
月亮湾路	4.85	2.90	0.15	0.10
“五路六园”项目	9.35	4.79	0.15	0.10
红壁岩大桥	4.00	3.00	0.06	0.05
仙人溪河道综合整治工程	1.21	0.52	0.05	0.02
合计	84.96	70.61	2.35	1.68

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 未来发展

公司发展规划围绕旅游主业展开，可行性高。

公司未来将结合旅游经济发展水平和张家界市经济社会发展的趋势，以打造国际旅游精品为总目标，努力推进旅游产品从单一观光型向观光休闲和度假商务型转变，旅游业务从数量扩张向数量质量效益并重转变。此外，公司将做好财务融资、经营管理、

人力资源、项目运作、招商引资等工作，推进张家界西线旅游（目前公司进行委托管理）和大庸古城等重点项目建设；全面提升景区环保客运等经营性业务的效益和服务水平；积极消化土地存量，重点推进土地经营等工作。

（五）财务方面

公司提供了 2025 年财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。截至 2025 年底，公司合并范围内一级子公司仍为 8 家，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

截至 2025 年底，公司资产结构变化不大，资产受限比例一般。其中，公司与当地政府机构及平台公司形成的往来款及因基础设施建设业务产生的存货规模大，虽实质回款风险可控，但回款周期长、对资金形成明显占用，公司资产流动性较弱。

截至 2025 年底，公司合并资产总额较上年底增长 5.55%，资产结构较上年底变化不大。

图表 7• 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	340.31	62.78%	377.94	66.05%	391.53	67.01%
货币资金	6.84	1.26%	28.21	4.93%	41.83	7.16%
应收账款	9.48	1.75%	11.64	2.03%	11.70	2.00%
其他应收款（合计）	181.83	33.54%	193.71	33.85%	193.06	33.04%
存货	141.01	26.01%	143.52	25.08%	144.07	24.66%
非流动资产	201.80	37.22%	194.26	33.95%	192.72	32.99%
长期股权投资	24.98	4.61%	25.60	4.47%	25.60	4.38%
固定资产	39.40	7.27%	35.71	6.24%	34.19	5.85%
在建工程	44.90	8.28%	50.70	8.86%	51.03	8.73%
无形资产	72.68	13.41%	69.77	12.19%	69.44	11.89%
资产总额	542.11	100.00%	572.20	100.00%	584.25	100.00%

注：各科目占比均指占资产总额的比例
资料来源：联合资信根据公司财务报告表整理

受张旅集团完成重整获得重整投资款的影响，截至 2025 年底公司货币资金较上年底大幅增长 3.12 倍。公司应收账款主要为基础设施建设业务产生的应收政府回购款（其中应收张家界市财政局款项 8.49 亿元，应收张家界市武陵区财政局款项 2.34 亿元），较上年底增长 22.81%；累计计提坏账准备 2376.67 万元（计提比例 2.00%），前五大应收账款占比较高（为 92.82%）。公司其他应收款较上年底小幅增长，主要为公司与当地政府机构及国有平台公司形成的往来款，期末前五大占比较高（为 65.04%）且账期偏长（1 年内占 19.74%、1~2 年占 22.09%、2~3 年占 12.87%、3 年以上占 45.30%），累计计提坏账准备 1.86 亿元（计提比例 0.95%）。公司存货较上年底变化不大，主要为基础设施建设业务产生的开发成本（期末余额 115.05 亿元）及土地使用权（期末余额 28.17 亿元）等。根据公司与张家界市政府签订的协议，工程项目建成后应移交给张家界市政府，张家界市政府应按工程决算审计报告支付相关成本，并按投资成本 15%结算工程代建收益，相关约定一定程度上降低了公司存货跌价风险，故公司未对开发成本和土地使用权计提存货跌价准备；受外部环境等因素影响，相关资产移交的进度存在不确定性，但张家界市政府不履行支付义务的可能性较小。公司长期股权投资较上年底变化不大，主要为对张家界天门旅游经济投资有限责任公司（其他股东包括张家界市永定区国有资产监督管理局及中国农发重点建设基金有限公司；2025 年底其净资产 54.37 亿元，当期主营业务收入 11.11 亿元）等联营企业和合营企业的投资。公司固定资产（主要为景区房屋建筑物及相关设施）及无形资产（主要为门票分成收益权、武陵源核心景区门票经营收费权、张旅集团土地使用权、天子山景区等）分别受计提折旧及摊销的影响，均较上年底有所下降。公司在建工程包括杨家坪片区棚户区改造项目、袁家界项目、天子山片区项目及景区设施提质升级建造项目等，随着投入的增加而有所增长。

