

信用等级公告

联合[2015] 196 号

联合资信评估有限公司通过对张家界市经济发展投资集团有限公司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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月二十九日



张家界市经济发展投资集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

评级时间：2015 年 7 月 29 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	125.02	127.36	141.35	143.42
所有者权益(亿元)	71.30	73.09	74.06	74.59
长期债务(亿元)	34.19	33.13	46.99	49.89
全部债务(亿元)	42.41	39.95	54.10	56.10
营业收入(亿元)	9.44	15.06	10.30	1.19
利润总额(亿元)	3.02	2.16	1.16	-0.12
EBITDA(亿元)	4.07	4.56	4.41	--
营业利润率(%)	49.13	24.07	39.93	53.92
净资产收益率(%)	3.74	2.60	1.24	--
资产负债率(%)	42.97	42.61	47.60	47.99
全部债务资本化比率(%)	37.30	35.34	42.21	42.93
流动比率(%)	515.14	498.92	599.79	662.19
全部债务/EBITDA(倍)	10.42	8.75	12.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.12	2.97	1.17	--

注：1. 公司 2015 年一季度财务数据未经审计；

2. 长期债务包含长期应付款。

分析师

杨学慧 刘晓濛

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）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

张家界市经济发展投资集团有限公司（以下简称“公司”或“张家界经投”）作为张家界旅游业经营开发的重要主体以及张家界市政府最大的城市基础设施建设投融资平台，在依托张家界著名景区资源的同时，获得政府的多项优质旅游资产的注入及财政补贴等支持，在旅游业务运营方面占据独特优势。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，中央抑制“三公”消费相关政策的出台给旅游产业造成不利影响，以及公司基础设施建设带来的债务规模提升、政府回购款周期较长等因素给公司经营发展带来的不利影响。

张家界市政府已出具回购资金安排的相关文件，有助于保证公司未来款项的稳定回收；旅游文化产业持续获得政策性支持，未来随着景区各项基础设施及景观建设进一步完善以及公司旅游业务经营效率的提升，公司旅游业务发展将长期持续向好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 2014 年 8 月 9 日，国务院印发《关于促进旅游业改革发展的若干意见》，从多方面强化了对旅游产业的支持，明确了旅游行业发展方向。
2. 张家界景区地质景观具有原始性、典型性和特殊性，为国内外著名的旅游景点。公司享有张家界优质旅游资源的门票收益分成。
3. 公司作为张家界旅游开发的重要主体以及张家界市政府最大的城市基础设施建设投融资平台，获得政府对旅游资产（主要为景区门票收入分成）注入及财政补贴等支持。

关注

1. 旅游行业易受宏观经济环境以及突发公共事件的影响，近年来，雅安地震、张家界部分重点客源地市场遭受禽流感危害和旱涝恶劣天气等多重因素导致景区客流量下滑。
2. 中央相关限制“三公消费”、“八项规定”、“六项禁令”等政策的出台给旅游产业带来不利影响；新《旅游法》的颁布一定程度上改变国内旅游形成的传统结构及消费方式，对旅行社业态形成一定冲击。
3. 公司营业外收入稳定性差，利润水平对其依赖性较高；2013 年以来公司财务费用规模提升较快，对利润形成较大侵蚀。
4. 2013 年公司开始确认基础设施建设 BT 收入，但回款周期较长，对公司现金流质量产生一定影响； 且在建项目投资大，公司面临较大的资金压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与张家界市经济发展投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与张家界市经济发展投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因张家界市经济发展投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由张家界市经济发展投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、张家界市经济发展投资集团有限公司主体长期信用等级自 2015 年 7 月 29 日至 2016 年 7 月 28 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

张家界市经济发展投资集团有限公司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，公司名称变更为张家界市经济发展投资集团有限公司。经历次增资扩股，截至 2015 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 10000.00 万元。公司原股东为张家界旅游经济开发区管委会。根据《张家界市人民政府关于授权市人民政府国有资产监督管理委员会对市属国家出资企业全面履行出资人职责有关问题的通知》，公司股东于 2013 年 5 月 9 日变更为张家界市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“张家界国资委”）。

公司主要经营范围：法律、法规允许的经济投资活动及旅游服务；政策允许的信息产业、高科技产业及国内贸易开发、经营以及城市基础设施建设开发；景区维护。

截至 2014 年底，公司下属 4 家子公司，其中 3 家全资子公司、1 家控股子公司，包括一家 A 股上市公司张家界旅游集团股份有限公司（以下简称“张旅集团”，股票代码 000430）。公司下设总经理办公室、人力资源部、投资发展部等 14 个职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 141.35 亿元，所有者权益合计为 74.06 亿元（其中少数股东权益 3.38 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 10.30 亿元，利润总额 1.16 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额为 143.42 亿元，所有者权益合计为 74.59 亿元（其中少数股东权益 3.42 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.19 亿元，利润总额 -0.12 亿元。

公司注册地址：张家界市大庸桥月亮湾花园；法定代表人：谷中元。

二、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增长 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增长 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增长 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增长 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增长 2098 亿元，增长 10.2%；

地方财政支出 129092 亿元，比上年增长 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

三、行业及区域经济环境

旅游行业

1. 行业概况

中国旅游业自 1978 年作为一个经济产业起步以来，经过 30 多年的发展，产业形象日益鲜明，规模不断壮大，已成为国民经济中发展速度最快、最具国际竞争优势的产业之一。

“十一五”期间，中国旅游业保持了平稳较快发展的良好势头，国内旅游人数平均增长

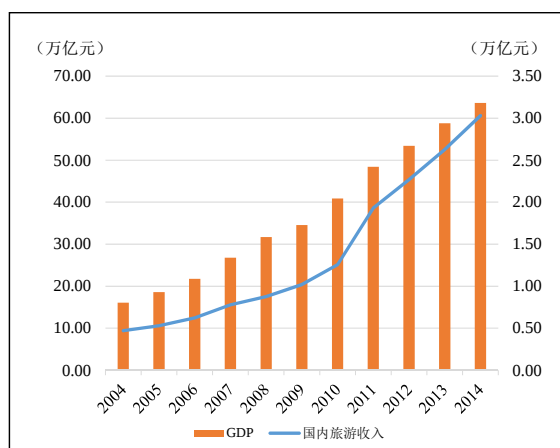
12%，入境过夜旅游人数年均增长 3.5%，出境旅游人数年均增长 19%，全国旅游业总收入年均增长 15%。中国跃居全球第四大入境旅游接待国和亚洲第一大出境旅游客源国，居民人均出游率达 1.5 次，旅游直接就业达 1350 万人，旅游消费对社会消费的贡献超过 10%，旅游业对中国经济发展的积极作用更加明显。2011 年，中国旅游经济总体保持较快发展，国内旅游及出境旅游增长均高于预期；2012 年国内旅游收入 2.27 万亿元，同比增长 17.6%；2013 年，受政府抑制“三公消费”等政策影响，国内旅游收入增速较 2012 年有所放缓，为 2.63 万亿元，同比增长 15.7%；2014 年前三季度，预计国内旅游收入 2.20 万亿元，同比增长 14.6%。

近十年，随着国民经济健康快速的成长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场呈逐步放大趋势。从旅游业的发展规律看，GDP 的增长和人均可支配收入的增加是旅游业发展的根本动力。近年来，中国 GDP 及城乡居民收入的稳定、快速增长直接推动了旅游行业的快速启动，国内出游人数和旅游总收入总体保持稳步增长趋势。但需要注意的是，2003 年由于受到 SARS 的影响，中国国内旅游人数以及旅游收入同期呈现负增，显现出行业对外部环境存在较强的敏感性，容易受到各种突发事件影响。从其后几年的恢复情况看，旅游行业又体现出一定的韧性，在受到各类突发事件和自然灾害冲击后，能够在较短时间内得以恢复。

近几年，中国自然灾害和突发事件频发，全球金融危机也在 2008 年下半年逐渐传导入国内，但中国国内旅游市场依然保持了较为平稳的发展态势。2011~2012 年，国际环境严峻，全球经济复苏受阻，但中国国内经济企稳回升，旅游经济继续保持平稳较快增长；2013 年，受政府抑制“三公消费”政策影响，公务旅游消费急剧下降，商务旅游消费明显放缓，而国民休闲旅游消费则表现出强劲的增长势头。2011~2013 年，中国国内游客分别为 26.4 亿人

次、29.57亿人次、32.6亿人次，同比分别增长13.2%、12.1%、10.3%。2014年，国内游客为36.1亿人次，同比增长10.7%，国内旅游收入3.03万亿元，同比增长15.4%，中国国内旅游业增速较上年小幅增长。

图1 2004~2014年GDP与国内旅游收入



数据来源：国家旅游局和国家统计局

2. 政策环境

中国旅游业作为第三产业的主要支柱产业，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。

2011年3月公布的《中国国民经济和社会发展十二五规划纲要》把推动现代服务业大发展作为产业结构优化升级的战略重点，提出要全面发展国内旅游，积极发展入境旅游，有序发展出境旅游；坚持旅游资源保护和开发并重，加强旅游基础设施建设，推进重点旅游区、旅游线路建设；推动旅游业特色化发展和旅游产品多样化发展，全面推动生态旅游，深度开发文化旅游，大力发展红色旅游；完善旅游服务体系，加强行业自律和诚信建设，提高旅游服务质量。

2011年12月公布的《中国旅游业“十二五”发展规划纲要》提出要通过推展消费需求，全面发展国内旅游，提升发展质量，积极发展入境旅游，同辉加强服务引导，有序发展出境旅游，力争到2020年中国旅游产业规模、

质量、效益基本达到世界旅游强国水平，同时使旅游服务质量明显提高，市场秩序明显好转，可持续发展能力明显增强。

2012年2月国务院七部委联合发布的《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》（银发【2012】32号）文件，以加强和改进对旅游业的金融服务，完善金融支持政策，促进旅游业加快发展。

