

张家界市经济发展投资集团 有限公司 2024 年 跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕4518号

联合资信评估股份有限公司通过对张家界市经济发展投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持张家界市经济发展投资集团有限公司主体长期信用等级为AA，维持“17张家界专项债/PR张家界”“23张家经投MTN002”和“21张家界专项债01/21张家界”的信用等级为AA，维持“22张家界专项债01/22张家界”和“22张家界专项债02/22张经投”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：

二〇二四年六月十八日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受张家界市经济发展投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

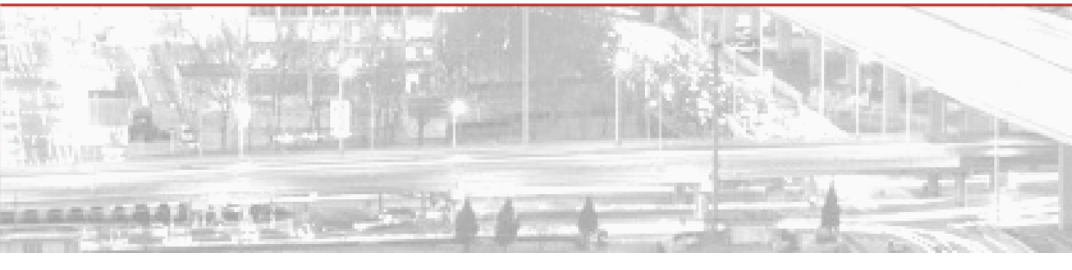
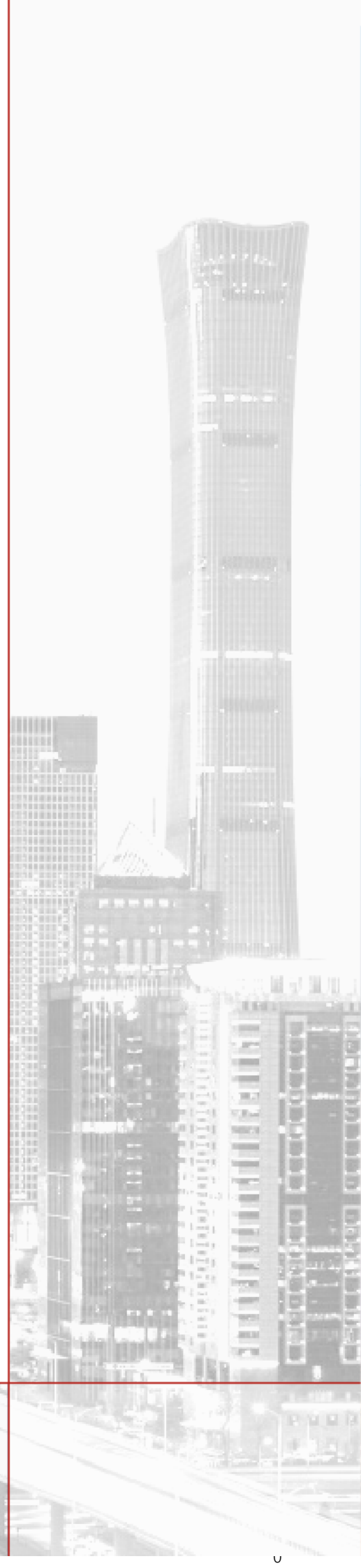
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



张家界市经济发展投资集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
张家界市经济发展投资集团有限公司	AA/稳定	AA/稳定	
常德财鑫融资担保有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	
17 张家界专项债/PR 张家界	AA/稳定	AA/稳定	
23 张家经投 MTN002	AA/稳定	AA/稳定	2024/06/18
21 张家界专项债 01/21 张家界	AA/稳定	AA/稳定	
22 张家界专项债 01/22 张家界	AA+/稳定	AA+/稳定	
22 张家界专项债 02/22 张经投	AA+/稳定	AA+/稳定	

评级观点

张家界市经济发展投资集团有限公司（以下简称“公司”）作为张家界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，区域重要性高。跟踪期内，公司内控体系建设完善，内部管理制度健全；经营方面，受益于旅游出行需求的恢复，2023 年公司核心景区游客接待量，旅游及其他服务收入同比均大幅增长，但大庸古城项目经营业绩不及预期并发生资产减值损失，需关注后续业绩改善情况；基础设施建设业务受业务重心调整及政府回购进度影响，2023 年收入同比减少，该业务形成的资产回收周期长，资金占用规模大，需关注后续回款情况。财务方面，公司经营性利润同比实现扭亏为盈，带动利润总额有所增长，盈利能力较强；资产流动性较弱；债务规模有所下降，但债务负担较重，偿债指标表现较弱。

个体调整：无。

外部支持调整：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，区域重要性高，在旅游资源获取与政府补贴方面获得的政府支持力度大。

评级展望

未来，依托张家界市政府对公司的大力支持，以及旅游出行需求的恢复，公司旗下旅游资源收益水平有望进一步提升。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司资产质量显著提升；股东及相关各方对公司的支持显著增强等。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司资本实力明显下降；资产质量显著下降，景区客流量持续大幅下滑带动盈利能力显著下降；财务杠杆大幅上升且流动性压力加剧，财务状况明显恶化；公司地位下降，股东及相关各方对公司的支持明显减弱等。

优势

- **跟踪期内，公司旅游业务保持突出的资源禀赋优势，受益于行业景气度恢复，旅游板块经营业绩同比改善明显。**张家界景区地质景观享有“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。公司作为张家界市政府旅游开发运营的重要主体，2023 年受益于旅游出行需求的恢复，公司景区游客接待量，旅游及其他服务收入同比均大幅增长，经营性利润实现扭亏为盈。
- **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，区域地位显著。**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，区域地位显著，可持续获得补贴支持。2023 年，公司获得政府补助 3.93 亿元，其中财政贴息资金 3.20 亿元。

关注

- **存货及应收类款项对资金占用规模大，资产流动性较弱。**公司基础设施建设业务回收期长，形成的存货及应收账款规模大，与政府机构及平台公司之间的往来款持续增长且账龄偏长期，上述资产均对公司资金占用规模大。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2024 年 3 月底，公司对外担保金额 116.16 亿元，占期末净资产比例为 56.08%，被担保方主要为张家界市属国有企业，均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 旅游企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 旅游企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F4	现金流	资产质量	1
			盈利能力	3
			现金流量	4
		资本结构	2	
		偿债能力	4	
指示评级				a ⁻
个体调整因素：				--
个体信用等级				a ⁻
外部支持调整因素：政府支持				+4
评级结果				AA

