

## 旅游行业 2018 年度信用展望

工商企业评级部 施旸

旅游业作为第三产业的主要支柱行业，近年来受到国家许多实质性的政策支持。从旅游业发展的驱动因素来看，GDP 和人均可支配收入的增长是旅游业发展的根本动力，在经济发展的推动下，我国旅游正处于休闲游向度假游逐步过渡的阶段。2017 年以来，我国旅游业整体运行情况良好，国内旅游人次及旅游收入持续增长。但旅游业对外部环境较为敏感，容易受到突发事件的影响，导致行业收入增速出现较大的波动。

从债券发行情况来看，旅游行业内已发债企业主要为拥有知名度较高、景区级别较高的景区经营类企业，且以地方国有企业居多，发行人整体信用等级主要集中在 AA 级。2017 年前三季度，受益于国民经济的增长，居民旅游需求不断增加，旅游行业内 5 家已发债企业主体信用等级有所调升、1 家主体评级展望由负面调整为稳定。同期，旅游行业内新发债企业较少，且主要集中于 AA 级企业，债券发行利差比较符合市场规律。

2018 年，我国旅游经济总体持乐观预期，国内旅游市场高速增长，出入境市场平稳发展。旅游投资维持高位，旅游就业稳步增加。中国经济的高质量发展将推动旅游业更平衡、更充分发展，拥有稀缺景区资源的企业仍将保持较高的盈利状态，高档酒店面临机遇和挑战。同时，随着互联网的高速发展，在线旅游将对旅游行业格局的分布产生较大影响，传统旅行社行业将受到一定冲击。得益于 GDP 及居民可支配收入的持续增长，加之热剧、签证便利化等众多因素影响，游客出行所选择的目的地将产生较大变化，目的地范围也将进一步扩大。随着旅游需求的不断升级，旅游核心竞争力逐渐从景点竞争转向目的地的综合竞争，在国家政策的大力支持下，全域旅游成为旅游行业的关注重点。为提高行业竞争力，政府和企业不断加大投资，旅游创新产品和新型业态不断涌现，“旅游+”的产业融合模式成为旅游行业未来发展趋势之一。

### 行业基本面<sup>1</sup>

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。

旅游业是指凭借旅游资源和设施，专门或者主要从事招徕、接待游客，为其提供交通、游览、住宿、餐饮、购物和娱乐等六个环节的服务并获取经济收益的综合性产业。

<sup>1</sup> 文中数据节点主要以 2017 年 9 月末为准，部分数据未更新均因未获取公开数据所致（以可获取的最新数为准）。

旅游业的发展以整个国民经济发展水平为基础并受其制约，且对外部经济、政治、社会和自然等条件具有较强的依赖性，属于典型的敏感型行业。

2015 年 1 月，全国旅游大会在江西南昌召开，会上提出我国旅游业发展要实施“515 战略”，即紧紧围绕“文明、有序、安全、便利、富民强国”5 大目标，推出旅游 10 大行动，开展 52 项举措，推进旅游业转型升级、提质增效，加快旅游业现代化、信息化、国际化进程。同年 7 月公布的《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》针对增强旅游投资和消费提出了 6 个方面、26 条具体政策措施，包括实施旅游基础设施提升计划，改善旅游消费环境；实施旅游投资促进计划，开辟旅游消费市场；实施旅游消费促进计划，培育新的消费热点；实施乡村旅游提升计划，开拓旅游消费空间；优化休假安排，激发旅游消费需求；加大改革创新力度，促进旅游投资消费持续增长等。此外，国务院办公厅 11 月发布了《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》和《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》，提出推动体育运动、竞赛表演、健身休闲与旅游活动融合发展，推动体育旅游、体育传媒、体育会展等相关业态融合发展，并鼓励发展养生旅游和健康旅游。

2016 年 9 月，G20 峰会在杭州圆满举办，为我国全方位推进和深化旅游对外交流与合作带来全新机遇。习近平主席在峰会开幕词中指出，“面对当前挑战，应采取全面的宏观经济政策，统筹兼顾财政、货币、结构性改革政策，努力扩大全球总需求，全面改善供给质量，巩固经济增长基础”。在世界经济的新格局中，旅游业对于调整结构、增加就业、扩大需求、促进消费、推动经济增长的作用正日益凸显，在世界经济稳定增长中的贡献份额不断提升。

2016 年 12 月，国务院印发《“十三五”旅游业发展规划》（简称“《规划》”）。《规划》提出，“十三五”期间我国旅游业发展要实现四大目标。一是旅游经济稳步增长。城乡居民出游人数年均增长 10% 左右，旅游总收入年均增长 11% 以上，旅游直接投资年均增长 14% 以上。到 2020 年，旅游市场总规模达到 67 亿人次，旅游投资总额 2 万亿元，旅游业总收入达到 7 万亿元。二是综合效益显著提升。旅游业对国民经济的综合贡献度达到 12% 以上。三是人民群众更加满意。旅游交通更为便捷，旅游公共服务更加健全，带薪休假制度加快落实，市场秩序显著好转，文明旅游蔚然成风，旅游环境更加优美，“厕所革命”取得显著成效。四是国际影响力大幅提升。入境旅游持续增长，出境旅游健康发展，与旅游业发达国家的差距明显缩小。

2017 年 8 月，国家旅游局发布《2017 年全域旅游发展报告》，报告中指出，2016 年我国民众人均出游率达 3 次，旅游已成为我国民众生活的必需品。全域旅游因此应运而生，将成为一项中长期国家战略和国策，将得到进一步强化和巩固，国家各部委将加大对全域旅游的政策和资金支持力度。

2017 年 12 月 17 日，世界旅游联盟<sup>2</sup>（简称“WTA”）与中国浙江省政府战略合作文件签字仪式在北京举行。在世界旅游联盟组委会主任、国家旅游局局长李金早和浙江省省长袁家军的共同见证下，世界旅游联盟主席段强与浙江省副省长梁黎明签署战略合作文件。以此为标志，世界旅游联盟总部正式落户杭州。

总体来看，中央和地方政府近年来一直持续推动旅游发展，各项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，最大限度地保持旅游产业相对平稳地发展。

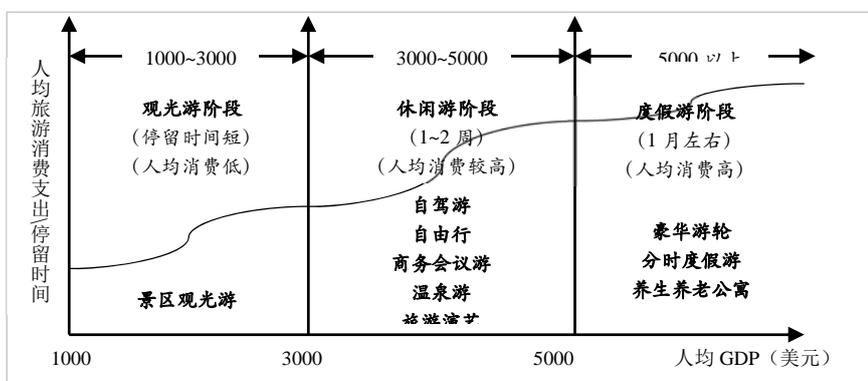
**从旅游业发展的驱动因素来看，GDP 和人均可支配收入的增长是旅游业发展的根本动力，目前我国旅游正处于休闲游向度假游逐步过渡的阶段。从“三大游”角度来看，**

<sup>2</sup> 世界旅游联盟是由中国旅游协会发起成立的第一个全球性、综合性、非政府、非盈利国际旅游组织，并且以“旅游让世界更美好”为核心理念，以旅游促进发展、促进减贫、促进和平为目标，旨在增进共识、分享经验、深化合作，推动全球旅游业可持续发展、包容性发展。

近年来我国国内旅游收入呈逐年递增趋势，交通条件的改善对旅游收入起到了积极作用；入境旅游正在从全面恢复转向持续增长的新阶段，出境旅游则从高速增长步入稳定增长期，国际旅游顺差有望进一步扩大。但旅游业对外部环境较为敏感，易受到突发事件的影响，导致行业收入增速出现较大的波动。

根据世界旅游组织对旅游与 GDP 发展关系的研究表明，当人均 GDP 达到 1000 美元，观光游<sup>3</sup>剧增；当人均 GDP 达到 3000 美元，休闲游<sup>4</sup>骤升；当人均 GDP 达到 5000 美元，度假游<sup>5</sup>逐渐旺盛。从我国实际情况来看，2008 年，我国人均 GDP 首次超过 3000 美元（按当年最后一日美元兑人民币中间价 6.8346 计，24121 人民币合 3529.25 美元），休闲游初现苗头。2011 年，我国人均 GDP 超过 5000 美元（按当年最后一日美元兑人民币中间价 6.3009 计，36403 元人民币合 5777.43 美元），我国开始迈入从休闲游逐步向度假游过渡的阶段。但我国区域经济发展不均衡、城乡二元化结构广泛存在，尤其是不同省份之间、同一省份内部不同区域之间人均收入水平有较大差距。因此，一线城市及省内发达地区度假游逐步兴起，二三线城市休闲游高速发展，中西部地区及三线落后地区则呈现出观光游向休闲游逐步过度的趋势。

图表 1. 世界旅游组织对旅游与 GDP 发展关系解析



资料来源：Wind 资讯

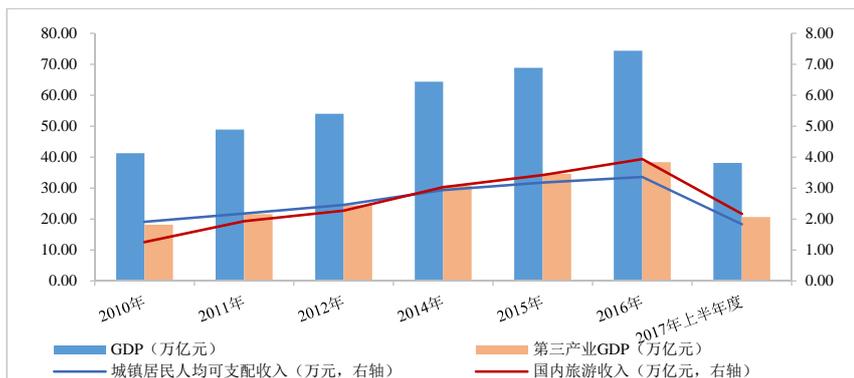
从游客性质和旅游目的地来看，旅游活动可分为国内游（组织国内游客在本国进行旅行游览活动）、出境游（组织国内游客到国外进行旅行游览活动）和入境游（接待外国人到本国进行旅行游览活动）。其中，国内游方面，在我国 GDP 和城镇居民人均可支配收入不断增长的推动下，我国居民旅游消费需求不断增加，近年来国内旅游人数和收入规模均保持稳定增长。据国家旅游局公开数据显示，2014-2016 年及 2017 年上半年度，我国国内旅游人数分别为 36.11 亿人次、40.00 亿人次、44.40 亿人次和 25.37 亿人次，同期国内旅游收入分别实现 3.03 万亿元、3.42 万亿元、3.94 万亿元和 2.17 万亿元。

<sup>3</sup> 观光游是旅游的原始形态，观光的内容、形式和所需设施都较简单，在旅游层次上属于基本层次的旅游。其参与人员具有广泛性，在旅游景区（点）停留的时间较短，属于“走马观花”型游览，因而接待服务较简单方便。

<sup>4</sup> 指以旅游资源为依托，以休闲为主要目的，以旅游设施为条件，以特定的文化景观和服务项目为内容，为离开定居地而到异地逗留一定时期的游览、娱乐、观光和休息。

<sup>5</sup> 指出于疗养目的或为了摆脱日常工作和生活环境造成的身心紧张，而去海滨、山区等环境优美的地方放松一段时间的旅游活动。

图表 2. 我国 GDP、第三产业 GDP、城镇居民人均可支配收入与国内旅游收入的趋势对比



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理、绘制

除 GDP 增长、居民收入水平提升及旅游产业政策扶持等因素外, 近年来交通网络的逐步完善和出行成本的降低也为国内旅游收入增长起到了一定的积极作用。截至 2016 年末, 我国铁路营业里程达 12.4 万公里, 其中高铁营业里程超过 2.2 万公里, 铁路客运网基本覆盖 50 万以上城镇人口城市; 公路总里程 469.63 万公里, 其中高速公路里程达 13.1 万公里, 覆盖 90% 以上的 20 万以上的城镇人口城市; 颁证民用航空机场达 218 个, 覆盖逾 200 个城市。据中国产业信息网公开资料显示, “高铁游” 成为 2017 年国庆游客出行的首选交通方式, 国内旅游步入黄金时代。根据广铁售票情况, 国庆中秋假期 (10 月 1 至 8 日) 约 6 成客流系出发至各景点城市的游客。高铁出行使得游客旅行路程花费时间缩减, 出行成本下降, 地区间通达性显著提升, 为各地旅游经济转型发展带来了良好机遇。