2013年10月1日，由中华人民共和国第十二届全国人民代表大会常务委员会第二次会议通过的《中华人民共和国旅游法》（以下简称《旅游法》）正式施行，这一举措力图保障旅游者和旅游经营者的合法权益，规范旅游市场秩序，保护和合理利用旅游资源，促进旅游业持续健康发展。该项法律明文禁止旅行社低团费、零团费、强迫购物及参加自费项目等行为。2013年12月17日，《国家旅游局关于严格执行旅游法第三十五条有关规定的通知》明确了关于指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目、关于“以不合理的低价组织旅游活动”等条款的具体解释。如旅行社在旅游活动中指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目的，应当按照诚实信用、自愿平等、协商一致的原则，与旅游者订立书面合同，且不得以不合理的低价组织旅游活动，不得诱骗旅游者，不得通过指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目获取回扣等不正当利益，也不得影响其他不参加相关活动的旅游者的行程安排。

《旅游法》实施后，旅游团费普遍上涨，相当部分游客对跟团出游采取了观望态度，短期内造成跟团游客的减少，但自由行出游人数则明显增加。从中长期来看，《旅游法》的实施将对传统旅游经营模式的带来挑战，倒逼旅行社进行产品结构调整和创新，市场竞争亦将愈加激烈，一些规模较小的旅行社可能被淘汰，有利于行业进行整合。同时，规范的法律将提升旅游行业的规范性，保障旅游行业的发展质量。

2013年11月，中共中央、国务院印发《党

政机关厉行节约反对浪费条例》(以下简称“《条例》”),并发出通知,要求各地区各部门认真贯彻执行。《条例》中明确列示“国内差旅和因公临时出国(境)”,对公务出行的费用标准进行严格把控,并且“严禁无明确公务目的的差旅活动,严禁以公务差旅为名变相旅游,严禁异地部门间无实质内容的学习交流和考察调研。”

2014年8月9日,国务院以国发〔2014〕31号印发《关于促进旅游业改革发展的若干意见》(以下简称《意见》),部署进一步促进旅游业改革发展,提出到2020年,境内旅游总消费额达到5.5万亿元,城乡居民年人均出游4.5次,旅游业增加值占国内生产总值的比重超过5%。

总体看,中央和地方政府近年来推行的旅游刺激方案存在积极意义,能够平缓因外部不利经济环境而带来的负面影响,最大限度保持中国旅游产业的相对平稳健康发展。虽然短期内限制“三公消费”、“八项规定”和“六项禁令”等中央政策对公务差旅的抑制一定程度上造成了对旅游业的影响,但从中长期来看,随着人民收入水平的提升及旅游产业相关支持政策效应的显现,整体上将提振个人消费旅游及国内旅游市场,从而增强中国旅游行业的竞争力。

3. 市场竞争

从国内旅游市场的竞争格局看,虽然中国旅游业的总体规模已经位居世界前列,但发展模式单一,产业形态落后,产业集中度低,行业秩序混乱,产品质量不高等深层结构问题依然存在,中国旅游企业的实力和规模也相对弱小。与国外有竞争力的旅游企业相比,中国旅游企业无论从资产规模、营业收入规模、盈利能力角度看,还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看,都还存在相当巨大的差距。仅从上市旅游公司的数量来看,截至2014年底中国共有约2500家A股上市公司,其中旅游类上

市公司占比不足2%。旅游类上市公司比重较低的现象与旅游业在国民经济中的重要地位不太相称,在一定程度上也说明目前旅游类公司的整体实力偏弱。

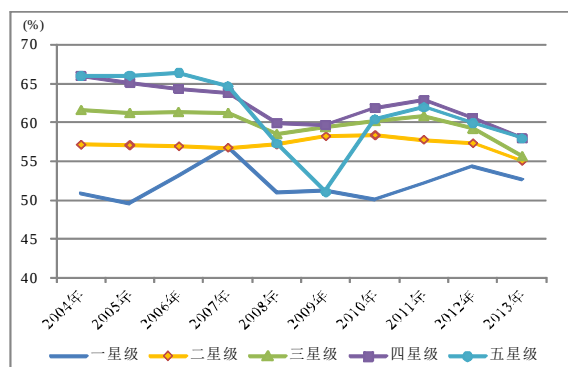
整体来看,受到旅游行业经营模式特殊性的影响,旅游企业之间即是相互依存的合作伙伴,又为相互排斥的竞争对手,旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。宏观经济的不确定性短期内对国内旅游市场产生了一定冲击,但从长远看,近期政策的出台有利于产业整合和市场规范,行业内劣势企业将在竞争中加快得以淘汰,从而为优势企业进一步控制市场资源、提高市场占有率提供了机遇,行业长期竞争格局有望得到改善。

4. 主要子行业

酒店业

随着中国居民可支配收入持续增长,酒店业成为社会消费品零售业中增幅较大的子行业之一。2004~2012年,中国星级酒店年营业收入从1239亿元增长到2400亿元。根据《2014年第三季度全国星级饭店统计公报》数据显示,截至2014年9月底,全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计13508家,其中有12611家经营情况数据通过省级旅游行政管理部门审核,完成率为93.36%。根据填报的财务数据显示:2014年前三季度,全国11727家星级饭店营业收入总计548.16亿元,其中餐饮收入为221.62亿元,占营业收入的40.43%;客房收入为257.64亿元,占营业收入的47.00%。在11727家星级饭店中:五星级饭店759家;四星级饭店2427家;三星级饭店5659家,二星级饭店2748家,一星级饭店134家。全国第三季度星级饭店平均房价为324.40元/间夜,平均出租率为58.31%。总体看,中国酒店行业自2004年开始新一轮高速扩张,但供给已呈现相对过剩局面,行业竞争较为激烈。

图2 2004-2013年底各星级酒店客房出租率情况



资料来源：国家旅游局

另一方面，酒店业对外部宏观经济以及突发事件敏感，波动性较大。2013年上半年，受政府抑制“三公消费”等因素的影响，全国星级酒店平均房价和出租率同比均有所下滑，尤以四星级以上酒店收入下降最为明显。中国旅游饭店业协会发布的《2013年上半年星级饭店经营情况报告》显示，2013年上半年，全国三星级及以上星级饭店平均出租率同比下降6个百分点；平均客房收入同比下降8.5%；平均餐饮收入同比下降17.2%；平均会议收入同比下降16.6%；平均总营业收入同比下降11.8%。2014年，星级酒店整体经营有所回升，但经济和政策环境对于星级酒店的负面抑制仍然存在。联合资信注意到，经济型酒店受影响相对较小，由于定位于低端消费，并且受益于星级酒店客人转入经济型酒店带来的增量效应，其指标降幅略低。传统低星级酒店目前正面临来自经济型酒店越来越大的竞争压力，酒店效益呈现分化局面。

从未来发展看，中国未来经济、人均GDP将继续保持增长的趋势，经济的健康稳定发展将给酒店业的发展带来契机。未来大众旅游需求呈现多样性、商务客源增多等因素促使高星级酒店与经济型酒店成为行业中表现较为活跃的两部分。

总体来看，随着酒店行业竞争的加剧，单体酒店受制于营销渠道与品牌影响力，竞争力日趋下降，未来酒店业将呈现品牌化、规模化和集团化的趋势。短期内，政府抑制“三公消

费”政策等因素使得以政府接待为主的高星级酒店面临转型挑战；从中长期看，旅游产业政策推动和旅游需求拉动将成为驱动中国旅游业长期高速增长的基本动力，随着中国旅游业的持续发展，酒店行业仍面临良好的发展机遇。

旅行社业

伴随着中国旅游业的高速发展，中国旅行社行业也发生了巨大的变化，近二十年来行业规模不断扩大，从业人员不断增加，旅行社行业已经成为中国拉动经济增长、扩大就业渠道的重要的服务行业之一。

中国旅行社行业发展带有较为明显的行政烙印。1987年以前，旅行社行业一直处于垄断经营状态，尤其是一类旅行社，一直到1988年全国一类社总数才有17家。1992年，国务院发布了《关于加快发展第三产业的决定》。各地区掀起发展旅游业的热潮，旅行社逐渐放开，数量明显突破。1996年10月15日出台了《旅行社管理条例》，1996年至1997年国家旅游局开始依据《旅行社管理条例》重新审核所有已设立旅行社的业务经营资格，实现一、二、三类旅行社向国际旅行社和国内旅行社的类别转变。在这一阶段，暂不受理和审批新的国际旅行社，国际旅行社数量增长受到一定的遏制，但是国内旅行社增长较快。根据《2014年前三季度全国旅行社统计调查情况公报》数据显示，截至2014年9月底，全国纳入统计范围的旅行社共有26583家。

从市场角度分析，旅游业务分为三块：国内游、入境游、出境游。根据2012年全国旅行社统计调查公报的数据，国内旅游业务规模最大，出境旅游业务次之，入境旅游业务2009年受国际金融危机及甲型H1N1疾病的影响，经营情况一般，进入2010年后出现恢复性增长。根据《2014年前三季度全国旅行社统计调查情况公报》数据显示，2014年第三季度全国旅行社国内旅游组织4194.03万人次、13816.61万人天，接待4693.32万人次、11593.44万人天，同比增长4.24%、2.46%、1.40%和3.13%；出境

旅游组织1175.90万人次、6376.50万人天，同比增长9.47%和17.16%。旅游业务板块的结构基本与中国旅游业“以国内旅游为基础、入境旅游为重点、出境旅游为补充”的总体状况相一致，较好地反映了“大力发展入境旅游、积极发展国内旅游、适度发展出境旅游”的发展方针。

从行业竞争格局来看，目前中国的旅行社行业仍呈现过度竞争特征，表现为旅行社进入门槛低、数量多、产业集中度低、产品同质性强、长期利润水平低等特点。众多企业为了争夺市场份额，不得不进行恶性价格竞争，导致整个行业在总收入不断增加的同时，利润率却不断下降，甚至出现负利润的现象。这种情况下，不仅消费者不能从旅游中获得高质量的服务，旅行社企业也不能从中获得发展的足够利润，直接影响了产业的发展。

