

信用评级公告

联合〔2022〕1623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 2022 年第一期张家界市经济发展投资集团有限公司城市停车场建设专项债券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，2022 年第一期张家界市经济发展投资集团有限公司城市停车场建设专项债券的信用等级为 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：

二〇二二年三月十一日

2022 年第一期张家界市经济发展投资集团有限公司 城市停车场建设专项债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

担保方主体长期信用等级：AA⁺

本期专项债券信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期专项债券发行规模：本期计划发行规模 11 亿元，其中基础发行额 5.5 亿元，弹性配售额 5.5 亿元

本期专项债券期限：7 年

担保方：常德财鑫融资担保有限公司

担保方式：提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

偿还方式：本期专项债券每年付息一次，分次还本。本期专项债券从第 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。本期专项债券存续期后 5 年利息随本金一起支付，年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自其兑付日起不另计利息

募集资金用途：基础发行额 5.50 亿元，其中 3.30 亿元拟用于张家界市城市停车场建设项目，2.20 亿元用于补充营运资金。如行使弹性配售选择权，总发行规模为 11.00 亿元，其中 6.60 亿元拟用于张家界市城市停车场建设项目，4.40 亿元用于补充营运资金。

评级时间：2022 年 3 月 11 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	V3.0.201907
旅游企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

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。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，公司核心景区客流量大幅减少，导致整体收入规模显著下降，经营性利润亏损。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周期长且回款存在不稳定性、往来款快速增长、有息债务快速增长且债务负担重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。

本期专项债券设置的分期偿还条款有助于减轻公司未来集中偿付压力，项目回款安排对本期专项债券的本息偿还形成一定保障。本期专项债券由常德财鑫融资担保有限公司（以下简称“常德财鑫”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期专项债券本息偿付的安全性。

未来，随着基建项目收入陆续结转，国内疫情防控常态化，公司景区接待逐步恢复，以及市内旅游资源国有化后的进一步整合，交通条件优化，公司经营业绩有望得到回升。

基于对公司主体长期信用状况以及本期专项债券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，本期专项债券信用等级为 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。张家界景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。
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 69.64%股

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	评级结果		AA
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	4
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
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，政府支持力度大。				+3

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

刘丙江

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

权及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。2018 年和 2019 年公司获得政府补助分别为 1.79 亿元和 1.34 亿元，2020 年公司获得政府补助 3.70 亿元及财政贴息资金 2.20 亿元。

4. 本期专项债券设置分期偿还条款有助于减轻公司未来集中偿付压力。常德财鑫为本期专项债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升本息偿付的安全性。本期专项债券分期偿还最高额度为 3.30 亿元，担保方常德财鑫为湖南省大型融资担保机构之一，资产规模位居全省同行业前列、地级市首位，担保实力较强。

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，2020 年营业收入同比下滑 31.06% 至 10.84 亿元，经营性利润为负，利润总额下滑至 0.56 亿元，同比减少 1.01 亿元。2021 年 7 月底，新冠疫情在张家界地区反复，对区域内旅游产业形成较大冲击，联合资信将持续关注张家界地区疫情防控及公司旅游业务恢复情况。

2. 张家界市财政收入下滑幅度较大。2020 年，受新冠疫情对区域旅游产业的冲击影响，张家界全市一般公共预算收入 52.0 亿元，比上年下降 20.4%。其中，地方财政收入 32.1 亿元；地方财政收入中，税收收入 21.9 亿元，比上年下降 14.4%。

3. 受关联方往来拆借及城市基础设施建设持续投入影响，公司有息债务快速增长，债务负担重。公司其他应收款（关联方往来款）快速增长，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，截至 2020 年底有息债务较 2019 年底增长 20.13% 至 226.56 亿元。2022 年，公司本部口径到期债券金额为 18.00 亿元。

4. 公司经营获现能力弱。2018—2020 年，受支付往来款及对外拆借规模增加影响，公司经营活动现金净流量分别为 4.89 亿元、-18.04 亿元和 -17.69 亿元。

5. 公司存在一定或有负债风险。截至 2021 年 9 月底，公司对外担保余额 44.91 亿元，担保比率为 23.39%，担保比率高，

存在一定或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
现金类资产(亿元)	36.42	13.32	16.36	21.10
资产总额(亿元)	400.02	416.17	486.98	497.87
所有者权益(亿元)	165.81	166.65	195.68	192.02
短期债务(亿元)	21.49	30.19	44.89	46.33
长期债务(亿元)	147.97	158.39	181.67	181.48
全部债务(亿元)	169.46	188.59	226.56	227.81
营业收入(亿元)	16.56	15.72	10.84	4.38
利润总额(亿元)	1.73	1.57	0.56	-3.80
EBITDA(亿元)	8.44	7.51	6.17	--
经营性净现金流(亿元)	4.89	-18.04	-17.69	15.63
营业利润率(%)	35.93	37.46	14.57	21.18
净资产收益率(%)	0.98	0.82	0.36	--
资产负债率(%)	58.55	59.96	59.82	61.43
全部债务资本化比率(%)	50.54	53.09	53.66	54.26
流动比率(%)	297.23	266.10	284.89	260.45
经营现金流动负债比(%)	6.19	-22.11	-17.87	--
现金短期债务比(倍)	1.69	0.44	0.36	0.46
EBITDA 利息倍数(倍)	1.29	1.10	1.11	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.07	25.11	36.75	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额(亿元)	295.35	321.62	382.32	387.36
所有者权益(亿元)	152.20	152.59	183.69	181.14
全部债务(亿元)	103.01	113.69	136.75	142.17
营业收入(亿元)	8.12	7.05	7.00	0.00
利润总额(亿元)	0.28	0.91	2.80	-2.56
资产负债率(%)	48.47	52.56	51.95	53.24
全部债务资本化比率(%)	40.36	42.70	42.67	43.97
流动比率(%)	371.79	277.73	284.44	286.83
经营现金流动负债比(%)	4.36	-29.22	-19.78	--

注：2021 年 1—9 月财务数据未经审计；合并口径现金类资产已剔除受限货币资金；合并口径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	2021-11-16	刘伟 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	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	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	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编号

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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

2022 年第一期张家界市经济发展投资集团有限公司 城市停车场建设专项债券信用评级报告

一、主体概况

张家界市经济发展投资集团有限公司(以下简称“公司”或“张家界经投”)前身为张家界市经济发展投资有限责任公司,是经张家界市人民政府以张政函(1999)124号文件批准成立的国有独资公司。2005年6月,经张家界市人民政府批准,公司名称变更为现名。经历多次增资扩股,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”),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2021年9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2021年9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2021年9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2021年9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2020年底,公司合并资产总额为486.98亿元,所有者权益合计为195.68亿元(含少数股东权益9.68亿元)。2020年,公司实现营业收入10.84亿元,利润总额0.56亿元。

截至2021年9月底,公司合并资产总额为497.87亿元,所有者权益合计为192.02亿元(含少数股东权益9.27亿元)。2021年1—9月,公司实现营业收入4.38亿元,利润总额-3.80亿元。

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、本期专项债券及募投项目概况

1. 本期专项债券概况

本次专项债券已经国家发展和改革委员会发改企业债券(2021)152号文件注册公开发行,注册规模15亿元。公司已于2021年发行2021年第一期张家界市经济发展投资集团有限公司城市停车场建设专项债券(发行规模4亿元),并拟于2022年发行剩余额度11亿元城市停车场建设专项债券(以下简称“本期专项债券”),其中基础发行额5.50亿元,弹性配售额5.50亿元,本期专项债券期限为7年。偿还方式为每年付息一次,分次还本。本期专项债券从第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。本期专项债券存续期后5年利息随本金一起支付,年度付息款项自付息日起不另计利息,到期兑付款项自其兑付日起不另计利息。

本期专项债券由常德财鑫融资担保有限公司（以下简称“常德财鑫”）提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期专项债券募集资金用途概况

本期专项债券基础发行额5.50亿元，其中3.30亿元拟用于张家界城市停车场建设项目，2.20亿元用于补充营运资金。如行使弹性配售选择权，总发行规模为11.00亿元，其中6.60亿元拟用于张家界城市停车场建设项目，4.40亿元用于补充营运资金。本次债券募集资金投资项目基本情况如下表所示：

