

作者：简尚波  
邮箱：research@fecr.com.cn

# 2019 年旅游行业信用展望

## 摘要

近年以来，我国旅游业市场规模随经济增长、居民消费升级等而持续快速增长，市场格局呈现稳中有变态势，行业发展呈现全域化、融合化等多样趋势。行业内部各细分行业竞争态势各异。从行业政策来看，近年政策围绕促进旅游消费升级，发展全域旅游、乡村旅游，促进行业标准化、行业人才建设等多方面展开。从旅游业发债企业信用状况来看，这批企业在旅游行业内属于规模较大，市场地位较高，品牌实力较强企业，普遍具备多元化经营实力，大部分属于国有企业，能获得政府资源支持，间接融资渠道通畅。结合各企业财报等数据来看，其债务杠杆水平适中，流动性较为充裕，偿债能力稳定。

从行业内部发展格局来看，首先，“三大游”市场格局稳中有变，“稳”体现为以国内旅游为绝对主体的市场结构高度稳定；“变”体现为增长趋势变化，国内旅游长期快速增长，但2018年增速趋缓，出境旅游维持加速增长，入境旅游增势有所放缓。其次，细分行业竞争格局有所差异，旅行社竞争环境日趋激烈，头部企业多措并举巩固竞争地位；星级酒店整体供给过剩，高星级酒店竞争激烈；旅游景区数量庞大、区域特征鲜明，实力型企业竞争优势明显。

展望2019年，随着宏观经济与居民收入继续增长，消费结构继续升级，政策红利继续释放，以及交通等基础设施继续改善，广大居民旅游消费潜力将继续释放，我国旅游业仍将处于发展机遇期。以“旅游+”等为引领的旅游行业融合发展趋势日益明朗，传统模式及单一业态经营企业发展将承压。依托良好的发展基础，以及全行业发展转型机遇，行业内发债企业将有能力抓住机遇加快创新发展，其整体偿债能力将维持稳定。

## 远东资信行业信用展望系列：

1. 《2019年建筑行业信用展望》，2019.01.31
2. 《2019年商业银行信用展望》，2019.02.01
3. 《2019年商业地产行业信用展望》，2019.02.18
4. 《2019年医药制造行业信用展望》，2019.02.22
5. 《2019年火电行业信用展望》，2019.02.25
6. 《2019年水务行业信用展望》，2019.02.27
7. 《2019年煤炭行业信用展望》，2019.02.28
8. 《2019年民用航空机场行业信用展望》，2019.03.12
9. 《2019年通信设备制造行业信用展望》，2019.03.14

## 一、行业运行概况

旅游行业是直接为游客提供出行、住宿、餐饮、游览、购物、娱乐等服务活动的集合，旅游景区、酒店、旅行社构成现代旅游业发展的三大支柱。目前，旅游业已经成为我国国民经济中发展速度最快和具有明显国际竞争优势的产业之一，对于拉动经济增长、调整产业结构、缩小区域差距、扩大社会就业、增进人民福祉、促进生态文明、深化国际交流等做出了积极贡献。文化和旅游部统计显示，2018年全国旅游业对GDP的综合贡献为9.94万亿元，占GDP总量的11.04%；旅游直接就业2826万人，旅游直接和间接就业7991万人，占全国就业总人口的10.29%。

### （一）市场规模随经济增长、消费升级、交通改善等而持续增长

近十年以来，我国旅游业总体呈现快速增长趋势。

从旅游业总收入增长来看，2008年受金融危机爆发、国民经济增速下滑，以及雪灾等不利因素影响，旅游业总收入同比增速（5.8%）较2007年（22.6%）大幅滑落约17个百分点，2009年以来我国旅游业逐步复苏，实现了持续快速增长。需要解释的是，由于2014年我国旅游业统计公报根据《旅游统计调查制度》对国际旅游收入、入境旅游人次等统计口径做了调整，导致这两项指标数据较上年不可比<sup>1</sup>，因此远东资信针对近十年我国旅游业总收入、旅游总人次、入境旅游人次、国际旅游收入等指标增速均采用分段统计。其中，2009-2013年，我国旅游业总收入从1.29万亿元增至2.95万亿元，年均复合名义增长约22.97%；2014-2018年，旅游业总收入从3.73万亿元增至5.97万亿元，年均复合名义增长约12.48%。

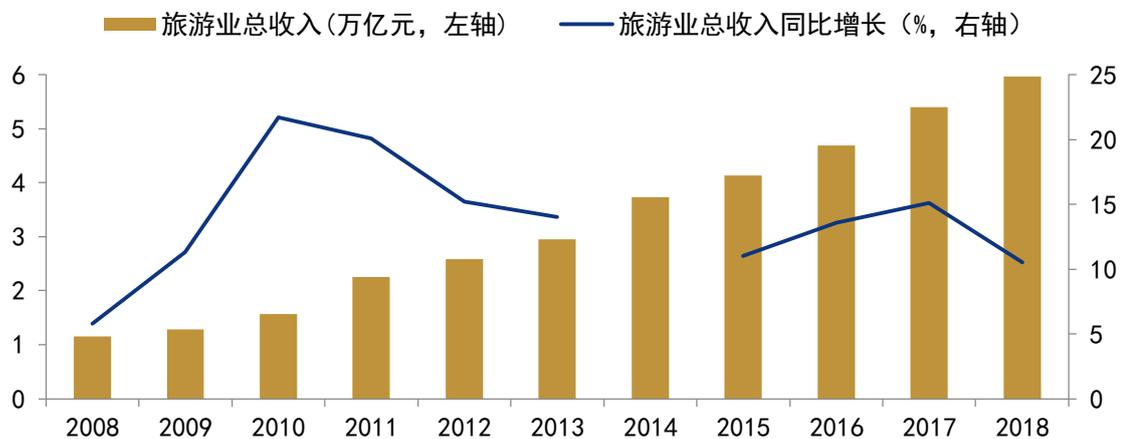


图1：近年我国旅游业总收入增长统计

注：2014年数据较上年不可比，具体原因请见脚注1。

<sup>1</sup> 《2014年中国旅游业统计公报》明确指出，“根据《旅游统计调查制度》，针对国际旅游收入指标，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”。《公报》进一步指出，“由于2014年国际旅游收入的测算方法和统计口径调整，数据无法回溯，不具有可比性，公报对‘国际旅游收入’、‘旅游总收入’等数据的同比值均不做计算和表述。”

资料来源：2008-2017年中国旅游业统计公报（国家旅游局发布），2018年旅游市场基本情况（文化和旅游部发布），远东资信整理

从旅游总人次增长来看，2009年以来我国旅游总人次保持了10%以上的快速增长态势。2009-2013年，旅游总人次从约20.8万亿人次增至34.9万亿人次，年均复合增长约14%；2014-2018年，旅游总人次从38.5万亿人次增至58.3万亿人次，年均复合增长约11%。

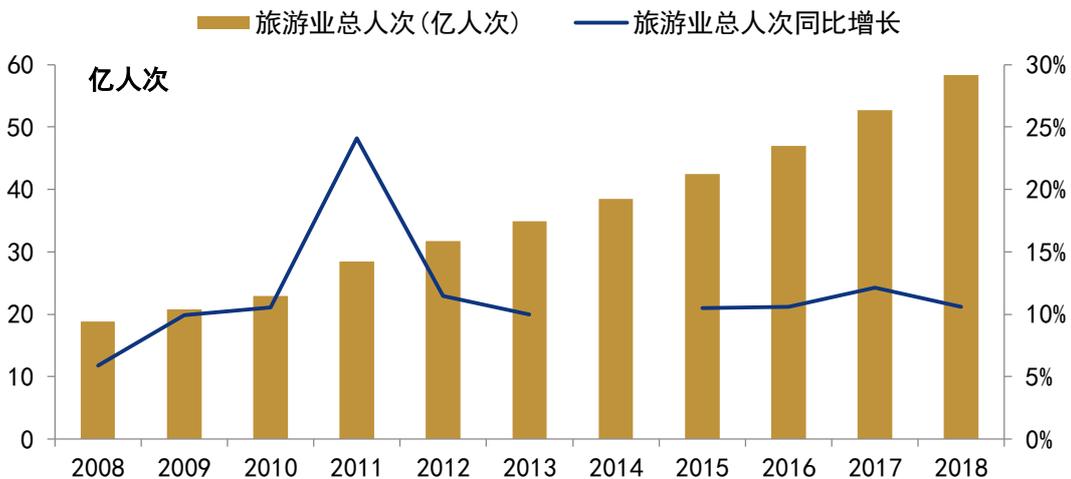


图2：近年我国旅游总人次增长统计

资料来源：2008-2017年中国旅游业统计公报（国家旅游局发布），2018年旅游市场基本情况（文化和旅游部发布），远东资信整理

我国旅游业规模的持续高速增长，得益于宏观经济持续增长、居民消费结构升级以及休假制度改革、交通状况改善、旅游业供给端发展等各方面因素的支撑。

**一是宏观经济持续较快增长。**旅游业属于可选消费行业与顺周期性行业，宏观经济增长、居民收入增加是行业增长的根本动力。近年我国经济逐步进入高质量增长阶段，但仍然保持6%以上的较快增速。与此同时，城乡居民收入长期维持稳定增长态势，城镇居民人均可支配收入从2008年的15780.8元增至2018年的预计39251元，年均复合名义增长约9.54%。农村居民人均可支配收入从2008年的4760.6元增至2018年的预计14617元，年均复合名义增长约11.87%。宏观经济增长与居民收入增加为我国旅游业发展带来了持续动力，从2008年至2018年统计数据来看，我国旅游业总收入与GDP、城镇居民可支配收入、农村居民可支配收入的相关度系数均为0.99，近乎完全正相关。

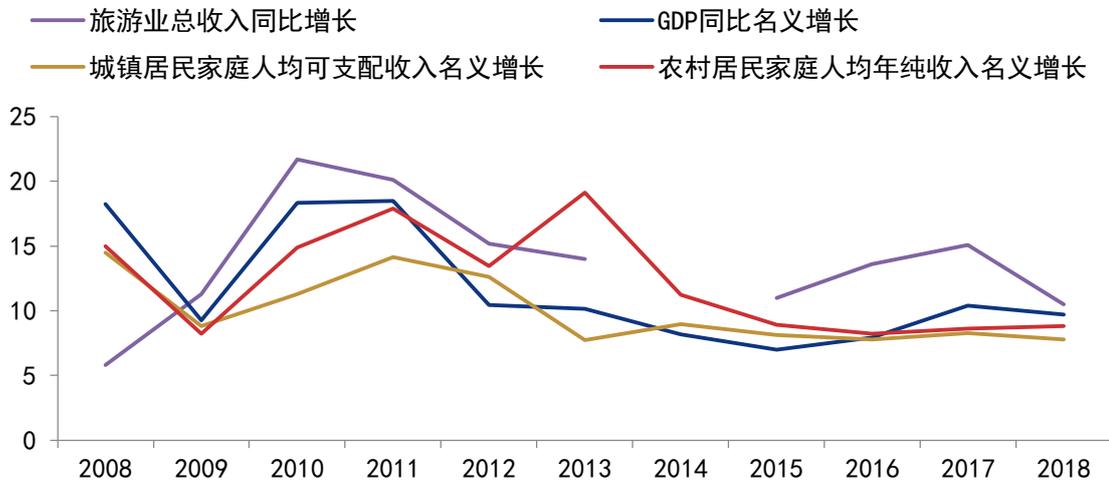


图3: 我国旅游业总收入随GDP、居民收入增长而增长

注: 旅游业总收入和城乡居民收入数据均按当年现价统计。

资料来源: Wind、2008-2017中国旅游业统计公报(国家旅游局发布)、2018年旅游市场基本情况(文化和旅游部发布)、国新办关于2018年国民经济运行情况发布会资料, 远东资信整理

**二是居民消费结构升级。**居民收入增长是消费结构升级的重要引擎。2013-2018年, 全国居民人均可支配收入从18310.8元增至28228元, 年均复合名义增长9.04%。随着居民收入持续稳定增长, 我国居民恩格尔系数持续下降, 2017年首次降至30%以下, 为29.3%, 达到联合国粮农组织划定的富足标准<sup>2</sup>, 2018年进一步降至28.4%。而随着消费结构的升级, 我国旅游业逐渐进入大众化发展时代, 其中一大表现为中国居民出游率、人均旅游消费等都呈现持续增长格局。2008-2017年, 我国城镇居民出游率从1.67次逐年递增至4.52次, 农村居民出游率从1.12次逐年递增至2.30次; 同期我国城镇居民人均旅游消费支出从849.36元增至1024.60元, 农村居民人均旅游消费支出从275.28元增至603.30元。

<sup>2</sup> 根据联合国粮农组织的标准划分, 恩格尔系数在60%以上为贫困, 50%-59%为温饱, 40%-49%为小康, 30%-39%为富裕, 30%以下为最富裕。

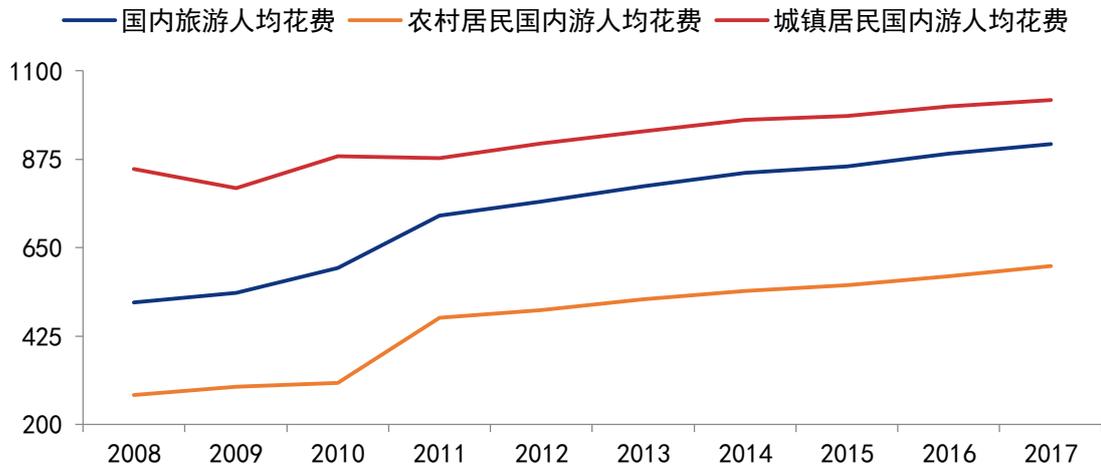


图4：我国居民人均旅游花费变化（单位：元）

资料来源：恒生聚源，远东资信整理

**三是休假制度改革。**我国自1995年起实行双休日制度，自2000年10月开始设立国庆节、春节和劳动节三个黄金周。2008年开始，我国取消五一黄金周，并增加清明、端午、中秋三个小长假。从2008年至2018年，春节、国庆黄金周旅游人次占全年国内旅游人次比重从15.50%升至20.08%，两大黄金周旅游收入占全年国内旅游收入比重从13.59%升至20.94%。十年黄金周旅游实践表明，黄金周休假制度一定程度上拉动了中国旅游业快速发展，开启了大众休闲旅游新时期。