未来产业融合和业态创新将是中国旅行社业发展的核心增长点。产业融合包括旅行服务业与信息产业、供应链上游产业或下游产业融合；业态创新主要以旅游者的需求变化为导向。

5. 行业发展

旅游行业属敏感型行业，旅游产品作为弹性消费品，易受外部经济环境的影响，突发公共事件的发生对行业内企业经营会造成较大冲击。从短期看，尽管目前全球经济发展积极因素不断增多，但宏观环境仍然处于较不稳定的状态，全球金融风险也存在向财政领域进一步转移的趋势，部分国家经济形势进一步恶化，全球就业率和居民收入增长率受惯性影响短期内也难以有明显改观。另外，一些外汇短缺或外债沉重的国家为了节约外汇度过危机，也有可能采取限制出境旅游等措施（如1997年亚洲金融危机时期，部分东盟国家就曾采取提高出境税和护照费、发布行政命令等措施，限制本国国民出境旅游），这都会对中国的入境旅游业产生负面影响。总体看，短期内中国旅游产业，特别是高端入境旅游业形势依然严

峻，行业内企业发展将呈现更为明显的两极分化趋势。

从长期看，中国旅游业面临的基本环境没有改变，中国经济有望继续保持良好、快速的发展态势，人均收入的增长和消费结构的升级将根本性的推动中国旅游行业的发展。目前，中国人均国内旅游仅有1次/年，远低于中等发达国家3次的平均水平。根据旅游发达国家的经验，一个国家人均GDP超过3000美元时，才进入旅游业的繁荣期。世界旅游组织测算，到2015年中国将有望超越法国成为全球最大的入境旅游接待国和第四大出境旅游客源国。综合来看，中国旅游业仍具备十分广阔的发展空间，未来行业有望迎来新一轮的长期增长周期。

基础设施建设行业

1. 行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行

贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

2. 行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8

月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。

“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上，2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43 号文》）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称《351 号文》），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新

增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

3. 中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2014年全年，全国固定资产投资总额完成512761万亿元，比上年名义增长15.3%，扣除价格因素，实际增长14.7%。其中，固定资产投资（不含农户）502005亿元，增长15.7%；农户投资10756亿元，增长2.0%。东部地区投资206454亿元，比上年增长15.4%；中部地区投资124112亿元，增长17.6%；西部地区投资129171亿元，增长17.2%；东北地区投资46096亿元，增长2.7%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资11983亿元，比上年增长33.9%；第二产业投资208107亿元，增长13.2%；第三产业投资281915亿元，增长16.8%。

截至2014年，中国城镇化率为54.77%，较上年提高1.04个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协

调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

区域经济环境

张家界市位于湖南省西北部，总面积9653平方公里，占湖南省面积的4.5%，是以发展旅游业为特征的新兴省辖地级市。

根据《张家界2014年国民经济和社会发展统计公报》，全市2014年实现地区生产总值（GDP）410.02亿元，比上年增长10.2%。分产业看，第一产业增加值49.33亿元，增长4.8%；第二产业增加值99.80亿元，增长8.6%；第三产业增加值260.99亿元，增长12.8%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为12.0%，第二产业增加值比重为24.3%，第三产业增加值比重为63.7%。全市人均GDP 27051元，比上年增长10.0%。

旅游业是张家界市重要支柱产业。截至2014年底，全市国家等级旅游区（点）14家，其中4A级及以上的8家；旅馆919家，其中星级宾馆38家；旅馆床位7.11万张，其中星

级宾馆 1.22 万张；旅行社 67 家。2014 年全市景点接待旅游人数 3884.58 万人次，增长 12.9%。接待过夜游客 1698.31 万人天，增长 19.2%；其中境外游客 260.17 万人天，增长 25.9%。全市旅游总收入 248.7 亿元，增长 17.2%。其中，门票收入 20.89 亿元，增长 18.9%；外汇收入 38769.00 万美元，增长 18.6%。

固定资产投资方面，2014 年全市完成固定资产投资总量 253.04 亿元，比上年增长 19.0%。其中，项目投资 192.15 亿元，比上年增长 34.5%；占固定资产投资总量 75.9%，比上年提高 8.2 个百分点。

表 1 2012~2014 年张家界市地方财政收支情况
(单位：亿元)

科目	2012 年	2013 年	2014 年
(一) 地方一般预算收入	22.62	25.56	28.57
1、税收收入	12.99	14.76	17.10
2、非税收入	9.63	10.80	11.46
(二) 上级补助收入	58.47	64.66	75.47
1、一般性转移支付收入	30.34	35.56	40.87
2、专项转移支付收入	25.84	26.84	32.28
3、返还性收入	2.19	2.25	2.32
(三) 政府性基金收入	2.41	2.33	4.45
国有土地使用权出让收入	0.85	0.66	4.45

(四) 财政专户管理资金收入	1.39	1.12	12.70
地方可控财力	84.90	93.67	121.18

资料来源：根据张家界市财政局提供数据整理

2012~2014 年，张家界市地方财政可控财力逐年上升，近三年分别为 84.90 亿元、93.67 亿元和 121.18 亿元。从收入结构看，2012~2014 年张家界市一般预算收入所占可控财力的比重不断提升，分别为 26.64%、27.29%和 23.58。一般预算收入中税收收入近三年分别为 12.99 亿元、14.76 亿元和 17.10 亿元，税收收入逐年增长。

2012~2014 年，上级补助收入分别为 58.47 亿元、64.66 亿元和 75.47 亿元，补助收入规模大且增速较快，在一定程度上增强了张家界市可控财力。

张家界市政府性基金收入规模小，近三年波动中有所增长，分别为 2.41 亿元、2.33 亿元和 4.45 亿元。

张家界市地方政府债务主要由直接债务构成，担保债务余额较小。截至 2015 年 3 月底，张家界市政府全部债务余额 84.46 亿元(直接债务余额+担保债务余额*50%)，债务率为 69.70%，总体债务水平较高。

表 2 张家界市地方政府债务负担情况 (单位：万元)

地方财力 (2015 年 3 月度)	金额	地方债务 (截止 2014 年底)	金额
(一) 地方一般预算收入	285653.00	(一) 直接债务余额	809488.92
1、税收收入	171043.00	1、外国政府贷款	
2、非税收入	114610.00	2、国际金融组织贷款	38933.91
(二) 上级补助收入	754679.00	(1) 世界银行贷款	38933.91
1、一般性转移支付收入	408699.00	(2) 亚洲开发银行贷款	
2、专项转移支付收入	322781.00	(3) 国际农业发展基金会贷款	
3、返还性收入	23199.00	(4) 国家开发银行贷款	
(三) 政府性基金收入	44472.00	(5) 其他国际金融组织贷款	
国有土地使用权出让收入	44472.00	3、国债转贷资金	
(四) 财政专户管理资金收入	127024.00	4、农业综合开发借款	
		5、解决地方金融风险专项借款	
		6、国内金融机构借款	463374.41
		(1) 政府直接借款	27980.00
		(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	435394.41
		7、债券融资	207500.00
		(1) 中央代发地方政府债券	27500.00
		(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	180000.00

		8、粮食企业亏损挂账	
		9、向单位、个人借款	
		10、拖欠工资和工程款	
		11、其他	99680.60
		(二) 担保债务余额	70272.40
		1、政府担保的外国政府贷款	21523.20
		2、其他	48749.20
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	1211828.00	地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	844625.12
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%		69.70%	

资料来源：公司提供

总体来看，近年来张家界市区域经济稳步增长为财政收入提供了较好的税源基础，一般预算收入增长较快，同时，上级政府补助力度逐年增强，在一定程度上增强了张家界市可控财力。

四、基础素质分析

1. 产权状况

根据《张家界市人民政府关于授权市人民政府国有资产监督管理委员会对市属国家出资企业全面履行出资人职责有关问题的通知》，公司股东于 2013 年 5 月 9 日变更为张家界国资委。张家界国资委为公司的实际控制人。

2. 企业规模

张家界景区以地质景观的原始性、典型性和特殊性，身兼“世界自然遗产”、“国家级风景名胜区”、“国家地质公园”、“国家森林公园”等桂冠于一身，已成为国内外著名热点旅游目的地之一。

公司享有张家界核心景区（武陵源风景名胜区）在内多处旅游资源的门票收益权分成。1988 年，武陵源风景名胜区列入第二批国家重点风景名胜区；1992 年，由张家界国家森林公园等三大景区构成的武陵源自然风景区被联合国教科文组织列入《世界自然遗产名录》；武陵源景区分别于 2004 年 2 月和 2007 年分别被列为中国首批《世界地质公园》及中国首批 5A 级景区。公司下属旅游业务经营主体张家界旅游集团股份有限公司拥有周洛景区、宝峰

湖景区（5A 级）、十里画廊景区（5A）等旅游资源。

另外公司作为张家界市政府最大的城市基础设施建设投融资平台，肩负着张家界市土地开发整理、城市基础设施建设和保障性安居工程建设的任务。

3. 人员素质

公司拥有 2 名高级管理人员，分别为董事长兼总经理、财务总监。公司董事长兼总经理谷中元先生，1963 年 6 月出生，土家族，中共党员，大专学历，无海外居留权。曾任桑植县农机服务中心站长兼农机校校长，武陵源区政府办副主任、武陵源区区委委员、区旅游局局长、党组书记，武陵源区副区长，张家界市旅游局党委副书记、副局长、张家界旅游工作委员会办公室副主任，张家界市民族事务委员会党组书记、主任（局长）。

截至 2014 年底，公司（合并口径）在册员工 1271 人，按学历构成来看，中专及以下人员占比 35.63%、专科人员占比 38.74%，本科及以上学历人员占比 25.63%；按年龄分布来看，29 岁以下人员占 29.42%、30~39 岁人员占 39.68%、40 岁以上人员占 30.9%；按专业构成来看，管理人员、行政人员、财务人员、技术人员、销售人员、其他人员分别占比 5.25%、11.04%、4.96%、47.65%、4.25%、26.85%。

总体看，公司董事长（兼总经理）拥有较丰富的政府部门从业经验，员工构成较符合行业特点。

4. 政府支持

作为张家界市旅游产业开发、城市基础设施建设主要的投融资主体，公司获得了当地政府的大力支持，享有政府的多项资产划入。

2005年6月20日，张家界人民政府以张政函[2005]115号文《张家界人民政府关于划转武陵源核心景区门票分成收入的通知》，明确规定将由市政府收取的大门票（门票构成见下表）中的基础设施建设费28元，资源有偿使用费20元及环保车中资源有偿使用费1元，共计49元的门票分成收益权划拨给公司。2012年12月20日，张家界人民政府以张政函[2012]162号，将市政府执收新增的武陵源核心景区载人工具和黄龙洞、宝峰湖景区门票中