表1 本次债券募投项目基本情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金	占总投资比例
张家界市城市停车场建设项目	14.98	9.00	60.08%
补充营运资金	--	6.00	--
合计	14.98	15.00	--

资料来源：公司提供

（1）项目概况

张家界市城市停车场建设项目拟建地点位于张家界市永定区和桑植县，包括桑植高速东出口、桑植高速西出口、桑植高铁站、苦竹寨中心广场、九天洞景区入口处、鸭坪屋王村下码头服务区。

项目停车场共计6个地块，总用地面积390亩，总建筑面积175300.00平方米（停车楼及辅助用房），停车位共8772个（其中大巴车车位466个，环保车车位499个、小汽车车位7807个），充电桩2200套（其中大巴车、环保车充电桩250套，小汽车1950套）。分别是桑植高速东出口停车场，用地面积50亩，停车位863个，充电桩216套；桑植高速西出口停车场，用地面积20亩，停车位345个，充电桩88套；桑植高铁站停车场，用地面积200亩，停车位5493个，充电桩1376套；苦竹寨中心停车场，用地面积50亩，停车位863个，充电桩216套；九天洞停车场，用地面积20亩，停车位345个，充电桩88套；鸭坪停车场，用地面积50亩，停车位

863个，充电桩216套。

本项目总投资估算为149793.17万元，拟使用本次债券资金90000.00万元，占总投入资金的60.08%；公司自筹资金为59793.17万元，占总投资的39.92%。截至本报告出具日，九天洞停车场、苦竹寨中心停车场部分停车位已建成，其余停车场正在进行前期工作，尚未正式开工。

（2）项目审批情况

张家界市城市停车场建设项目于2017年11月24日获得张家界市规划管理局出具的《建设项目选址意见书》（建规（选）字第X201711001号）；于2017年11月30日获得张家界市国土资源局出具的《关于张家界市城市停车场建设项目用地意见的函》（张国土资预审字（2017）122号）；于2017年12月26日获得张家界市发展和改革委员会出具的《张家界市城市停车场建设项目的节能评估报告的确认函》（张能审函（2017）96号）；于2017年12月29日获得张家界市环境保护局出具的《关于张家界市城市停车场建设项目环境影响报告表的批复》（张环审（2017）249号）；于2018年1月3日获得张家界市社会稳定风险评估中心出具的《张家界市社会稳定风险评估中心的备案意见》（张稳评备字（2018）1号）；于2018年1月18日获得张家界市发展和改革委员会出具的《关于核准张家界市城市停车场建设项目的批复》（张发改审批（2018）4号）。

（3）项目收益及资金回流情况

张家界市城市停车场建设项目回流资金由停车费收入以及汽车充电收入两部分构成。根据《张家界市城市停车场建设项目可行性研究报告》测算，本项目预计2021年底完工，从2022年开始部分运营，项目的收入主要来源于停车费收入以及汽车充电收入。本期专项债券存续期内停车费收入为199781.44万元，汽车充电收入13948.11万元。

停车收费标准按照《张家界市机动车停放服务收费管理实施细则》执行，分为白天（07:00-22:00）和夜晚（22:00-次日07:00）两个标准，白天按照大巴车12元/小时、环保车8元/小时、

小汽车 6 元/小时计取，夜晚按照大巴车 25 元/晚、环保车不计取费用、小汽车 15 元/晚计取。根据张家界旅游情况，旅游旺季为 6 个月，停车收费涨价 30%计取。

根据目前收费标准情况，预计 2025 年涨价一次，分别为白天按照大巴车 16 元/小时、环保车 10 元/小时、小汽车 8 元/小时，夜晚按照大巴

车 35 元/晚、环保车不计取费用、小汽车 20 元/晚计取。

充电桩数量总计 2200 套，建设期第一年使用率约为 35%，每年按增长 5%计算，单次充电量按小汽车 60kwh 计算，单价按 0.9 元/kwh 计算，预计 2025 年涨价至 1.1 元/kwh。

表 2 张家界市城市停车场建设项目收益预测表（单位：万元）

年度	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	合计
项目收入	--	24226.91	25212.61	32302.39	43368.97	43995.89	44622.80	213729.57
经营成本	--	2690.23	2790.60	3501.39	4609.89	4674.43	2677.37	23005.54
税金及附加	--	1453.61	1512.76	1938.14	2602.14	2639.75	4739.00	12823.77
净收益	--	20083.07	20909.26	26862.85	36156.95	36681.70	37206.43	177900.26

资料来源：公司提供

整体看，本期专项债券存续期内，张家界市城市停车场建设项目预计净收益为 177900.26 万元，能够覆盖本期专项债券本息。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021 年，中国统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021 年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021 年中国国内生产总值 114.37 万亿元，按不变价计算，同比增长 8.10%，

两年平均增长¹5.11%。分季度来看，GDP 当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为 18.30%、7.90%、4.90%和 4.00%。从两年平均增速来看，上半年中国经济稳定修复，一、二季度分别增长 4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至 4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP 两年平均增速小幅回升至 5.19%。

三大产业中，第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08%和 5.31%，均高于疫情前 2019 年的水平，恢复情况良好；第三产业增加值两年平均增速为 5.00%，远未达到 2019 年 7.20%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 3 2017 - 2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98

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，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期计算的几何平

均增长率，下同。

出口增速 (%)	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速 (%)	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速 (%)	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

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. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数；

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021 年中国社会消费品零售总额 44.08 万亿元，同比增长 12.50%；两年平均增速 3.98%，与疫情前水平（2019 年为 8.00%）差距仍然较大，主要是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，2021 年全国固定资产投资（不含农户）54.45 万亿元，同比增长 4.90%；两年平均增长 3.90%，较疫情前水平（2019 年为 5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑中国出口高增长。2021 年，中国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额 3.36 万亿美元，同比增长 29.90%；进口金额 2.69 万亿美元，同比增长 30.10%；贸易顺差达到 6764.30 亿美元，创历史新高。

2021 年，CPI 温和上涨，PPI 冲高回落。2021 年，CPI 同比上涨 0.90%，扣除食品和能源

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万

亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目

价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021 年 PPI 同比上涨 8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末，社融存量余额为 314.13 万亿元，同比增长 10.30%，增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目

落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。

2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50% 左右的调控目标。2021 年全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年中国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出中国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年中国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年中国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

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，旅游行业多种业态进入“停摆”状态，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。

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。“十三五”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。

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，新冠肺炎疫情影响持续，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，但新冠肺炎疫情影响持续，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4 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，提升入境旅游统一推介平台水平等。
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期间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安全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，明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、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到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投资建设重点，为城投企业提供了项目储备空间，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 5 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

投资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

2020年以来，张家界市旅游产业受到疫情影响严重，游客接待量及旅游收入同比大幅下滑，经济发展及财政收入大幅减少。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。

根据《张家界2020年国民经济和社会发展统计公报》，全年地区生产总值556.68亿元，比上年增长2.0%。其中，第一产业增加值82.15亿元，增长3.8%；第二产业增加值87.24亿元，增长3.8%；第三产业增加值387.29亿元，增长1.3%。

旅游业是张家界市重要支柱产业。截至2020年底，全市国家等级旅游区（点）26个。其中，5A级2个，4A级12个。2020年，张家界全年国内游客4969.2万人次，比上年减少26.4%；入境游客3.1万人次，下降97.7%。旅游总收入569.0亿元，下降31.5%。其中，国内旅游收入568.2亿元，下降26.3%；国际旅游收入0.1亿美元，下降98.7%。

根据《张家界市2020年国民经济和社会发展统计公报》显示，2020年，张家界市全市一般公共预算收入52.0亿元，比上年下降20.4%。其中，地方财政收入32.1亿元；地方财政收入中，税收收入21.9亿元，下降14.4%；非税收入10.2亿元，下降15.5%。一般公共预算支出198.4亿元，增长7.7%，其中民生支出153.7亿元，增长6.8%。

2021年7月，张家界地区新冠疫情再次爆发，张家界市政府于7月30日关闭市内所有景区景点，并于8月27日恢复开放。联合资信将持续关注新冠疫情对区域经济环境的影响及恢复情况。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2021年9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”“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）等旅游资源。