截至 2025 年底，公司资产受限比例一般。

图表 8 • 截至 2025 年底公司受限资产情况（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	占总资产的比例	受限原因
货币资金	0.02	0.003%	保证、押金及冻结
无形资产-土地	3.04	0.53%	抵押
无形资产-门票收益权	41.07	7.18%	借款抵押
固定资产-房屋建筑物	3.02	0.53%	抵押
投资性房地产	2.65	0.46%	抵押
持有的上市公司股权	6.72	1.17%	质押
合计	56.51	9.88%	--

注：上表所指上市公司股权（即张旅集团）的价值按其公允价值（即报告期末最后一个交易日）的股票收盘价计算
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额及资产结构均较上年底变化不大。其中货币资金较上年底大幅增长，主要系新发行债券所致。

截至 2025 年底，公司所有者权益规模小幅增长，所有者权益结构稳定性强。

截至 2025 年底，公司所有者权益 221.99 亿元，较上年底增长 4.86%，主要系利润留存及少数股东权益（张旅集团引入重整投资人）增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 94.91%，少数股东权益占比为 5.09%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 0.45%、80.55%、0.12%、0.55%和 13.23%。所有者权益结构稳定性强。

截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 225.62 亿元，较上年底变化不大。

截至 2025 年底，公司债务规模小幅增长，债务期限结构以长期为主，但债务负担仍偏重。

截至 2025 年底，公司负债总额 350.21 亿元，较上年底增长 5.99%。其中，公司预收款项较上年底变化不大，构成主要为预收土地整理款。公司其他应付款以公司与当地国企的往来款为主，较上年底增长 20.36%。

图表 9 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

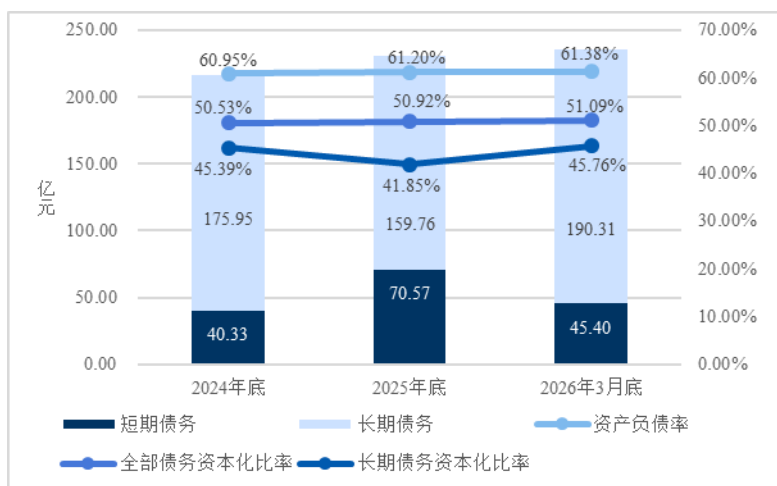
项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	141.55	42.84%	183.83	52.49%	160.60	44.78%
预收款项	26.13	7.91%	26.11	7.46%	29.79	8.31%
其他应付款（合计）	70.06	21.20%	83.32	23.79%	83.66	23.33%
一年内到期的非流动负债	28.84	8.73%	48.96	13.98%	34.00	9.48%
其他流动负债	10.00	3.03%	20.00	5.71%	10.00	2.79%
非流动负债	188.86	57.16%	166.37	47.51%	198.02	55.22%
长期借款	97.35	29.46%	99.69	28.47%	110.15	30.71%
应付债券	61.20	18.52%	36.95	10.55%	57.25	15.96%
长期应付款（合计）	24.81	7.51%	24.90	7.11%	25.94	7.23%
负债总额	330.42	100.00%	350.21	100.00%	358.62	100.00%

注：各科目占比均指占负债总额的比例
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年底，公司全部债务（已将公司合并口径的其他流动负债中的短期融资债券及长期应付款中计息部分分别调整至短期、长期债务）较上年底增长 6.50%，随着 1 年内到期的应付债券增加，短期债务占比有所提升，但债务结构仍以长期债务为主（占比 69.36%）。截至 2025 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 61.20%、50.92%和 41.85%，较上年底分别提高 0.25 个百分点、提高 0.39 个百分点和下降 3.54 个百分点。