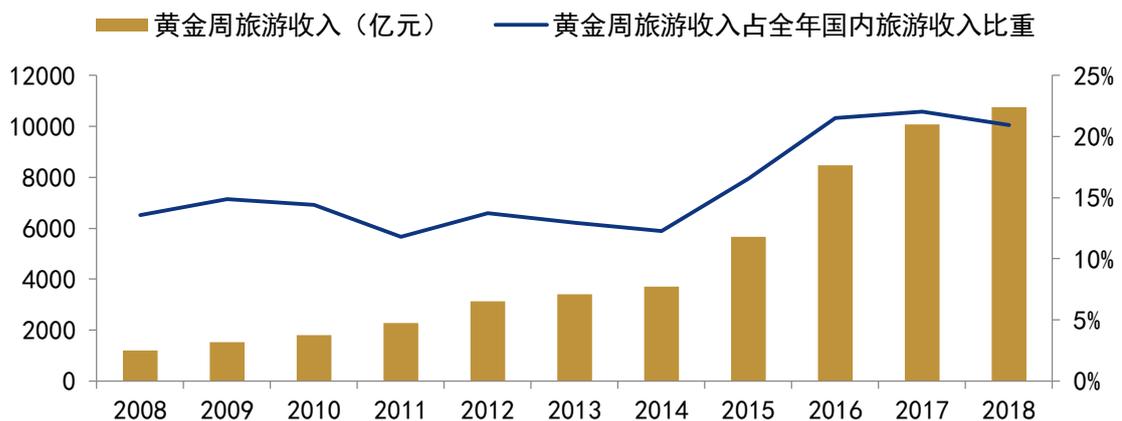


图5：黄金周占全年旅游业收入比重显著提升

资料来源：Choice、2008-2017年旅游业统计公报（国家旅游局公布）、2018年旅游市场基本情况（文化和旅游部公布），远东资信整理

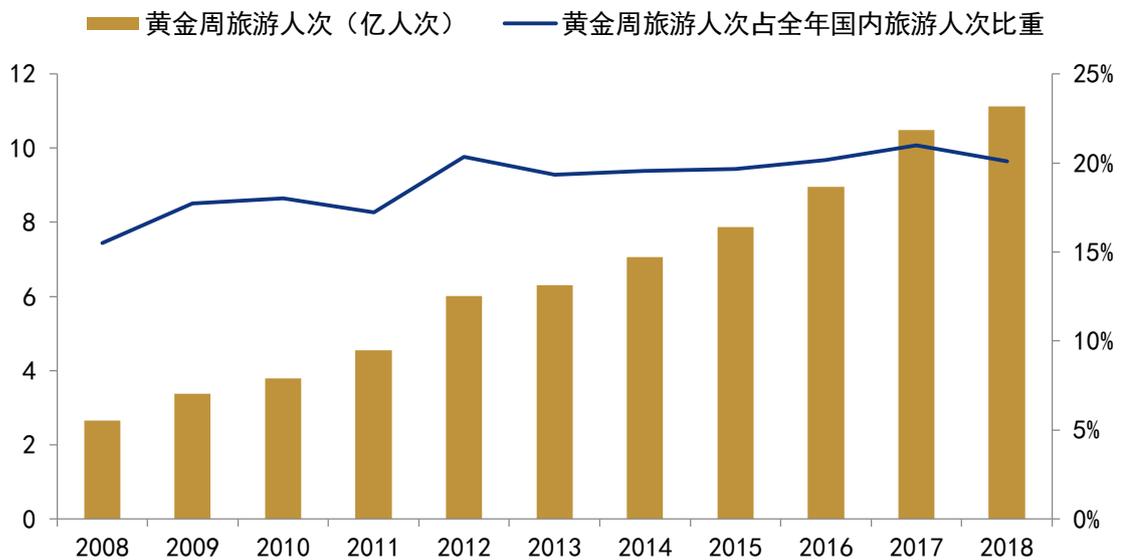


图6: 黄金周占全年国内旅游人次比重平缓增长

资料来源: Choice、2008-2017年旅游业统计公报(国家旅游局公布)、2018年旅游市场基本情况(文化和旅游部公布), 远东资信整理

**四是交通建设迅猛发展。**近年我国铁路、航空等交通线路建设取得显著进步, 广大游客出游的交通条件日益改善, 从而助推了居民出游率、旅游总人次的增长。尤其2008年京津高铁投入运营, 标志我国进入高铁新时代, 极大缩短了人们出行时间。国家统计局年鉴显示, 2008-2017年我国高速铁路里程从672公里增至25164公里, 占铁路营业里程比重从0.8%提升至19.8%。2010-2017年, 我国定期航线从1880条增至4418条, 航线里程从27.65万公里增至74.83万公里。2018年内, 港珠澳大桥建成通车, 杭黄高铁、济青高铁、京哈高铁承德-沈阳段、新民-通辽高铁等线路开通运行, 海口-悉尼、北京-巴拿马城、成都-曼谷等一批新的国际航线开通。伴随我国交通线路建设显著进展, 2008-2017年, 我国城镇居民出游率从1.67次增至4.52次, 农村居民出游率从1.12次增至2.30次; 城镇居民人均旅游消费支出从849.36元增至1024.60元, 农村居民人均旅游消费支出从275.28元增至603.30元; 全国旅游总人次则从17.12亿人次增至50.01亿人次, 累计增长1.92倍。

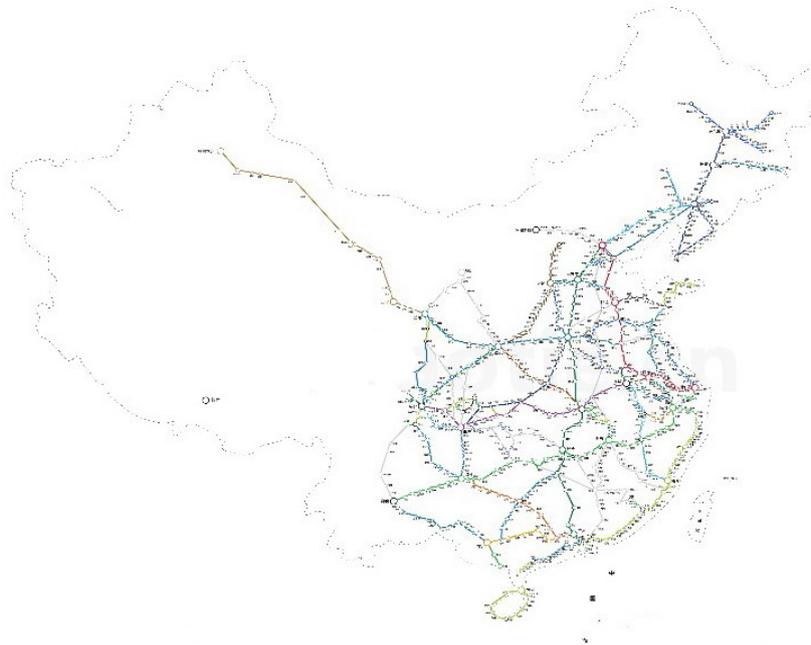


图 7：中国高速铁路网络图

资料来源：高铁网

**五是行业供给端加快发展。**我国是全球旅游资源最丰富的国家之一，自然与人文景观资源类型繁多、分布广泛、地域特征明显。从变化趋势看，高品质旅游资源数量显著增长，2011-2018年，5A级景区从130个增至259个，增长近1倍；4A级景区从1814个增至3034个，增长0.67倍。与此同时，在相关政策支持、居民消费结构升级等因素支撑下，我国旅游业加快品质化、全域化、融合化发展，旅游经济增长动能不断释放。

## （二）市场格局呈现稳中有变态势

2018年，我国国内旅游和出入境旅游总人次达到58.3亿人次，同比增长近11%，增速较上年同期（增长12.8%）有所放缓。其中，国内旅游人次55.39亿人次，占旅游总人次超过95%，表明国内旅游占旅游业市场绝对主体地位维持高度稳定，同时表明国际旅游市场发展潜力依然巨大。

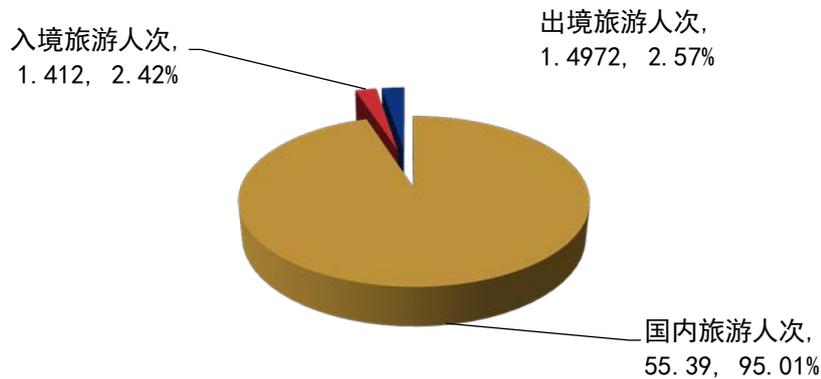


图 8: 2018 年我国三大旅游市场构成情况 (亿人次, %)

资料来源: 文化旅游部发布的 2018 年旅游市场基本情况, 远东资信整理

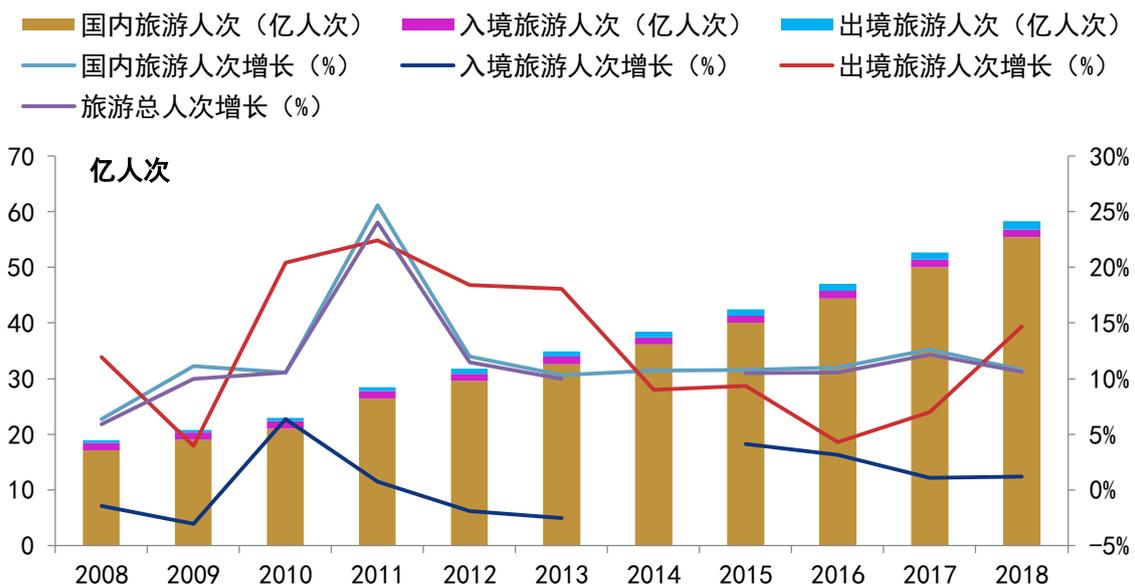


图 9: 近年我国旅游人次变化

资料来源: 2008-2017 年中国旅游业统计公报 (国家旅游局发布), 2018 年旅游市场基本情况 (文化和旅游部发布), 远东资信整理

从“三大游”各自发展来看, 有以下特点。

### 1. 国内旅游: 长期维持快速增长, 2018 年增速趋缓

2008-2018 年, 历年国内旅游人次增速均实现了 10% 左右的平稳增长。2011 年以来, 国内旅游收入增速在波动中趋缓, 基本稳定在 15% 左右。从边际变化来看, 2018 年国内旅游人数合计 55.39 亿人次、国内旅游收入合计 5.13 万亿元 (简称两项指标), 同比分别增长 10.8%、12.3%。受到异常复杂形势下国民经济增速趋缓等影响, 这两项指标增

速较2017年增速（12.8%、15.9%）分别回落2个、3.6个百分点。其中，黄金周旅游方面，受到2017年国庆假期较长（为8天）、居民消费趋于理性化、2018年GDP增速放缓等的影响，2018年国庆黄金周旅游人次合计7.26亿、旅游收入合计5990.8亿元，同比分别增长9.43%、9.04%，增速较2017年同指标增速（11.96%、13.97%）分别回落2.53个、4.93个百分点。

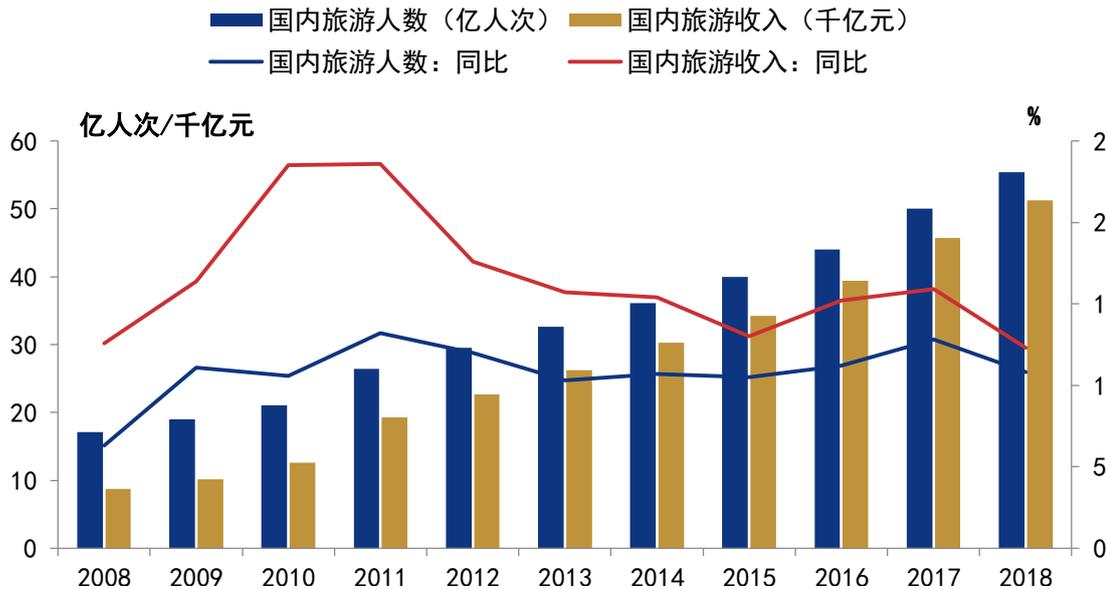


图 10: 近年我国国内旅游市场增长统计

资料来源：2008-2017年中国旅游业统计公报（国家旅游局发布），2018年旅游市场基本情况（文化和旅游部发布），远东资信整理

## 2.出境旅游：近期呈现加速增长态势

截至目前，我国已正式开展组团业务的出境旅游目的地国家（地区）达到130个，其中2018年新增的有阿尔巴尼亚、卡塔尔、巴拿马3国。我国已经与138个国家缔结涵盖不同种类护照的互免签证协定，其中普通护照（含因私、公务普通护照，不含单纯公务普通护照）免签的有14个，其中2018年新增的有阿联酋、白俄罗斯、波黑等国。受惠于上述我国居民收入增长和旅游消费升级，以及主要目的国针对中国游客推出签证便利化和购物免税政策等影响，近年我国出境旅游呈现逐年增长态势。2018年我国公民出境旅游人次合计14972万人次，同比增长14.7%，增速达到近5年以来最高水平。

从近期我国出境旅游消费特征新变化来看，根据马蜂窝旅游网发布的《2018中国出境自由行大数据报告》的分析，以90后为代表的新一代旅行者成为消费市场主力军，也带动中国游客整体信息获取能力、消费决策能力的进步。在旅行方式上，自由行成为主流，并且追求出游个性化和深度化。从出境旅游市场结构来看，泰国、日本、马来西亚、越南、美国、印度尼西亚、菲律宾、新加坡、韩国、澳大利亚为中国游客最关注的境外热门目的地。受出行成本等因素影响，出境旅游主要目的地绝大部分为亚洲国家。

从出境旅游市场运行对国内旅游市场影响来看，图10表明，我国出境旅游市场的加速增长，对国内旅游市场并未造成明显冲击。2012年以来，国内旅游人次、收入分别维持10%以上和15%以上的稳定高速增长态势。从出境旅游市场运行对出境游板块企业的影响来看，受益于出境旅游市场的发展，该细分板块代表性企业——众信旅游（众信）、凯撒旅游（凯撒）近年经营规模实现了快速增长。2015-2017年，众信、凯撒的营业收入分别从83.70亿元、49.35亿元增至120.30亿元、80.45亿元，年均复合增长分别为12.85%、17.70%。2018年前三季度，众信、凯撒营业收入分别达到93.90亿元、69.27亿元，分别同比增长1.80%、11.02%。