此外，公司作为张家界市政府最大的城市基

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²。

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 2020 年底，公司（合并口径）在册员工 2172 人，按学历构成来看，本科以下学历占 83.10%、本科及本科以上学历占 16.90%；按专业构成来看，管理人员和行政人员占 35.20%，生产人员占 64.80%。

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 2022 年 1 月 5 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 2022 年 3 月 11 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》和公司章程搭建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

² 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）。

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张家界天门旅游经济投资有限责任公司 45% 股权划拨给公司（计入“长期股权投资”），股权价值按照张家界天门旅游经济投资有限责任公司 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，该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项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。

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。受新冠疫情影响，景区游客接待量下降、景

区门票价格下调及代建业务规模下降影响，2018—2020 年，公司主营业务收入规模持续下降，毛利率水平波动下滑。

2018—2020 年，公司分别实现主营业务收入 16.53 亿元、15.70 亿元和 10.84 亿元。2020 年公司主营业务收入同比下降 31.06%，下降主要来自旅游服务业务。

从收入构成看，2019 年景区环保客运纳入旅游服务业板块后，公司主营业务收入主要由旅游服务业和基础设施建设业务构成。2018—2020 年，公司旅游服务板块分别为 6.45 亿元、7.57 亿元和 3.08 亿元，2020 年公司旅游服务板块收入同比下滑 59.31%，主要系全球新冠肺炎疫情对旅游行业冲击较大，旅游人数锐减进而导致收入大幅下降，同期旅行社服务业收入及酒店服务业收入分别同比下滑至 0.28 亿元和 0.20 亿元；公司基础设施建设业务收入有所波动，主要受已完工项目陆续验收回款波动影响，分别为 6.13 亿元、5.05 亿元和 5.99 亿元。2018—2020 年，公司其他业务板块收入分别为 0.57 亿元、2.02 亿元和 1.29 亿元，2019 年其他业务板块规模同比大幅增长，主要由于子公司武陵源产发于 2019 年第四季度出售部分安置房产生收入 1.93 亿元所致，2020 年其他业务板块收入为 1.29 亿元，主要为公司产业项目商品房销售 1.08 亿元及租赁服务等收入 0.21 亿元。

毛利率方面，2018—2020 年，公司主营业务综合毛利率分别为 38.18%、39.43% 和 16.44%。其中，旅游服务业务毛利率分别为 77.41%、68.61% 和 28.90%；2018—2020 年，公司酒店服务毛利率持续为负，2020 年下降至 -54.82%，主要系疫情影响下收入大幅下降、票价优惠政策（对疫情期间抗疫群体的优惠及免票政策）及固定成本维系支出所致。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%，公司该业务板块毛利率近年来保持稳定。2018—2020 年，公司旅行社服务业毛利率波动下降，分别为 18.72%、14.41% 和 17.95%，2020 年增长主要系

疫情期间旅行社服务对象散客占比较大，利润上升所致。2018—2020 年，公司其他业务板块毛利率分别为-58.47%、14.45%和 12.81%，2019 年其他业务板块毛利率同比大幅提升至 14.45%，主要系子公司新增安置房销售所致。

2021 年 1—9 月，公司实现主营业务收入 4.26 亿元，综合毛利率为 25.48%，同比均有所增长，主要系上年同期旅游主业受疫情影响大；但是对比 2019 年 1—9 月来看，公司主营业务

收入下降 53.40%，毛利率较 2019 年 1—9 月减少 20.12 个百分点，尚未恢复到疫情之前的盈利水平。其中，旅游服务业务实现收入 3.76 亿元，同比增长 20.51%，毛利率为 28.82%，同比减少 5.71 个百分点，主要系 2021 年 7 月底，新冠疫情在张家界地区有所反复，对区域内旅游产业形成较大冲击。基础设施建设业务通常在年末进行结算，故前三季度未确认收入。

表6 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	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—9 月		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
旅游服务业	6.45	39.03	77.41	7.57	48.22	68.61	3.08	28.45	28.90	3.76	88.26	28.82
旅行社服务业	1.41	8.54	18.72	0.78	4.97	14.41	0.28	2.60	17.95	0.23	4.46	10.07
景区环保客运	1.70	10.29	40.40	--	--	--	--	--	--	--	--	--
酒店服务	0.27	1.61	-36.87	0.28	1.78	-30.58	0.20	1.80	-54.82	0.15	3.52	-38.07
基础设施建设	6.13	37.06	13.04	5.05	32.17	13.04	5.99	55.28	13.04	--	--	--
其他	0.57	3.47	-58.47	2.02	12.87	14.45	1.29	11.88	12.81	0.12	2.82	74.90
合计	16.53	100.00	38.18	15.70	100.00	39.43	10.84	100.00	16.44	4.26	100	25.48

注：景区环保客运业务自 2019 年起列入旅游服务业板块

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，未来旅游收入的恢复有赖于全球疫情影响的缓释。

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。

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 2020 年底，张旅集团资产总额 27.96 亿元，所有者权益 15.12 亿元；2020 年，张旅集团实现营业收入 1.69 亿元，同比下降 60.21%，利润总额-1.04 亿元，同比大幅下滑。2022 年 1 月，张旅集团发布 2021 年业绩预告，预计全年较上年增亏 40.99%~62.68%，归属于上市公司股东的净利润为-1.30 亿元~-1.50 亿元。截至 2021 年 9 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 49.99%。

武陵源产发是武陵源景区资产主要运营主体，主要从事景区经营并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区门票收入，受全球新冠肺炎疫情影响，2020 年，武陵源产发实现营业收入 2.17 亿元，同比下降 72.18%；实现利润总额 0.90 亿元，同比变动不大，利润主要来自以政府补贴为主的营业外

收入 1.93 亿元。截至 2021 年 9 月底，武陵源产发总资产为 130.84 亿元，所有者权益为 63.76 亿元。2021 年 1—9 月实现营业收入 2.56 亿元，实现净利润-0.46 亿元，收入同比下降 26.44%，净利润大幅下降。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。

（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 2020 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。

2018—2020 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 1.99 亿元、2.00 亿元和 0.89 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 7 近年来公司景区接待量（单位：万人次）

游客接待量	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
核心景区	335.42	313.38	108.65	156.38
宝峰湖景区	78.59	48.89	14.46	6.53
十里画廊	122.42	137.45	57.23	57.28
杨家界索道	55.78	118.55	56.58	57.06

注：统计口径未包含免票人次

资料来源：公司提供

表 8 近年来张旅集团主要景区收入及毛利率（单位：万元）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1—9 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	5011.53	61.13	5430.21	62.12	1854.74	10.96	2137.46	54.09
宝峰湖景区	6748.50	52.75	4421.24	35.70	1304.61	-49.09	911.59	-43.86
杨家界索道	3531.45	13.44	6464.55	47.86	3516.80	26.06	3723.02	43.33
合计	15291.48	46.42	16316.00	49.37	6676.15	7.18	6772.07	34.99

资料来源：公司提供

2018—2020 年，武陵源核心景区接待量逐年下降，年均复合下降 43.09%。2020 年，武陵源核心景区接待人数 108.65 万人次，同比下降 65.33%，主要系受新冠肺炎疫情影响，旅游人数大幅减少所致；2018—2020 年，张旅集团下属

景区接待人数波动下降，年均复合下降 29.32%。2020 年张旅集团下属景区接待人数 128.27 万人次，同比下降 57.93%，实现收入 6676.15 万元，同比下降 59.08%。其中，十里画廊观光电车购票人数 57.23 万人次，同比下降 58.36%，实现收

入 1854.74 万元，同比下降 65.84%；宝峰湖接待人数 14.46 万人次，同比下降 70.42%，实现收入 1304.61 万元，同比下降 70.49%；杨家界索道完成购票 56.58 万人次，同比下降 52.27%，实现营业收入 3516.80 万元，同比下降 45.60%。黔常高铁已于 2019 年底正式开通运营，张吉怀高铁于 2021 年 8 月起试运营，景区交通条件的优化有望带动游客接待数量实现增长，为公司旅游业务未来发展提供有效促进。