截至 2026 年 3 月底，公司负债总额 358.62 亿元，全部债务 235.72 亿元，均较上年底变化不大。公司短期债务占比有所下降，但债务指标均较上年底有所上升。整体看，公司债务负担仍偏重。

图表 10 • 公司债务规模及杠杆水平情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

2025 年，公司营业总收入及综合毛利率同比下降，加之期间费用规模较大、大庸古城相关资产继续计提减值损失，公司盈利规模同比下滑。2026 年一季度公司营业总收入规模不大，得益于张旅集团确认重整收益，公司同比扭亏。

公司营业总收入情况详见前文分析。2025 年，公司期间费用有所压缩但规模较大，构成仍以管理费用及财务费用为主，期间费用率超 30%，对利润形成较大侵蚀。同时，受大庸古城相关资产运营低于预期的影响，本期公司继续计提资产减值损失。虽政府补贴（2025 年公司确认各类政府补助 5.34 亿元）对公司利润提供较大补充，但受前述因素影响，2025 年公司利润总额同比下降 23.75%。

图表 11 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	20.64	18.14	2.03
营业成本	12.15	11.23	1.42
费用总额	6.30	5.69	2.18
经营性利润	1.79	0.84	-1.67
资产减值损失	-4.78	-4.59	0.00
其他收益	5.72	5.34	0.03
投资收益	0.35	0.33	3.27
营业外支出	1.10 ⁷	0.40	0.03
利润总额	1.90	1.45	1.60
营业利润率	39.20%	36.01%	25.47%
总资本收益率	0.81%	0.53%	--
净资产收益率	0.80%	0.60%	--

注：经营性利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2026 年 1—3 月，公司营业总收入规模不大，实现利润总额 1.60 亿元（同比扭亏），主要系张旅集团确认 3.27 亿元重整收益所致。

2025 年，公司经营活动现金流保持净流入，考虑到公司对在建工程持续建设投入且债务规模较大、债务负担较重，仍存在对外融资需求。

2025 年，公司经营活动现金净流入规模同比大幅收窄，主要系上年收到基建业务回款规模较大所致。公司投资活动现金仍呈净流出，主要系持续对在建工程（杨家坪片区棚户区改造项目、袁家界项目、天子山片区项目及景区设施提质升级建造项目等）建

⁷ 规模较大，其中主要为武陵源产发确认的对外担保诉讼损失。

设投入所致。公司筹资活动现金流同比转为净流入，主要系张旅集团收到重整投资款所致。

2026 年 1—3 月，公司经营及筹资活动现金流仍保持净流入，投资活动现金流为净流出。

图表 12 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	176.40	86.56	14.95
销售商品、提供劳务收到的现金	37.77	15.63	2.03
经营活动现金流出小计	150.06	81.02	8.64
经营现金流量净额	26.34	5.54	6.31
投资活动现金流入小计	0.80	0.37	0.02
投资活动现金流出小计	1.62	2.54	1.39
投资活动现金流量净额	-0.82	-2.17	-1.37
筹资活动前现金流量净额	25.52	3.38	4.94
筹资活动现金流入小计	57.93	81.20	38.39
筹资活动现金流出小计	81.62	63.18	29.71
筹资活动现金流量净额	-23.69	18.02	8.68
现金收入比	182.98%	86.17%	100.33%
现金及现金等价物净增加额	1.83	21.39	13.62

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债指标变化

公司偿债指标表现较弱，但考虑到公司职能定位及再融资能力很强，公司实际偿债能力优于指标表现。此外，公司对区域内国有企业提供的担保规模大，且未设置反担保措施，或有负债风险需关注。

从短期偿债指标来看，公司经营获现情况趋弱，加之现金类资产对短期债务覆盖不足，短期偿债指标表现较弱。从长期偿债指标表现来看，2025 年公司盈利规模同比下滑，EBITDA 可基本覆盖利息支出，对全部债务的覆盖倍数较低。截至 2026 年 3 月底，公司及子公司获得银行授信合计 280.64 亿元，尚未使用额度 144.50 亿元，间接融资渠道畅通。综合考虑公司职能定位及再融资能力很强，公司实际偿债能力优于指标表现。