但是, 旅游业对外部环境存在较强的敏感性, 易受突发事件影响。以国内游为例, 2003 年, 受非典疫情影响, 我国国内旅游收入首次出现负增长; 2012 年, 国务院要求中央部委公开财政部批复的全部预算表格, 省级政府于两年内全面公开 “三公经费”, 当年旅游收入增速随即骤减, 并且在 “八项规定”、“六项禁令” 等三公消费限制政策的影响下, 国内部分景区旅游人次接待量开始出现下滑, 酒店及高端餐饮行业业绩也进一步缩减, 国内旅游收入增速持续放缓。2015 年以来, 在 GDP 和居民可支配收入不断增长的推动下, 居民旅游消费需求不断增加, “三公消费” 限制的影响逐渐趋缓, 旅游业收入增速出现恢复性增长。2014-2016 年及 2017 年上半年度, 我国国内旅游人数增速分别为 10.70%、10.50%、11.28% 和 13.50%, 同期国内旅游收入增速分别为 15.36%、12.81%、15.19% 和 15.80%。

图表 3. 2000 年以来我国国内旅游人数和收入增速变化



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理、绘制

出境游方面, 随着我国外交地位的不断提高, 对我国开放入境的国家持续增加, 签证申请流程也逐步简化。2015 年末, 我国出境游目的地已扩大到 151 个国家和地区, 并

于 2016 年内新增马其顿、亚美尼亚、塞内加尔、哈萨克斯坦 4 个目的地国家。随着出境旅游目的地可选范围的扩大,近年来我国公民出境旅游人数也不断增加,2014-2016 年分别为 1.17 亿人次、1.28 亿人次和 1.35 亿人次,是世界重要的客源输出国之一。同期,我国出境游花费分别为 896.4 亿美元、1045.0 亿美元和 1098.0 亿美元,在出境旅游消费额的排名中连续占据世界第一。但 2016 年受外围目的地恐怖活动频发、地缘政治等因素的影响,我国公民出境旅游人数和出境游花费增速均有所放缓,同比分别较上年下降 4.7 个百分点和 11.5 个百分点至 4.3%和 5.1%。2017 年上半年度,我国公民出境旅游人数为 6203.00 万人次,同比增长 5.1%。

从出境游目的地来看,考虑到时间成本和经济成本,周边国家与地区多被游客所青睐。2017 年上半年度,香港、澳门、泰国、日本、越南、韩国、美国、新加坡、台湾和法国在接待中国的入境游客量方面位居前十。其中,韩国因部署萨德导弹系统,我国民众自发抵制出境韩国,韩国当期游客接待量同比下降 47.23%至 172.48 万人次;台湾受政治因素的持续影响,赴台游客数同比下降 45.36%至 96.73 万人次。但得益于距离和签证等有利条件,亚洲地区旅游目的地相互替代较为明显,在韩国和台湾游客量锐减的情况下,赴越南的游客量同比增长 56.70%至 188.75 万人次、菲律宾游客量同比增长 33.44%至 45.50 万人次。2017 年以来,恐怖袭击事件对欧洲地区的影响趋弱,上半年度法国、德国、奥地利等地的入境人次同比分别提高 22.51 个百分点、15.21 个百分点和 25.33 个百分点,呈现不同程度的增长。

图表 4. 2016 年及 2017 上半年度目的地国接待中国入境游客人次及其增速



资料来源: 中国产业信息网<sup>6</sup>

入境游方面,我国是世界第四大旅游入境接待国。在人民币贬值、空气质量改善、外围目的地恐怖活动频发等因素推动下,近年来入境旅游发展态势较好。2014-2016 年,我国入境游接待人次(含入境过夜游客,下同)分别为 1.28 亿人次、1.34 亿人次和 1.38 亿人次,增速分别为-0.4%、4.1%和 3.5%;同期,国际旅游收入分比为 1053.8 亿美元<sup>7</sup>、1136.5 亿美元和 1200.0 亿美元,与入境游接待人次的变动趋势基本保持一致。2017 年上半年度,我国入境旅游人数 0.70 亿人次,同比增长 2.4%;当期实现国际旅游收入 601.0 亿美元,同比增长 4.3%。

近年来,我国与入境游相关的签证、免税、航权、边检等便利化政策为我国的国际旅游发展提供了保障。2014-2016 年,我国入境游客分别超出出境游客 0.21 亿人次、0.17 亿人次和 0.16 亿人次,国际旅游收支顺差分别为 157.4 亿美元、91.5 亿美元和 102.0 亿美元,国际旅游持续保持顺差。据国家旅游局颁布的《外国人入境旅游市场“十三五”

<sup>6</sup> 根据网站《2017 年中国出境游目的地数据统计(2017.10.13)》和《2017 年中国出境游行业运营现状分析(2017.10.31)》等研报整理、绘制

<sup>7</sup> 根据《旅游统计调查制度》规定的口径和出入境统计口径对等原则,补充完善了停留时间为 3-12 个月的入境游客的花费和游客在华短期旅居(纯粹旅游之外)的花费,并根据相关调查修订了外国入境过夜游客停留天数和人均天花费,将“国际旅游收入”由原来的 569.13 亿美元修订为 1053.8 亿美元,故 2014 年以前的国际旅游收入不具可比性。

规划纲要》，我国将统筹实施和扩大免签证、落地签证、免税购物、购物退税、航权开放、证照互认等政策落地和适用范围，结合“一带一路”沿线国家和地区的互联互通，有效带动出入境游客的自由活动。2016 年，上海等四省市实施海陆空三类口岸联动的 144 小时过境免签政策；购物免退税政策已在海南等 18 个省（直辖市、计划单列市）落地实施，有效激发了入境游客购物的积极性。截至 2016 年末，已有北京等 19 个城市落地实施相关政策，适用对象覆盖了包括“一带一路”沿线主要国家在内的 51 个国家。2017 年上半年度，我国入境游客超出出境游客 0.07 亿人次，国际旅游收支顺差为 601 亿美元，国际旅游继续保持顺差。

图 5. 2000 年以来我国出入境旅游人次及其增速走势



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理、绘制

根据“十三五”旅游业发展规划和专题测算，“十三五”期间我国将产生约 14 亿入境游客，其中入境游客 7.2 亿人次，出境游客 6.8 亿人次，入境游客超出出境游客 0.4 亿人次。国家旅游局近期做出了明确判断：我国入境旅游已经走出了 2008 年金融危机后的萧条期，正在从全面恢复转向持续增长的新阶段，出境旅游则从高速增长步入稳定增长期，国际旅游顺差有望进一步扩大。

旅游行业主要包括景区经营、酒店餐饮及旅行社等细分子行业。景区经营类企业凭借景区资源的不可替代性等优势盈利情况相对较好；在居民对生活品质要求的提升下，“三公消费”限制政策对酒店及高端餐饮企业的影响已逐步趋弱；旅行社市场竞争较为激烈且同质化现象明显，该类企业整体盈利水平相对较低。此外，随着资本的大量涌入和信息技术的不断增强，高速发展的在线旅游行业也将对旅游行业未来的整体格局产生一定影响。

### 1. 景区经营

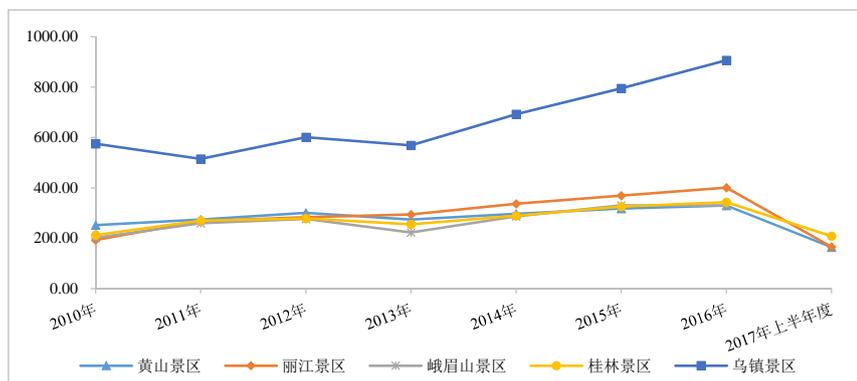
1999 年，国家旅游局开始实行旅游区（点）质量等级管理，景区根据服务质量、环境质量、景观质量以及游客意见进行等级划分为 1A 到 5A 级，据公开信息显示，截至 2015 年末，我国星级景区合计 7951 家。2007 年，我国开始首次评定 5A 级景区，截至 2017 年 9 月末，我国共有 5A 级景区 249 家，其中 2016 年新增 14 家，西藏日喀则扎什伦布寺景区、江西省上饶市龟峰景区、浙江省嘉兴市西塘古镇旅游景区、河北省保定市白石山景区等 22 家为 2017 年以来新晋 5A 级景区。

旅游景区作为居民休闲旅游的综合目的地，主要包括自然景区、人文景区和人造景区，其中自然景区和人文景区的资源特征更为明显。由于景区经营类企业的经营性资产主要以门票和景区交通为主，其中景区门票价格通常由当地物价局制定或批准，变更可能性较小，故该类企业门票收入规模受客流量的影响较大。2005 年我国建设部叫停门票经营权转让，2008 年八部委禁止门票经营权或风景区开发权打包上市，因此高级别景区稀缺性更加突出，加之景区交通的业绩增长也依赖于客流量的增加，因此拥有国家最高

等级景区门票经营权的企业景区竞争优势更为明显。凭借着景区的知名度和游客底量，该类企业的经营业绩相对较好。

但需关注的是，旅游业易受宏观经济、天气环境、外部突发事件影响。以旅游行业内主要的上市景区黄山景区、丽江景区、峨眉山景区、桂林景区和乌镇景区为例，随着三公消费限制政策的实施，2013 年上述各景区（除丽江景区外）游客接待量均出现明显下滑。2014 年以来，受益于普通民众旅游消费需求的增长，各样本景区游客接待量明显回升。2017 年 8 月 8 日，因九寨沟发生 7 级地震，景区出现毁损，自 8 月 9 日起景区已停止接待游客。

图表 6. 我国部分上市景区游客接待量（单位：万人次）

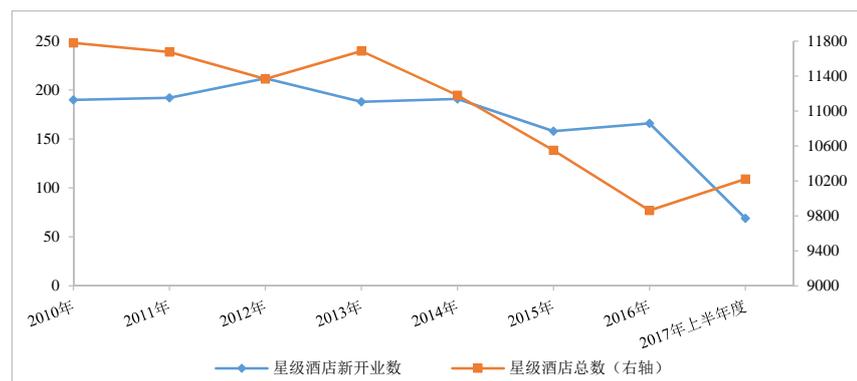


资料来源：Wind 资讯

## 2. 酒店餐饮业

星级酒店（星级饭店）是由国家（省级）旅游局评定的能够以夜为时间单位向旅游客人提供配有餐饮及相关服务的住宿设施，按不同习惯也被称为宾馆、酒店、旅馆、旅社等。根据《中华人民共和国星级酒店评定标准》，将饭店按等级标准以星级划分，分为一星级到五星级 5 个标准。星级越高，表示酒店的档次越高。根据国家旅游局数据显示，截至 2017 年 6 月末，全国共有星级饭店数量合计 11607 家<sup>8</sup>，较上年末减少 606 家。从供给方面来看，2014-2016 年，我国星级饭店分别新开业 191 家、158 家和 166 家，受宏观经济形势影响新开业个数整体呈波动趋势。

图表 7. 全国星级酒店新开业个数及星级酒店总数（单位：家）



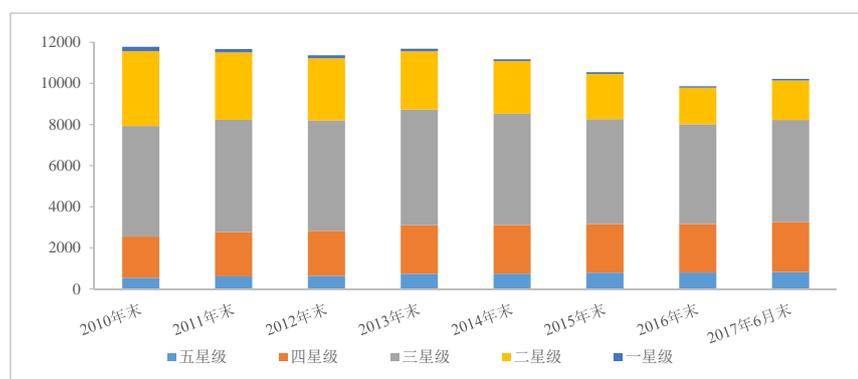
资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理、绘制