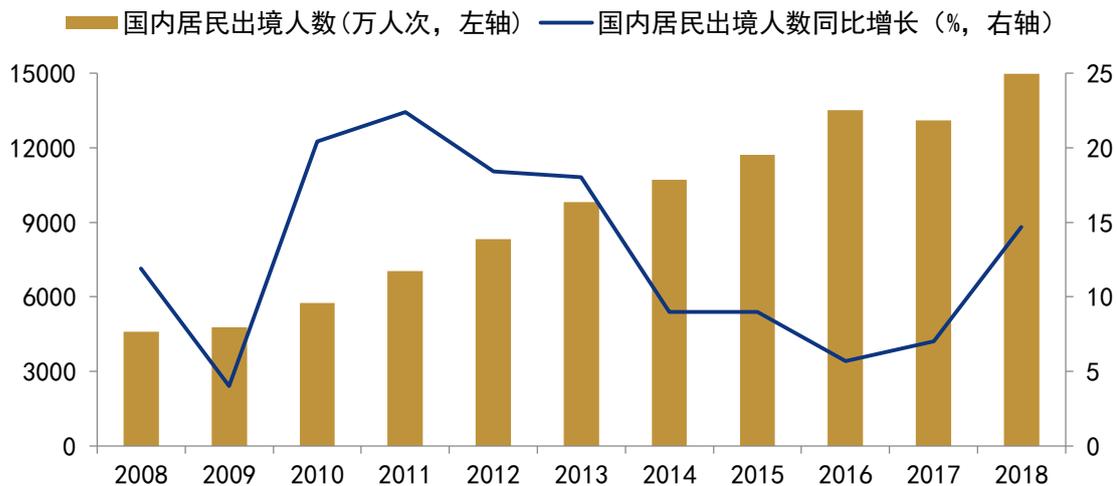


图 11: 国内居民出境旅游人次快速增长

资料来源：2008-2017年中国旅游业统计公报（国家旅游局发布），2018年旅游市场基本情况（文化和旅游部发布），远东资信整理

### 3.入境旅游：近期规模持续平缓增长

从入境旅游人次变化来看，近年规模增长呈现波动。由于2014年实施新的统计口径（见脚注1），需要采取分段统计。2008-2013年入境旅游人次规模在水平线上下波动。2015年以来，入境旅游人次实现了持续增长，从2015年的1.34亿人次增至2018年的1.41亿人次，年均复合增长1.81%。其中2015-2017年增速逐年回落，2018年增速有所回升。从国际旅游收入变化来看，2008-2013年，受到国际金融危机爆发以及危机后走出复苏等宏观经济环境影响，我国国际旅游收入增速呈现波动，其中，2008、2009连续两年下跌，2010年开始恢复增长。2015-2018年，国际旅游收入实现了持续增长，年均复合名义增长3.8%，其中2015-2017年增速逐年趋缓，2018年增速略升。

综合以上数据来看，2015年以来，我国入境旅游市场规模持续增长，但增速放缓。由于入境旅游市场规模占我国旅游业比重相对较小，2018年入境旅游人次、国际旅游收入（折合人民币约8720亿元）分别占全国旅游业总人次、总收入的约2.4%、14.6%，入境旅游规模增速相对平缓的态势并未改变我国旅游市场规模快速增长的整体趋势。

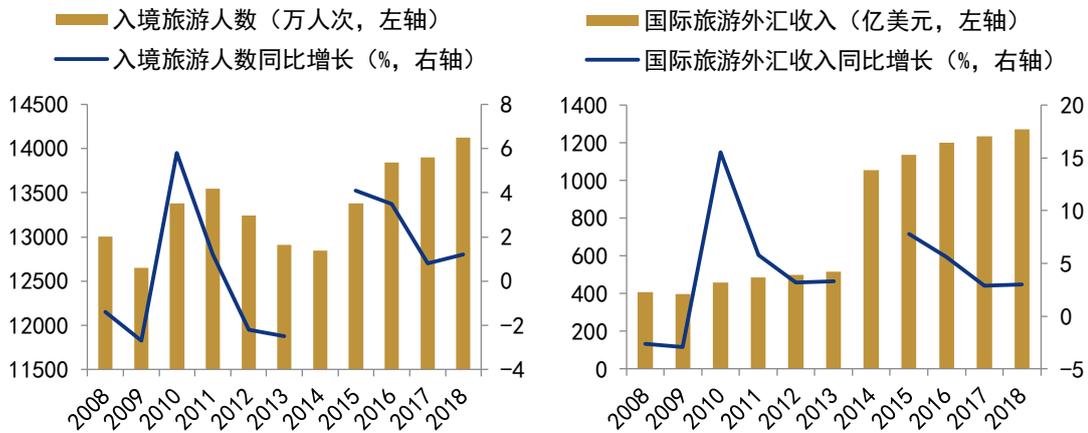


图 12: 近年入境旅游市场增长情况统计

注：根据脚注1的注释，2014年度入境旅游数据与往年不可比。

资料来源：2008-2017年中国旅游业统计公报（国家旅游局发布），2018年旅游市场基本情况（文化和旅游部发布），远东资信整理

综合出入境旅游收支等统计来看，我国旅游服务贸易多年以来维持顺差，但逐步缩小。2014-2018年，我国旅游服务贸易收入从1053.8亿美元增至1271亿美元，支出从约896.4亿美元增至约1202.5亿美元。旅游服务贸易顺差从约近160亿美元缩至约近70亿美元。

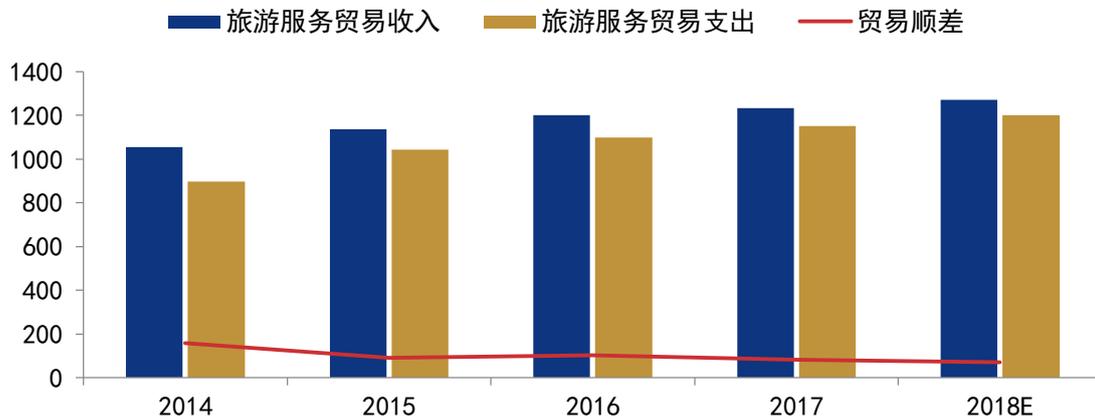


图 13: 我国旅游服务贸易顺差逐步收窄 (亿美元)

资料来源：国家旅游数据中心：旅游服务贸易连续5年顺差，中国网，远东资信整理

### （三）行业发展呈现全域化、融合化等多样趋势

综合近年实践过程来看，我国旅游业发展呈现以下趋势。

**一是旅游业全域化发展。**发展全域旅游<sup>3</sup>符合当前我国旅游业发展的时代背景。改革开放以来，我国旅游业发展路径长期采取以景点景区、宾馆饭店建设为主的“景点旅游发展模式”。在我国经济进入新常态、居民消费不断升级等新的发展环境下，旅游业有待加快从单一景点景区建设管理向综合目的地服务转变，从门票经济向产业经济转变，构建新型旅游发展格局。2015年9月，国家旅游局启动开展“国家全域旅游示范区”创建，随后分两批公布500个国家全域旅游示范区创建名单。2018年在国务院办公厅于3月份印发的《关于促进全域旅游发展的指导意见》等政策指导下，全国各地将全域旅游作为重点工作推进。例如四川以全域旅游为引领，深入实施乡村振兴；广东出台《广东省全域旅游发展实施方案》，多措并举推进全域旅游发展；陕西将全域旅游打造成为旅游业创新转型、高质量发展的新引擎等。

**二是旅游业标准化、品质化发展。**近年来，我国深入开展旅游业标准化建设，包括修订《饭店星级的划分与评定》（2011年修订）、《旅游区(点)质量等级的划分与评定》（2016年修订）、新颁《国家工业旅游示范基地规范与评价》（2017年颁布）等，为推动行业整体质量提升、促进规范发展提供制度支撑。与此同时，我国有序推进旅游公共服务体系建设，在《“十三五”全国旅游公共服务规划》等引领下，包括旅游交通建设、旅游公共信息服务、厕所革命等均取得进展。其中：2018年以来，我国启动厕所革命新三年行动计划，全年完成新建、改扩建旅游厕所近2.4万座，在全域旅游发展的新形势下，旅游厕所从景区内延伸到景区外，从城市扩展到乡村。

**三是旅游业加速融合发展。**在旅游业转型发展新形势下，我国旅游业加快与工业、农业、体育、科技、卫生、金融等业态的融合，乡村旅游、工业旅游、体育旅游、健康旅游、研学旅游等旅游业新业态也随之发展。例如：乡村旅游方面，近年乡村旅游市场增长迅速，成为扶贫富民新渠道。文化和旅游部2018年第四季度例行新闻发布会资料显示，2018年上半年全国乡村旅游收入7700亿元，占国内旅游总收入的31.4%；乡村旅游接待人次13.7亿人次，占国内旅游总人次的48.6%。工业旅游方面，我国工业旅游已进入深层次发展模式，表现为产业链延长、活动层次升级、服务对象拓展等<sup>4</sup>。研学旅游方面，中国旅游研究院近期发布《中国研学旅行发展报告》数据显示，过去几年我国研学旅行市场增长迅速，出行人次年复合增长率超过34%，市场规模年复合增长率接近60%，但我国研学旅行的学校渗透率仅5%左右。而2018年以来，以文化和旅游部和地方文旅厅（局）等旅游业管理机构成立为重要标志，文化和旅游的深度融合成为旅游业融合发展的一大主旋律，我国开启文化旅游融合新时代。

**四是旅游“年轻化”使得居民出游方式呈现追求个性化、深度游等新特征，为旅游业转型发展注入动力。**中国旅游研究院和携程联合发布《2017国庆中秋长假旅游趋势报告与人气排行榜》显示，旅游“年轻化”特征明显，80、90后支撑旅游消费，青壮年人群成为黄金周出游主力军，占比达到六成。相较60、70后偏重观光的旅游特征，80、90后群体更加注重社交深度，呈现“小规模、碎片化”的特点。另据美团旅行与中国旅行社协会于联合发布的2018年《国庆黄金周旅行趋势报告》显示，新一代年轻用户快速崛起，30岁以下的消费者占比超过六成。从游玩项目看，

<sup>3</sup> 全域旅游是指在一定区域内，以大众休闲旅游为背景，以产业观光旅游为依托，通过对区域内经济社会资源尤其是旅游资源、产业经营、生态环境、公共服务、体制机制、政策法规、文明素质等进行全方位、系统化的优化提升，实现区域资源有机整合、产业融合发展、社会共建共享，以旅游业带动和促进经济社会协调发展的一种新的区域协调发展理念和模式。

<sup>4</sup> 摘自：李金早：我国工业旅游已进入深层次发展模式，中国经济网，2017-11-29。

玻璃栈道、VR、冲浪、潜水等新奇玩法人气渐旺。我国旅游消费者群体的变化，推动我国旅游市场正从观光旅游走向观光、休闲度假、个性体验等并重的格局进一步发展。

## 二、行业政策

旅游业已经成为我国国民经济中发展速度最快和具有明显国际竞争优势的产业之一，对于拉动经济增长、调整产业结构、缩小区域差距、扩大社会就业、增进人民福祉、促进生态文明、深化国际交流等做出了积极贡献。我国旅游业的快速发展及其在我国国民经济中的重要地位和作用，是国家出台政策大力支持旅游业发展的原因和结果，与国家对旅游业的政策支持具有相辅相成关系。

从事实看，近年国家不断出台优化旅游业及其相关政策，对于削弱经济增速放缓对旅游业发展的负面影响，促进旅游业快速发展、提升行业竞争力发挥着积极作用。尤其2009年12月国务院印发《关于加快发展旅游业的意见》（国发〔2009〕41号），首次明确将旅游业发展定位为“国民经济的战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业”，是指导旅游业发展、促进旅游业政策体系建设的纲领性政策。在国务院41号文等政策指引下，近年我国旅游业及其相关政策围绕促进消费升级、加快全域化转型、促进乡村旅游等细分市场发展、支持人才建设、促进行业标准化和规范化发展等各方面展开建设。

### （一）推动消费升级，促进市场需求

近年我国居民收入持续增长，为消费结构优化升级提供了良好基础。而旅游业拥有满足人民美好生活需要的“幸福产业”的美誉，是居民消费升级的一大体现。为促进居民消费升级，近年国家出台了多项政策，均包含有促进旅游消费的相关内容。其中：（1）2015年，《国务院办公厅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》发布，其中30多处提及旅游，涉及发展健康旅游、红色旅游、乡村旅游、体育旅游等。（2）2018年9月，中共中央、国务院发布《关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见》（中发〔2018〕32号），针对“文化旅游体育消费”提出，开展全域旅游示范区创建工作。推动主题公园规范发展。加强对乡村旅游的政策指导，提升乡村旅游品质。支持邮轮、游艇、自驾车、旅居车、通用航空等消费大众化发展，加强相关公共配套基础设施建设。建立现代体育产业体系，推动体育与旅游、健康、养老等融合发展，积极培育潜在需求大的体育消费新业态。（3）同月，国务院办公厅印发《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）》（国办发〔2018〕93号），针对旅游领域放宽服务消费领域市场准入提出方案，包括：出台海南建设国际旅游消费中心实施方案，出台自驾车、旅居车营地建设相关规范，放开中外合资旅行社从事旅游业务范围，出台邮轮旅游发展规划、游艇旅游发展指导意见，研发京杭运河航运旅游功能，鼓励发展旅游短租服务，鼓励错峰休假和弹性作息等。

### （二）发展全域旅游，提升旅游质量

2015年，国家旅游局下发《关于开展“国家全域旅游示范区”创建工作的通知》，至此，全域旅游概念上升到国家层面。2016年陆续发布“国家全域旅游示范区”两批名单等。2018年3月，国务院办公厅印发《关于促进全域

旅游发展的指导意见》，明确了旅游发展全域化、旅游供给品质化、旅游治理规范化、旅游效益最大化等四大目标，关于“旅游发展全域化”提出，“推进全域统筹规划、全域合理布局、全域服务提升、全域系统营销，构建良好自然生态环境、人文社会环境和放心旅游消费环境，实现全域宜居宜业宜游”。《意见》明确了“推进融合发展，创新产品供给”、“加强旅游服务，提升满意指数”、“加强基础配套，提升公共服务”、“加强环境保护，推进共建共享”、“实施系统营销，塑造品牌形象”等七大任务。

依托于全域旅游政策支撑和市场发展机遇，各地旅游企业积极参与全域旅游建设。相关案例包括：浙旅集团与浙江临安区在旅游小镇投资建设、旅游项目运营管理、乡村生活综合体打造等方面加快了合作步伐；云南世博旅游集团快速在云南省进行全域旅游战略布局，抓住国家和云南大力推动特色小镇建设、PPP项目开发的机遇，主动介入旅游特色小镇开发，积极获取战略性优质资源；重庆旅游投资集团整合优质资源，加快渠道建设，提升重庆旅游信息化、智慧化、数字化水平，推动重庆旅游从景点旅游向全域旅游发展；陕旅集团通过实施重大项目带动战略，构建全域旅游产业发展格局；等等。

### （三）发展乡村旅游，促进均衡发展

发展乡村旅游是在提高城乡居民生活质量、促进贫困地区脱贫攻坚、支持城乡一体化建设的重要抓手，2014年《国务院关于促进旅游业改革发展的若干意见》发布以来，中央陆续推出了发展乡村旅游的相关政策，包括《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》、《乡村旅游扶贫工程行动方案》等，全国乡村旅游市场规模随之增长。2018年内，国务院及其部委又连续出台政策。2018年1月，《中共中央 国务院关于实施乡村振兴战略的意见》发布，提出“实施休闲农业和乡村旅游精品工程”、“加快发展森林草原旅游、河湖湿地观光、冰雪海上运动、野生动物驯养观赏等产业，积极开发观光农业、游憩休闲、健康养生、生态教育等服务”、“创建一批特色生态旅游示范村镇和精品线路，打造绿色生态环保的乡村生态旅游产业链”等。2018年9月，中共中央、国务院印发《乡村振兴战略规划（2018—2022年）》，多处提及发展乡村旅游，包括“深入发掘农业农村的……休闲观光……等多种功能和多重价值”，“实施休闲农业和乡村旅游精品工程”，“大力发展生态旅游……等产业，打造乡村生态产业链”，“推动文化、旅游与其他产业深度融合、创新发展”等。12月，文化和旅游部等17部门联合印发《关于促进乡村旅游可持续发展的指导意见》提出，从农村实际和旅游市场需求出发，强化规划引领，完善乡村基础设施建设，优化乡村旅游环境，丰富乡村旅游产品，促进乡村旅游向市场化、产业化方向发展，全面提升乡村旅游的发展质量和综合效益，为实现我国乡村全面振兴作出重要贡献。