资源有偿使用费及50%的价格调节基金划入公司。根据张政函[2012]163号《张家界市人民政府关于划转武陵源核心景区门票中部分市级分成收入的通知》，将武陵源核心景区门票价格中张家界国家森林公园管理处门票分流收入中调整为市级收入的15元/人，及新增长划归市级的资源有偿使用费2.5元/人划入公司集团本部。以上收益权分别经湖南华新求是地产矿产与资产评估有限公司（出具评估报告湘求实资评报字（2010）第B-026号）及北京国融兴华资产评估有限责任公司（出具评估报告国融兴华评报字[2013]第1-045号）按照收益法进行评估，评估价值分别为11.30亿元及18.74亿元，计入公司无形资产。

表3 武陵源核心景区门票构成（单位：元/人次）

编号	项目	执行单位	基本标价		周票价格	
			普通门票	优惠门票	普通门票	优惠门票
一	大门票		180	95	218	113
1	景区运行成本		71	40.5	107	57.5
2	防洪水利建设费	省澧水公司	2	1	2	1
3	基础设施建设费	市政府28元，区处23元	51	25.5	51	25.5
4	索张公路建设费	张家界旅游开发股份有限公司	2.5	1.25	2.5	1.25
5	峪园公路建设费	张家界湘路开发有限公司	7	3.5	7	3.5
6	资源有偿使用费	市政府22.5元，区处14元	36.3	18.25	36.5	18.25
7	旅游发展基金	市政府	2	1	2	1
8	价格调节基金	基本票种：市政府4元，区、处各2元；周票中：市政府6元，区处各2元	8	4	10	5
二	环保车		65	65	80	80
1	运行成本		60	60	75	75
2	区、处手续费	区、处各1元	2	2	2	2
3	资源有偿使用费	市政府	1	1	1	1
4	旅游发展基金	市政府	1	1	1	1
5	价格调节基金	市政府	1	1	1	1
合计	门票合计		245	160	298	193

资料来源：公司提供

注：门票合计包括景区大门票（一）及环保车（二）

同时，为保障公司的良好运营和职能的正常行使，张家界市委市政府每年均有安排适度规模的财政贴息、财政补贴、税费返还和各项

财政专项资金给公司。2012~2014年，公司分别获得2490.40万元、1.02亿元和2359.31万元的财政补贴，由于公司主要的补贴收入为城

市基础建设资金补贴，因此会因公司基础设施建设投资规模而有所波动。2009 年，张家界政府将 4944 亩土地资产注入公司，均为出让地性质，评估价值为 28.17 亿元，公司根据土地性质和未来规划，将土地计入存货。

五、管理分析

1. 法人治理结构

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

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

2. 管理水平

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

预算管理方面，根据《经投公司财务管理制度》规定，集团采取全面预算管理作为财务管理的基本制度。由总公司的统一协调下加强

规划预测工作，搞好计划管理，建立健全预算管理体系，强化宏观调控功能。财务总监协助总经理加强对企业预算管理工作的领导与业务指导，相关部门负责人参与企业预算管理工作，并且按照《资金运作管理办法》相关规定和要求，对资金预算进行管理。

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

关联交易管理方面，公司在审议关联交易事项时，确保做到：符合国家法律法规及有关法规；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方可实施，涉及金额较大的关联交易需由国资委审议通过后方可实施。

总体看，公司法人治理结构完善，并制定了多项管理制度以确保公司的正常运作，提升运营效率。

六、经营分析

1. 经营现状

公司作为张家界市旅游产业开发、城市基础设施建设主要的投融资主体，拥有旅游服务及环保客运、酒店等旅游配套产业，同时，随着 2013 年公司开始确认基础设施建设业务收入，该业务成为公司新的收入贡献来源。2012~2014 年，公司分别实现营业收入 9.44 亿元、15.06 亿元和 10.30 亿元。

从收入构成看，旅游服务业、景区环保客运业、基础设施建设对公司收入贡献大。2013 年旅游服务业收入和毛利率同比出现较大下滑，主要是因为①“4.20”四川的雅安地震影响了四川、湖南等地的旅游产业；②张家界部分重点客源地市场遭受禽流感危害和旱涝恶劣天气等多重因素；③中央相关政策的出台及新《旅游法》的颁布对公司旅行社业务的运营产生一定影响。2014 年，随着景区接待游客人数的回升，公司收入占比和毛利率分别增长至 53.93% 和 47.10%。公司景区环保客运业保持相对稳定的营业收入，2012-2014 年分别为 1.94 亿元、1.64 亿元和 1.78 亿元，毛利率始终保持

较高水平。基础设施建设业务波动较大，2013 年和 2014 年收入分别为 7.94 亿元、2.63 亿元；公司与张家界市政府签订了《张家界市投资建设与转让收购（BT）模式投资建设项目总承包协议》，该协议中约定张家界人民政府将按照项目总投资的 115% 向公司支付回购资金，导致 2013 年和 2014 年基础设施建设毛利率均为 15.00%。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.19 亿元，仅为 2014 年全年营业收入的 11.55%，主要系一季度属于旅游业务的淡季以及一季度公司并未确认基建板块收入。旅游服务业仍然是公司最主要的收入来源，2015 年 1~3 月实现收入 0.94 亿元，比重达到 79.14%，毛利率较 2014 年提升至 57.64%，虽受新《旅游法》及中央政策的影响，旅行社团队承揽下滑，但是景区游览人数仍保持较高数量，为公司提供了门票分成及景区运营收益；景区环保客运业务实现收入 0.20 亿元，毛利率较 2014 年有所下降；从酒店板块来看，由于中央相关政策导致酒店的政府接待明显减少，价格促销力度较大导致毛利率为负。2015 年 1~3 月公司整体毛利率提升至 56.14%，为近年来最高水平。

表 4 近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~3 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	73447.60	77.82	47.08	47200.97	31.34	32.24	55550.98	53.93	47.10	9429.32	79.14	57.64
景区环保客运业	19418.56	20.57	68.07	16429.00	10.91	59.03	17834.79	17.32	73.42	1980.71	16.62	69.61
酒店服务业	765.66	0.81	-7.87	796.38	0.53	36.7	1387.60	1.35	-27.06	397.74	3.34	-40.24
殡仪服务业	339.58	0.36	62.68	312.55	0.21	61.55	258.57	0.25	60.75	66.00	0.55	54.55
租赁服务业	199.13	0.21	72.36	249.03	0.17	4.86	228.98	0.22	66.45	-	-	-
广告业	198.39	0.21	66.21	172.38	0.11	69.26	260.14	0.25	66.06	-	-	-
房产项目开发	-	-	-	6089.18	4.04	40.98	982.58	0.95	8.25	-	-	-

基础设施 建设	-	-	-	79350.38	52.68	15.00	26341.73	25.57	15.00	-	-	-
其他 业务	17.92	0.02	100.00	20.95	0.01	100.00	154.95	0.15	100.00	41.68	0.35	-0.26
合计	94386.84	100.00	51.1	150620.82	100.00	25.48	103000.32	100.00	41.79	11915.45	100.00	56.14

资料来源：公司提供

2. 旅游服务业

公司旅游服务业务主要由集团本部的门票收入分成、下属张旅集团的景区运营及旅行社业务构成。根据相关政府批文，公司获得了由张家界市人民政府划入的张家界部分景区、载人工具门票分成收益权，公司可获得稳定的门票分成收入。另一方面，张旅集团负责区的运营与维护，目前运营的景区包括张家界宝峰湖景区（5A级）、十里画廊风景区（5A级）、浏阳周洛风景区、杨家界索道，上述景区的门票收入均计入营业收入，营业成本主要包括日常运营维护费用、固定资产折旧及景区票价中政府配套成本部分。同时，张旅集团通过旅行社服务为景区带来充足的客源。

（1）景区门票收益分成

公司获得政府对部分张家界旅游资产收益权的划拨，主要由武陵源核心景区门票部分收益权、武陵源核心景区载人工具部分收益权及黄龙洞和宝峰湖门票部分收益权。

武陵源核心景区门票分为三日票和周票，三日票票价为245元/张，周票票价为298元/张，三日票和周票都分为普通票和优惠票两种。其中：三日票或周票的普通票价中总共有66.5元/张归属于公司所有；三日票或周票的优惠票价中总共有26.25元/张归属于公司所有。

武陵源核心景区载人工具门票分为普通票和优惠票，其中：黄石寨索道普通票价中12.5元/张归属于公司，黄石寨索道优惠票价中6.25元/张归属于公司；天子山索道普通票价中14.5元/张归属于公司，天子山索道优惠票价中7.25元/张归属于公司；百龙电梯普通票价中14.5元/张归属于公司，黄百龙电梯优惠票价中7.25元/张归属于公司；十里画廊电车普通票价中5.5元/张归属于公司，十里画廊电车优惠票

价中2.25元/张归属于公司。

黄龙洞和宝峰湖门票分为普通票和优惠票，其中：黄龙洞普通票价中18.5元/张归属于公司，黄龙洞优惠票价中9.25元/张归属于公司；宝峰湖普通票价中17.5元/张归属于公司，宝峰湖优惠票价中8.75元/张归属于公司。

门票中分为不同景区的全价票及优惠门票两种，同时载客工具的票价分成根据顾客自主选择具有一定可变性，因此此处不做门票分成的合计核算。张家界人民政府先将门票收入收归财政收入并不定时返还给公司，目前门票收入返还情况良好，未出现拖欠情况。联合资信认为，虽然一方面分成中存在顾客自主选择的可变因素，另一方面门票分成受到景区游客数量的影响因素较大，但公司分享门票收入分成的方式获取经营收益，在保障了收入贡献的同时获得了很大的利润空间。