从星级分类来看，我国星级饭店中三星级数量在星级饭店总数中占比最高，约为 50%；一星级饭店占比最小，仅有不到 1%。近年来，随着居民生活水平的日益提高、对住宿要求的不断提升，五星级饭店数量持续增加，2016 年末为 800 家，较上年末增加 11

<sup>8</sup> 其中填报数据的样本数量为 11240 家。

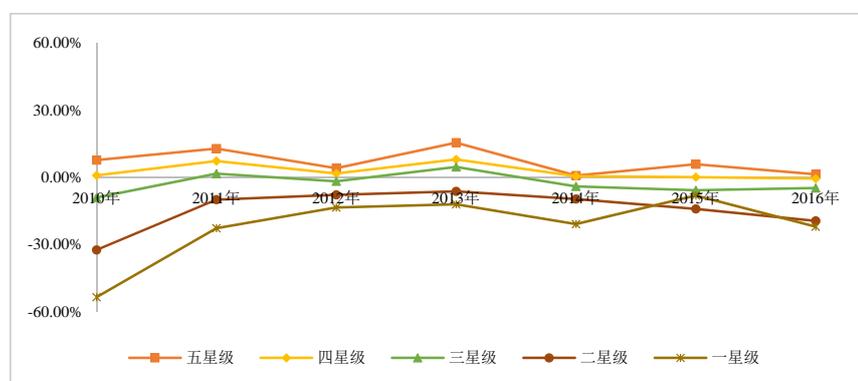
家，占比也较上年末提高 0.11 个百分点至 8.11%。同时，其他 4 个等级的星级饭店数量和占比均较上年有不同程度的下降。

图表 8. 全国星级饭店结构（单位：家）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理、绘制

图表 9. 全国星级饭店数量增速情况（单位：家）

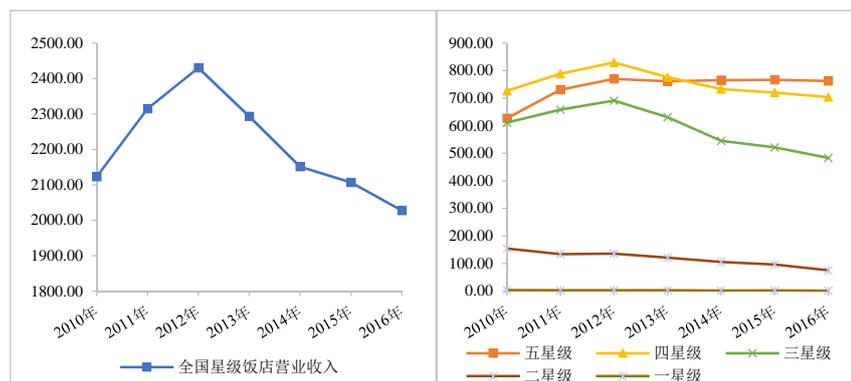


资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理、绘制

从营业收入情况来看，我国星级饭店营业收入主要包括客房收入和餐饮收入两大部分，国家旅游局历年《全国星级饭店统计公报》数据显示，2014-2016 年，我国星级饭店营业收入中客房收入和餐饮收入占比均在 40% 以上，其中客房收入占比稍高。同期，全国星级饭店累计实现营业收入分别为 2151.45 亿元、2106.75 亿元和 2027.26 亿元，呈持续下滑趋势。一方面，因受到经济型酒店的冲击以及限制性政策等影响，另一方面因酒店类型趋于多样化，如主题酒店、度假酒店等，行业竞争不断加剧，部分星级酒店倒闭、停业所致。具体来看，三星级、四星级饭店因同档次酒店数量众多，竞争较为激烈，加之三公消费限制政策的压制，三星级、四星级饭店营业收入自 2013 年以来持续下滑；五星级饭店营业收入自 2000 年以来，仅 2003 年非典期间和 2013 年三公消费限制政策出台后分别同比下滑 3.55% 和 1.15%，但随后均呈现恢复性增长，其中 2004 年同比增长 33.99%，2014 年和 2015 年分别同比增长 0.49% 和 0.21%。2017 年第二季度<sup>9</sup>，全国星级饭店实现营业收入 502.16 亿元，其中客房收入和餐饮收入占比分别为 47.48% 和 46.34%。长期来看，随着人民群众生活水平的日益提升以及对旅游住宿需求的提高，大众消费将成为高星级饭店消费的主要受众，公务消费限制政策的影响将不断趋弱。

<sup>9</sup> 未获取 2017 年第一季度相关数据，故无法统计及分析当年上半年度整体营收状况。

图表 10. 全国星级饭店营业收入走势（单位：亿元）

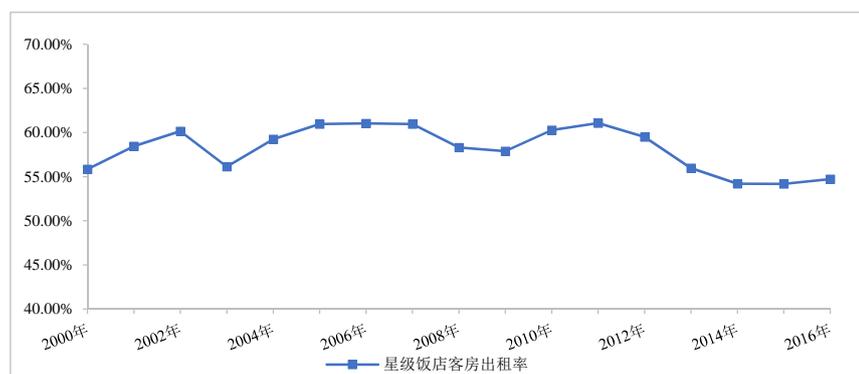


资料来源：国家旅游局，新世纪评级整理、绘制

从客房出租率来看，2000 年以来，我国星级酒店客房出租率走势在 2003 年、2008 年和 2012 年出现了较大的拐点，分别系非典疫情、国际金融危机和“三公消费”限制政策的影响所致。并且，随着“三公消费”限制政策的不断发酵，2012 年以来，酒店行业整体消费下降，星级饭店的客房出租率连年下滑。但 2016 年以来，受益于大众消费需求提升，酒店客房出租率有所回升。2014-2016 年，全国星级饭店客房出租率分别为 54.20%、54.19% 和 54.73%。

从季度详细数据来看，酒店客房出租业务有明显的季节性。通常第一季度受春节节假日等因素影响，客房出租率较低，之后各季度则持续上升。通过中国旅游饭店业协会公布的 2017 年 1-10 月酒店客房出租率可以看出，当年 1 月受春节效应的影响，酒店客房出租率（51.33%）与其他月份相比处于最低水平；7 月因暑期假期的有效推动，当月酒店客房出租率（65.68%）位居最高水平。与 2016 年同期相比，除 1 月和 3 月有小幅下滑外，其他月份均有不同程度的提高。此外，不同档次酒店的客房出租率也略有差异。2014-2016 年，五星级、四星级和三星级饭店季度客房出租率区间分别为 49.08%-62.24%、48.68%-60.33% 和 47.12%-57.83%。

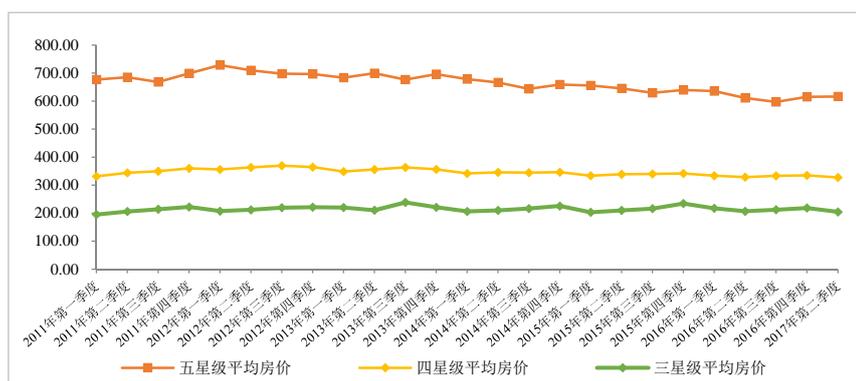
图表 11. 全国星级饭店客房出租率（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理、绘制

从平均房价来看，自 2013 年以来，我国五星级酒店平均房价下滑幅度较大，但因我国星级酒店数量众多，在物价持续上扬的大背景下，行业限制政策及少数酒店停业等因素对行业平均房价的影响较小。2014-2016 年，我国星级酒店平均房价分别为 334.80 元/间/天、336.65 元/间/天和 334.54 元/间/天。以三星级到五星级酒店为例，同期五星级酒店平均房价均在 600 元以上，四星级酒店平均房价在 300-400 元/间/天之间，三星级酒店平均房价在 200-230 元/间/天之间，且均呈逐年下滑趋势。

图表 12. 三星级到五星级酒店每季度平均房价走势（单位：元/间/天）



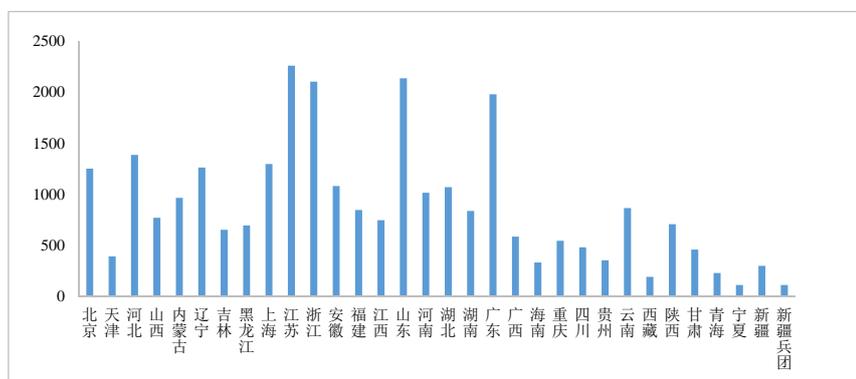
资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理、绘制（未获取 2017 年第一季度数据）

近年来，酒店行业竞争较为激烈，单体酒店受制于营销渠道与品牌影响力，竞争力日趋下降。2016 年酒店业兼并火热，上海锦江国际酒店发展股份有限公司并购铂涛集团和维也纳酒店有限公司、增持雅高酒店集团，北京首都旅游集团有限责任公司（简称“首旅集团”）收购宁波南苑饭店又与如家酒店集团重组，华住酒店集团收购桔子酒店集团。根据《2017 中国酒店连锁发展与投资报告》，截止 2016 年末，锦江系、首旅系、华住系在经济型连锁酒店市场中占据 44.07% 的市场份额，在受益消费升级、前景长期被看好的中端连锁酒店市场份额高达 61.57%。综上，酒店业品牌化、规模化和集团化趋势显现，这对于优化资源配置、提高行业效率、打造品牌知名度、实现全球化十分有利。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，随着普通民众可支配收入水平的提高、住宿需求的提升，高星级酒店行业仍面临良好的发展机遇。

### 3. 旅行社行业

随着我国旅游业的高速发展，我国旅行社行业近二十年来行业规模也不断扩大，从业人员不断增加，旅行社行业已经成为我国重要的服务行业之一。截至 2016 年末，全国已有旅行社 28097 家<sup>10</sup>，较 2015 年末增长 1.72%，比 2000 年的 8993 家增长 212.43%。从旅行社地区分布来看，华东、华北和华中地区较为集中，占比分别为 34.74%、17.02% 和 12.88%。经营出境游业务的旅行社主要集中在华北、华南和华东，占比分别为 34.03%、19.02% 和 14.30%，其中广东省尤为突出。

图表 13. 2016 年末我国各省旅行社数量比较

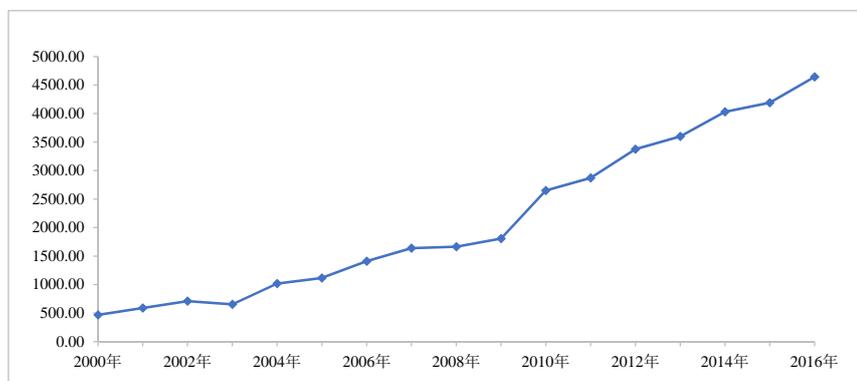


资料来源：国家旅游局，新世纪评级整理、绘制

<sup>10</sup> 其中填报数为 26508 家。

国家旅游局统计数据显示，2016 年我国各类旅行社的营业收入为 4643.10 亿元，同比增长 10.84%。从市场角度分析，旅行社业务可分为入境游、国内游和出境游。其中，国内旅游业务规模最大，入境旅游业务规模次之，出境旅游业务规模较小，呈“金字塔”型结构，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。