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

主要财务数据

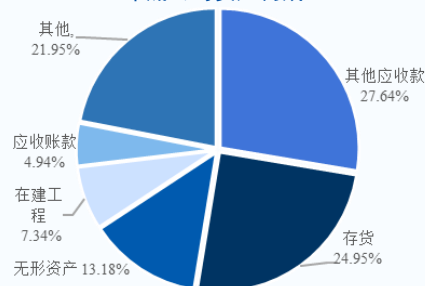
合并口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	12.81	9.06	19.16
资产总额（亿元）	540.77	543.04	551.22
所有者权益（亿元）	207.67	208.72	207.12
短期债务（亿元）	74.44	54.19	45.62
长期债务（亿元）	181.51	182.43	194.03
全部债务（亿元）	255.95	236.62	239.65
营业总收入（亿元）	19.32	19.78	1.51
利润总额（亿元）	1.17	1.76	-1.59
EBITDA（亿元）	8.86	9.23	--
经营性净现金流（亿元）	-6.08	22.45	5.00
营业利润率（%）	11.06	40.40	7.47
净资产收益率（%）	0.64	0.57	--
资产负债率（%）	61.60	61.56	62.42
全部债务资本化比率（%）	55.21	53.13	53.64
流动比率（%）	240.27	243.01	252.51
经营现金流动负债比（%）	-4.35	16.10	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.17	0.42
EBITDA 利息倍数（倍）	1.02	1.18	--
全部债务/EBITDA（倍）	28.89	25.64	--

公司本部口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	428.60	429.69	443.02
所有者权益（亿元）	191.65	195.21	193.66
全部债务（亿元）	176.71	155.94	161.35
营业总收入（亿元）	13.34	11.74	0.00
利润总额（亿元）	4.56	4.06	-1.54
资产负债率（%）	55.28	54.57	56.29
全部债务资本化比率（%）	47.97	44.41	45.45
流动比率（%）	243.29	246.87	246.41
经营现金流动负债比（%）	-8.68	16.36	--

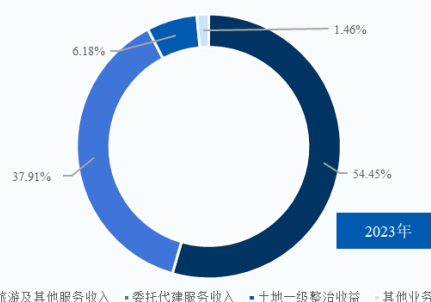
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径及本部其他流动负债中有息部分已调整至短期债务，长期应付款中有息部分已调至长期债务

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2023 年底公司资产构成

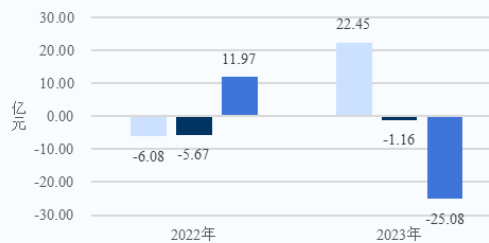


2023 年公司收入构成



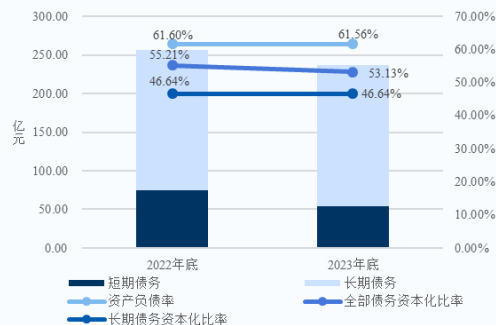
• 旅游及其他服务收入 • 委托代建服务收入 • 土地一级整治收益 • 其他业务

2022—2023 年公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

2022—2023 年底公司债务情况



■ 短期债务 ■ 长期债务 ■ 全部债务资本化比率 ■ 资产负债率

跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
17 张家界专项债/17 张家界	10.00 亿元	6.00 亿元	2027/07/24	债券提前偿还
23 张家经投 MTN002	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/04/10	--
21 张家界专项债 01/21 张家界	4.00 亿元	4.00 亿元	2028/12/10	债券提前偿还
22 张家界专项债 01/22 张家界	5.50 亿元	5.50 亿元	2029/04/29	债券提前偿还、担保方提供不可撤销连带责任保证担保
22 张家界专项债 02/22 张经投	5.50 亿元	5.50 亿元	2029/06/14	债券提前偿还、担保方提供不可撤销连带责任保证担保

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

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 张家界专项债 01/22 张家界；21 张家界专项债 01/21 张家界；17 张家界专项债/17 张家界；23 张家经投 MTN002	AA+/稳定 AA/稳定	AA/稳定	2023/06/15	李明、张梦苏	旅游企业信用评级方法 V4.0.202208 旅游企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
23 张家经投 MTN002	AA/稳定	AA/稳定	2023/03/17	郭察理、张梦苏	旅游企业信用评级方法 V4.0.202208 旅游企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
22 张家界专项债 02/22 张经投	AA+/稳定	AA/稳定	2022/05/19	郭察理、刘丙江	旅游企业信用评级方法（V3.0.201907） 旅游企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
22 张家界专项债 01/22 张家界	AA+/稳定	AA/稳定	2022/03/11	郭察理、刘丙江	旅游企业信用评级方法（V3.0.201907） 旅游企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
21 张家界专项债 01/21 张家界	AA/稳定	AA/稳定	2021/11/16	刘祎桓、刘丙江	旅游企业信用评级方法（V3.0.201907） 旅游企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
17 张家界专项债/17 张家界	AA/稳定	AA/稳定	2021/06/25	刘祎桓、王喜梅	旅游企业信用评级方法（V3.0.201907） 旅游企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
17 张家界专项债/17 张家界	AA/稳定	AA/稳定	2020/06/29	刘哲、刘祎桓	旅游企业信用评级方法（V3.0.201907） 旅游企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
17 张家界专项债/17 张家界	AA/稳定	AA/列入信用评级观察名单	2020/06/10	刘哲、刘祎桓	旅游企业信用评级方法（V3.0.201907） 旅游企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
17 张家界专项债/17 张家界	AA/稳定	AA/稳定	2017/07/04	方晓、刘哲	联合资信工商企业主体评级方法（2013年）	阅读全文

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

评级项目组

项目负责人：候珍珍 houzz@lhratings.com

项目组成员：李 明 liming@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010/85679696 传真：010/85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

公司前身为张家界市经济发展投资有限责任公司，是经张家界人民政府以张政函（1999）124号文件批准成立的国有独资公司。2005年6月，经张家界市人民政府批准，公司名称变更为现名。经历多次增资扩股，截至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2024年3月底，公司注册资本和实收资本均为1.00亿元，张家界国资委持有公司90.00%的股权，是公司控股股东及实际控制人。