2021 年前三季度，新冠疫情影响恢复下，核心景区接待量达 156.38 万人次，核心景区、十里画廊和杨家界索道景区接待量均超过 2020 年全年接待量，但尚未恢复到非疫情时期接待量系 2021 年 7 月份张家界区域疫情爆发，关闭所有景区所致。宝峰湖景区接待量及收入受旅游团结构、线路、价格影响尚未恢复到之前水平。

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 225 元，淡季普通门票为每人 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。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 2020 年底，公司拥有可载客车辆 339 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 2020 年底，公司客运业务年载客运力 994 万人次/年，最高载客人次 3.5 万人次/日。受环保客运价格下调及接待人次下降的影响，公司环保客运收入持续下滑，2020 年为 0.65 亿元，同比下降 56.74%，毛利率同比下降 65.36 个百分点至 -56.74%。

表 9 2018—2020 年公司旅游客运业务经营情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
可载客车辆数量（辆）	352	335	339
年载客运力（万人次/年）	2047	2250	994
最高载客人次（万人次/日）	4.8	4.8	3.5
接待人数（万人次）	335.42	313.38	121.55
载客人数（万人次）	408.7	429.6	201.56

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。

2018—2020 年，公司旅行社业务营业收入分别为 14110.68 万元、7796.64 万元和 2805.00 万元，毛利率分别为 18.72%、14.41%和 17.95%。2020 年公司旅行社业务收入保持下滑态势，主要由于因政策原因关闭落地散拼门市部业务叠加疫情影响所致。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。

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。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财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%。

公司负责开发建设的项目主要包括: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。2018年,公司确认张清公路一期及二期工程、子午西

路一期及二期工程、永定城区防洪堤工程等26个项目收入。2019年,公司基建业务确认收入5.05亿元,同比有所下降,主要系已完工项目陆续验收结转,新项目开展规模有限所致;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)。由于该板块在年末进行结算,2021年1—9月,公司未结转基建业务收入。截至2021年9月底,公司存货中的开发产品成本121.37亿元,主要为委托代建工程项目。

截至2021年9月底,公司主要在建工程总投资额79.90亿元,已累计完成投资68.25亿元,未来尚需投资11.65亿元,其中2021年10—12月计划投资1.30亿元;历史累计回款40.96亿元。

2020年底,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。

表10 截至2021年9月底公司主要代建项目情况(单位:亿元)

项目名称	计划总投资额	截至2021年9月底已完成投资额	2021年10—12月投资计划	2022年投资计划	资金来源
张家界市沿江旧城改造工程	25.00	24.50	0.20	0.10	自筹资金
沙堤大道	7.47	7.35	0.05	0.04	自筹资金
贺龙体育中心	13.13	11.37	0.15	1.20	自筹资金
白马泉高架桥*	3.83	3.83	-	-	自筹资金
澧水风貌带建设项目(二)*	5.54	5.54	-	-	自筹资金
陈家溪南路建设项目*	0.70	0.70	-	-	自筹资金
天问路*	0.87	0.87	-	-	自筹资金
滨河路(回龙路至观音桥至宝塔岗段)*	0.69	0.69	-	-	自筹资金
高架桥(澧水大桥至沙堤大道)*	2.31	2.31	-	-	自筹资金

澧水两岸截污干管整治	0.95	0.87	-	0.08	自筹资金
月亮湾路	4.85	2.90	0.20	0.95	自筹资金
“五路六园”项目	9.35	3.85	0.20	3.00	自筹资金
红壁岩大桥	4.00	3.00	0.40	0.30	自筹资金
仙人溪河道综合整治工程	1.21	0.47	0.10	0.20	自筹资金
合计	79.90	68.25	1.30	2.87	--

注：标*的项目截至本报告出具日已基本完工，正在进行项目的完工验收和结算工作；以上在建项目均已签署委托代建协议
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，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。

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，带来更多的收入。

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

公司整体经营效率尚可。

2018—2020年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数逐年下降，近三年平均值分别为13.70次、0.08次和0.03次。2020年上述三项指标分别为1.70次、0.07次和0.02次。同行业对比来看，公司2020年的三项指标均低于样本企业平均值。

表11 2020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	17.56	0.74	0.28
淳安县新安江生态开发集团有限公司	5.30	0.06	0.03
西阳县桃花源旅游投资(集团)有限公司	8.16	0.15	0.03
上述样本企业平均值	10.34	0.32	0.11
公司	1.70	0.07	0.02

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2018—2020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，并出具了标准无保留审计意见的审计结论。2021年1—9月财务报表未经审

计。

合并范围方面，2018年底公司财务报表合并范围较2017年底增加3家下属公司，减少6家下属公司；2019年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；截至2021年9月底，

公司合并范围较 2020 年底无变化。公司财务数据可比性强。

截至2020年底，公司合并资产总额为486.98亿元，所有者权益合计为195.68亿元（含少数股东权益9.68亿元）。2020年，公司实现营业收入10.84亿元，利润总额0.56亿元。

截至2021年9月底，公司合并资产总额为497.87亿元，所有者权益合计为192.02亿元（含少数股东权益9.27亿元）。2021年1—9月，公司实现营业收入4.38亿元，利润总额-3.80亿元。

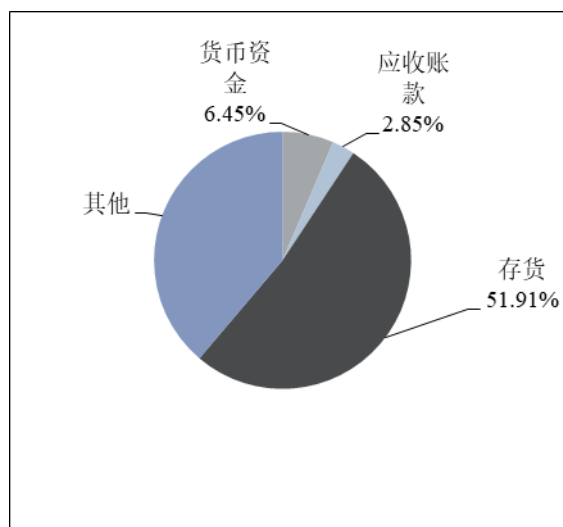
2. 资产质量

受基建业务持续投入、拆借款规模持续增长及土地使用权划入综合影响，公司资产稳定增长，以委托代建开发成本为主的存货在流动资产中占比较高，其他应收款中往来款规模大，且持续增长，对资金占用影响大；公司资产质量一般，资产流动性偏弱。

（1）流动资产

2018—2020 年末，公司资产规模不断增长，年均增长 10.33%。截至 2020 年底，公司资产总额 486.98 亿元，较上年底增长 17.01%。资产构成方面，流动资产占 57.92%，非流动资产占 42.08%，资产结构以流动资产为主。

图 1 截至 2020 年底公司流动资产构成情况



资料来源：联合资信整理

2018—2020 年末，公司流动资产波动增长。截至 2020 年底，公司流动资产为 282.04 亿元，

较上年底增长 29.93%，主要由货币资金（占 6.45%）、应收账款（占 2.85%）、存货（占 51.91%）和其他应收款（合计）（占 37.95%）构成。

2018—2020 年末，公司货币资金波动下降，年均复合下降 29.51%。截至 2020 年底，公司货币资金 18.19 亿元，较上年底增长 35.99%，其中银行存款 16.10 亿元；使用受限的货币资金 2.09 亿元，占货币资金的 11.49%，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 2 亿元，受限比例较低。

2018—2020 年末，公司应收账款快速增长，截至 2020 年底，公司应收账款较上年底大幅增长 77.69%至 8.02 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 7.42 亿元，占应收账款期末余额的 92.01%，未计提减值。

2018—2020 年末，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 20.42%。截至 2020 年底，公司其他应收款账面价值为 105.97 亿元，较上年底增长 23.19%，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 99.49%，公司共计提坏账准备 0.58 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，款项收回可能性大；公司前五名其他应收款合计 67.10 亿元，占全部其他应收款的 63.32%，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（15.16 亿元）、张家界市棚户区改造投资有限公司（15.08 亿元）、张家界市高铁新区开发建设有限公司（13.69 亿元）、张家界国资委（12.83 亿元）和张家界市财政局（10.33 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 2021~2025 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 0.14 亿元，联合资信将持续