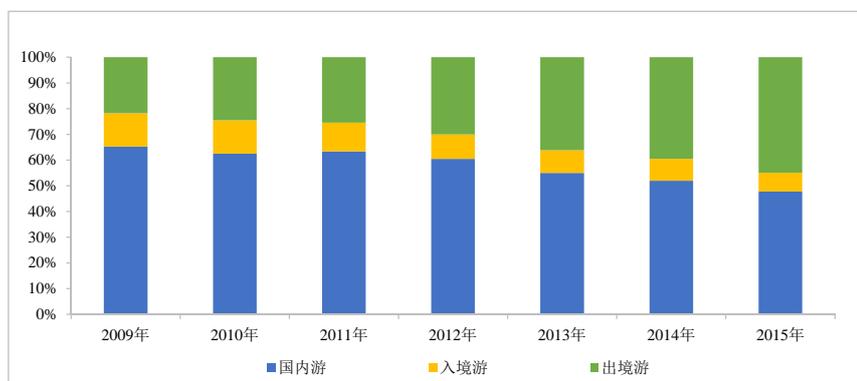
图表 14. 2000 年以来我国旅行社行业营业收入走势（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯、国家旅游局，新世纪评级整理、绘制

但 2009 年以来，国内游业务营收在旅行社旅游业务收入中的占比自 65.26% 下滑至 2015 年的 47.77%，入境游占比自 12.73% 下滑至 2015 年的 7.31%，出境游占比则逐年攀升至 2015 年的 44.92%。按照目前的发展规律来看，出境游营收有望超过国内游，成为旅行社行业主要的收入来源。

图表 15. 我国旅行社旅游业务收入结构（单位：%）



资料来源：中国产业信息网

随着 GDP 和人均可支配收入的增长，我国居民旅游消费水平和旅游品位不断提升，旅游经验也愈加丰富，游客已从“走马观花型”重量不重质的旅游方式向深度体验、个性游的方式转变，我国旅游迈入由休闲游向度假游过渡的阶段，这对旅行社的产品设计、服务质量等各方面都产生了较大的考验。为适应这种转变，近年来我国旅行社产业结构持续优化、旅行社产品设计与营销策略不断创新，但同时产品同质性强、诚信度不高等问题也日益突出。从行业竞争格局来看，目前我国的旅行社行业呈现过度竞争特征，表现为旅行社进入门槛低、数量多、产业集中度低、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，利润率却普遍较低。

#### 4. 在线旅游行业

在线旅游是指依托互联网，以满足客户信息查询、产品预定和服务评价为核心目标的新兴产业，其与以门店销售为主的传统旅游产业存在巨大差异。随着互联网技术的日

益成熟，在消费需求以及国内政策的支持下，航空公司、酒店、景点、汽车租赁公司、海内外旅游局等旅游服务供应商纷纷搭建在线旅游平台，众多通过网络进行旅游产品营销及旅游产品销售的在线旅游代理服务机构（英文全称 Online Travel Agency，简称“OTA”）应运而生。

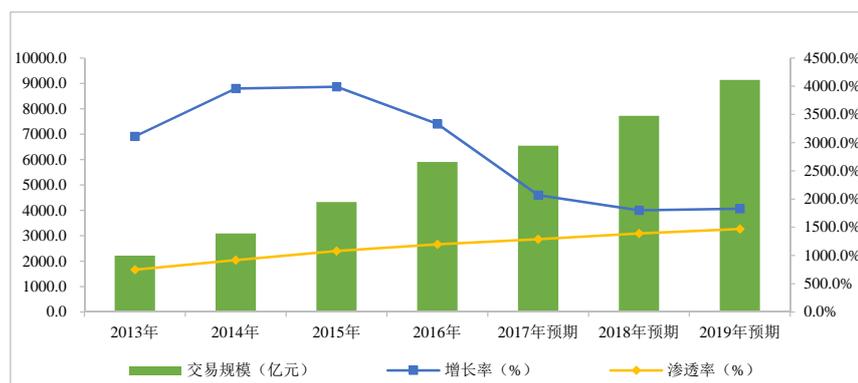
图表 16. 2016 年中国在线旅游产业链



资料来源：艾瑞咨询

根据艾瑞统计数据，2014-2016 年，中国在线旅游行业市场交易规模分别 3153.2 亿元、4428.5 亿元和 5934.60 亿元，市场渗透率分别为 9.4%、10.7%和 12.1%，整体呈上升趋势。但同期市场交易规模增速分别为 42.3%、40.4%和 34.0%，呈逐年下降趋势。2017 年前三季度，在线旅游行业市场交易规模为 5513.3 亿元，同比增长 24.6%。单从 OTA 市场交易规模来看，2017 年前三季度，在线旅游 OTA 市场交易规模为 4401.5 亿元，占在线旅游行业整体交易规模的 25.2%，同比增长 27.0%，增速较上年下降 11.5 个百分点。随着非 OTA 企业的不断发展与在线渠道的建立，在线旅游 OTA 市场爆发期已过，将进入平稳发展阶段。

图表 17. 2013-2019 年在线旅游行业市场交易规模及渗透率



资料来源：艾瑞咨询，新世纪评级整理、绘制

从行业竞争格局来看，随着资本的大量涌入，在线旅游业持续进行市场的细分与整合，行业竞争激烈。目前我国在线旅游行业已形成“携程系”和“海航系”为首、“阿里系”不断渗入的竞争格局。在线旅游因依托互联网运营，PC 端和移动端用户使用情况成为企业提高运营效率的重要指标。由于旅游出行对便捷度的要求较高，因而移动端流量（月度访问次数）远高于 PC 端流量。以用户月度独立设备数为参考标准，2017 年 1-

9 月，铁路 12306、携程旅行和去哪儿旅行长期占据第一梯队，月度独立设备数均超过 4000 万台；第二梯队主要包括途牛、同程、飞猪、高铁管家等 OTA 及票务预订企业，月度独立设备数均超过 500 万台；第三梯队月度独立设备数均小于 500 万台，包括驴妈妈、艺龙旅行、航旅纵横等企业。

图表 18. 2016 年中国在线旅游生态格局



资料来源：艾瑞咨询《2017 年中国在线旅游行业年度监测报告》

从市场角度分析，在线旅游行业分机票市场、住宿市场和度假市场三大板块。其中，机票市场占比最大且发展趋于成熟，2016 年交易规模为 3492.0 亿元，同比增长 34.9%，随着在线度假等其他业务的完善，该板块交易规模占在线旅游行业交易规模的 58.8%，增速较上年提高 0.3 个百分点；同年，住宿市场交易额为 1192.2 亿元，同比增长 32.5%，占在线旅游行业交易规模的 20.10%，占比较上年下降 0.0 个百分点，随着游客对出游品质要求的提升，快捷酒店等低端产品销量受到一定冲击；在线度假市场 2016 年交易额为 962.9 亿，同比增长 39.8%，市场份额较上年减少 0.60 个百分点至 16.20%。2017 年前三季度，在线机票市场交易规模为 3163.4 亿元，同比增长 22.5%，住宿市场交易规模为 1109.7 亿元，同比增长 24.0%，度假市场交易规模为 991.4 亿元，同比增长 34.4%，仅有度假市场份额较上年同期略有上涨。

目前来看，行业近年发展迅猛，但竞争格局受各方面因素的影响，尚在初步形成当中。其中，OTA 行业机票市场受“提直降代”的政策影响较大，加之预订用户不断向移动端转移，竞争格局或将产生一定变化。打包产品销售将成为航空公司新的增长点，围绕 GDS（用于民用航空运输及整个旅游业的大型计算机信息服务系统）对供应商资源进行整合营销将成为机票分销市场的新趋势；酒店在线化将打破供应和分销信息不对称的弊端，让资源有效地利用起来，以门店销售为主的传统酒店将不断被智慧酒店<sup>11</sup>所替代。租赁市场的产业化、规范化将推动中高端别墅、房车等租赁市场的进一步发展。同时，第三方产品和服务供应商联合打造的一站式度假综合电子商务平台优势不断凸显；OTA 行业度假市场虽然在线上线下的融合趋势下多方面健全发展，但同时竞争较大、市场集中度较高，众多中小企业或创新企业因资源短缺、经营不当或资金链中断等原因退出市场。整体来看，OTA 行业进入门槛较低，但对主体的经营能力及资本实力要求较高。由于尚未形成统一规范的市场准则，其市场管理风险较高。

<sup>11</sup> 智慧酒店是指通过数字化与网络化来实现酒店管理和服 务，旨在更快速便捷地满足消费者各方面需求的智能化酒店。

图表 19. 影响行业信用质量的核心要素及变化趋势与潜在影响

| 核心要素       | 变化趋势          | 潜在影响                                   |
|------------|---------------|--|
| <b>有利:</b> |               |  |
| GDP        | 持续增长          | 推动居民旅游需求的增长;<br>休闲游向度假游过渡;<br>旅游需求发生变化 |
| 人均可支配收入    |               |  |
| 产业政策支持     | 加大旅游业投资       | 推动旅游业健康发展                              |
| 交通条件改善     | 旅游出行方式多样化     | 出行时间、价格成本降低                            |
| 外交地位提高     | 出境游目的地范围扩大    | 出境游结构变化                                |
| 签证便利化      |               |  |
| 免税政策       | 入境游吸引力增加      | 入境游游客数量和外汇收入增加                         |
| 外围恐怖事件频发   | 中国受到外国游客青睐    |  |
| 自然气候条件     | 使得旅游业出现周期性变动  | —                                      |
| 假期制度       |               |  |
| 资源稀缺程度高    | 对游客吸引力大       | 景区游客量增加                                |
| 景区接待能力强    |               |  |
| 景区信息化程度高   | 信息传播快、购票简便    | 促进游客增长                                 |
| 品牌效应       | 酒店入住率高、平均房价高  | 酒店业绩增长                                 |
| 互联网技术发展    | 旅游资讯传播较快      | 旅游行业吸引力增加                              |
| <b>不利:</b> |               |  |
| 游客量增加      | 过度扩张          | 环境压力                                   |
| 门票价格约束     | 票价难以提升        | 业绩增长主要依赖于游客量                           |
| 地震、疫情等突发事件 | 影响景区质量、影响景区经营 | 企业亏损或倒闭                                |
| 酒店数量较多     | 过度竞争、恶性竞争     | 淘汰部分酒店                                 |

资料来源：根据公开资料整理

## 行业样本数据分析

本部分样本企业以信用债申万行业分类为筛选基础，得到截至 2017 年 9 月末在公开市场仍有存续债券的发债主体共 52 家，再根据企业实际经营业务进行分类，选择旅游收入规模占比较大的发债主体作为样本。

图表 20. 文中涉及的样本企业及其简称、经营的主要旅游业务板块

| 公司全称                 | 简称    | 涉及业务      |
|----------------------|-------|-----------|
| 北京首都旅游集团有限责任公司       | 首旅集团  | 景区、酒店、旅行社 |
| 华侨城集团公司              | 华侨城   | 酒店        |
| 黄山旅游集团有限公司           | 黄山旅游  | 景区、酒店、旅行社 |
| 中国旅游集团公司             | 中旅集团  | 景区、酒店、旅行社 |
| 中国国际旅行社总社有限公司        | 中国国旅  | 旅行社       |
| 中国旅行社总社有限公司          | 中国旅社  | 旅行社       |
| 扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司      | 瘦西湖集团 | 景区        |
| 西安曲江文化产业投资(集团)有限公司   | 曲江文投  | 景区        |
| 湖北省鄂西生态文化旅游圈投资有限公司   | 鄂西圈   | 景区、酒店、旅行社 |
| 峨眉山旅游股份有限公司          | 峨眉山   | 景区、酒店     |
| 安徽九华山旅游(集团)有限公司      | 九华山集团 | 景区、酒店     |
| 成都文化旅游发展集团有限责任公司     | 成都文旅  | 景区、旅行社    |
| 吉林省长白山开发建设(集团)有限责任公司 | 长白山集团 | 景区        |

| 公司全称               | 简称    | 涉及业务      |
|--------------------|-------|-----------|
| 嘉兴市湘家荡发展投资集团有限公司   | 湘家荡集团 | 景区        |
| 开元旅业集团有限公司         | 开元旅业  | 酒店        |
| 丽江玉龙旅游股份有限公司       | 丽江旅游  | 景区、酒店、旅行社 |
| 龙城旅游控股集团有限公司       | 龙控集团  | 景区        |
| 陕西华山旅游集团有限公司       | 华旅集团  | 景区、酒店、旅行社 |
| 陕西旅游集团有限公司         | 陕旅集团  | 景区、酒店、旅行社 |
| 无锡灵山文化旅游集团有限公司     | 灵山文旅  | 景区        |
| 武汉旅游发展投资集团有限公司     | 武汉旅投  | 景区、酒店     |
| 云南世博旅游控股集团有限公司     | 云南世博  | 景区、酒店、旅行社 |
| 张家界市经济发展投资集团有限公司   | 张家界经投 | 景区、旅行社    |
| 浙江省旅游集团有限责任公司      | 浙旅集团  | 景区、酒店、旅行社 |
| 重庆旅游投资集团有限公司       | 重庆旅投  | 景区、酒店、旅行社 |
| 华天酒店集团股份有限公司       | 华天酒店  | 酒店        |
| 苏州乐园发展有限公司         | 苏州乐园  | 景区、酒店     |
| 云南旅游股份有限公司         | 云南旅游  | 景区、酒店、旅行社 |
| 蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司     | 蓬莱阁旅游 | 景区        |
| 远洲集团股份有限公司         | 远洲集团  | 酒店        |
| 海航酒店控股集团有限公司       | 海航酒店  | 酒店        |
| 重庆市武隆喀斯特旅游(集团)有限公司 | 喀斯特旅游 | 景区、酒店     |
| 中国青年旅行社总社          | 青旅总社  | 酒店、景区、旅行社 |
| 海航凯撒旅游集团股份有限公司     | 凯撒集团  | 旅行社       |
| 黄山旅游发展股份有限公司       | 黄山旅游  | 景区        |