公司主营业务为旅游服务业务和基础设施建设业务。按照联合资信行业分类标准划分为旅游企业。

截至2024年3月底，公司内部设立总经理办公室、人力资源部、财务资产部、资本运营部、证券融资部等职能部门；下属9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2024年3月底，公司直接持有张旅集团27.83%的股权（其中49.99%已质押，未质押部分市值3.60亿元），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84.58%股权因诉讼事项被法院冻结，剩余部分未质押，具体事项见“财务分析”）。

截至2023年底，公司合并资产总额543.04亿元，所有者权益208.72亿元（含少数股东权益6.13亿元）；2023年，公司实现营业总收入19.78亿元，利润总额1.76亿元。

截至2024年3月底，公司合并资产总额551.22亿元，所有者权益207.12亿元（含少数股东权益5.83亿元）；2024年1—3月，公司实现营业总收入1.51亿元，利润总额-1.59亿元。

公司注册地址：张家界市大庸桥月亮湾花园；法定代表人：张坚持。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2024年3月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按指定用途使用完毕，已如期兑付上一期债券本金及利息。

图表1·截至2024年3月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17 张家界专项债/17 张家界	10.00 亿元	6.00 亿元	2017/07/24	10 年
23 张家经投 MTN002	10.00 亿元	10.00 亿元	2023/04/10	3 年
21 张家界专项债 01/21 张家界	4.00 亿元	4.00 亿元	2021/12/10	7 年
22 张家界专项债 01/22 张家界	5.50 亿元	5.50 亿元	2022/04/29	7 年
22 张家界专项债 02/22 张经投	5.50 亿元	5.50 亿元	2022/06/14	7 年
合计	35.00	31.00	--	--

资料来源：联合资信根据公开信息整理

1 普通优先债券

截至2024年3月底，公司存续期普通优先债券包括“17 张家界专项债/PR 张家界”“21 张家界专项债 01/21 张家界”和“23 张家经投 MTN002”，合计金额20.00亿元。

“17 张家界专项债/PR 张家界”每年付息一次，分次还本，从债券存续期第3、第4、第5、第6、第7、第8、第9和第10个计息年度末分别按照债券发行总额10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%和15%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付。

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

2 担保债券

截至 2024 年 3 月底，公司存续期担保债券包括“22 张家界专项债 01/22 张家界”和“22 张家界专项债 02/22 张经投”，金额为 11.00 亿元，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。

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

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

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）旅游行业

2023 年，旅游业快速复苏，国内旅游市场高开高走，加速回暖，出入境旅游逐步恢复，旅游经济实现了量与质的有效提升。从细分行业看，多数景区经营状况明显改善，客流量和盈利能力大幅提升，经营活动现金流整体表现为净流入，但盈利能力和现金流水平均未达到 2019 年同期；酒店业平均房价和出租率较上年同期较快增长，每间可供出租客房收入较上年同期显著增长，部分大型酒店集团业绩超过 2019 年；主题公园发展较快，已成为全球游客量最大的主题公园市场，国际品牌主题公园竞争力更强；免税行业竞争格局保持稳定，离岛免税市场持续复苏，但尚未恢复至 2021 年水平。进入 2024 年，旅游业发展持续向好，春节和清明假期国内旅游市场已超过 2019 年同期水平，出入境旅游尚处于复苏期，受国际客运航班数量、目的地供应链情况及签证政策等因素影响较大。完整版行业分析详见《[2024 年旅游行业信用风险展望](#)》。

（2）城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008 年后，城投企业的快速扩张加剧了地方政府的债务风险。随后，国家出台了一系列政策，规范了地方政府和城投企业的融资行为，建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022 年以来，宏观经济下行压力加大，“稳增长”压力凸显。同时，监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控，城投企业融资监管政策“有保有压”。2023 年，在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体，将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧，仍需重点关注尾部城投企业的信用风险。详见《[2023 年城市基础设施建设行业分析](#)》。

2 区域环境分析

旅游业是张家界市重要支柱产业。2023年，张家界市旅游业有所恢复，游客接待量及旅游总收入均大幅增长。

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，是中国最重要的旅游城市之一，是湘鄂渝黔革命根据地的发源地和中心区域，旅游资源丰富。

2023年底，张家界全市旅游等级景区(点)36家，比上年底增长16.1%。其中，4A级及以上14家，较上年底保持稳定。2023年，张家界市实现旅游总收入514.6亿元，增长87.0%。接待国内游客3570.3万人次，增长74.6%；境外入境人数68.7万人次，同比大幅提升。

同期，张家界市创新旅游市场营销，通过举办世界遗产摄影大展、中国翼装飞人穿越天门洞、首届中国(张家界)文旅融合发展大会等活动，持续打造爆点、热点，全方位激活文化和旅游消费；积极开展境外营销，恢复国际航线，先后复航越南河内与胡志明、泰国曼谷、韩国釜山、中国香港等城市至张家界的10条国际（地区）航班。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

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。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人、股权结构未发生变化。

企业规模和竞争力方面，公司作为张家界市政府旅游开发运营重要主体，跟踪期内在旅游业务运营方面仍占据独特优势。公司本部及旗下子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。同时，公司仍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。

信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2024 年 5 月 8 日，公司本部未结清信贷信息中，不存在不良类或关注类记录；已结清的信贷信息中，存在关注类账户 11 户，关注类账户主要发生在 2004—2015 年，公司银行贷款正常还本付息，但根据当时银行监管政策，类政府融资平台公司的贷款分类结果不应高于关注类，故公司银行贷款被调整为关注类。

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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2024 年 6 月 14 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

（二）管理水平

跟踪期内，公司主要管理制度无变化。2023 年 7 月，因工作调整等原因，公司董事长发生变更。跟踪期内，其他董事会成员、监事及高管人员未发生变更。

张坚持先生，1971 年出生，中共党员。曾任张家界市永定区政府办公室党组成员、副主任，张家界市永定区委办公室副主任，张家界市永定区广播电视局党组书记、有线电视台党支部书记、广播电视局局长、有线电视台台长，张家界市民政局党组成员、副局长，张家界市社会组织工作委员会副书记，张家界市人大法制委员会（人大常委会法制工作委员会）主任科员（主任）、机关党组成员，张家界市融资担保集团有限公司党委书记、董事长。现任公司党委书记、董事长。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023 年，公司营业总收入同比基本持平，收入结构有所调整，旅游及其他服务业务收入占比提升；综合毛利率较上年大幅提升。

2023 年，公司实现营业总收入 19.78 亿元，主营业务收入 19.49 亿元，同比均基本持平，但收入结构有所调整。2023 年，受益于旅游出行需求的恢复，公司旅游及其他服务业务（包括景区门票、旅行社及酒店）收入同比大幅增长，占营业总收入比重大幅提升；城市基础设施建设业务（委托代建服务）收入同比减少，主要系公司业务重心调整及政府回款进度影响所致；土地整理业务（土地一级整治）收入同比减少，该业务收入可持续性弱。