### （四）促进行业标准化、规范化建设

长期以来，标准化、规范化建设成为我国提升旅游服务质量的重要抓手，包括实施《中华人民共和国星级酒店评定标准》（2013年版）、《旅游景区质量等级的划分与评定》（2015年版）、《旅行社等级的划分与评定》（2015年版）、《旅游厕所质量等级的划分与评定》（2016年版）等。

2018年，有关部门在促进旅游业标准化、规范化建设方面出台了以下政策：（1）2018年3月，国家旅游局出台《旅游行政许可办法》（国家旅游局第46号令），于5月1日起施行，该办法对《国家旅游局行政许可实施暂行办法》

作了修订，修订内容主要包括适用主体和规章名称、旅游行政许可的实施、旅游行政许可的监督检查等。我国旅游业形成由《旅游行政许可办法》、《旅游行政处罚办法》、《旅游投诉处理办法》共同组成的、规范行政程序行为的较完整规章体系。（2）2018年4月，国家发改委等5部门联合印发《关于规范主题公园建设发展的指导意见》，在肯定主题公园成为旅游业创新发展的重要业态的同时，还划出了一条红线——限制利用主题公园开发房地产的行为，随后多地掀起了清查“假公园、真地产”浪潮。

旅游业行业标准化、规范化建设对旅游企业发展具有重要作用，是衡量旅游企业服务质量的的重要尺度，维护旅游行业秩序正常运行的重要抓手。2018年11月，北京、上海、福建、江西、贵州等五省市五星级酒店被曝光卫生乱象，迅速成为社会关注焦点，随后文化和旅游部对多地五星级酒店卫生乱象一事表示高度重视，并立即责成上述五省市文化和旅游主管部门协同卫生监督管理部门依法进行调查处理。该事件从侧面折射出了旅游企业遵循行业标准和规范的重要性。

### （五）加强人才建设，夯实行业基础

近年来我国重视旅游人次建设。2017年，国家旅游局制定《“十三五”旅游人才发展规划纲要》提出，旅游人才数量由“十二五”末的670万人达到825万人，并提出要实施旅游创新创业人才开发计划。继2018年1月国家旅游局会同相关省市，宣布在全国五个地方<sup>5</sup>设立国家旅游人才培训基地之后，2018年5月，文化和旅游部办公厅印发《国家旅游人才培训基地管理办法（试行）》（办人发〔2018〕26号），针对国家旅游人才培训基地的基本条件、运行机制和管理监督等做出规范，以进一步加强国家旅游人才培训基地建设，规范国家旅游人才培训基地运行管理。

### （六）规范景区价格管理，维护社会公益

我国针对旅游景区门票实行政府定价、政府指导价、市场调节价三种价格。《旅游法》第四十三条规定，利用公共资源建设的景区的门票以及景区内的游览场所、交通工具等另行收费项目，实行政府定价或者政府指导价，严格控制价格上涨。2000年国家下放部分景区门票定价权之后，我国景区价格上涨。有关景区门票价格过高、涨价等问题饱受争议。门票价格上涨一方面反映了景区企业对门票经济的依赖性高，一方面也反映了维护社会公益与商业利益之间的矛盾。

2018年6月，国家发改委发布《关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》（发改价格〔2018〕951号），提出2018年在推进完善国有景区门票价格形成机制同时，降低重点国有景区门票价格要取得明显成效；到2020年，基本健全以景区正常运营成本为基础，科学、规范、透明的景区门票价格形成机制。《指导意见》特别强调，各地区降低重点国有景区偏高门票价格不得避重就轻、流于形式、敷衍搪塞；在降低门票价格同时，不得提高景区内交通运输等其他游览服务价格，变相增加游客负担。2018年9月，国家发改委召开降低

<sup>5</sup> 2018年1月16日，国家旅游局会同相关省市，宣布在全国五个地方设立国家旅游人才培训基地，包括：在吉林林长春设立国家冰雪旅游人才培训基地，河南郑州设立国家文化旅游人才培训基地，江苏苏州设立国家全域旅游人才培训基地，福建厦门设立国家海洋旅游人才培训基地，四川成都设立国家乡村旅游人才培训基地。

重点国有景区门票价格工作会，要求各地加大工作力度、加快工作进度，确保“十一”黄金周前降低重点国有景区门票价格工作取得明显成效。从国有景区门票降价政策落实看，截至2018年9月28日，各地已出台实施或发文向社会公布981个景区免费开放或降价措施(免费开放74个，降价907个)，其中5A级景区159个，4A级景区534个，合占70.6%。降价的907个景区中，降幅超过20%的491个，占54.3%，降幅超过30%的214个，占23.6%<sup>6</sup>。

从国有景区门票降价政策对相关旅游企业的影响来看，降价直接导致景区门票板块加大对于客流量增长的依赖性，以维持甚至增加该板块收入，而这取决于消费需求的价格弹性。由于各旅游企业的旅游资源禀赋等自身发展条件、所在区域竞争环境、游客需求特征、门票经营权状况等方面存在差异，因此景区降价对各景区的门票收入带来的影响也存在差异。例如：(1)长白山旅游股份有限公司(603099)公告显示，根据吉林省物价局文件通知，长白山自然保护区门票价格由125元降为105元，自2018年10月1日起执行。由于长白山景区门票的收费权和经营权归控股股东持有，门票价格的降低，对长白山旅游股份公司业绩无实质性影响<sup>7</sup>。(2)峨眉山A(000888)公告显示，收到峨眉山管委会通知，自9月20日起，峨眉山风景区旺季门票价格从185元/人降为160元/人，淡季门票价格维持110元/人。其中，淡季为每年12月15日至次年1月15日。公司表示，此次峨眉山风景区门票平均价格降幅约13.5%。参照2017年度游客人数计算，预计2018年公司门票收入减少约1000万元。根据峨眉山旅游股份公司2018Q3财报来看，公司2018年前三季度营收8.47亿，同比下降1.35%；其中2018年Q3营收3.23亿，同比下降3.71%。

此外，国有景区门票的降价，客观上倒逼旅游企业走出“靠山吃山”的传统经营模式，加快旅游产品研发创新，培育新的收入增长点。

### 三、行业竞争

由于以5A级景区、五星级酒店等为代表的进入壁垒较高、品牌实力较强的旅游企业数量仅占全国旅游行业企业的小部分，我国旅游行业从总体上而言进入门槛较低，市场主体数量庞大。由于旅游企业在经营、管理模式等方面易于模仿或复制，因而市场竞争较为充分，存在竞争同质化现象，竞争对象集中在资源、品牌、交通、网络等方面。尤其近年来，各类旅游企业在新产品开发、营销策划、模式创新等方面竞争激烈。而且由于旅游资源的区域性等，旅游行业竞争也表现为区域竞争，例如多个省区市将旅游行业定位为支柱产业或主导产业，因而存在区域间竞争；再如，我国五星级酒店集中分布于大中城市尤其沿海发达城市，同城范围内的同业间竞争激烈。

具体从细分行业来看，各细分行业的竞争状况存在一定的差异性。

#### (一) 旅行社：竞争环境日趋激烈，头部企业多措并举巩固竞争地位

我国旅行社企业进入门槛低、数量庞大，竞争激烈，同质化竞争、低价竞争等问题依然存在。我国现有旅行社

<sup>6</sup> 景区门票国庆节前须完成降价，新京报，2018-09-13。

<sup>7</sup> 长白山景区门票降价 对公司业绩无实质影响，上证报 APP·中国证券网，2018-09-28。

企业数量约2.8万家，平均每家营业收入上千万元。行业集中度较低，中国国旅、众信旅游、广之旅、凯撒同盛等四大集团的旅行社板块营收占全国旅行社行业营收比重仅约7%。

近年以来随着互联网经济发展和居民可支配收入增长，在线旅游、自驾游等模式兴起。例如根据艾瑞咨询统计，2012-2017年在线旅游市场规模从1689.5亿元激增至约6544.9亿元，2018年或已增至万亿元。诸如此类新兴旅游模式的发展，使得我国传统旅行社的市场空间受到挤压，行业竞争环境进一步激烈。

受到行业门槛低、竞争环境激烈等现实影响，我国旅行社行业盈利能力相对酒店、景区等行业明显欠佳。2018年上半年，代表企业的旅行社服务板块的毛利率都偏低，如众信旅游（出境旅游批发业务毛利率为8.64%）、凯撒旅游（旅游服务业为13.36%，低于配餐业务45.45%、物业租赁81.30%的毛利率水平）、中青旅（旅游产品服务8.24%，而酒店、景区经营业毛利率分别为82.09%、83.03%）等。行业龙头企业——中国国旅主营业务毛利率40.90%，但主要来源于商品销售（以免税品为主）板块的高盈利能力支撑。

面对激烈竞争环境，一些旅行社仍然采取延续零负团费等恶性竞争手段试图揽客，例如2018年9月贵州省旅发委通报五起零负团费与强制购物等典型案件等。而行业头部企业纷纷采取产业融合、模式创新、同业或跨业并购等手段以夯实旅游核心产业链并向外围延伸，增强竞争实力，提高盈利能力。包括：继2016年港中旅与中国国旅合并为中旅集团后，中旅集团于2018年将总部迁移至海南，整合旗下免税业务，从而提高盈利能力；众信旅游集团投资塞班旅游开发公司，深化产业链上游国际化布局，并扩大对竹园国旅的股权收购等。

## （二）星级酒店：整体供给过剩，高星级酒店竞争激烈

近十年以来，我国星级酒店数量整体呈现持续递减态势，星级酒店的客房总量也在波动中趋减，单体酒店拥有的客房数量则基本维持增势。从文化和旅游部最新统计来看，2018年第三季度我国星级酒店总量及其客房总量继续减少，表明星级酒店市场供给规模维持减少态势。

而从供给结构变化来看，在一些地方将建设五星级酒店作为当地形象工程，以及地产商投资高星级酒店热潮等利益驱动下，近十年以来我国酒店业呈现高星级酒店数量增长、而中低星级酒店数量减少的结构变化。根据Wind统计，截至2018年第三季度，五星、四星级酒店分别为819家、2351家，分别相当于2008年的1.9倍、1.29倍；三星、二星、一星级酒店分别为4434、1567、59家，分别相当于2008年的0.78倍、0.28倍、0.11倍。表明高星级酒店竞争环境相对较激烈。

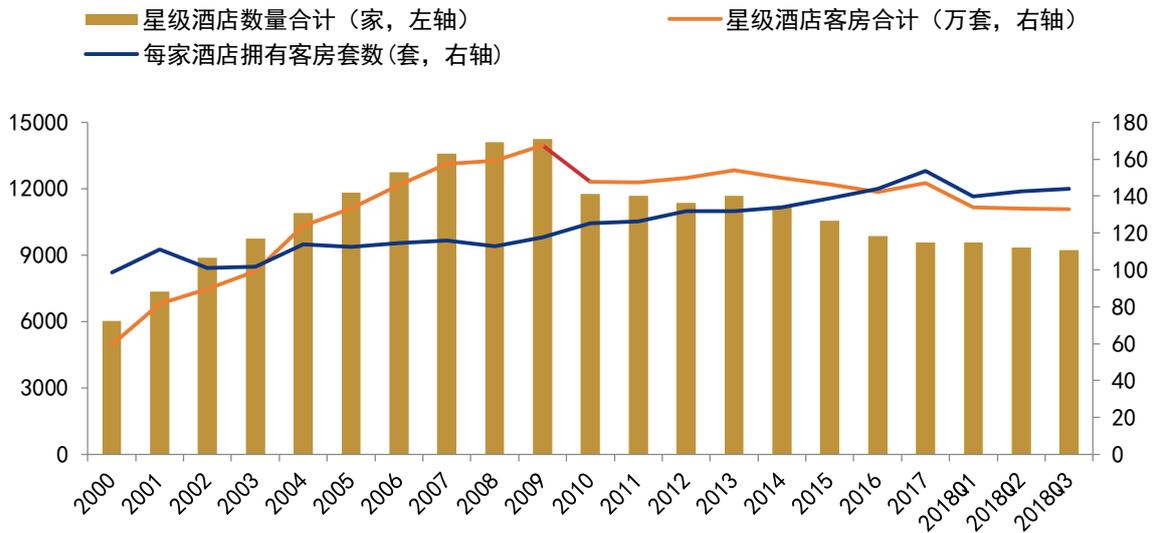


图 14: 全部星级酒店数量及客房数变化统计

注：2018各季度每家酒店拥有客房套数系根据“星级酒店本季度客房收入/星级酒店本季度每间可供出租客房收入”进行推算。

资料来源：Wind，2018年第一至三季度全国星级饭店统计公报，远东资信整理

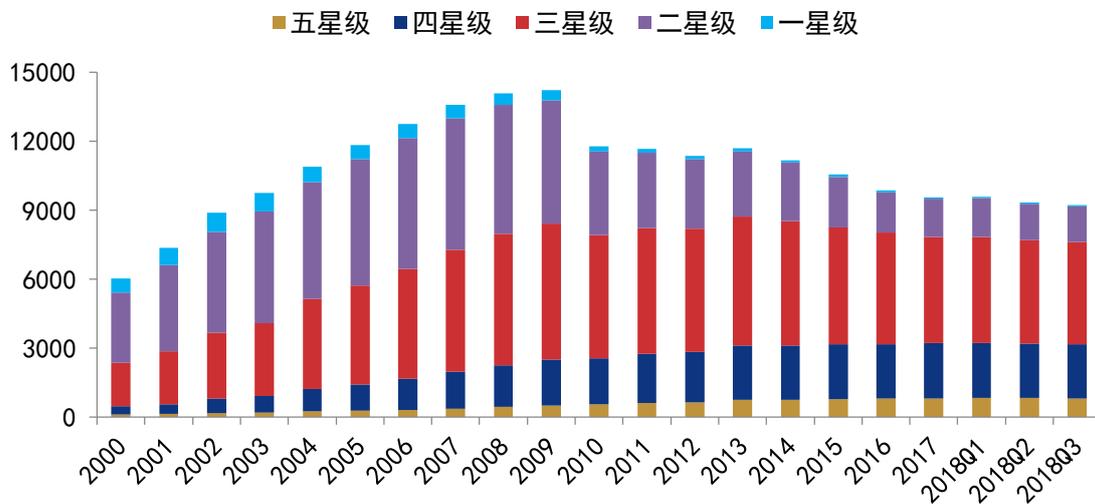


图 15: 近年各星级酒店数量变化 (家)

资料来源：Wind，2018年第一至三季度全国星级饭店统计公报，远东资信整理

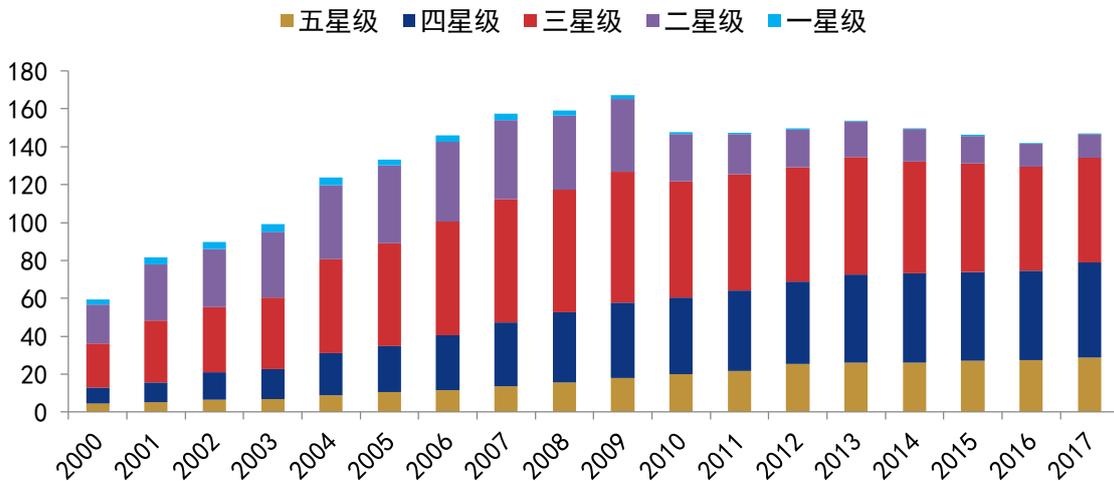


图 16: 近年各星级酒店客房数量变化 (万套)