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理、绘制

目前，我国旅游行业子行业主要包括景区经营、酒店餐饮、旅行社、在线旅游等。从国内旅游市场的竞争格局看，虽然我国旅游业总体规模已位居世界前列，但发展模式单一，多数企业旅游产业链尚未完善，现代旅游项目同质化严重等问题依然存在。仅从上市旅游公司的数量来看，据 Wind 资讯数据显示，2017 年 9 月末，我国全部 A 股上市公司共 3380 家，其中旅游行业上市公司 33 家，占比仅有 0.98%。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。

### 1. 景区经营类企业

我国旅游行业经营主体通常采用多元化经营模式，主业较少进行单一的景区经营。根据较为典型的 17 家已公布三季报的样本企业来看，华侨城和中旅集团<sup>12</sup> 家均系国务院直属的中央国有企业，因其股东背景较好，业务范围涵盖旅游景区经营、旅行社、物流贸易、电子、旅游地产、酒店等，经营较为多元化，抗风险能力强，近年来业务规模均处于较高水平，竞争优势明显，收入规模超百亿，位列第一梯队。2017 年前三季度，华侨城和中旅集团营业收入分别为 431.88 亿元和 433.97 亿元，同比分别增长 34.07% 和 9.53%。此外，首旅集团虽为地方国有企业，但其股东为北京市国有资产管理委员会，股东支持较好，且所属旅游资源（海南南山景区、北京饭店、康辉旅行社）质量较好，海南系热门旅游目的地、北京饭店因在一线城市客流量较有保证，同期营业收入为 354.35 亿元，同比增长 11.95%。

<sup>12</sup> 2016 年 7 月，中国港中旅集团公司（简称“港中旅集团”）与中国国旅集团有限公司（简称“国旅集团”）重组，国旅集团整体并入港中旅集团，重组后，港中旅集团更为现名。

黄山旅游、峨眉山、九华山集团及华旅集团等拥有垄断性景区开发运营管理权的企业，因其主业构成不同，景区门票收入、酒店业务及其他业务收入占比不同，加之经营的景区知名度大小、酒店星级高低均有差异，公司整体的营业收入走势也有所不同。其中，华旅集团不具有华山景区的门票收费权，故与其他拥有高质量景区的企业相比，营业收入规模相对较小。2017 年前三季度，上述 4 家企业的营业收入分别为 23.25 亿元、10.42 亿元、4.64 亿元和 3.23 亿元。

从毛利率方面看，华侨城、中旅集团等除旅游行业及相关产业外，还进行多元化经营的企业毛利率相对较低；而黄山旅游等仅以景区经营及旅游相关产业为主的企业，毛利率相对较高；华山旅游客运业务收入占比最高，因此毛利率较低。

除上述知名度较高的景区经营类企业外，灵山文旅、丽江旅游、云南旅游 2017 年前三季度营业收入均较上年同期出现大幅下滑，黄山旅游、苏州乐园营收规模小幅缩减，其他样本企业同期营业收入均较上年同期有所增长，其中增幅超过 10% 的企业 8 家，增幅在 10% 以下的企业 4 家。

图表 21. 主要景区经营类样本企业财务及主要经营指标

| 企业简称  | 营业收入（亿元） |                | 毛利率（%） |                | 景区/级别    | 游客量 <sup>13</sup><br>（万人次/年） | 门票价格 <sup>14</sup><br>（元/人次） |
|-------|----------|----------------|--------|----------------|----------|------------------------------|------------------------------|
|       | 2016 年   | 2017 年<br>前三季度 | 2016 年 | 2017 年<br>前三季度 |          |                              |                              |
| 华侨城   | 542.56   | 431.88         | 39.15  | 29.09          | 深圳欢乐谷/5A | 3456                         | 200                          |
| 中旅集团  | 571.76   | 433.97         | 25.75  | 27.92          | 锦绣中华/4A  | —                            | —                            |
| 首旅集团  | 436.16   | 354.35         | 35.84  | 37.78          | 海南南山/5A  | 374                          | 150                          |
| 黄山旅游  | 16.69    | 17.64          | 50.52  | 45.20          | 黄山景区/5A  | 330                          | 230                          |
| 峨眉山   | 10.42    | 8.59           | 41.22  | 43.95          | 峨眉山/5A   | 330                          | 185                          |
| 九华山集团 | 4.64     | 4.03           | 50.45  | 50.88          | 九华山/5A   | 165                          | 180                          |
| 华旅集团  | 3.23     | 2.76           | 9.40   | 15.34          | 华山景区/5A  | 262                          | 180                          |
| 长白山集团 | 5.99     | 5.03           | 59.65  | 57.89          | 长白山景区/5A | 218                          | 125                          |
| 龙控集团  | 14.86    | 15.55          | 13.40  | 14.74          | 中华恐龙园/5A | 316                          | 230                          |
| 灵山文旅  | 11.56    | 7.95           | 45.89  | 54.40          | 灵山景区/4A  | 416                          | 210                          |
| 成都文旅  | 17.49    | 10.28          | 28.39  | 34.56          | 西岭雪山/4A  | 68                           | 120                          |
| 丽江旅游  | 7.80     | 5.37           | 74.71  | 73.95          | 玉龙雪山/5A  | 268                          | 180                          |
| 苏州乐园  | 3.35     | 2.74           | 39.24  | 48.26          | 苏州乐园/4A  | 262                          | 160                          |
| 云南旅游  | 14.60    | 8.23           | 26.78  | 28.75          | 昆明世博园/5A | 144                          | 100                          |
| 喀斯特旅游 | 4.50     | 3.39           | 62.40  | 69.37          | 天生三桥/5A  | 168                          | 95                           |

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理、绘制

<sup>13</sup> 摘自企业年报、评级报告等公开信息，以 2016 年度数据为准，部分企业未获取最新信息以前期公开数据为准。

<sup>14</sup> 部分景区票价标准分类较多，此处以普通票票价为准。

图表 22. 2017 年前三季度景区运营企业营业收入及其增速



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理、绘制

## 2. 酒店餐饮类企业

由于酒店餐饮业属于完全竞争行业, 各企业间竞争优势较不明显, 因此发债企业相对较少。根据申万行业分类, 目前尚处存续期内的酒店餐饮类企业发债主体仅 5 家(公募), 各企业所运营酒店也均集中在高星级(四星级以上)。从已公布 2017 年三季报的开元旅业、华天酒店和贵旅集团经营数据来看, 2017 年前三季度, 上述三家公司分别实现营业收入 62.33 亿元、7.03 亿元和 4.32 亿元, 同比分别增长 1.93%、-5.65% 和 38.43%。其中华天酒店因市场竞争激烈, 营业收入连年持续下降; 贵旅集团因旗下房产 2017 年开始预售, 营收较上年同期增幅较大。同期, 3 家企业当季营收环比分别为 33.96%、54.14% 和 39.15%, 主要系第三季度在暑期假期的影响下, 酒店客房出租率较高, 第三季度为酒店行业传统旺季。

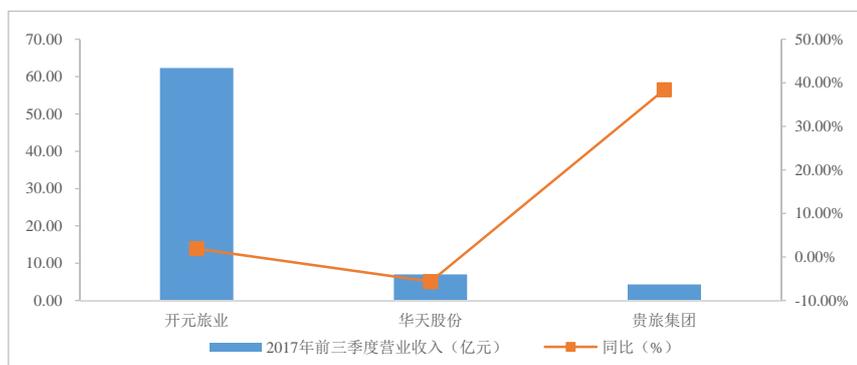
毛利率方面, 2017 年前三季度, 开元旅业、华天酒店和贵旅集团毛利率分别为 19.32%、60.61% 和 31.75%, 分别较上年同期提高 2.55 个百分点、4.63 个百分点和 -10.38 个百分点。其中, 开元旅业因贸易板块利润较低, 拉低了综合毛利率。

图表 23. 存续期内主要酒店经营类发债企业财务情况

| 企业简称 | 营业收入 (亿元) |            | 毛利率 (%) |            | 旗下主要酒店/星级   | 平均房价 (元/间/夜) | 入住率 (%) |
|------|-----------|------------|---------|------------|-------------|--------------|---------|
|      | 2016 年    | 2017 年前三季度 | 2016 年  | 2017 年前三季度 |             |              |         |
| 远洲集团 | 21.68     | —          | 33.12   | —          | 宁波远洲大酒店/五星  | —            | 61.28   |
| 华天酒店 | 10.04     | 7.03       | 56.55   | 60.61      | 长沙华天大酒店/五星  | 405.30       | —       |
| 海航酒店 | 56.48     | —          | 93.41   | —          | 北京唐拉雅秀酒店/五星 | 609.78       | 77.62   |
| 贵旅集团 | 4.56      | 4.32       | 24.01   | 31.75      | 荔波国际/五星、四星  | 359          | 43.25   |
| 开元旅业 | 104.03    | 62.33      | 14.48   | 19.32      | 开元名都大酒店/五星  | 518.61       | 72.17   |

资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理、绘制

图表 24. 2017 年前三季度样本企业营业收入及其增速



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理、绘制

### 3. 旅行社经营类企业

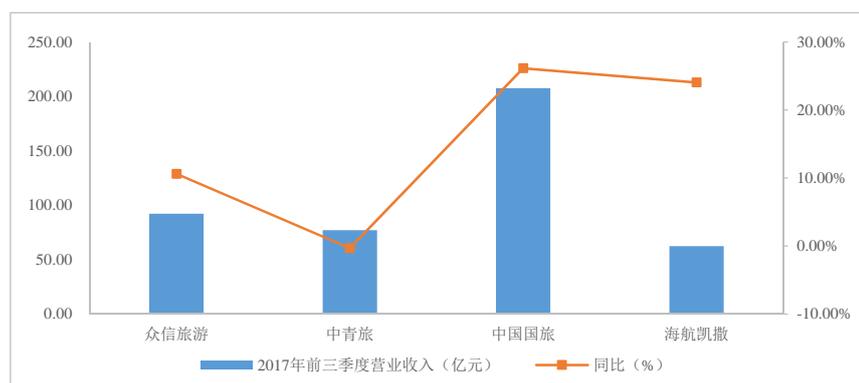
据公开数据显示, 我国的三大旅行社, 即中国国旅、中国旅社、青旅总社的累计市场份额自 2000 年以来一直保持在 30% 以下, 未来产业融合和业态创新将是我国旅行社业发展的核心增长点。以行业内主要的旅行社经营类企业来看, 中国国旅为国务院直属企业, 系 5A 级旅行社之一, 营收规模很大, 属于行业内龙头企业, 近年来受益于我国旅游行业的快速发展, 公司营业收入逐年大幅增长; 青旅总社由于主业还涉及房地产行业, 受该行业收入波动影响, 公司整体业绩呈现一定波动, 不过其旅行社业务近年来也均保持增长。从行业毛利率情况来看, 旅行社行业内企业众多, 中国国旅、青旅总社得益于较高的行业地位, 近年来毛利率较其他企业相对较高。