关注上述款项回收情况。

2018—2020 年末，公司存货波动增长，截至 2020 年底，公司存货账面价值为 146.40 亿元，较上年底增长 33.47%，主要系张家界市政府终止收回土地事项并将土地入账（土地入账价值 28.17 亿元）以及开发成本增加所致。公司存货主要由开发成本 118.16 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

2018—2020 年末，公司非流动资产不断增长，年均增长 11.43%，截至 2020 年底，公司非流动资产 204.94 亿元，较上年底增长 2.93%，构成上以长期股权投资（占 11.82%）、固定资产（占 20.14%）、在建工程（占 21.31%）和无形资产（占 41.18%）为主。

2018—2020 年末，公司可供出售金融资产年均复合增长 1.82%，截至 2020 年底，公司可供出售金融资产 8.22 亿元，较 2019 年底增长 4.79%，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 1.92 亿元。

2018—2020 年末，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 257.02%，截至 2020 年底，公司长期股权投资合计 24.23 亿元，较上年底增长 5.75%，主要为持有天门旅投股权 22.68 亿元。截至 2020 年底，公司长期股权投资权益法下确认的投资收益合计 0.48 亿元。

2018—2020 年末，公司固定资产年均复合变动率为-0.37%，截至 2020 年底，公司固定资产价值 41.27 亿元，较上年底变动不大，当年由在建工程转入固定资产合计 0.45 亿元。公司固定资产主要由房屋建筑物（占 96.20%）构成；公司固定资产累计折旧 9.30 亿元，未计提减值损失。

2018—2020 年末，公司在建工程快速增长，年均复合增长 20.39%，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。截至 2020 年底，公司在建工程账面净值 43.68 亿元，较上年底增长 18.33%，2020 年新增投资 7.74 亿元。公司在建工程主要为大庸古城南门口特色街区项目（10.60 亿元）、杨家坪片区棚户区改造（5.57 亿元）、天子山项目（3.28 亿元）及袁家界项目（3.35 亿元）等，其余在建项目金额均较小。公司计提减值准备 0.09 亿元。

2018—2020 年末，公司无形资产有所波动，截至 2020 年底，公司无形资产账面价值 84.39 亿元，较上年底减少 2.02%，主要为门票分成收益权 31.14 亿元和张家界武陵源核心景区门票经营收益权 41.17 亿元；公司无形资产累计摊销 11.67 亿元，其中 2020 年新增摊销 2.13 亿元。公司无形资产未计提减值准备。

截至 2021 年 9 月底，公司资产总额 497.87 亿元，较 2020 年底变动不大。其中，流动资产 291.48 亿元；货币资金较 2020 年底增长 31.96% 至 24.01 亿元；其他应收款较 2020 年底变化不大，为 106.48 亿元，前五名其他应收款合计 67.28 亿元，占全部其他应收款的 63.19%，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（14.27 亿元）、张家界市棚户区改造投资有限公司（16.19 亿元）、张家界市高铁新区开发建设有限公司（14.71 亿元）、张家界国资委（12.83 亿元）和张家界财政局（9.28 亿元）。非流动资产中，投资性房地产较 2020 年底增长 6.41 亿元，主要系大庸古城部分商铺出租后转入投资性房地产核算所致；固定资产较 2020 年底增加 4.16 亿元，主要为在建工程转入 5.02 亿元。其余科目较 2020 年底变动不大。

截至 2021 年 9 月底，公司资产受限部分合计 57.20 亿元，占公司资产总额的 11.49%，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 40.11 亿元。

3. 所有者权益及负债

公司所有者权益以资本公积为主，权益稳定强；有息债务随着基建业务投入及拆借款增

加，持续较快增长，期限以长期为主，整体债务负担重。

（1）所有者权益

2018—2020 年末，公司所有者权益有所增长，截至 2020 年底，公司所有者权益合计 195.68 亿元，较上年底增长 17.42%，主要系 2020 年 6 月张家界市人民政府终止收回三宗土地使用权价值 28.61 亿元转回资本公积所致；公司归属于母公司所有者权益 186.00 亿元，其中股本 1.00 亿元（占 0.54%）、资本公积 172.78 亿元（占 92.89%）、盈余公积 1.23 亿元（占 0.66%）、未分配利润 10.97 亿元（占 5.90%）。

截至 2021 年 9 月底，公司所有者权益 192.02 亿元，较 2020 年底减少 3.66 亿元，主要系公司前三季度亏损导致未分配利润下滑。公司权益结构变动不大。

（2）负债

2018—2020 年末，公司负债规模不断增长，年均复合增长 11.52%，截至 2020 年底，公司负债合计 291.30 亿元，较上年底增长 16.75%。其中流动负债占 33.99%，非流动负债占 66.01%，负债结构较 2019 年底变动不大。

2018—2020 年末，公司流动负债不断增长，年均增长 11.91%。截至 2020 年底，公司流动负债合计 99.00 亿元，较上年底增长 21.37%。其中，短期借款、其他应付款及一年内到期的非流动负债变动较大。

2018—2020 年末，公司短期借款快速增长，年均复合增长 78.83%，截至 2020 年底，公司短期借款合计 9.24 亿元，较上年底增长 82.29%；构成上主要为质押借款（4.33 亿元）和抵押借款（4.00 亿元），截至目前，公司无已逾期未偿还的短期借款。

2018—2020 年末，公司预收款项波动增长，年均复合增长 31.70%。截至 2020 年底，公司预收账款为 30.29 亿元，较上年底变化不大，主要为集团本部预收土地整理收益 30.22 亿元。

2018—2020 年末，公司其他应付款波动下降，截至 2020 年底，公司其他应付款为 17.04 亿元，较上年底增长 22.94%，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茅岩河旅游开发股份有限公司 3.83 亿元、湖南发展集团湘发城市建设投资有限公司 3.15 亿元及张家界市公共交通发展有限公司 1.94 亿元等。构成上以往来款为主，占其他应付款的 94.07%，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 2020 年底，其他应付款前五名合计 11.01 亿元，占其他应付款总额的 64.65%，集中度高。

表 12 2020 年底公司其他应付款前五名情况
(单位：亿元)

名称	金额	占比 (%)
张家界茅岩河旅游开发有限公司	3.83	22.50
湖南发展集团湘发城市建设投资有限公司	3.15	18.50
张家界市公共交通发展有限公司	1.94	11.39
张家界市市政工程有限责任公司	1.21	7.10
张家界市高铁新区开发建设有限公司	0.88	5.16
合计	11.01	64.65

资料来源：公司审计报告

2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动负债快速增长，截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债为 35.64 亿元，较上年底增长 41.87%，主要为一年内到期的长期借款 17.53 亿元和一年内到期的应付债券 18.00 亿元。

2018—2020 年末，公司非流动负债不断增长，年均复合增长 11.33%。截至 2020 年底，公司非流动负债 192.30 亿元，较上年底增长 14.50%，主要由长期借款（占 59.17%）和应付债券（占 28.13%）构成。

2018—2020 年末，公司长期借款有所增长，年均复合增长 8.54%。截至 2020 年底，公司长期借款 113.78 亿元，较上年底增长 12.11%。截至 2020 年底，公司长期借款中质押借款 81.49 亿元、抵押借款 30.14 亿元、保证借款 7.82 亿元、信用借款 11.86 亿元，一年内到期部分为 17.53 亿元。

2018—2020 年末，公司应付债券不断增长，年均复合增长 11.56%。截至 2020 年底，公司应付债券为 54.10 亿元，较 2019 年底增长 22.95%，主要为新发行的中期票据增加。

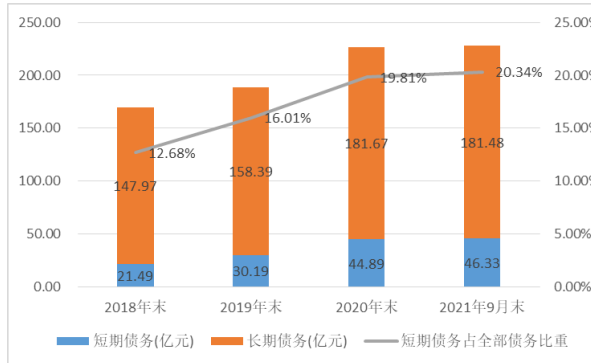
2018—2020 年末，公司长期应付款快速增长，年均复合增长 33.98%。截至 2020 年底，公司