资料来源: Wind, 远东资信整理

而从客房出租率反映的星级酒店经济效益来看: (1) 从星级酒店综合平均出租率来看。图17显示, 2011年以来星级酒店综合平均出租率明显滑坡, 自2012年起连续多年处于60%的保本线以下水平。图18显示, 2018年前三个季度, 星级酒店综合平均出租率分别为50.55%、57.54%、60.86%, 2018全年平均出租率料低于60%, 表明我国星级酒店存量整体过剩。(2) 从各星级酒店平均出租率来看。图17显示, 近年高星级酒店出租率持续高于中低星级出租率水平。图18显示, 截至2018年第三季度, 五星、四星级酒店平均出租率分别为64.81%、62.66%, 均高于中低星级酒店平均出租率水平<sup>8</sup>。而从高星级酒店出租率变化来看, 受2012年中央出台“八项规定”等影响, 2013年五星级酒店出租率剧烈下降, 2014年以来出租率重拾增势, 2017年回升至60%的保本线以上。2018年二、三季度, 五星级酒店出租率分别63.32%、64.81%, 分别同比增长3.26% (增长2个百分点)、0.03% (增长0.02个百分点)。综合以上分析表明, 近年五星级酒店供给扩张并没有相应带来出租率下降。

但从星级酒店创收能力来看, 图19显示, 2014年以来, 我国平均每家星级酒店的营业收入维持缓增趋势, 其中, 五星、四星、三星级酒店的平均营收以缓慢下降为主, 仅二星级酒店平均营收明显上升, 表明中高星级酒店创收能力下滑。经济增速放缓、行业供给供应过剩等形势给中高星级酒店发展带来挑战。

<sup>8</sup> 根据文化和旅游部公布的2018年第三季度全国星级饭店统计公报, 2018年第三季度, 我国三星、二星、一星级酒店平均出租率依次为57.91%、56.10%、48.26%。

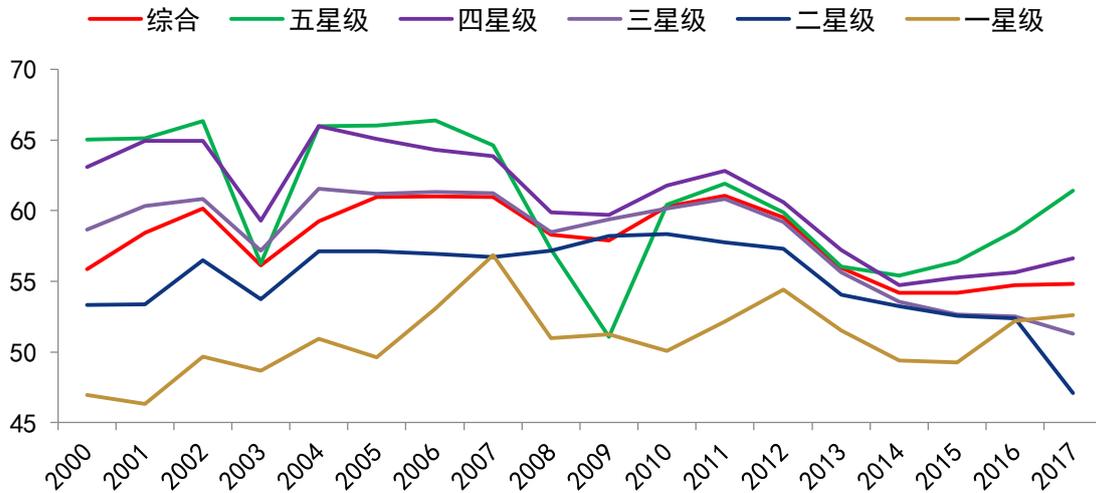


图 17: 2000-2017 年我国星级酒店平均客房出租率统计

注：星级酒店业的出租率存在季节性波动，每年一季度是行业淡季；由于2018年度数据暂缺，而2018年各季度数据与往年的年度数据不存在可比性，因此2018年各季度数据不在本图显示。

资料来源：Wind，2018年第一至三季度全国星级饭店统计公报，远东资信整理

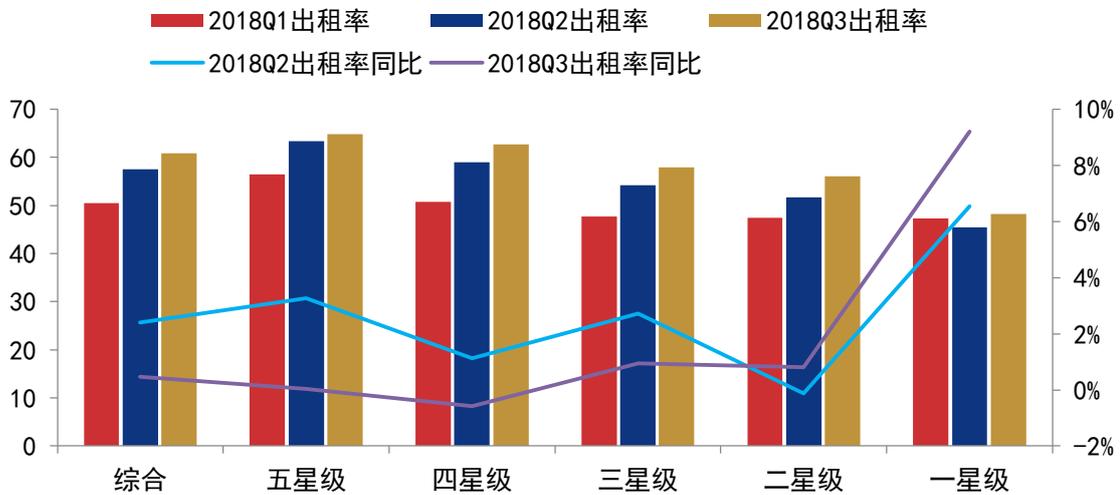


图 18: 2018Q1-Q3 我国星级酒店平均客房出租率变化

资料来源：Wind，2018年第一至三季度全国星级饭店统计公报，远东资信整理

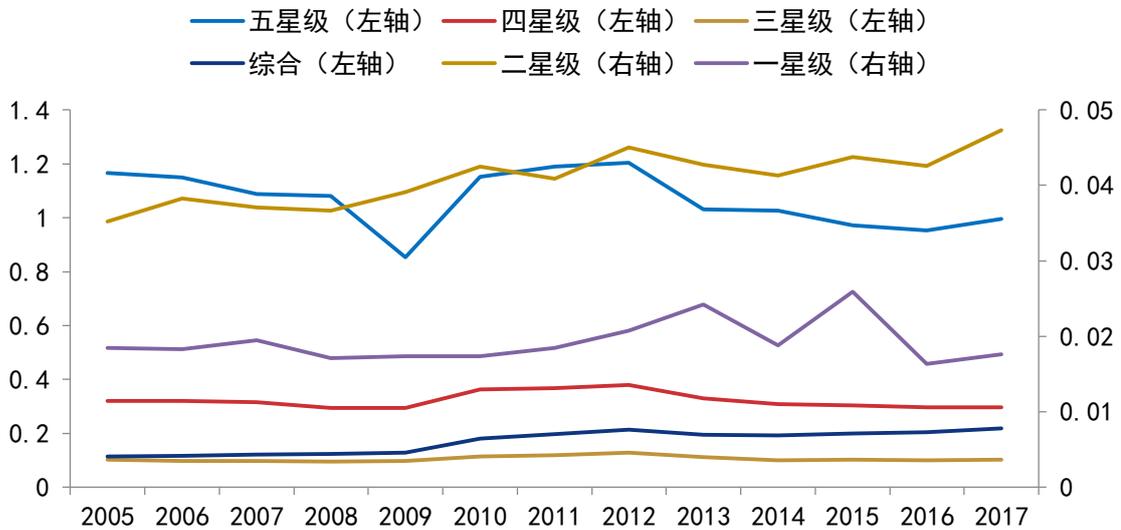


图 19: 各星级酒店平均每座酒店营业收入变化 (亿元)

资料来源: Wind, 远东资信整理

此外, 由于我国星级酒店区域分布的不均衡性, 酒店竞争也表现出明显的区域性。五星级酒店集中在东部发达地区, 其中五星级酒店数量排名全国前十的城市, 拥有的五星级酒店占全国的38.42%, 以直辖市和计划单列市为主, 因而这些区域的高星级酒店竞争相对较为激烈。

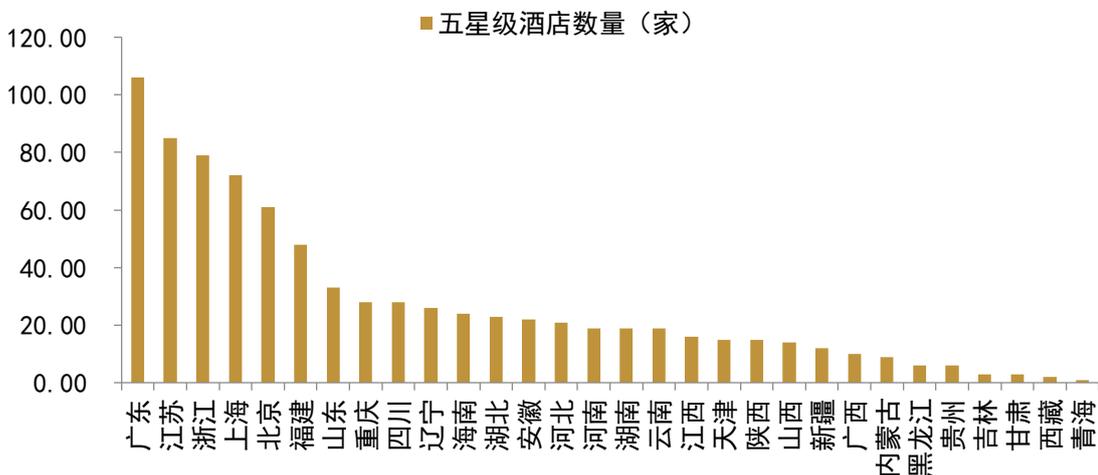


图 20: 五星级酒店区域分布

注: 统计截至2018Q2。

资料来源: Wind, 远东资信整理

我国星级酒店的行业集中度相对旅行社较高。2018年上半年, 前三大酒店集团——锦江、华住、首旅营业收入

占星级酒店行业总营收重约为16%。这些头部企业近年来不断通过并购、管理输出等以增大规模、提高效益、维持或扩大市场地位。如：锦江集团陆续并购了铂涛、维也纳等酒店，2018年收购了丽笙酒店集团，并斥3.51亿元收购Keystone（铂涛母公司）约3.5%的股权，从而跃升为世界第七大酒店集团；2018年，华住集团以4.6亿收购精品度假酒店品牌——花间堂71.2%的股权，并收购北京诺富特三元酒店和宜必思北京三元桥酒店。

### （三）旅游景区：数量庞大、区域特征鲜明，实力型企业竞争优势明显

目前，全国共有景区景点3万多个，其中A级景区10300多个，包括5A级259个、4A级3034个；红色旅游经典景区300个；国家级旅游度假区26个；旅游休闲示范城市10个；国家生态旅游示范区110个；在建自驾车房车营地900多个；全国通用航空旅游示范基地16个，还有一大批文化旅游、科技旅游、研学旅游、健康旅游、工业旅游、体育旅游等“旅游+”融合发展的新产品，初步形成了观光旅游和休闲度假旅游并重、旅游传统业态和新业态齐升的新格局<sup>9</sup>。

由于我国旅游景区数量庞大，类型丰富，且分布较为分散。同时旅游景区经营企业以旅游景区为展业的主要依托，而自然、人文类景区资源基于地理等特征而不可移动，同时我国居民出游仍以近程与为主，我国景区企业的竞争主要表现为与周边区域内的景区在客源市场等方面的争夺等。从总体来看，同一区域内的多元化实力较强、拥有旅游资源丰富且品位高、通达性较好的5A级景区企业竞争优势显著。根据2018年前三季度数据，黄山旅游、曲江文旅、峨眉山、西安旅游、丽江旅游等景区企业营收规模居于上市景区企业前列。另据29家发债企业数据，浙旅集团、世博旅游、黄山旅游、重庆旅投等景区企业营收规模相对较高。

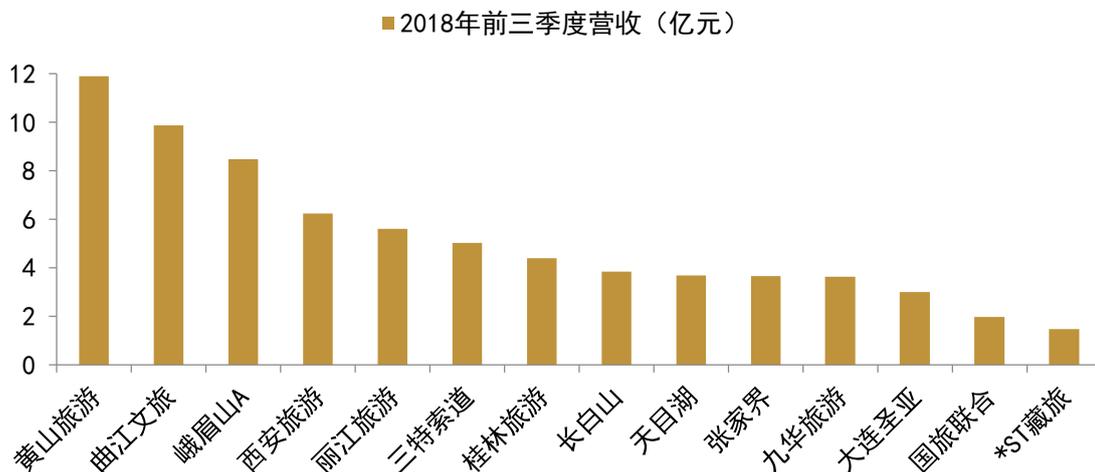


图 21：A 股上市景区市场竞争格局

资料来源：Wind，远东资信整理

<sup>9</sup>摘自：文化和旅游部：对生态环境下降的 A 级景区将严肃处理，中国旅游新闻网，2018-12-28。

## 四、行业内发债企业信用分析

### （一）样本企业选取

截至2018年12月27日（即对样本企业的考察日），我国休闲服务类企业存量债券合计252只，发行余额1562.34亿元，涉及发行主体78家<sup>10</sup>。按照远东资信关于旅游行业企业定义<sup>11</sup>，并考虑发债企业信用分析所需数据可得性，我们从中选取29家发债企业样本，作为信用分析对象。其余被剔除的企业中，大部分企业以房产销售、物业租赁、工程代建、土地整治、商贸流通等为主业，不符合远东资信关于旅游行业企业的定义，其余企业则因财务数据缺乏更新等原因，未纳入样本统计范围。

上述29家企业以景区类企业为主，酒店、旅行社为辅，企业总部位于江苏、重庆、四川、海南、陕西、北京、上海、云南等地。其中，24家企业为地方国企，2家属于央企（含央企控股公司）、3家属于民企等其他企业。其中，峨眉山旅、凯撒旅游、众信旅游等3家在主板上市。

这29家企业拥有存量债券103只，发行额合计771.97亿元，截至考察日余额755.77亿元，占同日整个信用债存量的0.2%，平均发行期限4.75年、发行利率5.47%。其中，5、3、7年期的中期品种占比为82.52%。债券类型以中期票据、公司债为主，涵盖企业债、定向工具、短期融资券、资产证券化产品、项目收益票据、可转换债等其他类型。从这批债券的余额来看，同样以中期票据、公司债为主，二者合占全部债券余额的81.12%。从债券到期金额分布来看，2019-2021年这批债券偿债压力将逐步提升，至2021年达到偿债高峰（244.3亿元）。