图表 25. 主要旅行社经营类企业财务情况

| 企业简称              | 营业收入 (亿元) |                | 毛利率 (%) |                | 旗下旅行社/<br>门店数量         |
|-------------------|-----------|----------------|---------|----------------|------------------------|
|                   | 2016 年    | 2017 年<br>前三季度 | 2016 年  | 2017 年<br>前三季度 |                        |
| 众信旅游              | 100.93    | 92.24          | 10.35   | 10.00          | 星舟国旅 <sup>15</sup> /40 |
| 中青旅 <sup>16</sup> | 103.27    | 77.11          | 23.79   | 26.10          | 中青旅/164                |
| 中国国旅              | 223.90    | 207.45         | 25.07   | 28.41          | 中国国旅/近 1000            |
| 海航凯撒              | 66.36     | 62.40          | 18.14   | 18.12          | 凯撒同盛/近 200             |

资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理、绘制

图表 26. 2017 年前三季度样本企业营业收入及其增速



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理、绘制

## 样本企业信用等级分布及级别迁移分析<sup>17</sup>

### 主体信用等级分布与迁移

从旅游行业内已发债企业来看, 截至 2017 年 9 月末, 共有华侨城、中旅集团、首旅集团和黄山旅游 4 家公司主体级别为 AAA 级。其中多数企业经营规模大, 主业基本涵盖酒店、旅行社、餐饮、会展、娱乐、景区等业务, 具有完善的现代旅游产业链和较强的旅游综合投资能力。行业内 AA 级企业占比较高, 最低级别为 A<sup>+</sup>。2017 年前三季

<sup>15</sup> 10 月 17 日, 众信旅游集团与苏州旅游零售商星舟国旅在苏州正式举行战略合作仪式。战略合作后星舟国旅位于苏州的 13 家门店将统一更名为众信旅游集团下属门店, 原星舟国旅总经理郑新叶将出任苏州众信星舟国际旅行社总经理。

<sup>16</sup> 鉴于青旅总社较难获取相关数据, 本处采用青旅总社子公司中青旅控股股份有限公司(简称“中青旅”, 中青旅总社持股比例为 25.87%) 作为样本。

<sup>17</sup> 本部分主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果, 即不考虑中债资信的评级结果。此外, 统计主体等级分布时剔除了重复主体, 即单一主体发行多期债券时只按该主体最新信用等级计一次。

度，旅游行业公开发行业债券主体合计 20 家<sup>18</sup>，其中 AAA 级主体 2 家，AA+级主体 3 家，AA 级主体 13 家，AA-级主体 2 家；截至 2017 年 9 月末，旅游行业在公开发行业债券市场仍有存续债券的发行主体合计 52 家<sup>19</sup>，其中 AAA 级主体 4 家，AA+级主体 5 家，AA 级主体 33 家，AA-级主体 9 家，A+级主体 1 家。具体情况见附录一。

图表 27. 旅游行业主体信用等级分布<sup>20</sup>

| 发行主体最新信用等级 | 2017 年前三季度 |        | 截至 2017 年 9 月末 |        |
|------------|------------|--------|----------------|--------|
|            | 发行主体数量 (家) | 占比 (%) | 存续主体数量 (家)     | 占比 (%) |
| AAA        | 2          | 10.00  | 4              | 7.69   |
| AA+        | 3          | 15.00  | 5              | 9.62   |
| AA         | 13         | 65.00  | 33             | 63.46  |
| AA-        | 2          | 10.00  | 9              | 17.31  |
| A+         | 0          | 0.00   | 1              | 1.92   |
| 合计         | 19         | 100    | 34             | 100.00 |

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从等级迁移方面看，由于旅游资源（尤其是自然景区）一般具有较强的不可替代性，在国民经济发展的推动下，居民旅游需求呈现一定刚性，相应的景区经营类企业信用质量得以保持稳定。2017 年前三季度，旅游行业内部分发债主体发生信用级别及评级展望变动。其中，（1）根据联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）2017 年 7 月 19 日出具的跟踪评级报告，考虑到黄山旅游 2016 年以来收入及利润规模稳步提升，园林开发和索道业务盈利能力强，景区内酒店经营良好及有息债务规模大幅下降，将其主体级别由 AA+级调升至 AAA 级；（2）根据新世纪评级 2017 年 6 月 14 日出具的跟踪评级报告，考虑到曲文投因 2016 年受股东增资和资产划转，资产负债率大幅降低，偿债压力有所缓解，将其主体级别由 AA 调升至 AA+；（3）根据联合资信 2017 年 8 月 30 日出具的跟踪评级报告，考虑到瘦西湖集团股东于跟踪期内变更为扬州市人民政府，旅游投资范围进一步扩展，职能定位更加明确。政府增资款的到位使公司资本实力进一步提升，扬州市政府及瘦西湖管委会对公司的支持具有可持续性，公司整体抗风险能力得以增强，将其主体级别由 AA 调升至 AA+；（4）根据中诚信证评 2017 年 6 月 23 日的跟踪评级报告，考虑到三湘印象股份有限公司 2016 年多个房地产项目集中结算，当年该业务收入规模大幅增长，获现能力明显提升，经营所得对其债务本息的保障程度显著改善，将其主体级别由 AA-调升至 AA；（5）根据中诚信国际 2017 年 7 月 28 日出具的跟踪评级报告，考虑到贵州旅游集团因部分房地产项目进入预售阶段，资金情况有所好转，将其评级展望由负面调整为稳定。具体情况见附录二。

图表 28. 旅游行业主体信用等级迁移情况

| 2017 年 9 月末<br>2016 年末 | AAA | AA+ | AA | AA- | A+ |
|------------------------|-----|-----|----|-----|----|
| AAA                    | 3   |     |    |     |    |
| AA+                    | 1   | 3   |    |     |    |
| AA                     |     | 2   | 32 |     |    |
| AA-                    |     |     | 1  | 9   |    |
| A+                     |     |     |    |     | 1  |

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

<sup>18</sup> 其中华侨城、首旅集团、瘦西湖集团、曲文投、重庆旅投、张家界经投、武汉旅投、灵山文旅、津旅集团、龙控集团、长白山集团发行了多期债券。

<sup>19</sup> 其中首旅集团、湘家荡集团、龙控集团、瘦西湖集团、云南世博、张家界经投和蓬莱阁旅游合计 7 家企业进行了双评级。

<sup>20</sup> 包含超短期融资券发行主体。

### 样本企业主要债券品种利差分析<sup>21</sup>

旅游企业目前发债主体数量相对较少，但因信用级别 AA 级占比居多，信用质量总体较高，发行债券类型较为多样。2017 年前三季度，除超短期融资券外，旅游企业合计发行 5 支一般短期融资券、17 支中期票据、6 支一般公司债和 3 支一般企业债，具体发行利差情况见附录三。

#### 1. 短期融资券<sup>22</sup>

2017 年前三季度，旅游行业内武汉旅投和长白山集团各发行 2 支一般短期融资券，瘦西湖集团有限公司发行 1 支一般短期融资券。各企业主体信用等级全部为 AA 级，利差情况如下表所示。

图表 29. 旅游行业短期融资券发行利差情况（单位：BP）

| 期限  | 发行时主体信用等级 | 样本数 | 发行利差          |        |
|-----|-----------|-----|---------------|--------|
|     |           |     | 区间            | 均值     |
| 1 年 | AAA       | 0   | —             | —      |
|     | AA+       | 0   | —             | —      |
|     | AA        | 5   | 143.34-253.83 | 207.29 |
|     | AA-       | 0   | —             | —      |

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

#### 2. 中期票据<sup>23</sup>

2017 年前三季度，华侨城发行 4 支中期票据，首旅集团和重庆旅投各发行 2 支中期票据，九华山集团、鄂西圈、湘家荡集团、龙控集团、陕旅集团、苏州乐园、津旅集团、曲江文投和扬州瘦西湖集团各发行 1 支中期票据，合计发行 17 支中期票据。其中华侨城和首旅集团主体级别为 AAA 级，鄂西圈、曲江文投和扬州瘦西湖集团主体信用等级为 AA+ 级，苏州乐园主体信用等级为 AA 级，其他均为 AA 级。从债券期限上看，其中 9 支为 3 年期，7 支为 5 年期，剩余 1 支为 7 年期。各债券发行利差见下表，其中级别最高的 AAA 级企业的债券发行利差均值相对较小，此外苏州乐园发行的 7 年期中期票据因由苏州新区高新技术产业股份有限公司提供担保，债项级别为 AA+ 级，利差也相对较小。

图表 30. 旅游行业中期票据发行利差情况（单位：BP）

| 期限  | 发行时主体信用等级 | 样本数 | 发行利差          |        |
|-----|-----------|-----|---------------|--------|
|     |           |     | 区间            | 均值     |
| 3 年 | AAA       | 3   | 104.44-162.08 | 142.37 |
|     | AA+       | 2   | 219.59-261.33 | 240.46 |
|     | AA        | 4   | 261.51-358.00 | 296.65 |
| 5 年 | AAA       | 3   | 126.97-182.97 | 161.88 |
|     | AA+       | 1   | —             | 282.82 |
|     | AA        | 3   | 317.65-349.19 | 336.98 |
| 7 年 | AA-       | 1   | —             | 239.45 |

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

<sup>21</sup> 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券。

<sup>22</sup> 短期融资券统计对象仅为 1 年期短期融资券，不包含超短期融资券。

<sup>23</sup> 不包含中小企业集合票据。

### 3. 公司债券

2017 年前三季度，首旅集团发行 4 支公司债券，曲江文投和凯撒集团各发行 1 支公司债券，合计发行 6 支公司债券。其中首旅集团主体信用等级为 AAA 级，曲江文投主体信用等级为 AA+，凯撒集团主体信用等级为 AA 级。从债券期限上看，3 年期和 5 年期的公司债券各 3 支。各债券发行利差见下表，其中级别最高的 AAA 级企业的债券发行利差均值相对较小。

图表 31. 旅游行业公司债券发行利差情况（单位：BP）

| 期限  | 发行时主体信用等级 | 样本数 | 发行利差          |        |
|-----|-----------|-----|---------------|--------|
|     |           |     | 区间            | 均值     |
| 3 年 | AAA       | 2   | 148.84-150.50 | 149.67 |
|     | AA+       | 1   | —             | 202.40 |
| 5 年 | AAA       | 2   | 160.03-170.00 | 165.02 |
|     | AA        | 1   | —             | 364.39 |

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 4. 企业债券

2017 年前三季度，张家界经投和江苏洪泽湖神舟旅游开发有限公司各发行 1 支企业债券，2 家企业主体信用等级均为 AA 级，债项利差分别为 289.31 和 281.77。

图表 32. 旅游行业企业债券发行利差情况（单位：BP）

| 期限   | 发行时主体信用等级 | 样本数 | 发行利差 |        |
|------|-----------|-----|------|--------|
|      |           |     | 区间   | 均值     |
| 7 年  | AA        | 1   | —    | 281.77 |
| 10 年 | AA        | 1   | —    | 289.31 |

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 2018 年行业信用展望

### 1. 游客量、旅游收入及投资均将保持增长

2017 年 12 月，中国旅游研究院、国家旅游局数据中心发布了第十部《中国旅游经济蓝皮书——《2017 年中国旅游经济运行分析和 2018 年发展预测》（简称“《分析》”）和《全球自由行报告》（简称“《报告》”）。《分析》指出，2017 年旅游发展的国内外环境持续优化，旅游经济继续保持良好运行态势。国内旅游市场高速增长，出入境市场平稳发展，预计 2017 年我国国内和入境旅游人数超过 51 亿人次，旅游总收入超过 5.3 万亿元，旅游对国民经济和社会就业的综合贡献都将超过 10%。《分析》预测，2018 年国内和入境旅游人数有望超过 57 亿人次，旅游总收入预计突破 6 万亿元。旅游投资仍将保持较快增长，新解决旅游就业 100 万人。

### 2. 景区经营类企业保持较好的盈利状态、高档酒店面临机遇和挑战

稳步复苏的世界经济将进一步夯实国际旅游市场的经济环境，中国经济的高质量发展将推动旅游业更平衡、更充分发展，旅游业战略地位将更加凸显、政策红利将加快释放。得益于此，景区经营类企业仍将保持较高的盈利状态。

随着“三公消费”限制政策不利影响的逐渐趋弱，酒店餐饮行业整体经营情况有所好转，但行业内竞争仍十分激烈，酒店业品牌化、规模化和集团化趋势显现。随着居民可支配收入的不断增长，住宿需求的不断提升，高星级酒店成为大众消费的首选。但同时也要要求高星级饭店不断提高自己的服务质量、提高品牌认可度。