毛利率方面，2023 年公司综合毛利率较上年提升 30.29 个百分点，主要系旅游及其他服务收入占比及毛利率大幅提升所致，委托代建业务毛利率较为稳定，土地一级整治毛利率同比上升。

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1.51 亿元，主要为旅游及其他服务业务（基础设施建设业务一般在一季度无结算收入），较上年同期减少 0.30 亿元，主要系旅游相关业务收入上年同期基数较高所致；同期，综合毛利率较上年同期提升 22.41 个百分点。

图表 2 • 2022—2023 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
旅游及其他服务	2.77	14.31	-12.07	10.77	54.45	61.03
委托代建服务	12.45	64.44	12.52	7.50	37.91	13.04
土地一级整治	3.94	20.40	28.17	1.22	6.18	75.87
主营业务收入合计	19.16	99.16	12.19	19.49	98.54	43.50
其他业务	0.16	0.84	93.60	0.29	1.46	21.31
营业总收入	19.32	100.00	12.88	19.78	100.00	43.17

注：其他业务包括殡仪服务、租赁服务和商品房销售业务等资料来源：联合资信根据公司提供资料整理
资料来源：联合资信根据公司资料整理

图表 3 • 公司下属主要经营主体 2023 年（末）财务概况（单位：亿元）

企业名称	所在业务板块	持股比例	资产总额	所有者权益	营业总收入	2023 年净利润	2022 年净利润
武陵源产发	旅游及其他服务、基础设施建设业务	86.00%	141.33	74.25	7.66	0.36	0.20
张旅集团	旅游及其他服务	35.30%	16.79	13.51	4.20	-2.39	-1.35
公司（合并口径）	--	--	543.04	208.72	19.78	1.19	1.34

资料来源：联合资信根据公司资料整理

2023 年，受益于旅游出行需求的恢复，公司各景区游客接待量较上年大幅增加，门票价格保持稳定，旅游业务收入和毛利率同比大幅增长，公司本部收到财政划转武陵源核心景区门票收入相应增加；但大庸古城项目经营效益不及预期，跟踪期内发生资产减值，对公司旅游板块利润形成拖累，需关注后续经营改善情况。

跟踪期内，公司旅游服务业务经营模式未发生变化。公司旅游及其他服务收入主要由本部获得的门票分成收入，以及下属张旅集团和武陵源产发的景区运营收入构成。

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核心景区（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。此外，根据相关政府批文，公司本部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。

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，武陵源产发主要负责运营武陵源核心景区，张旅集团主要负责宝峰湖等景区运营、环保客运、旅行社、索道及酒店等业务。2023 年，武陵源产发实现营业总收入 7.56 亿元，主要来源为武陵源核心景区门票收入，同比增长 32.84%；实现净利润 0.36 亿元，同比大幅增长。2023 年，张旅集团实现营业总收入 4.20 亿元，较上年增加 2.88 亿元，主要系各大景区游客接待量、环保客运购票人数等大幅提升所致；净利润-2.39 亿元，持续亏损，主要系大庸古城项目竣工，计提折旧增加，以及经营效益低于预期，张旅集团对大庸古城项目计提减值损失所致，若剔除大庸古城影响，2023 年张旅集团实现净利润 957.00 万元，同比扭亏。

大庸古城项目位于张家界市中心，主要资产于 2021 年 6 月投入运营并转固，受外部环境影响大庸古城项目经营情况远低于预期，2023 年实现营业收入 520.86 万元，净利润为-2.49 亿元，持续大额亏损；截至 2023 年底，大庸古城项目资产（无形资产、投资性房地产、固定资产账面净值合计）为 19.37 亿元，2023 年计提资产减值损失 0.75 亿元，考虑大庸古城未来经营效益存在较大不确定性，其资产仍存在较大减值风险。

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，公司本部多次获得政府对部分张家界旅游资产收益权的划拨。截至 2024 年 3 月底，公司本部享有武陵源核心景区大门票中 82.35 元/张（总票价 225 元/张）的门票分成收益。除武陵源核心景区外，公司门票分成收益还包括宝峰湖普通门票价格（30 元/张）中张家界市政府资源使用费部分（3 元/张，优惠票价资源使用费减半征收）和游船票价（60 元/张）中张家界市政府资源使用费部分（5.7 元/张，优惠票价资源使用费减半征收）；黄龙洞景区普通门票价格（96 元/张）中市政府资源使用费部分（7 元/张，优惠票价资源使用费减半征收）。跟踪期内，上述资产收益权未发生变化。

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，门票价格中由张家界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张家界市财政局，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。2023 年，公司本部收到财政划转武陵源核心景区门票收入为 3.02 亿元，较上年（0.80 亿元）大幅增长。

②旅游经营

武陵源产发主要负责运营武陵源核心景区（5A 级），张旅集团主要运营宝峰湖景区（5A 级）、十里画廊风景区（5A 级）、杨家界索道等旅游资源。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。

2023 年，受益于旅游出行需求的恢复，公司各大景区游客接待量同比均大幅增加，经营效率显著提升带动细分景区收入及毛利率同比均大幅增长。2024 年一季度，景区游客接待量较上年同期略有下降，主要系去年同期基数较高影响所致。

图表 4 • 近年来公司景区接待量（单位：万人次）

游客接待量	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
武陵源核心景区	172.35	112.25	309.06	41.30
宝峰湖景区	7.47	26.78	715.77	10.56
十里画廊	63.06	35.83	133.04	15.18
杨家界索道	61.85	25.09	88.96	13.84

注：统计口径未包含免票人次
资料来源：联合资信根据公司资料整理

图表 5 • 近年来张旅集团收入及毛利率（单位：万元）

项目	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 1—3 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	2362.77	49.45%	1184.91	-37.98%	4151.19	40.21%	522.24	10.03%
宝峰湖景区	1116.69	-60.41%	1457.36	-20.26%	4650.67	39.32%	701.29	26.34%
杨家界索道	4041.29	31.73%	1453.06	-45.86%	5599.04	43.12%	1140.39	35.76%
合计	7520.75	23.62%	4095.33	-290.11%	14400.90	41.05%	2363.92	27.28%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

门票价格方面，2023 年以来，公司主要景区门票价格未发生重大变化。其中，武陵源核心景区门票价格为 165 元/人次，环保车服务价格为 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。

公司基础设施建设业务具备区域专营性，受公司业务重心调整及政府回购进度影响，2023 年基础设施建设业务确认收入减少，实现回款情况一般；该业务投资回收周期长，资金占用规模大。公司在建项目（包括基础设施建设项目、保障房项目及土地整理项目等）未来尚需投资规模大，面临一定资金支出压力。