图表 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
短期偿债指标	流动比率	240.41%	205.59%	243.79%
	速动比率	140.80%	127.51%	154.09%
	经营现金流动负债比	18.61%	3.02%	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.65	0.08	--
	现金短期债务比（倍）	0.18	0.40	0.92
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	8.51	6.99	--
	全部债务/EBITDA（倍）	25.40	32.97	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.12	0.02	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.39	1.24	--
	经营现金/利息支出（倍）	4.29	0.99	--

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及提供资料整理

截至 2026 年 3 月底，公司对外担保余额 89.63 亿元，占期末净资产的 39.73%，被担保对象集中，为区域内国有企业，且未设置反担保措施，或有负债风险需关注。

截至 2025 年底，公司本部不存在重大未决诉讼。子公司张旅集团涉及的未决诉讼金额合计 9605.43 万元，占其 2025 年底净资产的 7.29%，包括张旅集团与交通银行金融借款合同纠纷案（涉案金额 3714.71 万元），与株洲中车特种装备科技有限公司工程合同纠纷案（涉案金额 2100.63 万元）及其他诉讼事项（涉案金额合计 3790.09 万元）。

3 公司本部主要变化情况

公司本部主要开展基础设施建设业务，拥有景区门票分成收益权并承担主要融资职能。2025 年底，公司本部资产规模小幅增长，资产流动性仍偏弱，债务负担一般。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 470.09 亿元，较上年底增长 5.50%。公司本部资产主要为其他应收款（198.95 亿元，主要为公司与当地国有平台公司形成的往来款）、存货（110.61 亿元）、长期股权投资（112.98 亿元）和无形资产（27.57 亿元）等。截至 2025 年底，公司本部货币资金为 14.09 亿元。

截至 2025 年底，公司本部所有者权益为 211.03 亿元，较上年底增长 3.23%。在所有者权益中，实收资本为 1.00 亿元（占 0.47%）、资本公积合计 169.80 亿元（占 80.47%）、未分配利润合计 38.76 亿元（占 18.37%）、盈余公积合计 1.23 亿元（占 0.58%）。

截至 2025 年底，公司本部负债总额 259.06 亿元，较上年底增长 7.42%。公司本部有息债务（已将公司本部口径的其他流动负债中的短期融资债券及长期应付款中计息部分分别调整至短期、长期债务）165.68 亿元；同期末，公司本部资产负债率为 55.11%，全部债务资本化比率 43.98%，公司本部债务负担一般。

2025 年，公司本部营业总收入（主要来自基础设施代建业务收入和景区门票分成收益）7.02 亿元，其他收益 3.93 亿元，利润总额为 6.86 亿元。此外，公司本部营业总收入对当期分配股利、支付利息（2.36 亿元）的覆盖倍数较高，公司本部偿债表现较强。

现金流方面，2025 年，公司本部经营活动现金流净额为-0.72 亿元，同比转为净流出，主要系上年收到委托代建款规模较大所致；投资活动现金流净额 0.29 亿元；筹资活动现金流净额 9.56 亿元，同比转为净流入，主要系净融资规模增加所致。

（六）ESG 方面

公司 ESG 表现对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司主业为旅游及基础设施建设业务，面临的环境风险相对较小。

社会责任方面，公司积极履行作为国有企业社会责任，已基本形成较为完善、合理的市场化薪酬机制，人员稳定性高。公司注重旅游安全意识，制定了安全游览规则及各类应急防范预案。2025 年以来，未发生一般事故以上的安全生产事故。

治理方面，公司法人治理结构较为完善，内部规章制度和内控制度健全，虽未设立 ESG 相关专门委员会，但 ESG 表现对其持续经营无负面影响。

七、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，公司可持续获得政府支持。

1 支持能力

公司控股股东及实际控制人均为张家界国资委。2025 年张家界市经济保持增长，实现财政收入 38.6 亿元，一般公共预算支出 215.7 亿元，虽区域财政实力偏弱，但旅游业作为张家界市支柱产业发展前景良好。