（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）、浏阳周洛风景区、杨家界索道等众多旅游资源。张旅集团同时全资控股张家界市中国旅行社有限公司（简称“张家界中旅”）与张家界自由旅神国际旅行社有限公司（简称“自由国旅”），组织团体游与散客游，为景区引入了客流，完善了旅游经济的链条，有助于整合旅游资源。

表5 近年张家界景区接待量（单位：万人次）

游客接待量	2012年	2013年	2014年
核心景区	315.20	267.73	292.81
宝峰湖景区	69.27	47.90	56.24
十里画廊	137.32	99.69	108.82
张家界索道	--	--	33.93

资料来源：公司提供

表 6 近年来公司主要景区收入及毛利率（单位：万元、%）

项目	2012 年		2013 年		2014 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
十里画廊观光电车	4904.09	74.97	4470.96	65.39	4836.07	64.86
宝峰湖景区	4660.18	68.97	4014.54	57.79	5030.29	59.56
周洛景区	100.00	26.59	115.51	38.76	130.17	32.85
杨家界索道	-	-	-	-	2263.16	33.89
合计	9664.27	71.58	8601.01	61.48	12259.68	56.63

资料来源：公司提供

2013 年以来，由于经济增长减速、“4.20”四川雅安地震、张家界部分重点客源市场遭受禽流感危害和旱涝恶劣天气等多重因素造成，主要景区景点游客接待量减少。2013 年，公司下属主要景区景点游客接待量减少，其中武陵源核心景区游客接待量为 267.73 万人次，同比下降 15.06%；宝峰湖景区游客接待量为 47.90 万人次，同比下降 30.85%，2013 年宝峰湖景区实现营业收入 4014.54 万元，同比下滑 13.52%；十里画廊观光电车游客接待量为 99.69 万人次，同比下降 27.40%，2013 年十里画廊观光电车实现营业收入 4470.96 万元，同比下滑 6.66%。同时，景区运营的毛利率（除周洛景区）也呈现一定下滑。

2014 年，武陵源核心景区、宝峰湖景区、十里画廊接待游客人数分别为 292.81 万人、56.24 万人、108.82 万人，分别同比增长 9.37%、17.41%、9.16%，均较 2013 年有所回升；接待旅客人数的回升带动公司主要景区收入的增长，十里画廊观光电车、宝峰湖景区和周洛景区收入分别同比增长 8.17%、25.30% 和 12.69%。杨家界索道于 2014 年 4 月 18 日试营业，2014 年接待游客 33.93 万人，为张家界景区的增收做出一定贡献。

2015 年 1~3 月，大景区接待人数 43.33 万人（购全票 31.71 万人、优惠票 7.34 万人、免票 4.28 万人），较上年同期 30.50 万人增长 42.07%。其中，十里画廊观光电车购票人数 13.57 万人（上年同期购票人数 9.85 万人），实现收入 538.89 万元，同比增长 33.81%；宝峰

湖接待人数 9.51 万人（上年同期接待人数 5.92 万人），实现收入 429.76 万元，同比增长 36.06%；杨家界索道 2015 年一季度完成购票 18.54 万人，占景区大门票购票人数（全票、优惠票）的 47.48%，实现营业收入 1272.80 万元，张家界索道对景区收入的贡献进一步加大。

武陵源核心景区

武陵源景区为张家界市内最重要的旅游景区，旅游资源得天独厚。武陵源的溶洞数量多、规模大，极富特色。现已探明的大小溶洞 40 余个，其中最为著名的是黄龙洞，全长 7.5 公里，洞内分为四层，景观奇异，是东南亚岩溶景观的缩影。武陵源有十分丰富植物资源。境内森林覆盖率已达 74.75%，并保存着两处原始次森林，为中国重要的古老孑遗生物的生长地区。境内有高等植物 3000 余种，首批列入国家重点保护的珍稀濒危种子植物有珙桐等 35 种。在众多的植物中，武陵松分布最广，数量最多，形态最奇，有“武陵源里三千峰，峰有十万八千松”之美誉。武陵源有宝贵的野生珍稀动物。经调查，境内陆生脊椎动物共有 50 科 116 种，其中包括《国家重点保护动物名单》中的一级保护动物 3 种，二级保护动物 10 种。

宝峰湖

宝峰湖景区由张旅集团子公司张家界宝峰湖旅游实业有限公司负责运营。张家界宝峰湖旅游实业有限公司成立于 1993 年 12 月 23 日，注册资本 1905.91 万元，经营范围为旅游服务及房地产开发。

宝峰湖是世界自然遗产、世界地质公园、首批国家 5A 级旅游区张家界武陵源风景区的组成部分，被称为“世界湖泊经典”。属张家界地貌内自然山水与人文民俗相结合的湖泊型自然风景区。位于湖南省张家界市武陵源区东部，地处张家界武陵源风景名胜区的核心地带，距天子山 8 公里，距武陵源区政府 1.5 公里，距黄龙洞 8 公里，距张家界市区 34 公里。宝峰湖水深 72 米，长 2.5 公里。1984 年，宝峰湖风景区对外开放。1992 年，宝峰湖作为武陵源风景区的组成部分被列入联合国教科文组织《世界自然遗产名录》。从 2003 年起，宝峰湖景区被评定为国家 AAAA 旅游区（点）。2006 年，率先被评定为国家 AAAAA 旅游景区。

浏阳周洛

浏阳周洛风景区（以下简称“周洛景区”）由张旅集团子公司湖南周洛旅游开发有限公司负责运营。湖南周洛旅游开发有限公司成立于 2003 年 10 月 17 日，注册资本 1000 万元，经营范围包括周洛景区的开发和经营和旅游景点建设及旅游资源开发、旅游接待、对旅游基础设施建设投资等。

周洛景区位于长沙、浏阳、平江三市（县）交界的社港镇内，地处海拔 1359 米的连云山脉西部，是捞刀河的发源地。距浏阳市北 70 公里、长沙市东 80 公里、黄花机场 60 公里。境内人文遗址、自然景观众多，人文景观有铁坟坪、水口塔、陈家祠堂、颜家屋场，大时餐馆等，具有考古价值；境内生态环境好，珍稀动植物繁多，特别是野生桂花群落的发现，增添了度假村的魅力。周洛景区现已开发出来的景点有：情人湖、磐石、天线瀑布、桂花峡、鸳鸯瀑布、月亮潭、石树、太极佛光潭等等，总里程 1500 米。

十里画廊

张家界十里画廊位于武陵源核心景区内的索溪峪景区，长约五公里，是该景区内的旅游精华。十里画廊景区门票免费，但沿途各景

点需要门票。在这条长达十余里的山谷两侧，有着丰富的自然景观，人行其间如在画中。沟旁黛峰屏列，山上的岩石形成了 200 来尊似人似物、似鸟似兽的石景造型，其中“孔雀开屏”、“采药老人”、“寿星迎宾”、“猛虎啸天”等最为著名。

杨家界索道

杨家界索道已于 2014 年 4 月 18 日试营业，索道按期投入运营，打开了武陵源核心景区的西部通道。杨家界索道由张旅集团子公司张家界市杨家界索道有限公司建设运营，该公司注册资本为人民币 5000 万元。

杨家界索道是武陵源风景名胜区继天子山索道、黄石寨索道后的第三条客运索道，上站位于八里坡游览线刘家檐，下站位于中湖乡野溪铺村。该索道采用法国玻玛索道设备，是世界顶级双回路循环式配置八人车厢式索道，全长 1876 米，上下站垂直高差 517 米，线路支架 14 个，最高运行速度 6m/s，最大运力为 2300 人/小时，单程运行时间 5.2 分钟，是目前国际最先进的客运索道。

杨家界索道的运营，不仅拉近了杨家界与武陵源天子山、袁家界、黄石寨景区的距离，打通进出张家界核心景区的西部快捷通道，有利于缓解武陵源客流高峰的分流压力，全面推动武陵源风景区的“西部大开发”，而且对于景区的提质升级和自然环境资源保护具有重大意义。尤其使杨家界雪藏多年的峰墙群奇观从“养在深闺人未识”到“触手可及”，对于景区空间的扩容和完全释放具有巨大的推动作用。

（3）旅行社

公司旅行社业务主要由张旅集团下属的张家界中旅运营。张家界中旅主要采取传统旅行社组团和接待为主的经营模式，通过收取游客团费和代客人支付房、餐、车费等，赚取差价。近年来，公司的旅行社也寻找新的盈利模式，与景区建立长期的战略合作伙伴关系，资源整合、优势互补，全方位、深层次、多角度

的合作。

公司旅行社业务立足张家界市各旅游景区景点，以武陵源核心景区、黄龙洞、宝峰湖、黄石寨、浏阳周洛、十里画廊等人文、自然生态旅游资源位纽带，巩固传统客源市场，并大力开拓国内、国际客源市场，开发利用旅游资

源，整合推广旅游线路目前张旅推出的国内竞选旅游线路主要包括武陵源核心景区、十里画廊两日游；武陵源核心景区、十里画廊、黄龙洞、宝峰湖三日游；武陵源核心景区、十里画廊、凤凰古城三日游等路线。

表 7 近年来公司旅行社业务收入及毛利率（单位：万元、%）

产品名称	2012 年		2013 年		2014 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
旅行社	37993.16	6.35	26869.60	6.21	19475.10	5.88

资料来源：公司提供

受中央相关政策的出台及新《旅游法》的颁布的影响，2012~2014 年，公司旅行社业务营业收入分别为 37993.16 万元、26869.60 万元和 19475.10 万元，毛利率分别为 6.35%、6.21%和 5.88%，营业收入和毛利率均呈下降趋势。

2013 年，新《旅游法》的颁布和国家在黄金周对小车实行的高速免费政策，加快了游客出行方式的改变和旅游行业洗牌，一方面旅游消费市场需求发生巨大变，自由行、自驾车游客快速增长；另一方面，新《旅游法》等法律条例明文禁止旅行社低团费、零团费、强迫购物及参加自费项目等行为。旅行社团队游在锐减同时竞争加剧，规模较小的旅行社将面临被淘汰的命运。公司旅行社业务毛利率水平较低，系传统旅行社行业受到旅游行业政策和游客出行方式改变的影响，与此同时，公司积极开拓散客游业务，开发“自由旅神”APP，将规避该业务板块的部分系统性风险。