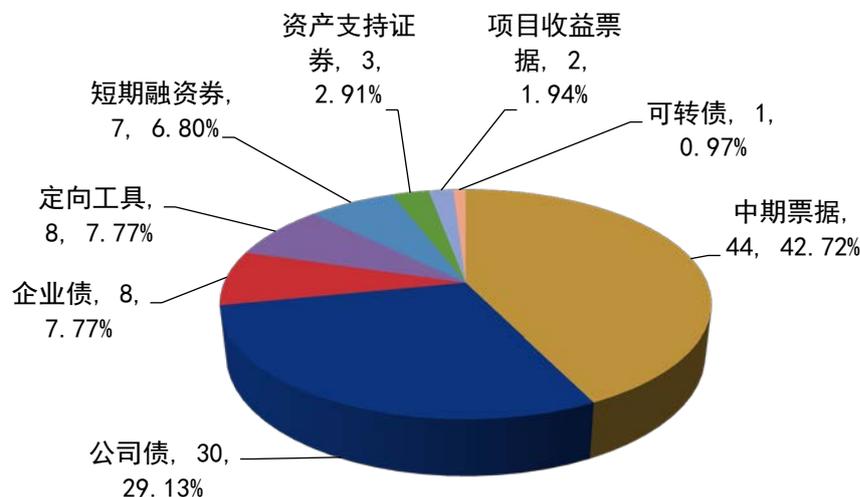


图 22：发债企业发行债券类型统计（按只数算比重）

<sup>10</sup> 综合了申万（SW）行业分类与万得（Wind）行业分类。SW 休闲服务 238 只，Wind 酒店餐饮休闲 194 只，再剔除重复。

<sup>11</sup> 是指：1. 旅游行业业务的营业收入占企业总营业收入的比重大于或等于 50%；2. 没有一类业务的营业收入比重大于或等于 50%，但旅游行业收入比重均比其他业务收入比重高出 30%；3. 不满足以上两种情况，但综合考察企业的运营模式、资产结构、收入和利润结构，判定该企业旅游行业经营特征明显。

注：单位为只、%。

资料来源：Wind，远东资信整理

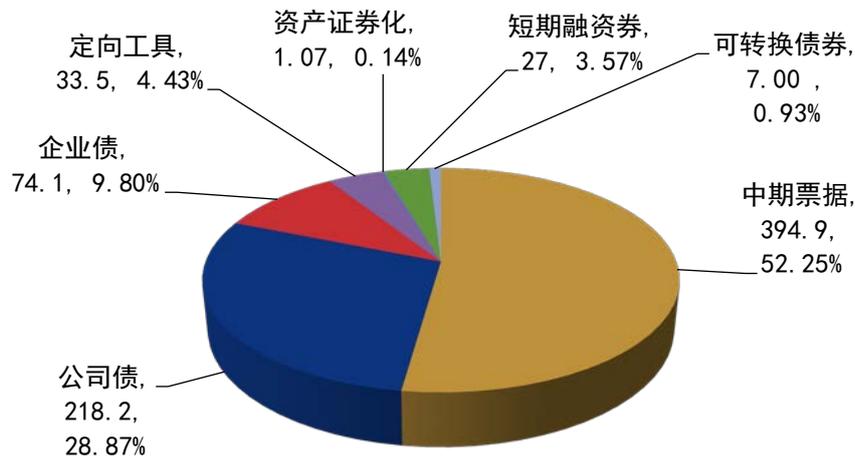


图 23：发债企业所发各类债券的余额情况（按余额算比重）

注：单位为亿元、%。

资料来源：Wind，远东资信整理

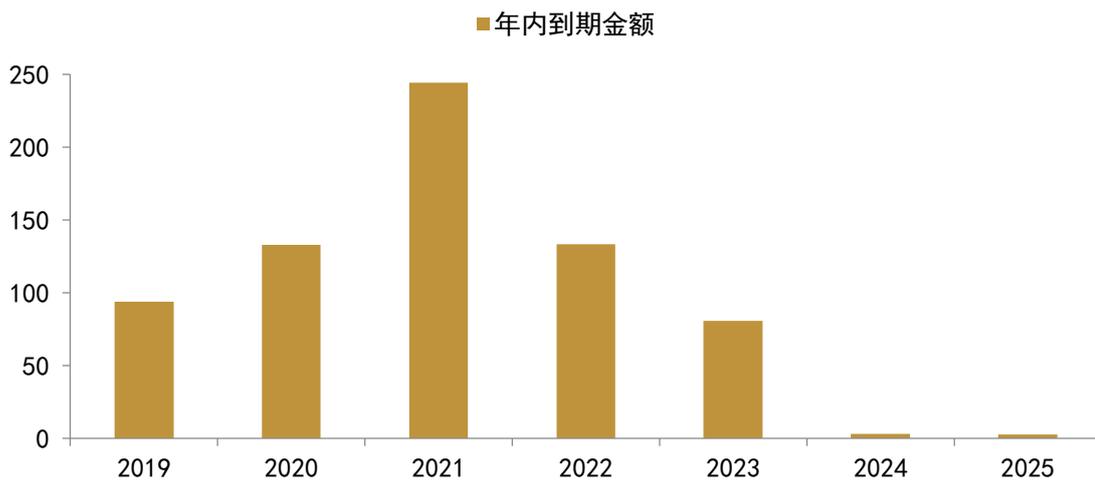


图 24：样本债券未来到期情况统计（亿元）

资料来源：Wind，远东资信整理

## （二）样本企业级别分布与等级迁移情况

### 1.整体信用等级分布较高

我国旅游发债企业信用状况表现良好，高于信用债券平均水平。截至考察日，29家样本企业的信用级别分布如图25所示，以AA为级别中枢，AA（含）以上级别占比达到89.29%。上述AA（含）以上级别占比指标比同日整个信用债市场的企业评级分布中该项指标（82.94%）高出6.35个百分点，表明旅游企业信用质量高于信用债发行企业整体水平。其中，中旅集团、锦江集团、首旅集团、黄山旅游集团等四家企业拥有AAA级主体评级。

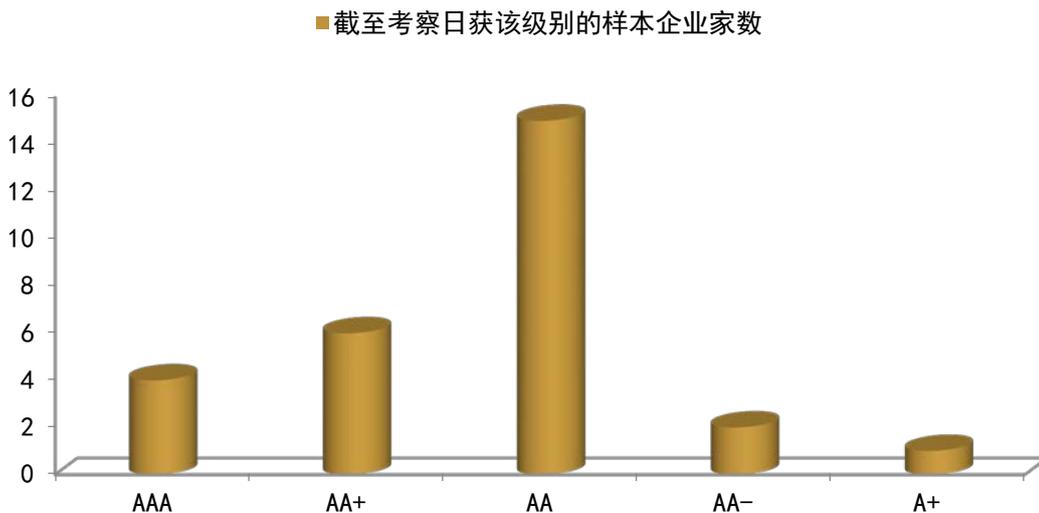


图 25：样本企业考察日主体评级分布

资料来源：Wind，远东资信整理

### 2.企业信用等级以稳定为主

从信用等级迁移来看，2017年末截至考察日，发债企业主体评级稳定率占89.29%。其中，绝大部分样本稳定为AA级的主体评级。2017年以来，样本企业经营规模维持增长，债务杠杆水平微涨但仍维持适中，盈利、偿债能力保持良好，同时多元化经营、市场地位品牌、股东背景支持等定性因素反映的经营实力维持稳定。而从整个行业发展环境来看，我国居民出游人次快速增长、旅游业政策红利不断释放、交通状况改善等因素，为行业提供了良好发展环境，因而信用质量整体保持稳定。

其中，中旅集团、锦江集团、首旅集团、黄山旅游这4家企业2017年末至今维持AAA主体评级。中旅集团、锦江集团分别是我国旅行社和酒店行业龙头企业，首旅集团在我国酒店集团中规模排名稳居第二，这三家企业市场地位稳定，品牌与多元化实力显著，营运能力、盈利能力与债务覆盖水平较佳，近几年主体评级稳定在AAA。黄山旅游集团2016年主体评级维持上年AA+水平，2017年升级为AAA。公司2018年三季度末总资产同比增长7.51%、资产负债率降至36.16%，前三季度营收同比下降4.5%；债务覆盖能力较强，经营净现金流对带息债务覆盖达1.69倍，速动比率达1.98。2018年内杭黄高铁开通、云谷索道恢复营业等将助益黄山旅游集团发展。

发债企业主体评级迁移率占10.71%，且3个样本的评级全部为向上迁移<sup>12</sup>。具体包括：武进太湖湾由2017年的AA-上调至AA；世博旅游由AA上调至AA+；浙旅集团由AA上调至AA+。

表 1：样本企业信用等级迁移矩阵

	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	4				
AA+		4			
AA		2	14		
AA-			1	2	
A+					1

注：系指指定日从2017年12月31日到2018年12月27日的主体信用等级迁移情况。

资料来源：Wind，远东资信整理

### （三）发债企业经营风险分析

#### 1.服务质量等级普遍较高，旅游资源品牌实力突出

我国旅游企业实行5A或五星级质量评定制度，服务质量和品牌实力越强，对游客的接待能力、对旅游资源的整合能力、市场议价能力也更强。（1）从发债企业服务质量来看，绝大部分企业旗下主要景区、旅行社、自有产权酒店最高等级为5A或五星级，表明整体服务质量较高。仅苏州高新集团、成都文旅集团等少数企业旗下主营景区（苏州乐园、西岭雪山）为4A级景区。（2）从发债企业品牌实力来看，发债企业不乏拥有著名品牌者。中旅集团作为我国最大的跨地区综合性旅游集团，拥有中免等著名品牌。锦江集团作为世界第七大酒店集团，其“锦江”品牌是具有80多年历史的中国民族品牌，获中国商标金奖，品牌价值超过360亿元。首旅集团旗下形成五大经营板块的多个主导品牌，如建国、首旅、如家、全聚德、康辉等。此外，发债企业主营景区囊括黄山、华山、峨眉山、普陀山、九华山、长白山、张家界、东湖（排名不分先后）等一批享誉全国乃至世界知名的5A级旅游景区，享有较高品牌实力。

#### 2.多数企业多元化经营，整体呈现强弱分化状态

相对于单一经营而言，多元化经营有利于降低市场风险引起的企业经营波动，而且产业链协同发展有利于加强

<sup>12</sup> 以上统计了样本企业从2017年末截至本文考察日2018年12月27日的主体信用等级迁移情况。根据考察日之后的最新情况来看，2018年12月29日，中证鹏元资信评估股份有限公司将海航酒店控股集团有限公司的主体信用等级从AA-下调至A+，展望为负面。具体原因包括：截至2018年7月6日，公司未结清贷款存在欠息156.83万元，同时公司存在30,095.00万元关注类保证担保；公司已对外出售RHAB流通股及投票权和丽笙控股100%股权，未来国外酒店业务收入将大幅下滑；公司部分资产已抵质押，关联方对资金占用仍较多，需关注未来回收时间；期间费用率高，利润主要来自非经营性收益，未来需关注其持续性；有息债务规模大幅增长，面临较大的刚性债务压力；公司对海航集团内部关联方担保规模大，面临较大的或有负债风险。

对各环节的成本控制和对终端消费市场的渗透，提升企业盈利能力，但需要有更强的管理能力，也需要有相应资金和人才等资源提供支撑。旅游企业的多元化可表现为旅游核心产业链内部多元化，以及跨越核心产业链向外围业态拓展两大类型。

我国旅游发债企业大部分为集团企业，旗下主业囊括了景区管理、酒店管理、旅行社等旅游综合服务业，并涉足房地产（住宅、商业类等，涉及物业管理、房产销售等）、餐饮业（没有住宿功能的餐饮企业）、商贸（景区之外）、娱乐业、交通运输（包括景区内的索道等运输、景区外客运服务）等。具体来看：中旅集团、锦江集团、首旅集团、华山旅游集团、武汉旅游集团等一批企业建立了完整的旅游核心产业链体系，并涉足房地产、商贸等相关产业。其中：中旅集团的旅游板块涵盖旅游业六要素，并在房地产、金融、物流等领域展业。首旅集团业务涵盖旅游综合服务（酒店、景区、旅行社）、汽车服务、房地产、销售、娱乐等多元业态。锦江集团业务涵盖旅游综合服务（酒店、景区、旅行社）、交通运输（客运、物流）、销售（汽车）、金融、房地产等业态。

从代表企业案例来看，各细分行业主要代表企业均主业突出，且具有多元化经营实力。（1）旅行社板块企业——中旅集团以旅游业务（包括旅行社、酒店、景区、免税、旅游新业态等）为核心，辅以旅游地产和旅游特色金融业务等。其中，公司金融板块涵盖商业银行、财务公司、保险经纪、消费金融、互联网金融、产业基金等。公司旅游主业突出，2017年旅游主业收入446.84亿元，占总营收的70.94%，2018年一季度收入113.98亿元，占总营收的82.75%。（2）酒店板块企业——锦江集团2018年上半年报显示，公司是国内规模最大的集酒店运营管理、综合性旅游服务、客运物流为一体的企业集团之一，公司下辖酒店及餐饮、旅游、客运物流、金融、实业投资和地产六大业务板块，其中酒店餐饮、旅游和客运物流为公司的核心业务。2017年，公司实现营业收入214.51亿元，其中，酒店及餐饮业务收入、旅游业务收入和客运物流业务收入合计占同期营业收入的92.87%，核心业务优势突出。（3）景区经营企业——黄山旅游集团以旅游、房地产及其他三大业务为主，其中旅游板块（酒店、索道、旅游服务等）2017年收入合计15.76亿元，占全部营业收入的67.06%，2018年一季度收入2.5亿元，占全部营业收入的66.9%。房地产板块重点投资开发黄山市内的住宅。其他业务板块包括景区内线、供水、洗涤、用电服务等后勤业务、农产品加工、高速公路运营等，2017年营业收入1.85亿元，占总营业收入的7.88%，2018年一季度收入2816.53，占总营业收入的7.54%。

发债企业仅少数企业实行单一化经营模式。张家界武陵源旅游公司主营收入来自张家界武陵源景区门票收入，因而发改价格〔2018〕951号文关于降低重点景区门票的政策对此类企业的市场规模影响明显，需要更高程度地依赖于对客流增长以冲抵降价对营收的影响。从事实来看，2018年8月，根据湖南省发改委《关于降低武陵源核心景区门票价格的批复》，武陵源核心景区仍实行淡旺季价格收费，其中旺季普通门票价降为每人次225元（原价245元），淡季普通门票价降为每人次115元（原价136元）。受门票降价等因素影响，2018年前三季度该公司实现营收5.56亿元，同比下降13.38%。众信旅游以出境旅游服务为主业，但该公司是中国最大的出境游运营商之一，建立了基本覆盖全国的旅行社代理商网络，在该细分市场地位突出。2014-2017年，众信旅游的营收规模实现了持续高速增长，2018年前三季度同比增速放缓至1.8%。

### 3. 股东背景以国有企业为主，融资渠道畅通

发债企业之中，中旅集团、世博旅游等2家分别为央企以及央企控股企业，锦江集团、首旅集团、黄山旅游集团、成都文旅集团、浙旅集团、陕旅集团、重庆旅投等24家为地方国有企业，众信旅游、海航酒店、凯撒旅游等3家为民营企业等非国企，表明国企占据绝大部分。进一步看，样本企业有不少属于当地旅游业核心企业，承担地方旅游资源整合重组、引领当地文化旅游融合发展等任务，获得了地方政府财政补贴、土地划拨、资产注入等支持，而且不少企业持续获得政府资源支持。

从发债企业股权或债务融资来看，峨眉山旅、凯撒旅游、众信旅游等3家为上市公司。中旅集团、锦江集团、首旅集团、黄山旅游集团、长白山开发、张家界经投、九华山旅游等一批企业旗下拥有控股上市公司。此外，Wind统计显示，大部分企业获得银行高额授信支持，授信额度主要集中在十亿级至百亿级范围，近年以来，锦江集团、中旅集团、首旅集团、成都文旅、陕旅集团等企业获得的授信额度达到百亿级或以上。其中，截至2018年6月底，锦江集团获得的授信额度高达1135.6亿元。