公司基础设施建设业务主要由公司本部及武陵源产发负责。公司是张家界最大的城市基础设施建设的实施主体，同时承担张家界市土地开发整理、保障性安居工程建设的任务。跟踪期内，公司基础设施建设业务未发生变化，仍以委托代建模式为主。

受公司业务重心调整及政府回购进度影响，2023 年，公司基础设施业务收入 7.50 亿元（全部为本部确认的代建收入），同比大幅下降，武陵源产发未确认代建收入（2022 年确认代建收入 3.96 亿元）；2023 年实现回款 3.81 亿元。截至 2023 年底，公司存货中的开发产品成本账面余额 114.21 亿元，主要为未完工结算的基础设施建设项目，较上年底基本持平，对公司资金占用影响大。

截至 2024 年 3 月底，公司主要在建项目（包括基础设施建设项目、保障房项目及土地整理项目等）总投资额 89.32 亿元，未来尚需投资 42.43 亿元，其中 2024 年 4—12 月计划投资 1.16 亿元。

图表 6 • 2024 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类型	承建主体（本部/子公司名称）	计划总投资额	截至 2024 年 3 月底已完成投资额	2024 年 4—12 月投资计划	2025 年投资计划
向家坪安置区项目	安置区建设	武陵源产发	3.41	3.39	0.00	0.00
武陵山大道建设项目	道路	本部	35.50	4.75	0.50	0.50
“五路”提质改造	道路	本部	9.35	2.85	0.10	0.10
西溪坪东西互通	道路	本部	2.02	1.23	0.00	0.00
月亮湾道路	道路	本部	4.08	1.23	0.10	0.10
沙坪四期	房屋	武陵源产发	2.10	2.08	0.00	0.02
澧水风貌带	风貌带	本部	5.54	4.60	0.00	0.00
文苑古镇项目	古镇	武陵源产发	2.92	2.39	0.01	0.05
城市基础设施	基础设施	本部	3.80	3.75	0.10	0.10
百溪沟城市棚户区改造项目	棚户区改造	武陵源产发	3.42	2.63	0.10	0.20
政府零星项目	其他	本部	2.80	2.73	0.05	0.05
罗公坪项目	土地整理	武陵源产发	2.90	2.88	0.05	0.00
张罗路两侧土地收储（土地改道路）	土地整理	本部	4.02	2.99	0.10	0.10
仙人溪两侧环境整治	土地整理	本部	3.20	2.24	0.00	0.00
大唐西市项目	土地整理	本部	1.50	1.34	0.05	0.01
潭头湾	土地整理	本部	2.76	1.35	0.00	0.00
合计	--	--	89.32	42.43	1.16	1.23

资料来源：联合资信根据公司资料整理

2 未来发展

公司未来发展规划清晰，可行性高。

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，公司针对自身运营状况以及行业发展趋势制定了未来发展规划。

整合旅游资源，打造旅游精品。公司拥有武陵源核心景区、宝峰湖景区和十里画廊风景区等众多旅游资源和部分景区的门票收益权。公司将在各个景区间建立快速通道，景点人情风味相互补充，避免同质化建设，对各景区资源进行合理整合，不断优化套票搭配，形成多组合多选择的旅游套餐等。加大旅游促销，拓展旅游市场，提高旅游产业效益。公司将努力增加游客的游览时间，提升客户体验，发挥价值链的效益。建设生态旅游新城，完善永定区核心服务区功能。公司立足于张家界自身优异的自然生态景观，紧抓生态旅游这一未来旅游行业的重要发展方向，将市区基础设施建设和景区自然风光紧密结合起来。

未来将继续完成代建项目的续建工作。积极推进以代建单位身份市场化参与政府投资新建的基础设施项目；逐步完善资质，拓展建筑施工业务；逐步延伸建筑施工产业链，落实砂石资源开采权，拓宽弃土场经营网点及范围，开展建筑垃圾处置循环利用；激活物资采购业务。到 2025 年，建安施工版块，拥有多行业代建业绩和施工资质，营业收入达到 8.30 亿元。同时土地市场实行一二三级联动开发，到 2025 年，土地开发板块营业收入达到 16.50 亿元。

（五）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

2023 年，公司合并范围内减少 1 家子公司（划拨给张家界国资委），为张家界金山陵园有限责任公司；2024 年一季度，合并范围未发生变化。公司财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产规模保持稳定，资产结构仍以流动资产为主，基础设施建设业务形成的存货及应收类款项规模大，与政府机构及平台公司之间的往来款持续增长且账龄偏长期，上述资产对资金占用规模大。整体看，公司资产质量一般，资产流动性较弱。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 543.04 亿元，较上年底变化不大，资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 551.22 亿元，较上年底增长 1.51%。

截至 2023 年底，公司流动资产 338.91 亿元，较上年底基本持平，主要由应收账款（占 8.32%）、其他应收款（占 46.59%）和存货（占 42.06%）构成。其中，应收账款（较上年底增长 10.54%）主要为基础设施建设业务产生的应收回购款，其中，对张家界市财政局应收款占比较高，应收账款计提的坏账准备比例很低；其他应收款持续增长，主要为公司与政府机构及平台公司之间的往来款，1 年以内占比 31.98%，2 年以内占比 22.67%，其余为 3 年及以上，账龄偏长期，计提坏账准备比例很低；存货较上年底基本稳定，主要为未完工结算基础设施建设项目及土地使用权，未计提存货跌价准备。

截至 2023 年底，公司非流动资产 204.13 亿元，较上年底基本持平，非流动资产主要由长期股权投资（占 12.45%）、固定资产（占 20.41%）、在建工程（占 20.55%）、无形资产（占 36.87%）构成。固定资产（主要为景区房屋建筑物及相关设施等）和无形资产（主要为门票分成收益权、武陵源核心景区门票经营收费权等）受计提折旧和摊销的影响，较上年底小幅下降；在建工程较上年底增长 14.68%，主要系对景区设施提质升级改造所致。

资产受限方面。2023 年底，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值占同期末资产总额的 10.70%，受限资产规模较低。

图表 7 • 2023 年底受限资产明细（单位：万元）

资产名称	受限金额	受限原因
货币资金	31352.46	质押
无形资产-土地	56411.90	抵押
无形资产-门票收益权	346828.93	抵押
固定资产/投资性房地产	93086.21	抵押
持有的上市公司股权（张旅集团）	36664.32	质押
持有的上市公司股权（张旅集团）	16650.75	冻结
合计	580994.57	-

注：以上所指上市公司股权（张旅集团）的价值按其公允价值即 2023 年 12 月 29 日（报告期最后一个交易日）股票收盘价 6.51 元/股计算。被冻结的张旅集团股权资产主要为武陵源产发因诉讼事项被法院冻结资产