3. 景区环保客运业

武陵源核心景区门票中，有三日票和周票两种，两种票均有优惠门票。三日票为 245 元/张，优惠票价 160 元/张；周票价格 298 元/张，优惠价 193 元/张。所有票价均由大门票和环保车两部分组成，环保车票价包含运行成本（非实际发生的成本）、区、处手续费、资源有偿使用费、旅游发展基金、价格调节基金，其中

环保车票价收入全部计入公司环保客运运营收入。

环保客运车的运营成本包括环保客运车的折旧费用、维修费、保险费、燃料费用（包括汽油、柴油和天然气）和环保客运门票中政府收取的部分。运营成本相对于环保客运车票价而言仍处于较低水平，2012~2014 年公司环保客运车业务的毛利率分别为 68.07%、59.03%、73.42%，分别接待人数 315.20 万人、267.73 万人和 292.81 万人。2014 年毛利率和接待人数均有所回升。

4. 基础设施建设及其他业务

公司是张家界最大的城市基础设施建设的实施主体，2012 年张家界市政府就公司承担的基础设施建设项目与公司签订了《张家界市投资建设与转让收购（BT）模式投资建设项目总承包协议》，该协议中约定张家界人民政府将按照项目总投资的 115%向公司支付回购资金，明确了政府对公司基础设施建设板块业务的收益返还机制，从一定程度上保障了公司基建业务的投资收益。

根据《张家界市人民政府关于妥善处理张家界市经济发展投资集团有限公司 BT 项目回购资金相关问题的说明》（张政函[2014]118 号），为维护公司城市基础设施建设运营的独立性和稳定性，使其为张家界市基础设施建设

和旅游业发展提供更优质的服务，张家界市人民政府经与公司进行充分协商，综合历年财政收入的整体情况，对回购资金做出明确安排。张家界市政府按已经完成资产移交手续的回购项目最终核准的结算报告中应付公司的 BT 回购资金金额为准，在结算报告出具后的 7 年内按如下比例支付 BT 项目回购资金：

表 8 BT 回购未来支付比例

年份	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
逐年支付比例	10%	10%	15%	15%	20%	15%	15%

资料来源：张政函[2014]118 号

对于已经核准结算但资金暂未到位的回购收入，暂时计入公司应收账款。市政府每年支付的资金，主要来源于市政府每年的国有资源有偿使用权收入、新增财力、污水处理费、垃圾处理费、罚没收入、行政事业费等。

截至 2014 年底，公司已经完成城市“四路改造项目”（子午路、迎宾路、崇文路、永定大道）和张罗公路鹭鸶湾段高架桥项目。

城市“四路改造项目”起点为市城区三

角坪交叉口，终点为常张高速路入口，是常张高速路至张家界景区必经的城市东西主干道，全长 11.2 公里，建设内容主要是对四条城市主干道进行提质改造。公司已于 2013 年 12 月 31 日与市政府签订《资产移交协议书》，并将上述项目移交给市政府。经审计，“城市四路改造项目”账面价值为人民币 69000.33 万元，按照《张家界市投资建设与转让收购（BT）模式投资建设项目总承包协议》约定，“四路改造项目”回购总金额为 79350.38 万元。

张罗公路鹭鸶湾段高架桥项目桥梁全长 1051m，桥面宽度 9.5m。公司已于 2014 年 12 月 23 日与市政府签订《资产移交协议书》，并将上述项目移交给市政府。经审计，该项目账面价值为人民币 22905.86 万元，按照《张家界市投资建设与转让收购（BT）模式投资建设项目总承包协议》约定，该项目回购总金额为 26341.73 万元。

截至 2014 年底，公司收到回购资金 9216 万元，剩余金额 96476 万元计入公司应收账款。市政府根据市财政情况对该笔应收账款作了如下返还安排：

表 9 回购资金应收账款回款安排（单位：万元）

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
四路改造项目	7935	7935	11903	11903	15870	11903	11903	—
张罗公路鹭鸶湾段高架桥项目	—	2634	2634	3951	3951	5268	3951	3951
合计	7935	10569	14537	15854	19821	17171	15854	3951

资料来源：张政函[2014]118 号

公司房地产业务主要为彭家铺安置小区统建房，是张家界火车站项目安置区的组成部分，属于国家重点工程，项目总投资金额为 3594.06 万元，资金来源全部为自有资金，目前已全部完成投资。该安置房工程位于官黎坪彭家铺，占地面积 7600 平方米，总建筑面积 19700 平方米，建住宅 116 套、商铺 49 个。该安置小区项目由公司自行负责销售，已全部完成销售，2014 年确认销售收入 982.58 万元。公司房地产开发为公益性质，且持续性不强，

考虑到业务规模较小，对公司整体的业务发展前景不会产生较大影响。

总体看，公司以景区门票分成、景区资产运营、旅行社及环保客车构成的旅游业务收入为主，同时承担政府基础设施建设职能，分享投资收益，公司房地产及酒店业务对收入的贡献小，且房地产业务的持续性不强。2013 年以来，在突发事件、相关政策及法律法规出台后，旅游产业经历短期下滑，对公司旅游业务造成一定影响，但旅游产业的政策性支持保障了长

期向好的前景；同时，BT 项目形成数额较大的应回购款项，对公司现金流质量造成影响，但政府对此出具的相关文件一定程度保证了未来回购资金的到位。

5. 经营效率

2012~2014 年，公司销售债权周转次数分别为 153.26 次、3.63 次和 1.12 次，2013 年由于公司将部分 BT 项目确认收入（但未收到款项），导致应收账款大幅增长；存货周转次数和总资产周转次数加权平均值分别为 0.09 次和 0.09 次，2014 年，上述两指标分别为 0.08 次和 0.08 次。总体看，公司整体经营效率差。

6. 在建及拟建项目

公司作为张家界市政府最大的基础设施建设投融资主体，承担市政道路管网及风貌改造等重要建设职责。当前在建项目主要包括张家界市沿江旧城改造工程、武夷山大道建设工

程、澧水风貌带建设项目、西溪坪片区基础设施（道路）工程项目、张罗公路鹭鸶湾段改造工程和陈家溪南路建设项目；拟建项目主要包括澧水大桥、澧兰桥、天问路、滨河路（观音桥至逸臣华天）、高架桥（澧水大桥至沙堤大道）、木龙滩路和澧水两岸截污干管整治。

截至 2014 年底，公司在建项目累计完成投资 20.84 亿元，2015~2016 年计划投资 7.99 亿元和 7.70 亿元；拟建项目未来三年投资额分别为 0.28 亿元、2.13 亿元、2.44 亿元。公司负责对基础设施建设项目的筹资，并与张家界政府签订回购协议（即《张家界市投资建设与转让收购(BT)模式投资建设项目总承包协议》），并按 115%收取回购款。

从未来资金投入来看，在建及拟建项目的资本支出规模大，虽然公司当前债务负担适宜，但考虑到回购期限仍存在很大不确定性，总体看建设项目对公司形成的较大的资金压力。

表 10 公司在建项目情况（单位：亿元）

项目	市场化补偿机制安排	对应会计科目	建设时间	计划总投资	2014 年底累计投资	2015 年	2016 年
张家界市沿江旧城改造工程	逐年回购，纳入预算，回购期 2018-2025 年	存货（开发产品成本）	2013-2018	25.00	6.53	4.10	4.20
武陵山大道建设工程	逐年回购，纳入预算，回购期 2017-2024 年	存货（开发产品成本）	2013-2017	9.05	1.35	2.00	2.30
澧水风貌带建设项目	逐年回购，纳入预算，回购期 2017-2024 年	存货（开发产品成本）	2011-2017	13.54	8.15	1.20	1.20
西溪坪片区基础设施（道路）工程项目	逐年回购，纳入预算，回购期 2015-2022 年	存货（开发产品成本）	2009-2015	2.81	2.23	0.43	--
张罗公路鹭鸶湾段改造工程	逐年回购，纳入预算，回购期 2015-2022 年	存货（开发产品成本）	2009-2015	2.35	2.11	0.14	--
陈家溪南路建设项目	逐年回购，纳入预算，回购期 2015-2022 年	存货（开发产品成本）	2010-2015	0.70	0.47	0.12	--
合计	--	--	--	53.45	20.84	7.99	7.70

资料来源：公司提供

表 12 公司拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	建设周期	自有资金到位	投资计划		
				2015 年	2016 年	2017 年
澧水大桥	10600.00	2015-2016	150.00	150.00	2300.00	8150.00
澧兰桥	4800.00	2015-2016	250.00	250.00	4550.00	
天问路	20867.00	2015-2017	100.00	100.00	1500.00	4000.00
滨河路（观音桥至逸臣华天）	12000.00	2015-2017	300.00	300.00	4000.00	1300.00

高架桥（澧水大桥至沙堤大道）	20000.00	2015-2018	500.00	500.00	3600.00	4600.00
木龙滩路	8154.00	2015-2016	830.00	830.00	1000.00	6324.00
澧水两岸截污干管整治	5000.00	2015-2016	700.00	700.00	4300.00	
合计	81421.00		2830.00	2830.00	21250.00	24374.00

资料来源：公司提供

7. 未来发展

公司针对自身运营状况以及行业发展趋势制定了详细的战略发展目标：

（1）整合旅游资源，打造旅游精品。公司目前共有界宝峰湖景区、十里画廊风景区、浏阳周洛风景区、猛渡河、坐龙峡等众多旅游资源和部分景区的门票分成收益权。公司的旅游服务收入也主要是各个景区独立获得，景区间的“互动”较少，“一站式服务”不到位，亟需变革。变革旨在于各个景区间建立快速通道，经典人情风味相互补充，避免同质化建设对各景区资源进行合理整合，不断优化套票搭配，形成多组合多选择的旅游套餐等。

（2）加大旅游促销，拓展旅游市场，提高旅游产业效益。随着旅游市场的日益成熟，市场竞争日益加剧，做好旅游营销的企业才能掌握主动权。企业间的竞争早已不再是单个产品之间的较量，而是整个价值链的，公司将努力增加游客的滞留时间，提高客户体验，整个价值链的效益将远高于部分的和，从而为企业带来更多的收入。