## （四）发债企业财务风险分析

### 1. 企业规模较大，市场地位较高

从静态规模来看，2017年样本企业平均总资产237.8亿元、营业收入69.65亿元。截至2018年三季度（末），平均总资产278.29亿元、营业收入61.77亿元。但个体规模梯度差异明显，根据2017年报中的资产总额数据，港中旅、锦江集团为千亿级企业；首旅集团、海航酒店、成都文旅等13家为百亿级企业；重庆喀斯特、众信旅游、峨眉山旅等12家从26.99亿至97.23亿不等。但样本企业规模实力远远高于所在细分行业平均水平。例如：旅行社集团方面，根据文旅部网站公开的最新统计数据，2016年（末）我国旅行社平均资产、营收分别为1661.87万元、457.39万元。而样本企业中，中旅集团、众信旅游、凯撒旅游等集团<sup>13</sup>资产、营收规模均为十亿级以上，乃至千亿级水平。酒店集团方面，2017年度我国星级酒店平均实现营业收入2178.27万元，而锦江集团、首旅集团旗下酒店餐饮板块营收分别135.82亿元（系指锦江集团旗下的锦江股份的营收额）、120.85亿元。

从规模变化来看，2014年末-2018年三季度末，（20家）样本企业总资产维持快速增长趋势，在8.63%-27.79%范围波动；2015年，受规模最大的样本企业——中旅集团营收大幅下降36.9%的影响，样本企业营收下降4.08%，2016-2018年前三季度均为正增长。2018年前三季度，（25家）样本企业营收同比普遍增长，镇江风景旅游、华山旅游集团、浙旅集团、舟山旅游集团等企业增长超过50%；苏州高新集团、张家界武陵源等企业营收下降明显。苏州高新集团受欢乐世界闭园影响，主营业态——苏州乐园游客接待量和收入有所下降。张家界武陵源经营业态单一，以武陵源景区门票收入为主业，受国有景区门票价格下调冲击较明显，2018年前三季度公司营收同比下降13.38%。

<sup>13</sup> 样本企业绝大部分属于多元化经营，我们根据主营业务收入中，收入构成占比高低，确定企业的细分行业属性。

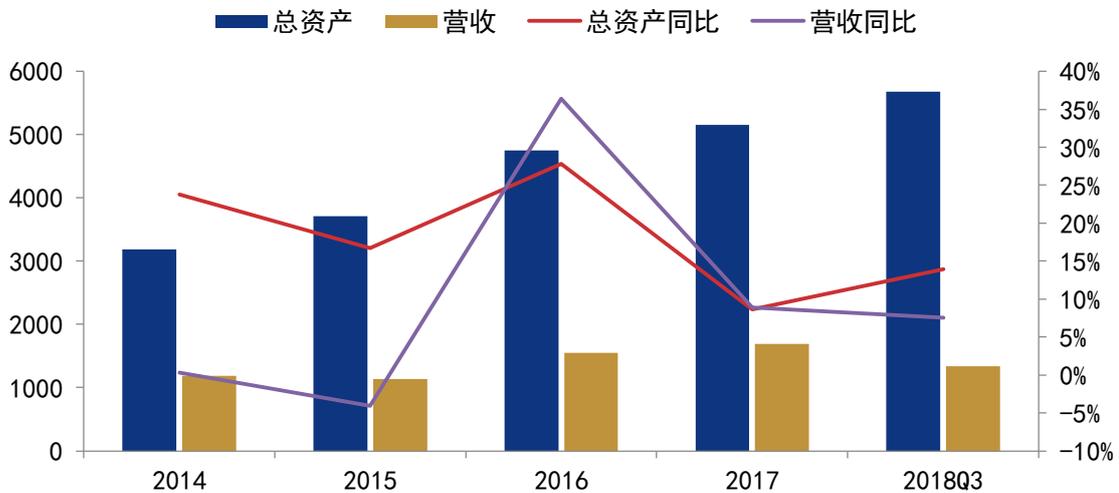


图26：20家旅游业发债企业经营规模及其增长情况

注：由于一些企业部分年份的资产、营收收据缺失，本图统计样本为18家企业，2018Q3系表明数据来自各公司2018Q3财报，其中，总资产统计截至2018年三季度末数据，营收统计2018年前三季度数据。

资料来源：Wind，远东资信整理

此外，从图26所示20家发债企业营收及其增长，与图27所示26家休闲服务业A股上市公司（重复的有3家）营收及其增长对比来看，发债企业规模实力明显强于A股上市公司。其中，2018年前三季度这20家发债企业实现总营收1342.26亿元、平均营收67.11亿元，26家上市公司实现总营收952.22亿元、平均营收36.62亿元。发债企业近年营收增速相对较慢，而且受中旅集团营收规模大、波动剧烈等影响，发债企业近年营收波动程度相对上市公司较大。

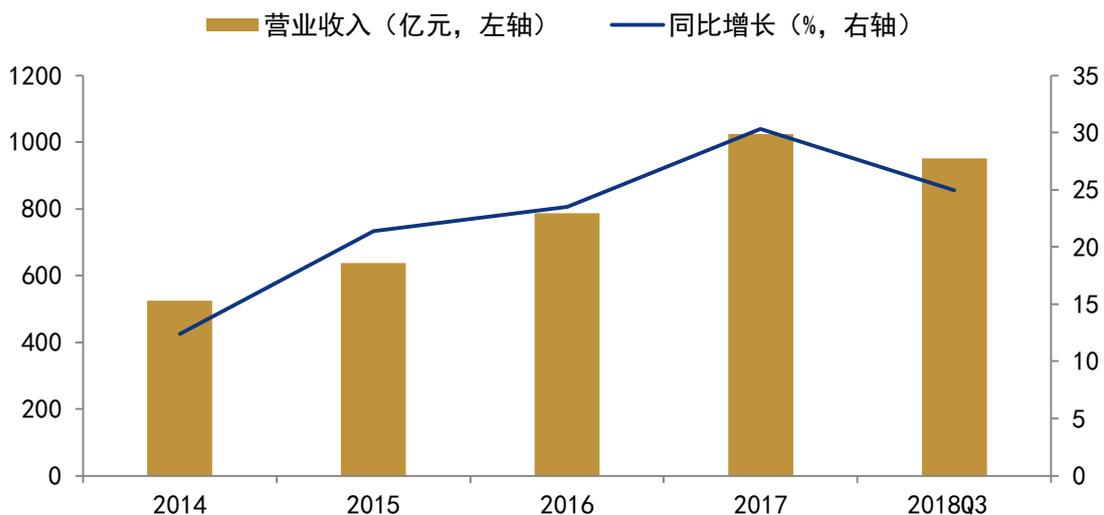


图27：26家休闲服务业上市公司营收规模及其增长情况

注：2018Q3系表明数据来自各公司2018Q3财报，统计2018年前三季度营收数据。

资料来源：Wind，远东资信整理

## 2.盈利状况整体小幅下滑，但各细分板块、各企业状况分化显著

从盈利能力变化趋势来看，最近5年以来发债企业整体盈利状况呈现稳中略降态势，表现为：期间费用率平缓增长，从2015年最低37.29%增至2018年前三季度的40.26%；销售毛利率下降明显，2013-2018年前三季度，从43.71%逐年递减至33.65%；但销售净利率波动中趋稳，近年维持在15%上下；总资产报酬率小幅波动，从2015年最高5%降至2018Q3的3.3%。

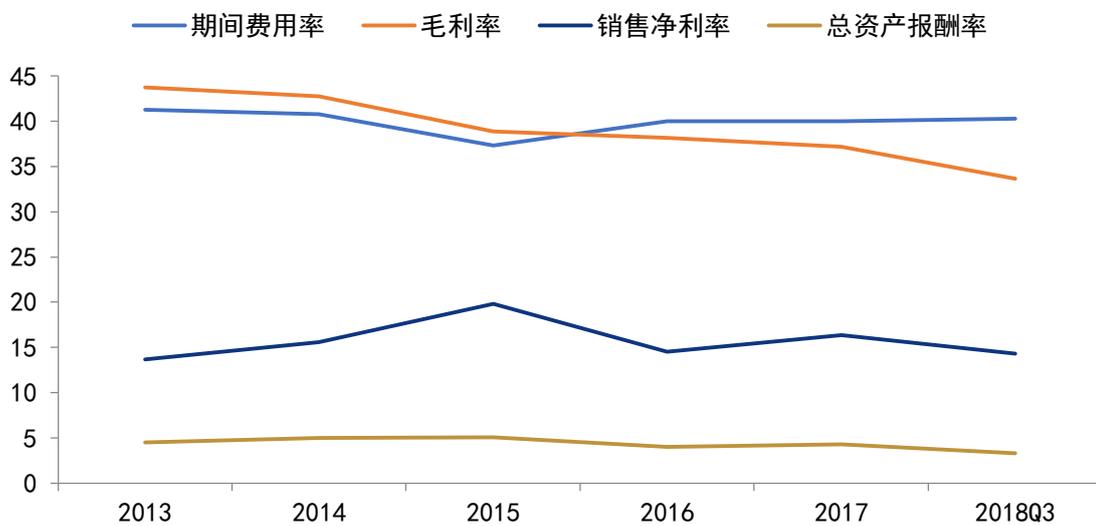


图 28: 发债企业平均盈利指标变化

资料来源：Choice，远东资信整理

从各企业2018Q3财报来看，由于不同企业在规模、业务结构、区域环境、各细分行业的发展阶段等方面存在差异，因而各企业的销售毛利率、资产报酬率等存在差异，呈现梯度性。2018年前三季度，锦江集团、灵山文旅、重庆武隆等企业毛利率高达50%以上。苏州高新旅游的毛利率21.96%，销售净利率高达253.74%，系因获得远高于营业收入的资产处置收益所致，而这部分收益不纳入毛利率计算。根据武进太湖湾2018Q3财报，公司本期（2018年前三季度）实现营收2.285亿元，由于期间费用率高达195.59%，营业利润遭到吞噬，毛利率为-25.6%，但本期获得其他收益5.4亿，销售净利率仍录得8.32%。

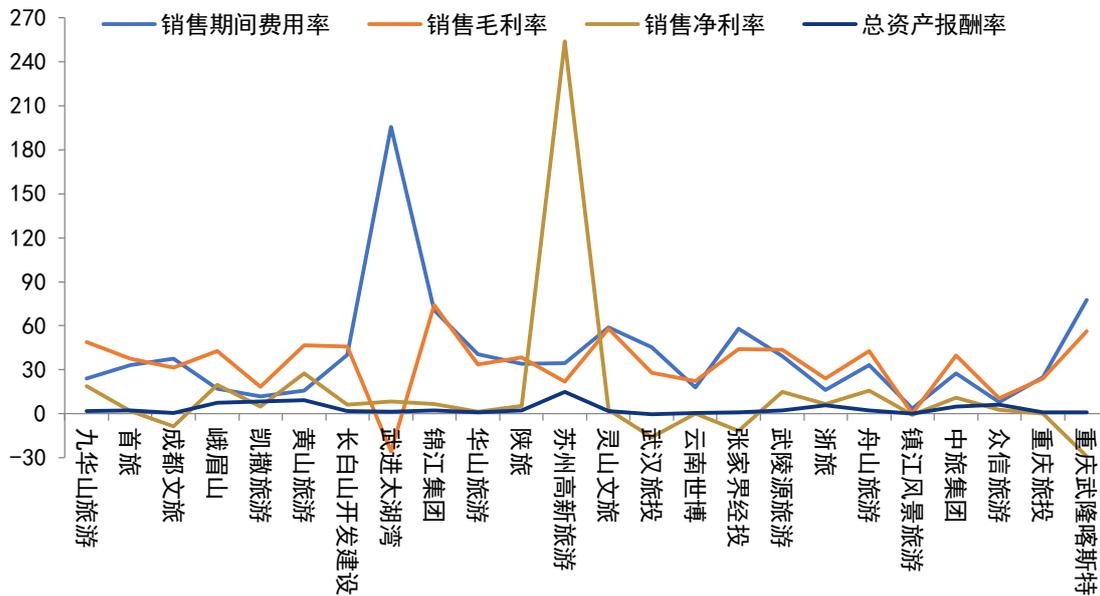


图 29: 2018 年前三季度各发债企业盈利指标 (%)

资料来源: Choice, 远东资信整理

从细分板块的盈利状况来看, 毛利率差异极为明显。多家企业财报数据显示, 旅行社板块毛利率明显偏低, 在 10% 左右。如 2018 年上半年, 众信旅游的出境旅游批发业务毛利率为 8.64%, 凯撒旅游的旅游服务业毛利率为 13.36%。而酒店、索道等业务板块毛利率可高达 80% 以上。如 2017 年, 锦江集团的酒店客房和餐饮业务板块毛利率为 88.99%, 舟山旅游集团的索道客运板块毛利率为 85.32%。

### 3. 整体杠杆有所抬升但仍较为适中, 个体状况分化明显

由于加大在建工程投入等因素, 近期发债企业杠杆水平整体呈现波动中略有提升态势。截至 2018 年三季度末, 发债企业资产负债率中位值为 58.36%、平均值为 54.84%, 均较 2017 年末有所提升, 剔除前三位高值、后三位低值后的样本均值 (56.27%) 则升至近三年以来最高点。但相对于大旅游行业负债率平均值 (近年稳定在 65% 左右) 低 10 个百分点左右, 表明债务杠杆水平相对较低。发债企业债务杠杆仍较为适中、稳健。

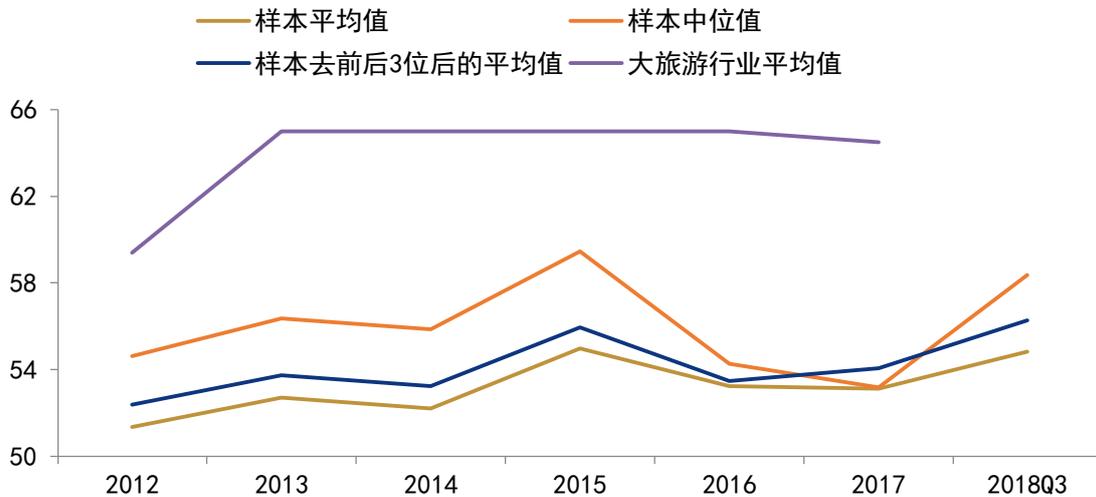


图 30: 发债企业与大旅游行业平均资产负债率变化 (%)