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

跟踪期内，公司权益规模变化不大，权益结构稳定性强；债务规模较上年底有所下降，期限结构以长期为主，整体债务负担仍较重。

截至 2023 年底，公司所有者权益 208.72 亿元，较上年底持平。其中，归属于母公司所有者权益占比为 97.06%，少数股东权益占比为 2.94%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 0.48%、86.78%、0.15%和 9.05%。所有者权益结构稳定性强。截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益 207.12 亿元，权益规模和结构较上年底均变化不大。

截至 2023 年底，公司负债总额 334.32 亿元，较上年底变化不大，主要以银行借款、发行的债券、往来款为主；其他应付款较上年底增长 70.39%，主要为往来款增加所致；长期应付款较上年底增长 6.48%，主要为张家界市财政局拨入的土地专项债、城市防洪贷款及融资租赁借款等，计息。截至 2023 年底，公司全部债务 236.62 亿元，较上年底下降 7.55%，债务结构以长期债务为主（占 77.10%）。其中，银行借款约占 56%，应付债券约占 28%，非标融资占 1%，其他（张家界市财政局拨入的土地专项债等）约占 14%。从债务指标来看，截至 2023 年底，公司资产负债率和长期债务资本化比率较上年基本持平，全部债务资本化比率 53.13%，较上年底下降 2.07 个百分点。

截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 239.65 亿元，较上年底变化不大，仍以长期债务为主。截至 2024 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.42%、53.64%和 48.37%，较上年底均变化不大。

2023 年，公司营业总收入同比变化不大，受益于旅游及其他服务业务收入及毛利率提升，经营性利润扭亏为盈，利润总额对政府补助仍存在依赖性。

2023 年，公司实现营业总收入 19.78 亿元，同比增长 2.36%；受益于旅游及其他服务业务收入及毛利率提升，公司营业利润率大幅提升，经营性利润同比实现扭亏为盈。同期，利润总额同比增长 50.41%，主要源于经营性利润的增长，其他收益（主要为政府补助）和投资收益仍是利润重要来源，合计占利润总额 82.39%，其他收益同比大幅减少，主要系财政局对公司经营性补贴下降所致。

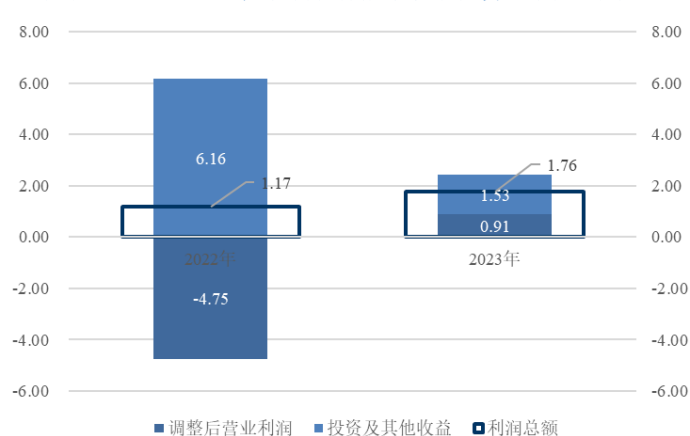
图表8·公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年1-3月
营业总收入	19.32	19.78	1.51
毛利润	2.49	8.54	0.20
投资收益	0.54	0.60	0.00
其他收益	5.55	0.85	0.03
减值损失(合计)	-0.11	-0.50	-0.03
利润总额	1.17	1.76	-1.59
营业利润率(%)	11.06	40.40	7.47
期间费用率(%)	35.66	35.82	177.58
总资本收益率(%)	0.93	0.85	--
净资产收益率(%)	0.64	0.57	--

注：期间费用率=（销售费用+研发费用+管理费用+财务费用）/营业总收入*100
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

与所选公司比较，公司整体盈利指标表现相对较高。

图表9·2022—2023年公司利润构成及变化趋势（单位：亿元）



注：调整后营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用；投资收益及其他收益=其他收益+投资净收益+公允价值变动净收益+资产处置收益+营业外收入
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表10·2023年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	公司1	公司2
营业总收入（亿元）	19.78	7.92	12.90
销售毛利率（%）	43.17	59.23	-6.58
总资产报酬率（%）	1.70	2.29	-3.82
净资产收益率（%）	0.57	1.14	-8.70

注：公司1为西阳县桃花源旅游投资(集团)有限公司，公司2为云南世博旅游控股集团有限公司
资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023年，公司经营获现能力有所改善，投资活动净流出规模有所收缩，考虑到未来在建基础设施建设项目及景区升级改造等仍需进一步投入，公司持续存在对外融资需求。

2023年，受益于主业经营的改善，公司经营活动现金流由上年的净流出转为净流入，收入实现质量有所提升；2023年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为1.93亿元，同比下降14.86%，且无重大并购或股权收购事项，投资活动净流出规模有所收缩；考虑到在建基础设施建设项目及景区升级改造等仍需进一步投入，公司持续存在对外筹资需求。

图表11·公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年1-3月
经营活动现金流入小计	92.37	135.57	30.99
经营活动现金流出小计	98.46	113.12	25.98
经营现金流量净额	-6.08	22.45	5.00
投资活动现金流入小计	3.67	0.78	0.00
投资活动现金流出小计	9.34	1.95	0.83
投资活动现金流量净额	-5.67	-1.16	-0.83
筹资活动前现金流量净额	-11.76	21.29	4.17
筹资活动现金流入小计	69.71	64.25	21.17
筹资活动现金流出小计	57.74	89.33	12.15
筹资活动现金流量净额	11.97	-25.08	9.02
现金收入比(%)	27.55	74.80	85.33
现金及现金等价物净增加额	0.21	-3.79	13.19

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2 偿债指标变化

2023 年，公司偿债指标有所改善，但仍处于较弱水平；间接融资渠道较为畅通；对外担保规模大，存在一定或有风险。

图表 12 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率 (%)	240.27	243.01	252.51
	速动比率 (%)	136.66	140.80	148.70
	经营现金/流动负债 (%)	-4.35	16.10	3.63
	经营现金/短期债务 (倍)	-0.08	0.41	0.11
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.17	0.17	0.42
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	8.86	9.23	--
	全部债务/EBITDA (倍)	28.89	25.64	--
	经营现金/全部债务 (倍)	-0.02	0.09	0.02
	EBITDA/利息支出 (倍)	1.02	1.18	--
	经营现金/利息支出 (倍)	-0.70	2.86	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2023 年底，公司流动比率和速动比率较上年底小幅增长，经营活动现金流相关指标有所改善，现金类资产对短期债务覆盖能力仍较弱。2023 年，EBITDA 有所增长，对利息支出基本具备覆盖能力。

2024 年 3 月底，公司获得银行授信总额 256.00 亿元，未使用授信余额 88.91 亿元，间接融资渠道较为畅通；旗下张旅集团为上市公司，具备直接融资渠道。