（3）建设生态旅游新城，完善永定区核心服务区功能。公司立足于张家界自身优异的自然生态景观，紧抓生态旅游这一未来旅游行业的重要发展方向，将市区基础设施建设和景区自然风光紧密结合起来，倾力打造一个“上山可怡情，下山可尽兴”的永定生态旅游新城。

（4）增强企业自身造血能力，改善资本结构。近年来，为加快推进张家界市旅游产品从单一观光型向观光休闲和度假商务型转变的战略实施，公司依靠良好的市场信誉和势力，通过多渠道筹集了大量的宝贵的资金，极大的促进了张家界市旅游基础设施和景区的

建设，为公司旅游业的长期发展夯实了基础。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012~2014年三年连审审计报告已经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2015年一季度财务数据未经审计。

2013年底公司合并报表范围内的子公司较2012年底减少1家，为张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司；2014年底公司合并报表范围内的子公司较2013年底增加1家，为张家界游客中心有限公司。合并报表范围变化对公司财务数据可比性影响小。

截至2014年底，公司合并资产总额为141.35亿元，所有者权益合计为74.06亿元（其中少数股东权益3.38亿元）。2014年，公司实现营业收入10.30亿元，利润总额1.16亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额为143.42亿元，所有者权益合计为74.59亿元（其中少数股东权益3.42亿元）。2015年1~3月，公司实现营业收入1.19亿元，利润总额-0.12亿元。

2. 资产质量

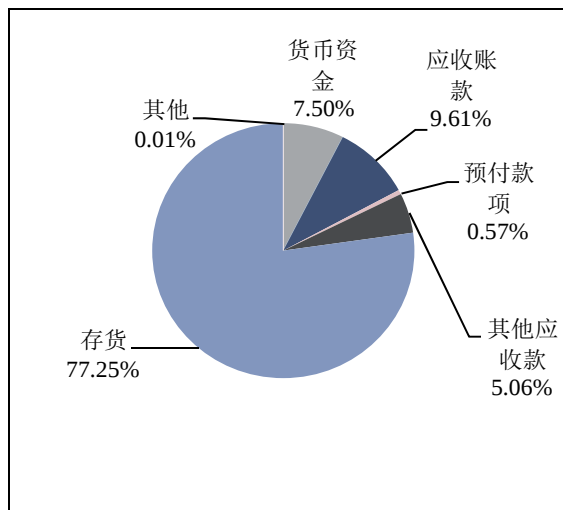
2012~2014年，公司资产规模年均复合增长率为6.33%，主要是来自应收账款、其他应收款、存货和固定资产的增长。截至2014年底，公司资产总额141.35亿元，其中流动资产合计占74.68%，非流动资产合计占25.32%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2012~2014年，公司流动资产年均复合增

长8.39%，截至2014年底，公司流动资产为105.56亿元，主要由货币资金（占7.50%）、应收账款（占9.61%）、存货（占77.25%）和其他应收款（占5.06%）等构成。

图3 2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司货币资金7.92亿元，主要为银行存款（占99.87%）；使用受限的货币资金为0.01亿元（占0.13%），主要为根据国务院令550号《旅行社条例》规定公司旅行社的旅游质量保证金。

2012~2014年，公司应收账款快速增长，年均复合增长率1196.03%，截至2014年底，公司应收账款10.15亿元，主要是应收张家界市财政局的BT项目款9.65亿元（占95.07%）；公司累计计提坏账准备0.01亿元。公司应收账款集中度很高，且根据张家界市财政局出具的应收账款回款安排来看，回收期较长，对公司资金形成较大占用。

公司其他应收款主要是往来拆借款，截至2014年底，公司其他应收款5.34亿元，其中按单项金额重大单项计提坏账准备的应收账款占94.86%，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款占4.18%，公司累计计提坏账准备0.12亿元，计提比例为2.11%；公司前五名其他应收款合计3.72亿元，占全部其他应收款的69.66%，主要欠款单位为张家界市人民政府国

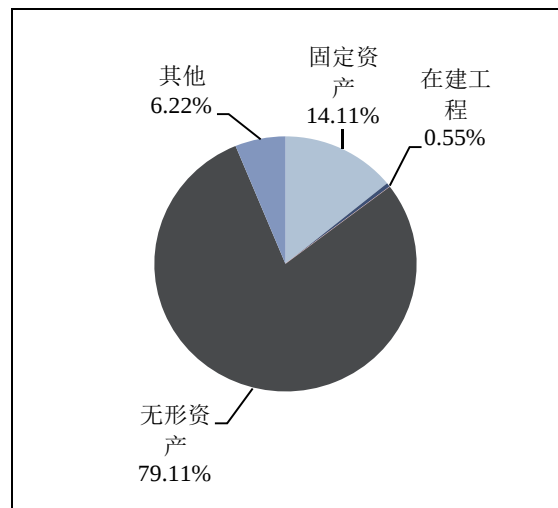
有资产监督管理委员会（1.50亿元）、张家界市土地储备中心（1.00亿元）、张家界澧水风貌带建设开发有限公司（0.48亿元）、张家界科技工业园投资有限公司（0.41亿元）、张家界迎宾馆（0.33亿元），公司其他应收款集中度很高。

2012~2014年，公司存货波动中有所增长，年均增幅1.33%，2014年底为81.55亿元，主要是开发产品成本（占65.40%）和土地（占34.54%），开发产品成本包括武陵山大道建设工程、陈家溪南路建设工程等多个BT项目开发成本；存量土地主要为2009年张家界市政府将4944亩土地资产注入公司，均为出让地，评估价值为28.17亿元，根据土地的规划用途，计入了存货中。公司存货未计提跌价准备，已经全部用于借款抵押，存货流动性较差。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产年均增长0.87%，截至2014年底，公司非流动资产合计35.78亿元，主要由固定资产（占14.11%）和无形资产（79.11%）构成。

图4 2014年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司固定资产净额波动增长27.54%，截至2014年底，公司固定资产原值7.41亿元，主要由房屋建筑物（占59.38%）、机器设备（占18.89%）和运输工具（占18.62%）

构成；公司固定资产累计折旧 2.33 亿元，计提减值准备 0.03 亿元，固定资产净额 5.05 亿元。

截至 2014 年底，公司在建工程为 0.20 亿元，同比大幅下降，主要是杨家界客运索道建设工程和酒店装修改造项目完工，转入固定资产所致。

截至 2014 年底，公司无形资产原值 30.52 亿元，其中景区门票分成收益权 29.42 亿元（占 96.40%），部分景区门票分成收益权（约 15.69 亿元）已用于长期借款抵押；公司累计摊销 2.21 亿元，无形资产账面价值 28.31 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 143.42 亿元，较 2014 年底增长 1.46%，主要是因为存货的增长，存货中主要是开发成本。从资产构成来看，截至 2015 年 3 月底，公司流动资产占比 74.98%，非流动资产占比 25.02%，较 2014 年底变化不大，仍以流动资产为主。

总体看，公司资产总额整体稳步增长，资产以流动资产为主，流动资产中存货占比高，存货流动性较差，应收账款回收期长；非流动资产中无形资产占比高，主要是景区门票分成收益权。公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益分别为 71.30 亿元、73.09 亿元和 74.06 亿元，年均增长 1.92%，所有者权益保持相对稳定。截至 2014 年底，公司归属于母公司所有者权益 70.68 亿元，其中股本占 1.41%、资本公积占 80.36%、盈余公积占 1.74%、未分配利润占 16.48%。公司资本公积占比大，截至 2014 年底为 56.80 亿元，其中资本溢价 56.18 亿元，主要构成为政府无偿划拨土地收益权评估值 28.17 亿元，政府作为资本金注入的张家界部分景区、载人工具门票分成收益权评估值约 28 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益为 74.59 亿元，较 2014 年底增长 0.71%；公司所有者权益构成与 2014 年底相比变化不大。

整体看，公司所有者权益中资本公积占比大，权益结构稳定性好。

负债

2012~2014 年，公司负债规模年均增长 11.91%，高于资产规模的年均增长速度。截至 2014 年底，公司负债合计 67.28 亿元，其中流动负债占 22.43%，非流动负债占 77.57%。

2012~2014 年，公司流动负债年复合增长 17.94%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 17.60 亿元，主要由短期借款、预收款项和一年内到期的非流动负债构成。2014 年底，公司预收款项 8.41 亿元，主要是公司预收的土地合作开发资金；一年内到期的非流动负债 4.85 亿元，主要是一年内到期的长期借款。

2012~2014 年，公司非流动负债年均增长 17.02%，2014 年底为 49.69 亿元，主要包括长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款。截至 2014 年底，公司长期借款 26.25 亿元，其中抵押借款 15.69 亿元，保证借款 10.15 亿元，信用借款 0.41 亿元；公司应付债券 18.00 亿元，为 2012 年公司发行的 7 年期 8 亿元公司债券和 2014 年发行的 7 年期 10 亿元公司债券；公司长期应付款 2.74 亿元，主要为张家界财政局拨入日元贷款、世行贷款等；公司专项应付款 2.66 亿元，主要是新火车站铁路专项资金、廉租房建设款、市政基础设施建设资金等。

2012~2014 年，公司全部有息债务波动中有所增长，年均复合增长率为 12.95%。截至 2014 年底，公司全部有息债务总额 54.10 亿元，其中短期债务占 13.14%，长期债务占 86.86%。

2012~2014 年，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均呈波动上升趋势，三年加权平均值分别为 45.18%、39.17% 和 35.25%，2014 年底分别为 47.60%、42.21% 和 38.82%。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 68.83 亿元，比 2014 年底增长 2.30%，主要是来自长期借款的增加。从结构看，流动负债占 23.59%，非流动负债占 76.41%，非流动负债占比有所增

加。公司负债仍以非流动负债为主。

截至2015年3月底，公司全部债务56.10亿元，较上年底增长3.69%，其中短期债务占比下降至11.07%，长期债务占比上升至88.93%。

截至2015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与2014年底相比均有所上升，分别为47.99%、42.93%和40.08%。