长期应付款合计19.80亿元，较上年底增长10.48%，主要系新增张家界市财政局拨入土地专项债3.49亿元所致。

截至2021年9月底，公司负债合计305.85亿元，较2020年底增长4.99%，其中其他应付款（合

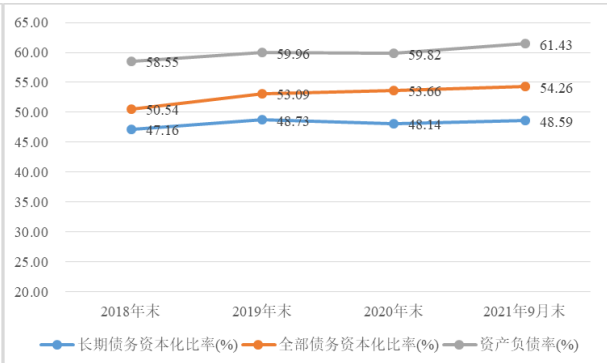
计）增加11.33亿元，系张家界市武陵源财政局拨给武陵源产发的化债资金增加12.60亿元所致。负债结构较2020年底变化不大，仍以非流动负债为主。

图2 2018-2020年末及2021年9月末公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图3 2018-2020年末及2021年9月末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，2018—2020年末，公司全部债务逐年增长。截至2020年底，公司全部债务226.56亿元，较上年底增长20.13%。其中短期债务占19.81%，长期债务占80.19%。截至2020年底，公司资产负债率和长期债务资本化比率均较上年底有所下降，分别为59.82%和48.14%，全部债务资本化比率较上年底有所上升，为53.66%。

截至2021年9月底，公司全部债务227.81亿元，较上年底增长1.25%，其中长期债务合计181.48亿元，短期债务合计46.33亿元。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61.43%、54.26%和48.59%。

表13 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)
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	8.00
21 张家界 01	2026-11-02	15.00
20 张家界经投 MTN002	2025-04-21	5.00
20 张家界经投 MTN001	2025-03-16	10.00
20 张家界经投 PPN001	2023-09-02	13.10
21 张家界经投 CP001	2022-09-30	10.00

19 张家界经投 PPN002	2022-09-25	2.40
19 张家界经投 PPN001	2022-05-29	5.60
合计	—	73.10

资料来源：Wind

4.盈利能力

受基建业务收入确认规模减少、景区门票价格调减及游客接待量下降影响，公司营业收入规模逐年下降，2020年受到疫情冲击收入大幅下滑，期间费用对利润侵蚀明显，主业盈利能力弱，利润总额对政府补贴支持依赖性很强。

2018—2020年，公司营业收入逐年下降，年均复合下降19.09%，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。同期，公司营业成本同比下降4.93%至9.05亿元。2018—2020年，公司营业利润率逐年下降，分别为35.93%、37.46%和14.57%。

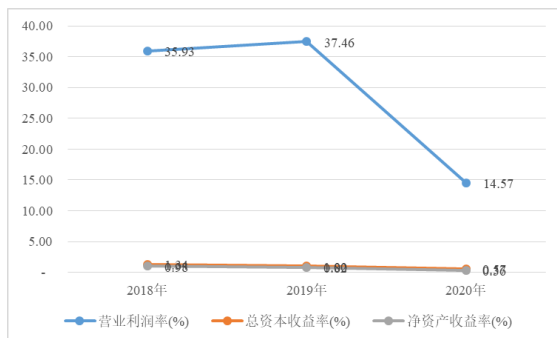
从期间费用来看，2018—2020年，公司期间费用波动增长，分别为6.34亿元、5.75亿元和5.15亿元，2020年期间费用同比减少10.45%，

其中，公司财务费用为 1.58 亿元，同比下降 23.01%，主要系公司收到财政贴息资金 2.20 亿元冲减利息支出所致；期间费用率为 47.50%，同比增长 10.93 个百分点，主要系收入规模大幅下滑导致期间费用率上升。

2018—2020 年，公司投资收益波动增长，2020 年，公司实现投资收益 0.80 亿元，同比增长 110.38%，主要增加为持有的天门旅投权益法下核算的收益 0.48 亿元。2020 年公司实现其他收益 3.70 亿元，同比增长 169.87%，主要系疫情期间财政局增加对公司的经营补贴 1.60 亿元及其他补贴增长所致。

2018—2020 年，公司利润总额逐年下降，2020 年，公司实现利润总额 0.56 亿元，同比下降 64.43%。2020 年，公司非经常性损益（投资收益+其他收益+营业外收入）为 4.53 亿元，是利润总额的 8.09 倍，同期，公司收到财政贴息资金 2.20 亿元冲减财务费用-利息支出，该贴息支持为当期利润总额的 3.93 倍；公司经营性利润亏损，利润总额对政府补贴支持依赖性很强。

图 4 2018—2020 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，2018—2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率均逐年下降。2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别同比下降至 0.57%和 0.36%，整体盈利能力较弱。

2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 4.38 亿元，同比增长 28.07%，但仍较 2019 年 1—9 月下降 53.40%。2021 年 1—9 月，公司实现利润总额-3.80 亿元，同比减少 0.13 亿元，较 2019 年 1—9 月减少 2.41 亿元，主要系 2021 年 8 月份疫情反复影响所致。

5. 现金流及保障

公司经营活动现金流以往来款为主，经营活动现金流净额大幅净流出；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，经营活动现金净流量对投资活动现金净流量覆盖程度较差，对外融资需求较大。

从经营活动来看，2018—2020 年，公司经营活动现金流入及流出量快速下降。2020 年，公司经营活动现金流入量 50.87 亿元，同比下降 9.02%，主要为收到其他与经营活动有关的现金 37.91 亿元，主要由收到往来款构成（32.33 亿元）。2020 年，公司经营活动现金流出量 68.56 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 55.60 亿元）。2020 年，公司经营活动现金流量净额为-17.69 亿元。同期，公司现金收入比增长 2.33 个百分点至 117.32%。

从投资活动来看，2018—2020 年，公司投资活动现金流入及流出均快速下降，2020 年，公司投资活动现金流入 0.76 亿元，其中收到其他与投资活动有关的现金 0.63 亿元，主要为收到统借统还的本金及利息 0.54 亿元；同期，公司投资活动现金流出 7.08 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，2020 年为-6.32 亿元，净流出规模同比有所减少。

2018—2020 年，筹资活动产生的现金流量净额分别为 15.87 亿元、7.13 亿元和 26.80 亿元。从筹资活动来看，2020 年公司筹资活动现金流入量为 96.12 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。

2021 年 1—9 月，公司经营活动现金流量净额为 15.63 亿元；公司投资活动现金净流出 6.03 亿元，主要系子公司张旅集团和武陵源产发增加固定资产、在建工程款项的资金投入、支付投标保证金所致；公司筹资活动现金净流出 4.77 亿元。

6. 偿债指标

公司长短期偿债指标较弱，对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

表 14 公司偿债指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力	流动比率（%）	297.23	266.10	284.89
	速动比率（%）	141.78	131.64	137.01
	经营现金/流动负债（%）	6.19	-22.11	-17.87
	经营现金/短期债务（倍）	0.23	-0.60	-0.39
	现金类资产/短期债务（倍）	1.69	0.44	0.36
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	8.44	7.51	6.17
	全部债务/EBITDA（倍）	20.07	25.11	36.75
	经营现金/全部债务（倍）	0.03	-0.10	-0.08
	EBITDA/利息支出（倍）	1.29	1.10	1.11
	经营现金/利息支出（倍）	1.70	-8.28	-10.40

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，2018—2020年末，公司流动比率和速动比率均逐年上升，三年加权平均值分别为281.72%和136.35%。截至2020年底，公司流动比率和速动比率分别较上年底上升至284.89%和137.01%；现金类资产对短期债务的保障能力有所弱化。截至2021年9月底，公司流动比率和速动比率分别为260.45%和126.76%，现金短期债务比为0.46倍。

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，公司EBITDA分别为8.44亿元、7.52亿元和6.17亿元；同期，公司EBITDA利息倍数波动下降，2020年为1.11倍，全部债务/EBITDA快速增长，2020年为36.75倍。