2 支持可能性

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，公司区域地位显著，在旅游业方面享有政府的多项资产划入，并持续获得政府补助和贴息支持。具体来看，景区环保客运业是公司旅游业务中重要的盈利支撑点，公司具有独家经营权（享有 45 年运营期）；同时自 2020 年以来，公司本部获得了政府划拨的武陵源核心景区门票分成收益权，对公司收入及现金流形成有益补充。公司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任务，可持续获得补贴支持；2025 年，公司确认其他收益（主要为各类政府补助）5.34 亿元，收到财政贴息（冲减财务费用）1.50 亿元。

八、债券偿还能力分析

1 普通优先债券

截至 2026 年 3 月底，公司存续期普通优先债券包括“17 张家界专项债/PR 张家界”和“21 张家界专项债 01/21 张家界”，债券余额合计 6.00 亿元。

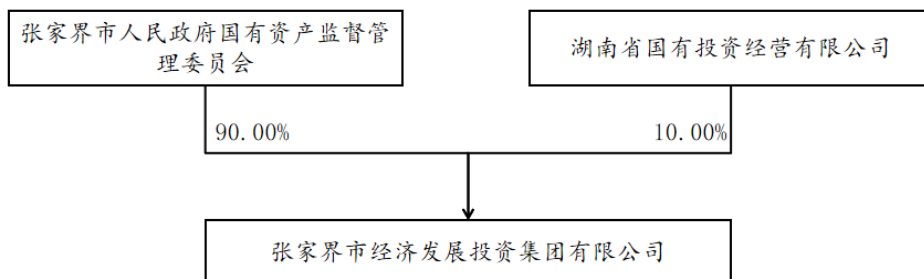
2 担保债券及担保效果分析

截至 2026 年 3 月底，公司存续期担保债券包括“22 张家界专项债 01/22 张家界”和“22 张家界专项债 02/22 张经投”，债券余额合计 9.90 亿元，由湖南财鑫提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。湖南财鑫经营财务分析详见附件 5《湖南财鑫融资担保有限公司主体长期信用评级》。基于对湖南财鑫经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定湖南财鑫个体信用等级为 aa⁻，考虑到股东支持因素，外部支持提升 2 个子级，湖南财鑫主体长期信用等级为 AA⁺_{pi}，评级展望为稳定，其担保有效提高了上述债券本息偿付的安全性。

九、跟踪评级结论

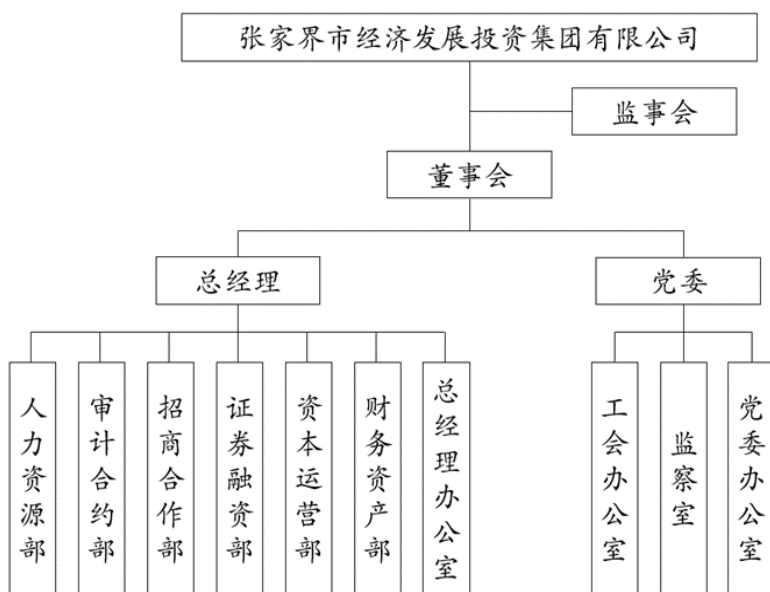
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“17 张家界专项债/PR 张家界”和“21 张家界专项债 01/21 张家界”的信用等级为 AA，维持“22 张家界专项债 01/22 张家界”和“22 张家界专项债 02/22 张经投”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据提供资料整理

附件 1-3 公司重要子公司情况（截至 2025 年底）

子公司名称	注册资本金 (万元)	主营业务	持股比例	取得方式
张家界市武陵源旅游产业发展有限公司	39000.00	武陵源风景区门票销售及旅游相关产业服务、旅游产业开发等	86.00%	划拨
张家界旅游集团股份有限公司	40481.77	旅游资源开发、旅游基础设施建设等	31.14%	非同一控制下的合并