整体看，公司所有者权益构成较为稳定；公司负债以非流动负债为主；公司有息债务构成以长期债务为主。近年来公司债务规模有所提升，但整体债务负担适宜。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入波动上升，年均增幅4.46%，其中，2013年营业收入较2012年大幅增长59.53%，主要由于公司BT项目（城市四路改造）已经完工，由政府实施回购，公司于当年确认了7.94亿元BT项目收入；2014年实现营业收入10.30亿元；公司营业成本年均增长13.99%，高于营业收入涨幅。

从期间费用来看，2012~2014年，公司期间费用年复合增长31.53%，主要是因为利息支出的增长导致财务费用的增长；期间费用合计占营业收入的比例分别为19.01%、16.11%和30.13%，期间费用占比高。

2012~2014年，公司营业外收入分别为0.27亿元、1.03亿元和0.24亿元，主要为财政局拨付建设补贴款，公司营业外收入稳定性较差。

2012~2014年，公司利润总额波动中有所下降，分别为3.02亿元、2.16亿元和1.16亿元；营业外收入占利润总额的比重分别为8.80%、47.64%和20.69%，营业外收入对利润总额有一定贡献。

从盈利指标来看，2012~2014年，公司营业利润率呈波动下降趋势，三年分别为49.13%、24.07%和39.93%；总资本收益率和净资产收益率均呈逐年下降趋势，三年加权平均

值分别为2.84%和2.53%，2014年分别为2.44%和1.24%。

2015年1~3月，公司实现营业收入1.19亿元，同比下降32.39%；实现利润总额-0.11亿元，主要是因为（1）公司杨家界索道于2014年4月开始试运营，新增固定资产折旧、价格调节基金和资源费支出等，使得营业成本较上年同期明显增加；（2）张国际酒店于2014年完成了装修改造，固定资产折旧增加；（3）房地产项目持续性较弱，2015年一季度未产生收入；（4）基础设施建设板块2015年一季度未确认收入。同期，公司营业利润率为53.92%，较上年增长13.99个百分点，主要是因为一季度旅游服务收入中门票分成收入占比大，而此项收入的毛利率很高。

总体看，近年来公司营业收入波动增长，期间费用占营业收入比重高；公司营业外收入对利润总额有一定贡献，稳定性较差。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，公司流动比率呈波动上升趋势，2014年流动比率为599.79%，较2013年上升100.87个百分点；速动比率呈上升趋势，2014年速动比率为136.43%，较2013年上升62.32个百分点。截至2015年3月底，上述两项指标分别为662.19%和143.94%。2012~2014年，公司经营现金流动负债比分别为29.87%、1.61%和-19.96%。考虑到公司经营活动现金流入量具有一定规模，短期债务规模不大，且流动负债中预收款项占比较大。总体看，公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年，公司EBITDA分别为4.07亿元、4.56亿元和4.41亿元；公司EBITDA利息倍数不断下降，分别为5.12倍、2.97倍和1.17倍，EBITDA对利息的保障能力尚可；公司全部债务/EBITDA波动上升，分别为10.42倍、8.75倍和12.28倍。公司长期偿债能力一般。

截至2015年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为人民币39.67亿元，尚未使用的额度约为8.72亿元，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，公司直接融资渠道便利。总体看，公司融资渠道畅通。

截至2015年3月底，公司对外担保余额45500万元，其中对张家界金鲵生物科技有限公司提供担保5500万元，对张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司提供担保40000万元，担保比率为6.10%。截至目前被担保方均处于正常经营，公司或有负债风险一般。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（银行版），截至2015年4月17日，公司无未结清不良贷款。2010年8月23日，公司发生农行利息逾期59万元，中国农业银行股份有限公司张家界分行已出具相关说明，主要是系为银行系统周末停止结算造成，非故意拖欠。公司无未结清不良贷款；2014年6月28日，公司发生欠息0.34万元，主要是由于银行系统错误，未自动扣除利息，中国银行张家界分行已出具相关说明；另公司有未结清5笔贷款列入关注类，工商银行张家界南庄坪支行已出具了公司能按时还本付息且抵押物充足的相关说明，待总行审批同意后，公司相关贷款可化为正常类。

7. 抗风险能力

公司作为张家界旅游开发的重要主体以及张家界市政府最大的城市基础设施建设投融资平台，能够获得政府多项支持。基于对公司经营及财务的状况的综合分析，公司整体抗风险能力强。

八、结论

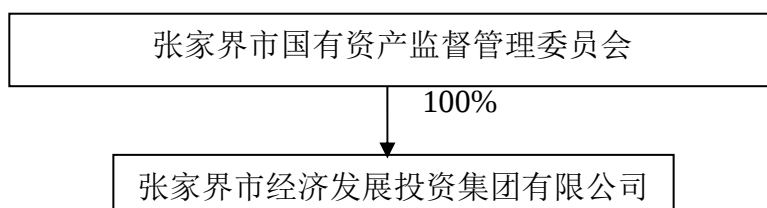
公司作为张家界旅游开发的重要主体以及张家界市政府最大的城市基础设施建设投

融资平台，在依托张家界著名的景区资源的同时，获得政府的多项优质旅游资产的注入及财政补贴等支持，在旅游业务运营方面占据独特优势。公司形成了以景区门票分成、景区资产运营及旅行社经营为一体的旅游服务业（包括环保客运业），同时基础设施建设业务于2013年开始确认收入，但回款周期较长。2013年，由于雅安地震、禽流感等突发因素以及中央相关政策的出台、新《旅游法》的颁布等均对张家界旅游产业及旅行社业态形成一定影响，影响了公司旅游产业的收入及利润规模。但旅游产业持续受到政策扶持，未来发展整体向好。

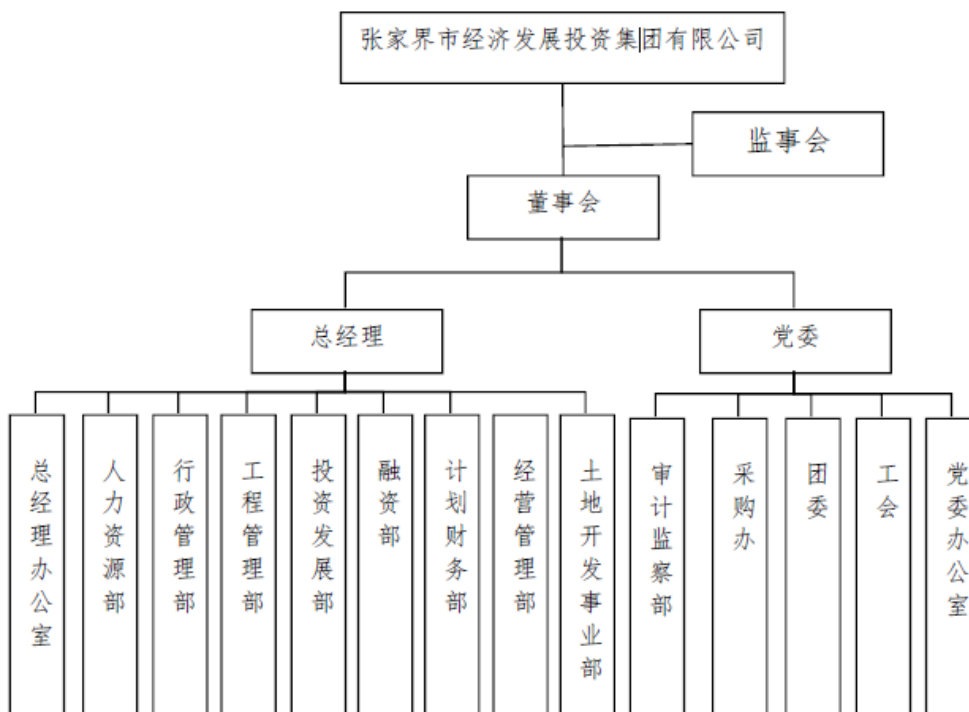
公司整体资产质量一般，存货等流动性较差，所有者权益构成稳定，虽近年来债务规模迅速提升，整体债务负担适宜。但考虑到未来基础设施建设项目投入大，BT回款时间不确定性较大，公司存在一定资金压力。公司收入呈波动增长态势，但应收账款回收期长导致现金流状况较差，营业外收入贡献较大。公司整体偿债能力尚可。

综合看，公司主体长期信用风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.93	1.66	7.92	6.73
资产总额(亿元)	125.02	127.36	141.35	143.42
所有者权益(亿元)	71.30	73.09	74.06	74.59
短期债务(亿元)	8.22	6.82	7.11	6.21
长期债务(亿元)	34.19	33.13	46.99	
全部债务(亿元)	42.41	39.95	54.10	56.10
营业收入(亿元)	9.44	15.06	10.30	1.19
利润总额(亿元)	3.02	2.16	1.16	-0.12
EBITDA(亿元)	4.07	4.56	4.41	--
经营性净现金流(亿元)	5.21	0.30	-3.51	0.28
财务指标				
销售债权周转次数(次)	153.26	3.63	1.12	--
存货周转次数(次)	0.06	0.14	0.08	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.12	0.08	--
现金收入比(%)	110.73	48.06	75.01	101.63
营业利润率(%)	49.13	24.07	39.93	53.92
总资本收益率(%)	3.05	3.04	2.44	--
净资产收益率(%)	3.74	2.60	1.24	--
长期债务资本化比率(%)	32.41	31.19	38.82	40.08
全部债务资本化比率(%)	37.30	35.34	42.21	42.93
资产负债率(%)	42.97	42.61	47.60	47.99
流动比率(%)	515.14	498.92	599.79	662.19
速动比率(%)	59.74	74.11	136.43	143.94
经营现金流动负债比(%)	29.87	1.61	-19.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.12	2.97	1.17	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.42	8.75	12.28	--

注：公司 2015 年一季度财务数据未经审计；长期债务包含长期应付款。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% (2) n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

联合资信评估有限公司关于 张家界市经济发展投资集团有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在张家界市经济发展投资集团有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

张家界市经济发展投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。张家界市经济发展投资集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注张家界市经济发展投资集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现张家界市经济发展投资集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如张家界市经济发展投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如张家界市经济发展投资集团有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送张家界市经济发展投资集团有限公司、主管部门、交易机构等。