2024 年 3 月底，公司对外担保金额 116.16 亿元，占期末净资产比例为 56.08%，存在一定或有风险，被担保对象相对集中于张家界市公共交通发展有限公司等区域内国有企业，未设置反担保措施。

截至 2024 年 3 月底，公司涉及重大未决诉讼事项 1 起。武陵源产发为下属的联营企业张家界市中电嘉旺综合开发有限公司（以下简称“中电嘉旺”，武陵源产发持股 45%）2 亿元贷款提供了最高额担保。中电嘉旺破产后，徽商银行就上述贷款提起诉讼，被告人为中电嘉旺及所有担保人，2024 年 2 月法院送达了一审判决书，判决武陵源产发及李旭金（担保人）对本金、利息、罚息等承担连带清偿责任，并承担律师费、一审诉讼费及保全费，合计 1.86 亿元。武陵源产发依据一审判决结果应清偿结果 1.86 亿元的三分之一计提预计负债 0.62 亿元；并已提起上诉，案件尚在审理过程中。武陵源产发因上述诉讼事项被法院冻结所持上市公司张旅集团 0.26 亿股股票，被冻结股份占其所持张旅集团股份比例的 84.85%。公司本部对此不承担担保义务。

3 公司本部主要变化情况

公司本部主要开展基础设施业务、拥有景区门票分成收益权并承担主要融资职能，资产规模较上年底变化不大，资产流动性仍偏弱，本部债务负担整体可控。

公司本部主要开展基础设施建设业务，同时拥有武陵源核心景区门票及其他景区门票分成收益权，并承担主要融资职能。

2023 年底，公司本部资产总额较上年底持平，资产结构仍以流动资产为主（占 66.79%），现金类资产（货币资金+交易性金融资产）为 3.30 亿元，存货（197.89 亿元，主要为基础设施建设项目）及长期股权投资（113.21 亿元，主要为对下属子公司的投资）保持稳定，其他应收款（152.36 亿元，主要为与政府及平台企业之间的往来款）较上年底小幅增长。截至 2024 年 3 月底，公司本部直接持有上市公司股权（张旅集团 27.83%的股权）市值合计 7.19 亿元，未质押部分市值 3.60 亿元。

截至 2023 年底，公司本部所有者权益为 195.21 亿元，较上年底基本持平。公司本部负债总额 234.48 亿元，较上年底基本持平，负债结构较均衡（流动负债占 49.58%）；全部债务为 155.96 亿元，债务期限结构偏长期（长期债务占 74.41%），全部债务资本化比率为 44.41%，较上年底基本持平，债务负担整体可控。

公司本部收入来源主要为基础设施代建业务收入和景区门票分成收益，2023 年，受基础设施代建业务收入下降的影响，公司本部营业总收入同比下降 11.99%；本部利润总额为 4.06 亿元，同比下降 10.97%。同期，投资收益为 0.54 亿元，其他收益 0.85 亿元；净利息支出（利息费用+资本化利息-利息收入）为 3.99 亿元。

2023年，本部收到的往来款规模较大，经营活动现金流由净流出转为净流入（2023年为19.02亿元）；本部未进行重大投资项目，投资活动现金净流出规模较小；考虑本部在建项目总投资规模大以及有息债务到期偿还，本部仍存在外部融资需求。

（六）ESG 方面

公司主营业务面临的环境风险较小，积极履行作为国有企业社会责任，社会贡献度较高，此外，公司规章制度和内控制度健全。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司基础设施建设业务、旅游及其他服务业务面临的环境风险较小。

社会责任方面，公司积极履行作为国有企业社会责任，已基本形成较为完善、合理的市场化薪酬机制，人员稳定性高。2023年，未发生一般事故以上的安全生产事故。

治理方面，公司法人治理结构较为完善，内部规章制度和内控制度健全。公司未设立 ESG 相关专门委员会

七、外部支持

1 支持能力

2023年，张家界市区域经济和一般公共预算收入保持增长，支持能力强。

公司直接控股股东为张家界国资委。根据《张家界 2023 年国民经济和社会发展统计公报》，全年地区生产总值 613.9 亿元，比上年增长 4.6%。分产业看，第一产业增加值 88.3 亿元，增长 3.1%；第二产业增加值 71.2 亿元，下降 6.3%；第三产业增加值 454.5 亿元，增长 6.8%。全市人均 GDP40919 元，增长 5.1%。2023 年，张家界市一般公共预算收入 35.9 亿元，比上年增长 1.4%。税收收入 23.2 亿元，下降 2.7%；非税收入 12.7 亿元，增长 9.8%。一般公共服务支出 22.4 亿元，下降 8.7%。

2 支持可能性

作为张家界市旅游产业开发、城市基础设施建设主要的投融资主体，公司区域地位显著，享有政府的多项资产划入，并持续获得补贴及贴息支持。

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。2022 年，公司本部收到财政划转武陵源核心景区门票收入 0.80 亿元。

公司负责的张家界市土地开发整理、城市基础设施建设和保障性安居工程建设任务，可持续获得补贴支持，2021—2023 年获得政府补助合计为 8.72 亿元、8.55 亿元和 3.93 亿元，其中，公司收到财政贴息资金（冲减财务费用）分别为 2.96 亿元、3.00 亿元和 3.20 亿元。

八、债券偿还能力分析

1 普通优先债券

截至 2024 年 3 月底，公司存续期普通优先债券包括“17 张家界专项债/PR 张家界”“21 张家界专项债 01/21 张家界”和“23 张家界投 MTN002”，合计金额 20.00 亿元。

2 担保债券

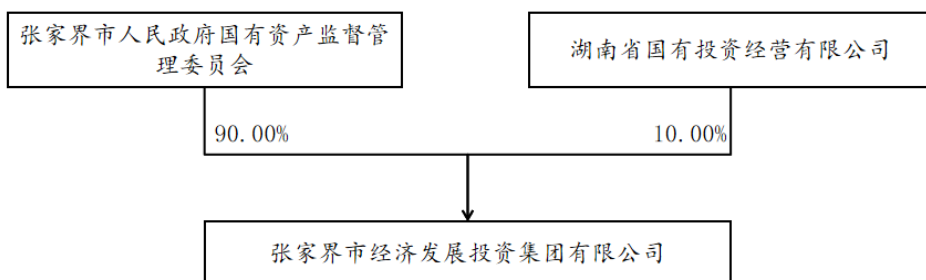
截至 2024 年 3 月底，公司存续期担保债券包括“22 张家界专项债 01/22 张家界”和“22 张家界专项债 02/22 张经投”，金额为 11.00 亿元。由常德财鑫提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

根据联合资信于 2024 年 4 月 24 日出具的《常德财鑫融资担保有限公司 2024 年主体长期信用评级报告》，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。总体看，常德财鑫为上述债券本息提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提高了上述债券本息偿付的安全性。