### 3. 在线旅游将对旅游行业格局的分布产生较大影响、传统旅行社行业受到冲击

随着互联网的高速发展，在线旅游已形成一定规模，OTA 将进入平稳的发展阶段。为适应科技对居民旅游需求带来的改变，航空公司、酒店、景点、汽车租赁公司、海内外旅游局等旅游服务供应商纷纷搭建在线旅游平台，在线旅游的发展将带动酒店行业的收入增长，为景区线上门票收入增长提供助力，但同时加剧了传统旅行社行业的竞争压力。

### 4. 游客出行目的地将产生较大变化、选择的目的地范围也将扩大

根据 Booking.com 缤客发布的 2018 年八大旅行趋势预测，对于中国旅行者来说，随着经济的增长和人们生活水平的提高，人们对新鲜事物和未知领域的渴望程度正在不断增加，54%的旅行者渴望到访世界奇观；随着生活节奏的不断加快，人们将越来越多地将旅行作为平衡生活的一种方式，休闲海岛游则是放慢生活步调、调整生活方式的很好选择，51%的旅行者青睐休闲海岛游；热门剧集、真人秀和综艺节目所带来的粉丝效应也不可小觑，众多拍摄地成为旅行者的出行目的地首选，51%的旅行者计划前往主题公园，46%的旅行者希望能够饱尝各地特色美食。此外，在签证制度便利化的助力之下，游客出行所选择的目的地范围也将进一步扩大。土耳其格雷梅、加拿大贾斯珀、英国剑桥、新西兰奥克兰、西班牙塞维利亚将有望在 2018 年跃居最受中国旅行者欢迎的新兴目的地榜单。

### 5. 全域旅游成为旅游行业关注重点

尽管国内众多景点因其稀缺性而具有较高的吸引力，但大多数景点与周边地区并未形成互补效应，随着居民旅游需求的不断提升和自助游、自驾游的不断升温，旅游空间行为出现全域化特征，旅游核心竞争力逐渐从景点竞争转向目的地的综合竞争，旅游产业在新的时期急需拓展全域发展空间，形成新的产能，全域旅游应运而生。国务院在发布的《“十三五”旅游业发展规划》中明确提出“以转型升级、提质增效为主题，以推动全域旅游发展为主线”的战略路线。为响应国家号召，许多省市已建立科学的考核体制与机制，将全域旅游发展纳入与部门考核内容，把旅游纳入国民经济和社会规划和产业规划之中，建立“多规合一”<sup>24</sup>的大数据库，各部门之间空间信息共享、业务协同办理及审批流程优化。全域旅游将推动国民权利制度、产业制度、产权制度、部门法等改革，成为旅游行业的关注重点。

### 6. “旅游+”<sup>25</sup>成为旅游行业未来发展趋势之一

受经济发展和旅游需求升级的影响，旅游创新产品和业态不断涌现，取得了企业及资本的高度关注。主要表现在六个方面：（1）“旅游+城镇化、工业化和商贸”，美丽乡村、旅游小镇、文化街区等旅游综合体、城乡旅游产品逐步形成；（2）“旅游+农业、林业和水利”，共享农庄、家庭农场、民宿、湿地公园等逐渐受到追捧；（3）“旅游+科技、教育、文化、卫生和体育”，科技旅游、研学旅游、医疗健康旅游、养老养生旅游等旅游产品成为旅行社推出的主打产品，旅游演艺、主题公园等文创产品和冰雪运动、山体户外、水上运动等体育旅游产品也成为游客选择目的地的重要考虑因素。其中，医疗健康旅游因医疗技术的进步和人们对健康重视程度的不断提高而成为行业热点。据世界卫生组织(WHO)预测，至 2020 年，医疗健康相关服务业将成为全球最大产业，观光休闲旅游相关服务则位于第二，两者相结合将占全球 GDP 的 22%；（4）“旅游+交通、环保和国土”，拥有资源优势的企业已着力发展自驾车房车营地、邮轮旅游、低空旅游等新型产业，以不断提高行业竞争力；（5）“旅游+互联网”，随着科技的高速发展，旅游大数据与

<sup>24</sup> 即发改委、规划局、国土局、环保局、旅游局等多部门的空间规划数据及业务数据集合。

<sup>25</sup> 将旅游产业与其他业有机地结合，不仅为旅游业的发展提供内容和文化元素，同时也促进各行各业产业发展。

智慧旅游产品逐渐应用到行业各个方面，景区、景点及旅游产品的科技化、信息化和便利化程度成为衡量景区质量的要素之一，相关资讯的覆盖范围和全面性也极大地影响了游客的出行选择；（6）“旅游+金融”，旅游金融继 2016 年成为投资热点后将持续扩大规模，线上旅游企业与传统银行的合作也将进一步加强。用户的需求不仅为旅游金融提供了市场消费的基础，反之也将受到旅游金融市场的影响，逐渐形成使用旅游金融产品的习惯。

总体来看，2018 年我国旅游经济总体持乐观预期，国内旅游市场高速增长，出入境市场平稳发展。旅游投资维持高位，旅游就业稳步增加。中国经济的高质量发展将推动旅游业更平衡、更充分发展，拥有稀缺景区资源的企业仍将保持较高的盈利状态，高档酒店面临机遇和挑战。同时，随着互联网的高速发展，在线旅游将对旅游行业格局的分布产生较大影响、传统旅行社行业将受到一定冲击。得益于 GDP 及居民可支配收入的持续增长，加之热剧、签证便利化等众多因素影响，游客出行所选择的目的地将产生较大变化，目的地范围也将进一步扩大。随着旅游需求的不断升级，旅游核心竞争力逐渐从景点竞争转向目的地的综合竞争，在国家政策的大力支持下，全域旅游成为旅游行业的关注重点。为提高行业竞争力，政府和企业不断加大投资，旅游创新产品和新型业态不断涌现，“旅游+”的产业融合模式成为旅游行业未来发展趋势之一。

旅游行业存续发债企业信用等级分布及主要财务数据与指标

(2016/Q4~2017/Q3, 合并口径, 亿元, %)

| 发行人名称                | 最新主体评级 | 评级机构       | 期末总资产   | 期末所有者权益 | 期末资产负债率 | 期末现金类资产 | 期末刚性债务 | 期末流动比率 | 年度营业收入 | 年度净利润  | 年度 EBITDA | 年度经营性现金流量净额 |
|----------------------|--------|------------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|-----------|-------------|
| 华侨城集团公司              | AAA/稳定 | 联合资信       | 2624.62 | 789.35  | 69.93   | 495.54  | 910.73 | 1.42   | 652.32 | 107.65 | 125.09    | -209.87     |
| 北京首都旅游集团有限责任公司       | AAA/稳定 | 联合信用/联合资信  | 786.82  | 311.57  | 60.40   | 80.99   | 278.44 | 0.88   | 474.00 | 5.49   | 43.83     | 50.61       |
| 黄山旅游集团有限公司           | AAA/稳定 | 联合资信       | 67.29   | 46.84   | 30.38   | 8.53    | 9.01   | 3.26   | 23.15  | 3.53   | 8.33      | -7.59       |
| 中国旅游集团公司             | AAA/稳定 | 联合资信       | 1478.21 | 442.69  | 70.05   | 210.88  | 687.78 | 0.81   | 609.51 | 45.21  | 76.58     | 146.24      |
| 扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司      | AA+/稳定 | 鹏元资信/联合资信  | 231.17  | 115.35  | 50.10   | 50.03   | 90.10  | 3.46   | 11.43  | 3.17   | 4.96      | -6.72       |
| 西安曲江文化产业投资(集团)有限公司   | AA+/稳定 | 新世纪评级      | 459.44  | 123.87  | 73.04   | 85.73   | 201.22 | 1.63   | 84.11  | 3.43   | 11.75     | -31.60      |
| 湖北省鄂西生态文化旅游圈投资有限公司   | AA+/稳定 | 中诚信国际      | 392.93  | 146.60  | 62.69   | 45.42   | 191.59 | 1.74   | 47.10  | 1.26   | 6.51      | 3.53        |
| 四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司*   | AA+/稳定 | 中诚信证评      | 42.88   | 23.52   | 45.15   | 11.64   | 14.71  | 2.76   | 12.82  | 1.30   | 4.37      | 3.71        |
| 峨眉山旅游股份有限公司          | AA+/稳定 | 中诚信国际      | 26.51   | 21.74   | 18.01   | 7.24    | 2.15   | 3.47   | 10.78  | 1.97   | 3.78      | 3.18        |
| 武汉旅游发展投资集团有限公司       | AA/稳定  | 联合资信       | 170.21  | 82.85   | 51.32   | 28.73   | 46.29  | 0.87   | 4.62   | 1.18   | 1.78      | 7.67        |
| 吉林省长白山开发建设(集团)有限责任公司 | AA/稳定  | 新世纪评级      | 77.39   | 25.58   | 66.96   | 5.62    | 35.51  | 1.76   | 6.22   | 0.27   | 2.46      | 0.55        |
| 开元旅业集团有限公司           | AA/稳定  | 大公国际       | 177.38  | 43.53   | 75.46   | 30.34   | 61.89  | 1.27   | 105.21 | 3.33   | 6.42      | 17.65       |
| 龙城旅游控股集团有限公司         | AA/稳定  | 联合资信/新世纪评级 | 135.18  | 50.75   | 62.46   | 21.07   | 58.90  | 0.89   | 21.55  | 1.25   | 4.83      | 3.90        |
| 重庆旅游投资集团有限公司         | AA/稳定  | 中诚信国际      | 207.21  | 54.23   | 73.83   | 23.73   | 112.92 | 1.92   | 19.17  | 0.17   | 7.12      | -0.93       |
| 江苏洪泽湖神舟旅游开发有限公司**    | AA/稳定  | 中诚信国际      | 107.38  | 74.03   | 31.06   | 2.94    | 26.86  | 12.37  | 3.04   | 0.93   | 1.10      | -20.24      |
| 张家界市经济发展投资集团有限公司*    | AA/稳定  | 鹏元资信/联合资信  | 301.73  | 141.54  | 53.09   | 40.26   | 108.32 | 3.21   | 9.89   | 0.63   | 4.65      | -2.46       |
| 无锡灵山文化旅游集团有限公司       | AA/稳定  | 中诚信国际      | 96.47   | 40.54   | 57.98   | 4.92    | 35.55  | 0.81   | 10.46  | 0.14   | 3.39      | 3.78        |
| 海航凯撒旅游集团股份有限公司       | AA/稳定  | 中诚信证评      | 56.20   | 23.50   | 58.19   | 19.92   | 17.31  | 1.55   | 78.46  | 3.59   | 3.99      | 3.94        |
| 嘉兴市湘家荡发展投资集团有限公司     | AA/稳定  | 新世纪评级/鹏元资信 | 178.32  | 86.06   | 51.74   | 20.80   | 64.60  | 6.45   | 5.29   | 3.59   | 3.98      | 3.42        |
| 安徽九华山旅游(集团)有限公司      | AA/稳定  | 新世纪评级      | 53.54   | 26.52   | 50.47   | 1.75    | 19.57  | 0.89   | 5.10   | 0.87   | 1.72      | 2.88        |
| 陕西旅游集团有限公司           | AA/稳定  | 东方金诚       | 138.81  | 36.33   | 73.83   | 20.57   | 82.80  | 2.02   | 29.74  | 1.50   | 3.61      | -3.93       |