截至2021年9月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为人民币200.34亿元，尚未使用额度35.36亿元，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2021年9月底，公司对外担保余额44.91亿元（详见附件2），担保比率为23.39%，担保比率高。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。考虑到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

公司本部主要承担基础设施建设业务，资产流动性较弱，债务负担较重。

截至2020年底，公司本部资产总额382.32亿元，其中流动资产234.46亿元，非流动资产147.87亿元；流动资产主要由货币资金（13.71亿元）、其他应收款（98.67亿元）和以代建项目为主的存货（113.90亿元）构成；非流动资产以长期股权投资（112.18亿元）和无形资产（31.16亿元）为主。

截至2020年底，公司本部负债合计198.63亿元，其中流动负债82.43亿元，非流动负债116.20亿元；流动负债以预收款项（30.22亿元）、一年到期的非流动负债（32.57亿元）和其他应付款（15.13亿元）为主；非流动负债主要为长期借款（46.23亿元）和应付债券（54.10亿元）。公司本部有息债务合计136.75亿元，以长期债务为主，占合并口径有息债务的73.37%。

截至2020年底，公司本部所有者权益合计183.69亿元，其中实收资本1.00亿元，资本公积169.20亿元。

2020年，公司本部实现营业收入7.00亿元；当期利润总额2.80亿元。

2020年，公司本部经营活动现金流量净额为-16.31亿元，投资活动现金流量净额为0.09亿元，筹资活动现金流量净额为21.11亿元。

截至2021年9月底，公司本部资产总额为387.36亿元，流动资产占比61.83%；负债总额为206.22亿元，全部债务规模合计142.17亿元（短期债务37.39亿元）；所有者权益为181.14亿元（包括实收资本1.00亿元和资本公积169.20亿元）。2021年1—9月，公司本部实现营业收入5.12万元，利润总额为-2.56亿元。

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，持续获得补贴支持。

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。2020年，公司本部收到财政划转武陵源核心景区门票收入0.89亿元，同比下降55.50%，主要系受疫情影响，武陵源核心景区本年度收入大幅下滑所致。

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1.79亿元、1.34亿元和3.70亿元；另外，2020年公司收到财政贴息资金2.20亿元冲减财务费用-利息支出。

十一、本期专项债券偿还能力分析

本期专项债券发行后公司债务负担将进一步加重，预测的项目回流资金对本期专项债券分期偿付额度具有覆盖能力；分期偿付额度有效降

低了公司集中偿付压力。常德财鑫提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升本期专项债券本息偿付的安全性。

1. 本期专项债券对公司现有债务的影响

截至2020年底，公司全部债务为226.56亿元，其中长期债务为181.67亿元。本期拟发行金额上限为11.00亿元，按照发行金额上限11.00亿元测算（下同），本期专项债券分别占2020年底长期债务和全部债务的6.05%和4.86%，对公司现有债务规模存在一定影响。截至2020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59.82%、53.66%和48.14%，本期专项债券发行后，上述三项指标将增至60.71%、54.83%和49.61%，公司债务负担将进一步加重。

2. 本期专项债券偿还能力分析

2018—2020年，本期专项债券发行后长期债务分别为EBITDA的18.83倍、22.56倍和31.25倍，公司经营活动现金流入量/本期专项债券发行后长期债务分别为0.53倍、0.33倍和0.26倍。

考虑到本期专项债券每年付息一次，分次还本，将有效降低公司集中偿付压力。本期专项债券从第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。本期专项债券募投项目预计能实现净收益17.79亿元，能够覆盖本期专项债券本金及利息。

表 15 本期专项债券偿还能力测算

项目	2020年
发行后长期债务*（亿元）	192.67
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.26
经营现金/发行后长期债务（倍）	-0.09
发行后长期债务/EBITDA（倍）	31.25

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

3. 债券条款及增信措施分析

本期专项债券由常德财鑫提供全额无条件

不可撤销的连带责任保证担保。

常德财鑫是湖南省大型融资担保机构之一，资产规模位居全省同行业前列、地级市首位，业务覆盖常德各个区县，在常德市具有很强的区域竞争实力；唯一股东湖南财鑫投资控股集团有限公司（以下简称“财鑫集团”）为常德市唯一一家国有地方金融类控股集团，在资本金注入、内部管理和人力资源等方面给予了常德财鑫大力支持。常德财鑫实际控制人为常德市财政局，能够为其提供政策和资金方面的支持。常德财鑫自身资本实力很强，2021年一季度，财鑫集团对常德财鑫25.00亿元增资款到位后，常德财鑫的资本实力得到进一步增强，有利于各项业务的进一步拓展。截至2021年6月末，常德财鑫注册资本和实收资本均为70.00亿元，处于行业靠前水平。

常德财鑫已与湖南省及常德市二十多家银行建立了长期合作关系，并在银行享有较高的信誉度，基本达到了“见保即贷”；已加入湖南省再担保体系，实行“4321”比例共担风险，与常德11个区县（市）及园区政府建立了合作关系，在当地政府的大力支持下，常德财鑫中小微担保

业务的很多品种也享有不同的风险分担机制。

截至2020年末，常德财鑫资产总额60.36亿元，所有者权益49.75亿元（含少数股东权益1.17亿元）；2020年，常德财鑫实现营业收入2.89亿元，利润总额1.21亿元。

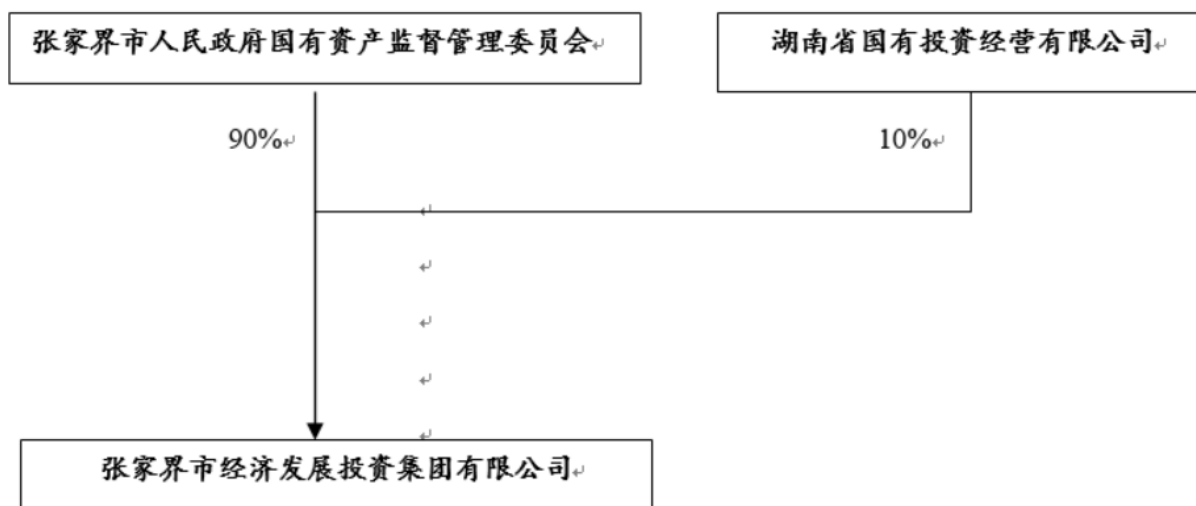
截至2021年3月末，常德财鑫资产总额85.68亿元，所有者权益74.94亿元（含少数股东权益1.17亿元）；2021年1—3月，常德财鑫实现营业收入0.69亿元，利润总额0.24亿元。