九、跟踪评级结论

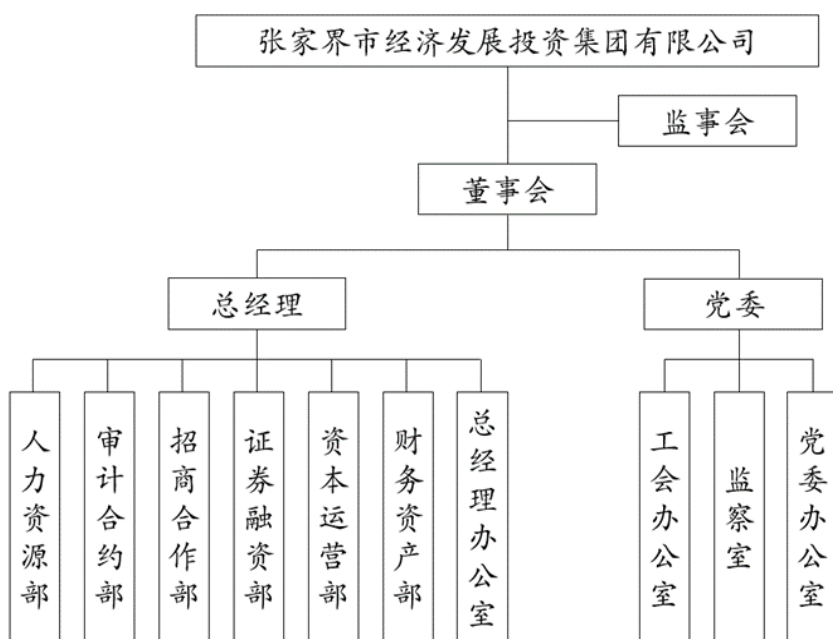
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“17 张家界专项债/PR 张家界”“23 张家经投 MTN002”和“21 张家界专项债 01/21 张家界”的信用等级为 AA，维持“22 张家界专项债 01/22 张家界”和“22 张家界专项债 02/22 张经投”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1/1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1/2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1/3 公司主要子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例	取得方式
张家界市武陵源旅游产业发展有限公司	39000.00	武陵源风景区门票销售及旅游相关产业服务、旅游产业开发等	86.00%	划拨
张家界旅游集团股份有限公司	40481.77	旅游资源开发、旅游基础设施建设等	35.30%	非同一控制下的合并

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 2/1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	12.81	9.06	19.16
应收账款（亿元）	25.52	28.21	28.48
其他应收款（亿元）	151.73	157.95	155.62
存货（亿元）	144.88	142.55	142.95
长期股权投资（亿元）	24.89	25.42	25.42
固定资产（亿元）	44.84	41.66	40.78
在建工程（亿元）	36.58	41.95	42.42
资产总额（亿元）	540.77	543.04	551.22
实收资本（亿元）	1.00	1.00	1.00
少数股东权益（亿元）	7.73	6.13	5.83
所有者权益（亿元）	207.67	208.72	207.12
短期债务（亿元）	74.44	54.19	45.62
长期债务（亿元）	181.51	182.43	194.03
全部债务（亿元）	255.95	236.62	239.65
营业总收入（亿元）	19.32	19.78	1.51
营业成本（亿元）	16.83	11.24	1.31
其他收益（亿元）	5.55	0.85	0.03
利润总额（亿元）	1.17	1.76	-1.59
EBITDA（亿元）	8.86	9.23	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	5.32	14.79	1.29
经营活动现金流入小计（亿元）	92.37	135.57	30.99
经营活动现金流量净额（亿元）	-6.08	22.45	5.00
投资活动现金流量净额（亿元）	-5.67	-1.16	-0.83
筹资活动现金流量净额（亿元）	11.97	-25.08	9.02
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.00	0.74	--
存货周转次数（次）	0.11	0.08	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.04	--
现金收入比（%）	27.55	74.80	85.33
营业利润率（%）	11.06	40.40	7.47
总资本收益率（%）	0.93	0.85	--
净资产收益率（%）	0.64	0.57	--
长期债务资本化比率（%）	46.64	46.64	48.37
全部债务资本化比率（%）	55.21	53.13	53.64
资产负债率（%）	61.60	61.56	62.42
流动比率（%）	240.27	243.01	252.51
速动比率（%）	136.66	140.80	148.70
经营现金流动负债比（%）	-4.35	16.10	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.17	0.42
EBITDA 利息倍数（倍）	1.02	1.18	--
全部债务/EBITDA（倍）	28.89	25.64	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径及本部其他流动负债中有息部分已调整至短期债务，长期应付款中有息部分已调至长期债务

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2/2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	8.76	3.30	17.08
应收账款（亿元）	18.95	22.64	22.64
其他应收款（亿元）	146.34	152.36	151.36
存货（亿元）	110.36	107.89	108.03
长期股权投资（亿元）	113.16	113.21	113.21
固定资产（亿元）	0.19	0.17	0.17
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	428.60	429.69	443.02
实收资本（亿元）	1.00	1.00	1.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	191.65	195.21	193.66
短期债务（亿元）	58.93	39.90	36.07
长期债务（亿元）	117.78	116.04	125.28
全部债务（亿元）	176.71	155.94	161.35
营业总收入（亿元）	13.34	11.74	0.00
营业成本（亿元）	10.93	7.53	0.00
其他收益（亿元）	2.81	0.00	0.00
利润总额（亿元）	4.56	4.06	-1.54
EBITDA（亿元）	5.38	4.46	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.79	6.85	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	90.97	120.61	30.03
经营活动现金流量净额（亿元）	-10.17	19.02	1.16
投资活动现金流量净额（亿元）	3.17	0.00	0.00
筹资活动现金流量净额（亿元）	7.47	-24.54	12.62
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.91	0.56	--
存货周转次数（次）	0.10	0.07	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.03	--
现金收入比（%）	13.42	58.39	--
营业利润率（%）	17.57	35.02	--
总资本收益率（%）	1.46	1.27	--
净资产收益率（%）	2.38	2.08	--
长期债务资本化比率（%）	38.06	37.28	39.28
全部债务资本化比率（%）	47.97	44.41	45.45
资产负债率（%）	55.28	54.57	56.29
流动比率（%）	243.29	246.87	246.41
速动比率（%）	149.15	154.07	157.77
经营现金流动负债比（%）	-8.68	16.36	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.08	0.47
EBITDA 利息倍数（倍）	1.21	1.11	--
全部债务/EBITDA（倍）	32.84	34.97	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径及本部其他流动负债中有息部分已调整至短期债务，长期应付款中有息部分已调至长期债务

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件3 主要财务指标的计算公式

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

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4/1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“/”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4/2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4/3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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