| 发行人名称                 | 最新主体评级 | 评级机构      | 期末总资产   | 期末所有者权益 | 期末资产负债率 | 期末现金类资产 | 期末刚性债务 | 期末流动比率 | 年度营业收入 | 年度净利润 | 年度EBITDA | 年度经营性现金流量净额 |
|-----------------------|--------|-----------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|-------|----------|-------------|
| 天津市旅游(控股)集团有限公司       | AA/稳定  | 大公国际      | 86.96   | 22.26   | 74.40   | 12.97   | 36.93  | 0.83   | 48.98  | 0.04  | 2.60     | 5.16        |
| 淳安县新安江开发总公司*          | AA/稳定  | 鹏元资信      | 114.03  | 60.89   | 46.60   | 11.94   | 27.51  | 3.14   | 7.19   | 1.27  | 3.79     | 3.35        |
| 海航旅游集团有限公司*           | AA/稳定  | 东方金诚      | 1192.21 | 522.01  | 56.21   | 166.78  | 527.07 | 1.08   | 361.86 | 6.96  | 47.16    | 71.61       |
| 陕西华山旅游集团有限公司          | AA/稳定  | 新世纪评级     | 64.49   | 34.22   | 46.93   | 3.18    | 25.36  | 2.84   | 3.59   | 0.27  | 1.87     | -3.86       |
| 云南世博旅游控股集团有限公司        | AA/稳定  | 联合资信/东方金诚 | 172.44  | 117.99  | 31.58   | 13.68   | 30.42  | 2.53   | 24.33  | 1.13  | 4.01     | 1.54        |
| 三湘印象股份有限公司            | AA/稳定  | 中诚信证评     | 144.23  | 64.47   | 55.30   | 9.30    | 60.03  | 4.90   | 31.36  | 5.43  | 15.33    | -21.97      |
| 江西省龙虎山旅游文化发展(集团)有限公司* | AA/稳定  | 鹏元资信      | 67.47   | 45.39   | 32.72   | 3.50    | 18.67  | 12.68  | 3.42   | 1.40  | 2.24     | -2.92       |
| 福州文化旅游投资集团有限公司        | AA/稳定  | 新世纪评级     | 98.95   | 24.41   | 75.33   | 4.83    | 43.24  | 8.12   | 2.92   | 0.40  | 0.79     | -5.07       |
| 河北旅游投资集团股份有限公司        | AA/稳定  | 联合资信      | 150.37  | 73.29   | 51.26   | 26.94   | 30.34  | 2.23   | 14.42  | 0.32  | 1.90     | -1.15       |
| 陕西文化产业投资控股(集团)有限公司    | AA/稳定  | 大公国际      | 156.43  | 48.93   | 68.72   | 18.56   | 88.13  | 2.06   | 14.45  | 1.99  | 5.80     | 7.22        |
| 成都文化旅游发展集团有限责任公司      | AA/稳定  | 新世纪评级     | 132.03  | 56.22   | 57.42   | 15.92   | 61.32  | 2.61   | 20.64  | 0.78  | 3.69     | 8.00        |
| 张家界武陵源旅游产业发展有限公司      | AA/稳定  | 中诚信国际     | 98.22   | 59.58   | 39.34   | 5.19    | 32.51  | 1.71   | 7.95   | 1.05  | 5.41     | 5.02        |
| 镇江市风景旅游发展有限责任公司       | AA/稳定  | 中诚信国际     | 182.83  | 77.19   | 57.78   | 39.53   | 94.88  | 3.94   | 2.86   | 0.69  | 1.69     | -1.92       |
| 苏州文化旅游发展集团有限公司        | AA/稳定  | 新世纪评级     | 55.26   | 25.89   | 53.14   | 2.99    | 19.81  | 1.73   | 4.73   | 0.61  | 0.74     | -0.31       |
| 浙江省旅游集团有限责任公司         | AA/稳定  | 新世纪评级     | 75.56   | 30.41   | 59.75   | 11.32   | 21.00  | 1.02   | 31.89  | 1.69  | 3.16     | 3.66        |
| 重庆市长寿生态旅业开发有限公司*      | AA/稳定  | 鹏元资信      | 63.61   | 34.21   | 46.22   | 5.19    | 21.64  | 51.35  | 7.08   | 0.92  | 2.34     | -2.72       |
| 铜仁旅游投资有限公司*           | AA/稳定  | 鹏元资信      | 145.37  | 76.54   | 47.35   | 17.19   | 53.36  | 6.91   | 3.10   | 2.03  | —        | -11.13      |
| 丽江玉龙旅游股份有限公司          | AA/稳定  | 中诚信国际     | 26.90   | 24.38   | 9.39    | 12.79   | 0.91   | 5.43   | 7.08   | 2.09  | 3.92     | 3.27        |
| 西安曲江大明宫投资(集团)有限公司**   | AA/稳定  | 鹏元资信      | 176.08  | 41.44   | 76.47   | 18.96   | 105.09 | 2.87   | 13.89  | 0.65  | 1.07     | -26.00      |
| 大理州旅游产业开发集团有限责任公司*    | AA/稳定  | 鹏元资信      | 97.51   | 46.60   | 52.22   | 2.47    | 17.44  | 1.64   | 5.66   | 0.06  | 0.61     | -1.51       |
| 丽江古城管理有限责任公司**        | AA/稳定  | 鹏元资信      | 84.63   | 36.38   | 57.02   | 4.64    | 29.99  | 2.25   | 2.20   | 0.54  | 1.39     | 5.20        |
| 南京钟山风景区建设发展有限公司*      | AA/稳定  | 中诚信国际     | 74.27   | 31.26   | 57.91   | 0.35    | 9.10   | 0.09   | 0.42   | 0.17  | 0.32     | 0.12        |
| 四川省巨洋企业管理集团有限公司*      | AA/稳定  | 东方金诚      | 92.25   | 66.64   | 27.76   | 3.57    | 11.82  | 2.68   | 14.64  | 4.06  | 7.33     | 5.42        |
| 苏州乐园发展有限公司            | AA-/稳定 | 中诚信国际     | 30.66   | 20.08   | 34.51   | 3.32    | 4.73   | 0.82   | 2.07   | 0.06  | 2.67     | 8.66        |
| 华天酒店集团股份有限公司          | AA-/稳定 | 联合资信      | 85.67   | 27.61   | 67.78   | 3.20    | 36.00  | 0.74   | 9.62   | -4.67 | 1.30     | 1.01        |
| 远洲集团股份有限公司*           | AA-/稳定 | 鹏元资信      | 73.83   | 33.00   | 55.31   | 2.52    | 18.40  | 0.99   | 21.68  | 1.33  | 3.10     | 6.61        |

| 发行人名称               | 最新主体评级 | 评级机构      | 期末总资产  | 期末所有者权益 | 期末资产负债率 | 期末现金类资产 | 期末刚性债务 | 期末流动比率 | 年度营业收入 | 年度净利润 | 年度 EBITDA | 年度经营性现金流量净额 |
|---------------------|--------|-----------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|-------|-----------|-------------|
| 平凉文化旅游产业投资集团有限责任公司* | AA-/稳定 | 鹏元资信      | 61.21  | 42.98   | 29.78   | 3.26    | 12.24  | 3.98   | 6.47   | 0.75  | 1.14      | -1.74       |
| 云南旅游股份有限公司          | AA-/稳定 | 东方金诚      | 45.45  | 18.80   | 58.65   | 7.10    | 14.52  | 1.25   | 12.92  | 0.59  | 2.76      | 1.32        |
| 贵州旅游投资控股(集团)有限责任公司  | AA-/稳定 | 中诚信国际     | 83.76  | 32.74   | 60.91   | 6.76    | 32.22  | 1.66   | 5.76   | -0.97 | 0.96      | 2.64        |
| 海航酒店控股集团有限公司**      | AA-/稳定 | 鹏元资信      | 392.66 | 217.85  | 44.52   | 27.47   | 81.72  | 1.04   | 56.48  | 4.77  | 12.96     | 23.22       |
| 蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司*     | AA-/稳定 | 鹏元资信/联合资信 | 149.63 | 57.34   | 61.68   | 5.64    | 29.66  | 1.65   | 4.57   | 1.20  | 2.56      | 9.70        |
| 重庆市武隆喀斯特旅游(集团)有限公司  | A+/稳定  | 中诚信国际     | 89.24  | 48.53   | 45.62   | 2.46    | 33.20  | 0.96   | 4.55   | 0.39  | 1.58      | -1.66       |

注：①主要财务数据为 2017 年 9 月末数据；

②\*主要财务数据为 2017 年 6 月末数据；

③\*主要财务数据为 2016 年末数据；

④现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据；

⑤带\*或\*\*标记的主体（除张家界经投外）年度指标数据基础均为 2016 年度，无标记的企业年度指标数据基础按照其最新季度数据向前追溯一年计；

⑥年度 EBITDA 值均为 2016 年度数据。

## 附录二

## 2017 年前三季度旅游行业发债主体级别调整情况

| 发行人                | 评级机构      | 最新主体等级及展望 | 最新评级日期     | 2016 年末主体等级及展望 |
|--------------------|-----------|-----------|------------|----------------|
| 黄山旅游集团有限公司         | 联合资信      | AAA/稳定    | 2017/07/19 | AA+/稳定         |
| 扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司    | 鹏元资信/联合资信 | AA+/稳定    | 2017/08/30 | AA/稳定          |
| 西安曲江文化产业投资(集团)有限公司 | 新世纪评级     | AA+/稳定    | 2017/06/14 | AA/稳定          |
| 三湘印象股份有限公司         | 中诚信证评     | AA/稳定     | 2017/06/23 | AA/稳定          |
| 贵州旅游投资控股(集团)有限责任公司 | 中诚信国际     | AA-/稳定    | 2017/07/28 | AA-/负面         |

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理、绘制

## 附录三

## 2017 年前三季度旅游企业发行债券利差情况

| 发行债券种类   | 发行期限(年)        | 发行时主体和债项信用等级    | 发行主体                 | 债项简称           | 发行利差(BP) |
|----------|----------------|-----------------|----------------------|----------------|----------|
| 短期融资券    | 1              | AA/稳定/A-1       | 扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司      | 17 瘦西湖 CP001   | 1.4334   |
|          |                | AA/稳定/A-1       | 武汉旅游发展投资集团有限公司       | 17 武汉旅游 CP002  | 1.6586   |
|          |                | AA/稳定/A-1       | 武汉旅游发展投资集团有限公司       | 17 武汉旅游 CP001  | 2.2059   |
|          |                | AA/稳定/A-1       | 吉林省长白山开发建设(集团)有限责任公司 | 17 长白山 CP002   | 2.5285   |
|          |                | AA/稳定/A-1       | 吉林省长白山开发建设(集团)有限责任公司 | 17 长白山 CP001   | 2.5383   |
| 中期票据     | 3              | AA/稳定/AA        | 安徽九华山旅游(集团)有限公司      | 17 九华山 MTN001  | 2.9551   |
|          |                | AAA/稳定/AAA      | 北京首都旅游集团有限责任公司       | 17 首旅 MTN001A  | 1.0444   |
|          |                | AAA/稳定/AAA      | 华侨城集团公司              | 17 华侨城 MTN002  | 1.6058   |
|          |                | AAA/稳定/AAA      | 华侨城集团公司              | 17 华侨城 MTN001  | 1.6208   |
|          |                | AA/稳定/AA        | 嘉兴市湘家荡发展投资集团有限公司     | 17 嘉湘集团 MTN001 | 2.6151   |
|          |                | AA/稳定/AA        | 龙城旅游控股集团有限公司         | 17 龙控 MTN001   | 2.7157   |
|          |                | AA/稳定/AA        | 陕西旅游集团有限公司           | 17 陕西旅游 MTN001 | 3.5800   |
|          |                | AA+/稳定/AA+      | 西安曲江文化产业投资(集团)有限公司   | 17 曲江投 MTN001  | 2.6133   |
|          | AA+/稳定/AA+     | 扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司 | 17 瘦西湖 MTN001        | 2.1959         |          |
|          | 5              | AAA/稳定/AAA      | 北京首都旅游集团有限责任公司       | 17 首旅 MTN001B  | 1.2697   |
|          |                | AA+/稳定/AA+      | 湖北省鄂西生态文化旅游圈投资有限公司   | 17 鄂西圈 MTN001  | 2.8282   |
|          |                | AAA/稳定/AAA      | 华侨城集团公司              | 17 华侨城 MTN004  | 1.8297   |
|          |                | AAA/稳定/AAA      | 华侨城集团公司              | 17 华侨城 MTN003  | 1.7571   |
|          |                | AA/稳定/AA        | 天津市旅游(控股)集团有限公司      | 17 津旅游 MTN001  | 3.4919   |
|          |                | AA/稳定/AA        | 重庆旅游投资集团有限公司         | 17 重庆旅投 MTN002 | 3.1765   |
| AA/稳定/AA |                | 重庆旅游投资集团有限公司    | 17 重庆旅投 MTN001       | 3.4410         |          |
| 7        | AA-/稳定/AA+     | 苏州乐园发展有限公司      | 17 苏州乐园 PRN001       | 1.9663         |          |
| 公司债券     | 3              | AAA/稳定/AAA      | 北京首都旅游集团有限责任公司       | 17 首旅 Y3       | 1.4884   |
|          |                | AAA/稳定/AAA      | 北京首都旅游集团有限责任公司       | 17 首旅 Y1       | 1.5050   |
|          |                | AA+/稳定/AA+      | 西安曲江文化产业投资(集团)有限公司   | 17 曲江 01       | 2.0240   |
|          | 5              | AAA/稳定/AAA      | 北京首都旅游集团有限责任公司       | 17 首旅 Y4       | 1.6003   |
|          |                | AAA/稳定/AAA      | 北京首都旅游集团有限责任公司       | 17 首旅 Y2       | 1.7000   |
| AA/稳定/AA | 海航凯撒旅游集团股份有限公司 | 17 凯撒 03        | 3.6439               |                |          |
| 企业债      | 7              | AA/稳定/AA        | 江苏洪泽湖神舟旅游开发有限公司      | 17 洪泽绿色债       | 2.8177   |
|          | 10             | AA/稳定/AA        | 张家界市经济发展投资集团有限公司     | 17 张家界         | 2.8931   |

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理、绘制

附录四

**旅游行业样本企业信用质量（略）**