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	7.13	28.21	41.83
应收账款（亿元）	9.48	11.64	11.70
其他应收款（亿元）	181.83	193.71	193.06
存货（亿元）	141.01	143.52	144.07
长期股权投资（亿元）	24.98	25.60	25.60
固定资产（亿元）	39.40	35.71	34.19
在建工程（亿元）	44.90	50.70	51.03
资产总额（亿元）	542.11	572.20	584.25
实收资本（亿元）	1.00	1.00	1.00
少数股东权益（亿元）	2.33	11.29	13.32
所有者权益（亿元）	211.69	221.99	225.62
短期债务（亿元）	40.33	70.57	45.40
长期债务（亿元）	175.95	159.76	190.31
全部债务（亿元）	216.27	230.33	235.72
营业总收入（亿元）	20.64	18.14	2.03
营业成本（亿元）	12.15	11.23	1.42
其他收益（亿元）	5.72	5.34	0.03
利润总额（亿元）	1.90	1.45	1.60
EBITDA（亿元）	8.51	6.99	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	37.77	15.63	2.03
经营活动现金流入小计（亿元）	176.40	86.56	14.95
经营活动现金流量净额（亿元）	26.34	5.54	6.31
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.82	-2.17	-1.37
筹资活动现金流量净额（亿元）	-23.69	18.02	8.68
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.10	1.72	--
存货周转次数（次）	0.09	0.08	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.03	--
现金收入比（%）	182.98	86.17	100.33
营业利润率（%）	39.20	36.01	25.47
总资本收益率（%）	0.81	0.53	--
净资产收益率（%）	0.80	0.60	--
长期债务资本化比率（%）	45.39	41.85	45.76
全部债务资本化比率（%）	50.53	50.92	51.09
资产负债率（%）	60.95	61.20	61.38
流动比率（%）	240.41	205.59	243.79
速动比率（%）	140.80	127.51	154.09
经营现金流动负债比（%）	18.61	3.02	--
现金短期债务比（倍）	0.18	0.40	0.92
EBITDA 利息倍数（倍）	1.39	1.24	--
全部债务/EBITDA（倍）	25.40	32.97	--

注：1.公司 2026 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化，以“--”表示；2.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.公司合并口径的其他流动负债和长期应付款中的有息部分已分别调整至短期债务及长期债务

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	5.24	14.09	26.78
应收账款（亿元）	3.74	3.09	3.09
其他应收款（亿元）	186.56	198.95	197.15
存货（亿元）	106.01	110.61	109.64
长期股权投资（亿元）	112.84	112.98	113.06
固定资产（亿元）	0.15	0.14	0.14
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	445.60	470.09	480.05
实收资本（亿元）	1.00	1.00	1.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	204.43	211.03	210.05
短期债务（亿元）	30.30	60.03	36.25
长期债务（亿元）	117.71	105.65	136.06
全部债务（亿元）	148.02	165.68	172.30
营业总收入（亿元）	12.33	7.02	0.00
营业成本（亿元）	8.26	4.47	0.00
其他收益（亿元）	3.71	3.93	0.00
利润总额（亿元）	8.00	6.86	-1.04
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	29.49	7.67	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	152.86	57.66	14.30
经营活动现金流量净额（亿元）	11.26	-0.72	7.65
投资活动现金流量净额（亿元）	0.66	0.29	0.00
筹资活动现金流量净额（亿元）	-9.32	9.56	5.05
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.93	2.05	--
存货周转次数（次）	0.08	0.04	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.02	--
现金收入比（%）	239.12	109.23	*
营业利润率（%）	32.55	35.41	-4292.51
总资本收益率（%）	2.22	1.66	--
净资产收益率（%）	3.91	3.25	--
长期债务资本化比率（%）	36.54	33.36	39.31
全部债务资本化比率（%）	42.00	43.98	45.06
资产负债率（%）	54.12	55.11	56.24
流动比率（%）	249.05	208.71	245.54
速动比率（%）	161.66	138.17	165.70
经营现金流动负债比（%）	9.29	-0.46	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.23	0.74
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：1.公司本部 2026 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；2.公司本部的其他流动负债和长期应付款中的有息部分已分别调整至短期债务及长期债务；3.由于未能获取公司本部折旧、摊销等数据，公司本部 EBITDA 及相关指标无法计算，以“/”表示；4.“*”表示计算后无穷大或无穷小的异常值
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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 4-1 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 4-2 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 4-3 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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断