资料来源: 大旅游行业负债率均值来自Choice, 其余来自Wind, 远东资信整理

但企业个体资产负债率分化明显。截至2018年三季度末, 资产负债率从16.78% (峨眉山旅游) 至78.15% (陕旅集团) 不等, 多数企业负债率在60%以下。2018年三季度末资产负债率较2017年末增加的企业占比为70.83%, 表明多数发债企业的债务杠杆水平有所提升。其中, 截至2018年三季度末, 陕旅集团、重庆旅投、中旅集团的资产负债率分别为78.15%、72.46%、70.66%, 为债务杠杆较高的样本企业。综合各方面因素来看, 这3家企业均具有对债务偿还的保障能力, 截至目前均未发生违约或信用负面事件, 简要分析如下。(1) 陕旅集团: 公司近年在资产、营收持续 (2015-2017历年同比, 2018年1-9月同比) 增长的同时, 资产负债率也有所增加, EBITDA对债务覆盖能力有所下降<sup>14</sup>。但公司拥有华清池、华山索道等的经营权, 旅游资源较好。公司作为陕西省国有独资旅游企业, 能获得政府补助 (其中2017年获得补助0.24亿元), 间接融资渠道通畅, 目前拥有授信额度132.48亿元, 未使用额度39.58亿元, 公司具备对有息债务的偿还能力。(2) 重庆旅投: 公司作为重庆市属旅游投融资集团企业, 负责对全市重要旅游资源投资、开发、经营管理, 实际控制人是重庆市国资委, 能获得政府支持。公司间接融资渠道通畅, 目前授信额度124.35亿元, 其中未使用额度33.65亿元。尽管近年以来公司债务杠杆水平高, 但考虑公司旅游资源禀赋较佳 (经营2个国家5A级景区、5个4A级景区)、经营规模较大, 以及融资渠道畅通、能获得政策支持等各方面因素, 公司偿债能力仍有保障。(3) 中旅集团: 集团为中央国有企业, 是中国最大的综合性旅游集团, 业务覆盖完整的旅游服务链, 并延伸至房地产、金融等相关领域, 经营网络遍及香港、内地及海外, 具有显著的竞争优势。近年来,

<sup>14</sup> 根据 Wind 提供数据, 2015-2017 年 (末), 陕西旅游集团的资产、营收分别从 93.3 亿增至 168.59 亿, 从 24.83 亿增至 33.2 亿, 2018 年三季末资产 192.1 亿、前三季度营收 29.21 亿, 分别同比增长 38.39%、31.23%。2015 年末-2018 年 9 月末, 集团的资产负债率从 74.49% 增至 78.15%。另据 Wind 提供数据, 该集团的 EBITDA/带息债务从 2015 年的 6.93% 下降至 2017 年的 5.87%。

集团规模保持稳定增长，盈利能力强<sup>15</sup>，经营性现金流量净额/总债务稳定在15倍以上，具备充足的偿债能力。

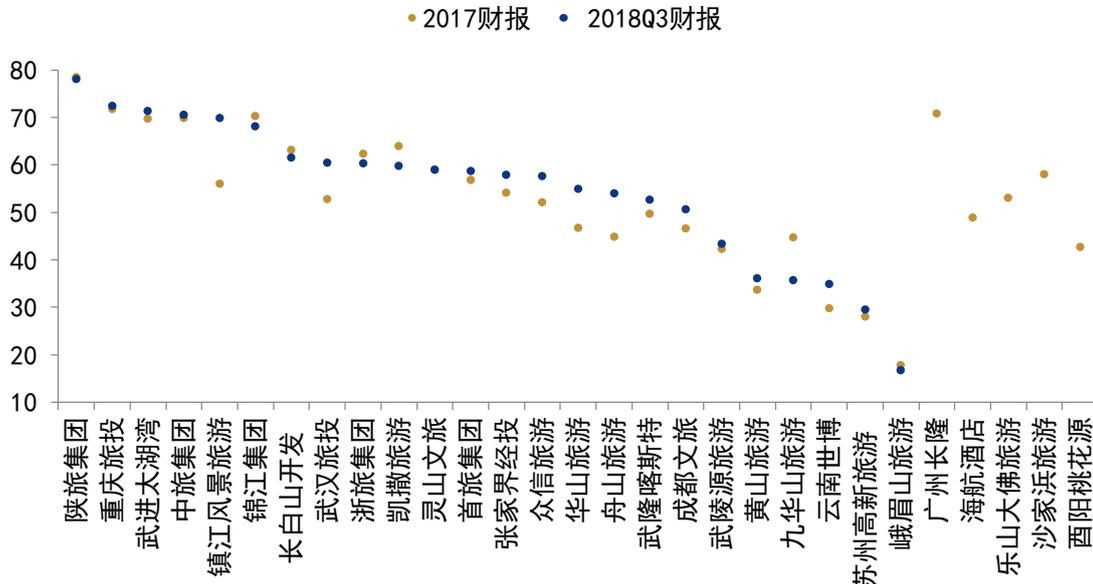


图 31: 各发债企业资产负债率状况 (%)

资料来源: Wind, 远东资信整理

#### 4. 现金流量对债务覆盖能力分化，但基于间接融资渠道畅通、政府支持等因素而对债务偿还有保障

截至2018年9月末，24家样本企业的经营性现金净流量对总债务的覆盖能力分化显著。有7家企业经营处于现金净流出，包括苏州高新旅游、成都文旅、众信旅游、武汉旅游、世博旅游、重庆武隆、镇江风景旅游等，其中众信旅游、镇江风景旅游的总现金流量亦处在净流出状态，经营净现金流和总现金流均不能覆盖当期末总债务。其余17家企业实现经营现金净流入，其中7家企业的经营性净现金流/总债务位于8%以上水平。而从近年该指标变化来看，2017年末至2018年9月末，24家样本企业有10家的经营净现金流量对债务覆盖能力有不同程度提升，其余企业该指标值有所下降。

<sup>15</sup> 2015-2017年，中国旅游集团的资产、营收、净利分别从1006.45亿增至1470.74亿、从308.48亿增至591.27亿、从15.45亿增至43.62亿；2018年前三季度（末），集团的资产、营收、净利分别为1675.96亿、495.20亿、54.66亿，分别同比增长13.38%、14.11%、40.78%。

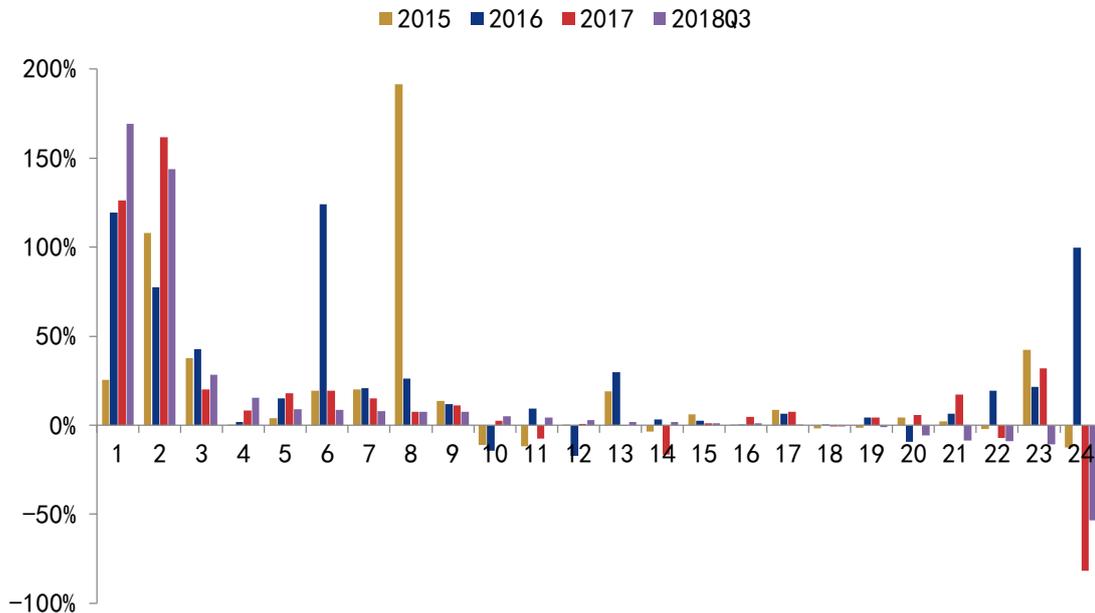


图 32: 各发债企业经营净现金流对总债务覆盖率变化 (%)

注: 横坐标数字对应样本企业2018年9月末“经营性现金净流量/总债务”指标从高到低的排序。

资料来源: Wind, 远东资信整理

虽然多数企业的经营现金净流量对总债务覆盖水平不强,甚至部分企业的总现金净流量也无法覆盖总债务,但这批企业间接融资渠道通畅,截至目前未使用授信额度普遍在亿元乃至10亿元以上<sup>16</sup>,而且多有地方政府背景支持,能通过银行借款、政府补贴等途径以填补现金流空缺,满足短期偿债需求。

### 5.资产与债务的期限结构匹配合理,债务覆盖能力稳中趋强

发债企业的资产期限结构以及债务期限结构呈现高低分化。一是资产期限结构方面,以旅行社服务为主业的企业轻资产特征明显,如据各公司2018Q3财报,众信旅游、凯撒旅游的流动资产占比达96.80%、69.17%。而以酒店、景区经营为主的企业,自有产权酒店、在建工程、景区设施等非流动资产占比较大,包括峨眉山旅游、黄山旅游、锦江集团等企业流动资产占比不到40%。二是债务期限结构方面,截至2018年三季度末,近一半(11家)样本企业(24家)流动负债占比超过50%,其余不足50%。

尽管发债企业的流动负债比重高低分化明显,但资产期限结构与债务期限结构整体而言匹配良好,表现为流动资产相对短期债务覆盖水平良好,且覆盖能力增强。例如从速动比率来看,2013-2018年三季度,发债企业整体速动比率水平大致呈现持续增长趋势,中位数从近110%增至近150%。表明速动资产对速动负债的覆盖能力增强。而

<sup>16</sup> 截至发稿时,29家样本企业最新未使用授信额度情况为:海航酒店未使用授信额度为0,沙家浜旅游为0.255亿元,其余27家企业的未使用授信额度在2.4-869.54亿元不等,其中23家在10亿元以上。

从EBITDA对有息债务覆盖水平来看，剔除样本中高、低值（剔除前后三位）影响，发债企业该指标水平近年基本维持稳定<sup>17</sup>。截至考察日，发债企业尚未发生违约事件，也未出现评级下调现象。

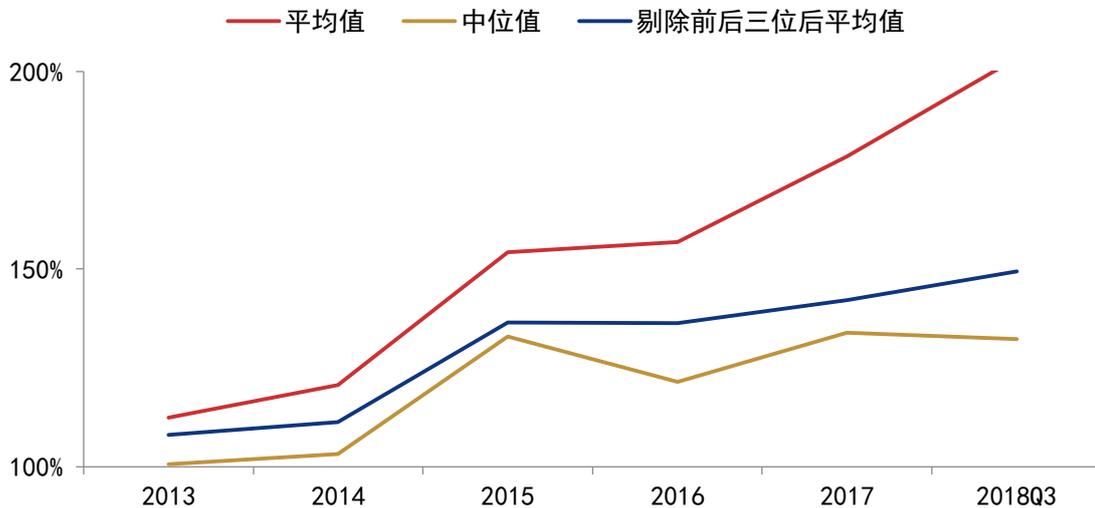


图 33: 发债企业平均速动比率变化

资料来源: Wind, 远东资信整理

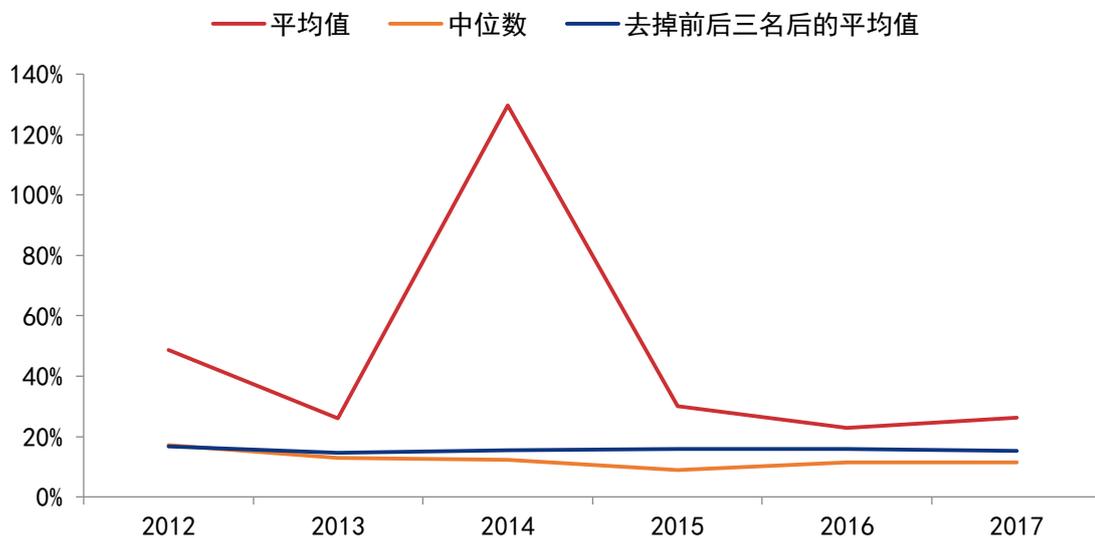


图 34: 发债企业 EBITDA 对带息债务覆盖水平变化

<sup>17</sup> 发债企业的 EBITDA 对有息债务覆盖平均水平从 2013 年的 26.04% 陡增至 2014 年的 129.62%，2015 年又下降至 30.14%，主要原因是 2014 年众信旅游该指标激增至 2485.96% 的极高水平，2015 年又回落至 43.75%。截至 2014 年 12 月 31 日，众信旅游的带息债务为 611.9 万元，而该公司盈利水平持续增长，当年 EBITDA 对带息债务覆盖水平极高。另注：2018Q3 季报披露该指标的样本过少，未统计。

资料来源：Wind，远东资信整理

根据Wind提供数据，2017年末 EBITDA对有息债务覆盖水平偏低的三家样本企业分别为——苏州沙家浜旅游发展有限公司（1.53%）、镇江市风景旅游发展有限责任公司（1.94%）、武汉旅游发展投资集团有限公司（2.10%）。其中：武汉旅游发展投资集团是武汉市旅游文化产业投资与融资开发核心主体、东湖景区运营主体，近年持续获得武汉市财政补助等支持，其中2016、2017年分别获补助4.67亿元、2.29亿元，而且间接融资渠道畅通，现有未使用授信额度达410.71亿元，公司现金资产充裕，能为短期债务提供保障。截至2017年末，公司现金类资产为27.62亿元，为短期债务的1.16倍。截至考察日，苏州沙家浜旅游发展公司、镇江市风景旅游发展公司、武汉旅游发展投资集团均未发生债务违约事件。

## 五、行业信用展望

从宏观环境来看，2019年我国宏观经济与居民收入增长将维持稳定，旅游相关政策、交通设施等环境将进一步改善，居民消费结构将进一步提档升级，居民旅游消费潜力将进一步释放。

从行业运行来看，我国旅游业处于以“旅游+”和“互联网+旅游”等为引领和标志的融合发展阶段。展望2019年，随着全域旅游等新兴模式深入实践，旅游业融合发展将进一步冲击传统旅游经济模式，倒逼旅游企业转型，加剧旅游企业分化。其中，传统旅行社将遭受在线旅游、自驾游等新兴模式冲击，传统景区以“靠山吃山”的门票经济为主的经营模式将承受压力。

从企业运营来看，我国旅游业发债企业总体上属于行业中经营规模较大、市场地位与质量等级较高、品牌实力较强的企业。展望2019年，旅游业发债企业有望抓住机遇促进发展，其经营规模将维持增长态势，市场地位、质量等级、品牌实力将保持高度稳定。鉴于发债企业经营基础和发展机遇，并结合其2019年度到期债务、流动资金充足性等情况，2019年我国旅游行业发债企业偿债能力从总体上有望维持稳定。

### 【作者简介】

尚尚波，上海财经大学政治经济学专业硕士，研究部高级研究员。

### 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



## 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://www.sfecr.com)

### 北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层  
电话：010-53945367 010-53945366

### 上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室  
电话：021-61428088 021-61428115

### 【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。