经联合资信评定，常德财鑫主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

十二、结论

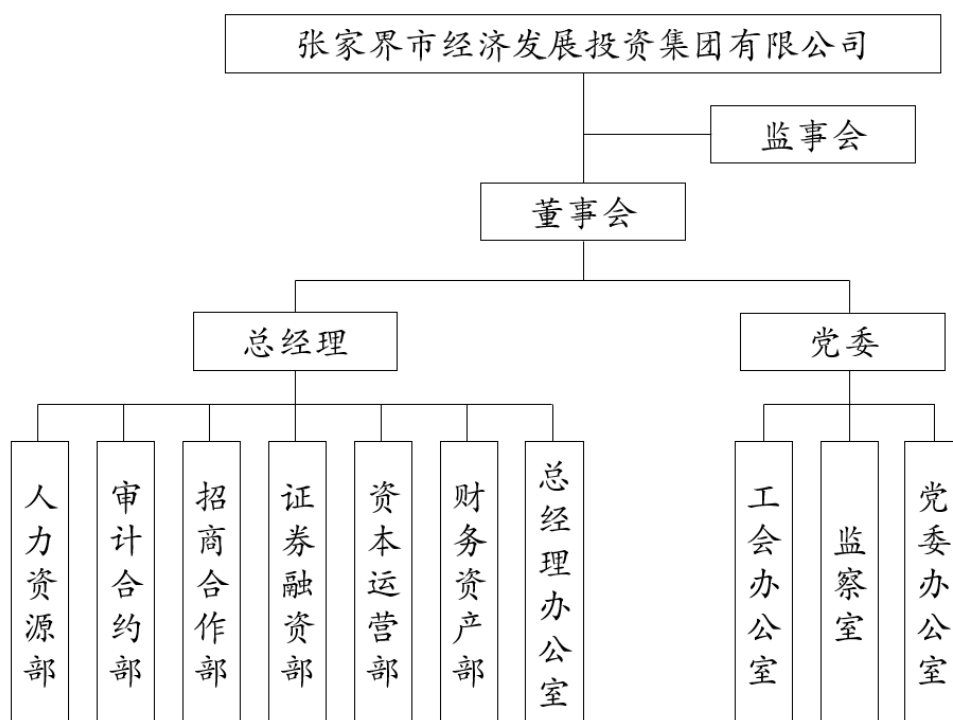
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AA，本期专项债券信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 9 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2021 年 9 月底公司对外担保明细

单位：万元

担保人	被担保方	担保总额	担保余额	期限
公司本部	张家界茅岩河旅游开发股份有限公司	25,000.00	8,780.00	2016/10/10-2032/3/9
		12,000.00	9,700.00	2019/10/1-2034/9/22
	张家界市高铁新区开发建设有限公司	50,000.00	43,499.00	2016/10/25-2024/10/25
		65,000.00	39,250.00	2017/5/8-2026/12/31
	张家界市棚户区改造投资有限公司	6,500.00	3,500.00	2017/6/29-2022/6/18
		40,000.00	36,000.00	2019/2/11-2043/12/31
		20,000.00	19,800.00	2021/3/31-2028/12/20
	张家界西线旅游环保客运有限责任公司	2,000.00	1,350.00	2019/6/27-2022/6/27
		29,000.00	17,000.00	2020/9/24-2035/9/21
	张家界美界环保科技有限公司	3,000.00	3,000.00	2021/1/4-2022/1/4
		1,000.00	1,000.00	2020/12/9-2021/12/9
	张家界游客中心有限公司	9,500.00	3,820.00	2018/12/21-2027/12/21
		9,500.00	4,999.00	2020/3/21-2027/12/7
	张家界产业投资（控股）有限公司	13,500.00	13,480.00	2021/1/12-2027/12/29
		1,000.00	1,000.00	2021/1/29-2022/1/29
	张家界经济开发区开发建设有限公司	40,000.00	40,000.00	2017/11/3-2037/5/28
		40,000.00	30,000.00	2021/3/25-2036/3/24
		3,000.00	3,000.00	2020/3/25-2023/3/24
	张家界市桑植县红色旅游开发有限责任公司	27,259.00	10,449.00	2021/2/5-2036/2/1
	桑植县工业园开发建设有限公司	15,000.00	13,800.00	2017/12/27-2022/12/27
	张家界市市政工程有限责任公司	8,000.00	8,000.00	2020/12/8-2021/12/8
		8,800.00	5,000.00	2020/5/29-2023/5/29
	张家界市土地房产开发有限责任公司	45,000.00	13,000.00	2021/3/16-2024/1/20
	张家界市园林有限公司	15,000.00	14,999.00	2020/12/30-2022/12/10
	张家界金程广告传媒有限公司	5,000.00	4,000.00	2020/6/30-2023/6/30
	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

担保人	被担保方	担保总额	担保余额	期限
	张家界市市场开发建设有限责任公司	3,500.00	2,750.00	2016/12/29-2021/11/25
	张家界溇澧城镇开发建设投资有限责任公司	80,000.00	50,000.00	2019/3/28-2026/3/28
武陵源公司	张家界市武陵源景区旅游投资有限公司	11,500.00	11,500.00	2021/1/24-2024/1/24
	张家界经济开发区开展建设有限公司	11,400.00	8,500.00	2017/1/5-2024/1/5
	金祥商贸有限责任公司	16,200.00	13,881.50	2019/1/15-2029/1/14
合计		630,659.00	449,057.50	-

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	36.42	13.32	16.36	21.10
资产总额（亿元）	400.02	416.17	486.98	497.87
所有者权益（亿元）	165.81	166.65	195.68	192.02
短期债务（亿元）	21.49	30.19	44.89	46.33
长期债务（亿元）	147.97	158.39	181.67	181.48
全部债务（亿元）	169.46	188.59	226.56	227.81
营业收入（亿元）	16.56	15.72	10.84	4.38
利润总额（亿元）	1.73	1.57	0.56	-3.80
EBITDA（亿元）	8.44	7.51	6.17	--
经营性净现金流（亿元）	4.89	-18.04	-17.69	15.63
财务指标				
销售债权周转次数（次）	53.97	6.89	1.70	--
存货周转次数（次）	0.09	0.08	0.07	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.04	0.02	--
现金收入比（%）	150.49	114.99	117.32	102.55
营业利润率（%）	35.93	37.46	14.57	21.18
总资本收益率（%）	1.34	1.00	0.57	--
净资产收益率（%）	0.98	0.82	0.36	--
长期债务资本化比率（%）	47.16	48.73	48.14	48.59
全部债务资本化比率（%）	50.54	53.09	53.66	54.26
资产负债率（%）	58.55	59.96	59.82	61.43
流动比率（%）	297.23	266.10	284.89	260.45
速动比率（%）	141.78	131.64	137.01	126.76
经营现金流动负债比（%）	6.19	-22.11	-17.87	--
现金短期债务比（倍）	1.69	0.44	0.36	0.46
EBITDA 利息倍数（倍）	1.29	1.10	1.11	--
全部债务/EBITDA（倍）	20.07	25.11	36.75	--

注：2021 年 1-9 月财务数据未经审计；合并口径现金类资产已剔除受限货币资金；合并口径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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	22.88	8.82	13.71	16.23
资产总额 (亿元)	295.35	321.62	382.32	387.36
所有者权益 (亿元)	152.20	152.59	183.69	181.14
短期债务 (亿元)	15.23	20.33	36.42	37.39
长期债务 (亿元)	87.78	93.37	100.33	104.79
全部债务 (亿元)	103.01	113.69	136.75	142.17
营业收入 (亿元)	8.12	7.05	7.00	0.00
利润总额 (亿元)	0.28	0.91	2.80	-2.56
EBITDA (亿元)	0.28	0.91	2.80	--
经营性净现金流 (亿元)	2.07	-18.37	-16.31	3.17
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	31.47	3.49	1.22	--
存货周转次数 (次)	0.06	0.05	0.06	--
总资产周转次数 (次)	0.03	0.02	0.02	--
现金收入比 (%)	147.84	127.00	129.98	--
营业利润率 (%)	25.29	27.27	13.41	--
总资本收益率 (%)	0.11	0.34	0.87	--
净资产收益率 (%)	0.19	0.59	1.53	--
长期债务资本化比率 (%)	36.58	37.96	35.32	36.65
全部债务资本化比率 (%)	40.36	42.70	42.67	43.97
资产负债率 (%)	48.47	52.56	51.95	53.24
流动比率 (%)	371.79	277.73	284.44	286.83
速动比率 (%)	156.13	149.35	146.26	148.71
经营现金流动负债比 (%)	4.36	-29.22	-19.78	--
现金短期债务比 (倍)	1.50	0.43	0.38	0.43
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注：2021 年 1-9 月财务数据未经审计；

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-税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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

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

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 2022 年第一期张家界市经济发展投资集团有限公司 城市停车场建设专项债券跟踪评级安排

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。