附件 5 湖南财鑫融资担保有限公司主体长期信用评级报告

一、主体概况

常德财鑫融资担保有限公司成立于 2008 年 4 月 8 日，已于 2026 年 2 月 14 日更名为湖南财鑫融资担保有限公司（以下简称“湖南财鑫”），由湖南财鑫投资控股集团有限公司（以下简称“财鑫集团”）全额出资设立，为国有政策性担保机构。截至 2025 年末，湖南财鑫注册资本及实收资本均为 80.00 亿元，单一股东为财鑫集团，实际控制人为常德市财政局。

湖南财鑫主营业务为担保业务。截至 2025 年末，湖南财鑫拥有 3 家子公司。

图表 1 • 截至 2025 年末湖南财鑫重要子公司情况

子公司名称	子公司简称	注册资本（亿元）	控股比例（%）
常德财科融资担保有限公司	财科担保	10.00	97.80
常德市善德融资担保有限公司	善德担保	1.00	100.00
常德市圣禹基业融资担保有限公司	圣禹担保	1.00	85.00

资料来源：联合资信根据公开资料整理

湖南财鑫注册地址：常德柳叶湖旅游度假区柳叶湖街道万寿社区月亮大道 666 号财富中心 B 栋 21 层；法定代表人：杨明。

二、经营分析

1 经营概况

2023—2025 年，湖南财鑫营业收入先下降后升高，担保业务对收入的贡献突出；本期增加担保余额和期末在保余额先降后增、波动增长。

2023—2025 年，湖南财鑫营业收入先降后增、波动下降，年均复合下降 5.05%，主要系担保业务收入波动所致；湖南财鑫营业收入主要来自于担保收入，近三年占比均超过 97%，主营业务突出。

图表 2 • 湖南财鑫营业收入构成情况

项目	2023 年		2024 年		2025 年	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
担保收入	5.54	98.67	2.65	97.84	5.01	98.89
其他收入	0.07	1.33	0.06	2.16	0.06	1.11
营业收入合计	5.62	100.00	2.70	100.00	5.06	100.00

资料来源：湖南财鑫审计报告，联合资信整理

2023—2025 年，湖南财鑫本期增加担保余额先降后增、波动增长，受此影响，期末在保余额亦同向变化。截至 2025 年末，湖南财鑫期末在保余额 422.99 亿元，业务规模很大。

图表 3 • 湖南财鑫担保业务开展情况（亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
本期增加担保余额	175.05	113.56	236.12
本期解除担保余额	131.60	132.79	165.56
期末在保余额	371.67	352.43	422.99

资料来源：湖南财鑫审计报告，联合资信整理

三、财务分析

湖南财鑫 2023—2024 年财务报告经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2025 年财务报告经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均被出具了无保留的审计意见。

2023—2025 年，湖南财鑫无对财务报表有重大影响的会计政策和会计估计变更事项，合并报表范围无变更。本文中 2023 年财务数据为 2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据为 2024 年审计报告期末数，2025 年财务数据为 2025 年审计报告期末数。

整体看，湖南财鑫合并口径财务数据可比性较强。

2023—2025 年末，湖南财鑫所有者权益整体保持稳定，权益稳定性很好；负债总额规模较小且保持稳定，实际资产负债率处于很低水平；资产规模保持稳定，但受限资产占比很高且存在较大规模资金占用；2023—2025 年，湖南财鑫净利润有所波动，规模较小，盈利能力较强。

2023—2025 年末，湖南财鑫所有者权益合计分别为 85.10 亿元、85.01 亿元和 85.31 亿元，整体保持稳定。湖南财鑫所有者权益主要由实收资本构成，截至 2025 年末，实收资本占所有者权益的比重为 93.77%，权益稳定性很好。2023—2025 年，湖南财鑫分别向股东分红 1.80 亿元、1.90 亿元和 1.90 亿元，分红比例很高，利润留存对资本补充的作用很小。

2023—2025 年末，湖南财鑫负债总额规模较小且保持稳定，负债主要由担保合同准备金、其他应付款和存入保证金组成。担保合同准备金包括未到期责任准备金和担保赔偿准备金，其规模随担保业务规模变化而波动增长。其他应付款主要为与企业间往来款和与政府部门间往来款。湖南财鑫实际资产负债率处于很低水平。

图表 4 湖南财鑫负债结构

项目	2023 年		2024 年		2025 年	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
存入保证金	1.77	10.92	1.41	8.68	1.70	10.09
其他应付款	2.70	16.65	3.60	22.14	2.00	11.89
担保合同准备金	11.04	68.23	10.23	62.83	11.63	69.03
负债总额	16.19	100.00	16.28	100.00	16.85	100.00
实际资产负债率（%）	5.08		5.97		5.11	

资料来源：湖南财鑫审计报告，联合资信整理

2023—2025 年末，湖南财鑫资产规模保持稳定，构成以货币资金、存出保证金、应收代位追偿款和其他应收款为主。截至 2025 年末，货币资金中，受限金额 46.33 亿元，系用于质押的存单；存出保证金中，受限金额 4.58 亿元，系担保保证金；湖南财鑫受限资产合计 50.91 亿元，占资产总额的比重为 49.83%，占比很高。截至 2025 年末，应收代位追偿款账面余额 9.06 亿元，已计提坏账准备 1.87 亿元，计提比例 20.62%；账面余额按账龄看，一年以内（含 1 年）占比 42.35%、1~2 年占比 20.16%、2~3 年占比 20.25%、3~4 年占比 12.59%、4 年以上占比 4.65%。其他应收款主要为与关联方的往来款，截至 2025 年末，前五大客户占其他应收款的比例为 86.30%，其中四名为湖南财鑫关联方（占其他应收款的比例为 76.35%），湖南财鑫与关联方的往来款占比较高，存在较大规模资金占用。

图表 5 湖南财鑫资产结构

项目	2023 年		2024 年		2025 年	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
货币资金	42.35	41.82	50.94	50.29	59.97	58.70
存出保证金	12.42	12.26	11.09	10.95	6.81	6.66
应收代位追偿款	4.54	4.48	6.35	6.26	7.19	7.04
其他应收款	24.52	24.21	20.52	20.26	13.97	13.68
债权投资	11.05	10.91	4.00	3.95	5.11	5.00
资产总额	101.28	100.00	101.29	100.00	102.16	100.00

资料来源：湖南财鑫审计报告，联合资信整理

湖南财鑫营业总成本主要由担保代偿形成的赔付支出、提取担保合同准备金和费用总额（主要为管理费用）等构成，2023—2025 年，营业总成本波动较大。其中 2024 年营业总成本为负值，主要由于担保业务规模减少导致提取担保合同准备金净额为负。2023—2025 年，湖南财鑫净利润先降后增，有所波动；总资产收益率和净资产收益率有所波动；整体看，湖南财鑫利润规模仍属较小，但结合担保行业来看，其盈利能力较强。

图表 6 湖南财鑫盈利情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
营业总成本	3.19	-0.20	1.18
其中：赔付支出净额	0.48	0.11	0.04
提取担保合同准备金	2.34	-0.82	1.41
费用总额	0.27	0.36	-0.36
各类减值损失	-0.49	0.10	-1.29
净利润	2.20	1.81	2.20
总资产收益率（%）	2.30	1.79	2.16
净资产收益率（%）	2.75	2.13	2.58

资料来源：湖南财鑫审计报告，联合资信整理

四、外部支持

湖南财鑫作为股东财鑫集团的核心子公司，可以得到股东很大支持；湖南财鑫实际控制人为常德市财政局，可获得当地政府的支持。

湖南财鑫股东财鑫集团是常德市大型国有金融类控股集团，业务涵盖融资担保、小额贷款、创业投资、资产管理、基金管理、典当、民间投融资服务、园区开发运营等众多领域；截至 2025 年末，财鑫集团资产总额 164.34 亿元、所有者权益 67.58 亿元；2025 年，营业总收入 6.51 亿元、净利润 0.84 亿元。湖南财鑫作为财鑫集团的核心子公司，在资本金注入、内部管理和人力资源等方面得到了财鑫集团很大支持。

湖南财鑫是常德市财政局实际控制的全资国有政策性担保公司，在政策、资源和资金方面可获得当地政府及金融机构的支持。

五、评级结论

基于对湖南财鑫经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定湖南财鑫个体信用等级为 aa^- ，考虑到股东支持因素，外部支持提升 2 个子级，湖南财鑫主体长期信用等级为 AA^+_{pi} ，评级展望为稳定。