

作者：简尚波  
邮箱：research@fecr.com.cn

## 旅游行业信用展望

旅游行业的信用展望为稳定。该展望体现了远东资信对中国旅游业未来12个月基本信用状况的预期。

### 观点摘要

我们对旅游行业的展望为稳定，这一结论是基于我们对宏观经济和居民收入持续增长的预期，以及该行业面临的政策、交通状况等环境持续改善，以及该行业转型发展动能不断释放，该行业发债企业经营状况稳定、企业财务指标的适度改善等因素。

对宏观经济和居民收入持续稳健增长预期，以及政策、交通等环境的改善支撑了我们对旅游行业未来12个月信用状况的稳定展望。随着基建投资增速企稳回升，我国交通状况不断改善，为旅游业发展带来促进。此外，我国旅游业政策不断优化，旅游业供给侧改革动能不断释放，为旅游行业发展带来机遇。

可能限制旅游业规模增长的因素包括：宏观经济和居民收入增速放缓，旅游目的地突发性事件等负面事件发生，都将对居民出游需求造成一定的制约。且基于宏观经济增速放缓、突发事件等敏感性事件频发，以及旅游类商业地产项目投资回收期长等诸多因素影响，旅游企业发展环境的逐步改善并不足以让我们得出正面的展望。

旅游行业总体稳定的展望与大多数旅游企业的评级展望也相一致。在公开披露信用评级的旅游企业中，大部分样本企业都有稳定的评级展望。稳健经济增长和居民消费升级、政策红利驱动、行业转型动能释放、交通环境改善、外部力量支持等因素，有望增强旅游企业偿债能力。

Author: Jian Shangbo

E-mail: research@fecr.com.cn

# Tourism Industry Outlook

Our outlook for the tourism industry is stable. This outlook expresses Fareast Credit's expectations for the fundamental credit conditions in the tourism industry of China over the next 12 months.

## Summary of Opinions

Our outlook for the tourism industry is stable, which is based on our expectation of sustained and steady growth of the macroeconomy and household income, continuous improvement of the policies of the industry and transportation system, as well as the release of tourism industry's momentum for the transformation and development, the stable operation conditions of the bond issuers in tourism industry, and other factors such as the moderate improvement of the financial indicators of the above bond issuers.

Underpinning our stable view of the outlook for the tourism industry's credit status over the next 12 months is our expectation of sustained and steady growth of the macroeconomy and household income, as well as the improvements in policies, transportation system, etc. As the growth rate of infrastructure investment has stabilized and rebounded, China's transportation conditions have continued to improve, which has promoted the development of tourism.. In addition, China's tourism policy has been continuously optimized, and the supply-side reform momentum of the tourism industry has been continuously released, bringing opportunities for the development of the tourism industry.

Factors that may limit the growth of tourism scale include: the slowdown in macroeconomic and household income growth, and the occurrence of negative events such as sudden events at tourist destinations, which will impose certain constraints on the demand for tourism. And based on the slowdown of macroeconomic growth, the frequent occurrence of sensitive events such as emergencies, and many other factors such as the long-term investment recovery period of tourism commercial real estate projects, the gradual improvement of the development environment of tourism enterprises is not enough to give us a positive outlook.

The outlook for the overall stability of the tourism industry is also consistent with the rating outlook of most tourism companies. Among the tourism companies that publicly disclose credit ratings, most sample companies have stable rating outlooks. Steady economic growth and household consumption upgrading, policy dividend driving, release of industry transformation momentum, transportation environment improvement, external support and other factors are expected to enhance the solvency of tourism companies.

## 一、行业近期运行概况

### (一) 总体规模保持稳健增长

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。改革开放以来，随着人民生活水平的提高，旅游业成为国民经济的重要部分，2018年我国实现旅游业总收入5.97万亿元，占GDP的11%。

从旅游行业市场整体走势来看，2009年至2018年的最近10年以来，全国旅游业总收入保持了10%以上的较快增长态势<sup>1</sup>，增速明显高于同期GDP、城乡居民收入增速。2019年初以来，占全国旅游市场规模超过90%的国内旅游市场呈现的稳健增长态势、以及国际旅游市场的部分数据统计结果（详见下文）综合表明，我国旅游业增长态势依然稳健。

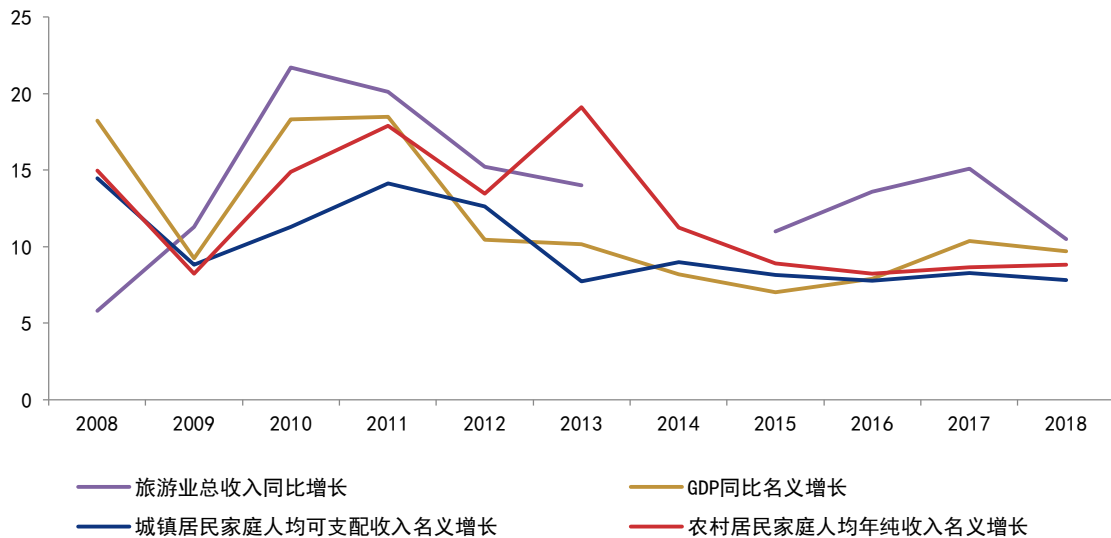


图1：我国旅游业总收入随GDP、居民收入增长而增长（%）

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资讯、2008-2017中国旅游业统计公报（国家旅游局发布）、2018年文化和旅游发展统计公报（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

近期我国旅游业整体市场规模呈现的稳健增长态势，受益于良好的旅游业发展环境。

<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费用，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。”。由于2014年统计口径变化，因此2013年及之前的入境旅游统计、旅游业总规模统计，与2014年及之后的统计没有可比性。

一是宏观经济稳健增长。2019年上半年，我国GDP初步核算为450933亿元，同比增长6.3%，增速较上年同期、上年全年、前值（2019Q1）增速（依次为6.8%、6.6%、6.4%）均有所回落，宏观经济在复杂的国内外形势下，保持了平稳增长态势。与此同时，全国居民人均可支配收入15294元，实际增长6.5%，增速较上年同期（6.6%）、前值（2019Q1，增长6.8%）放缓，与上年全年（6.5%）持平。

二是政策环境改善。我国政府高度重视旅游业发展。国内旅游来看，在国发〔2009〕41号文指导下，近年旅游业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多方面展开建设。其中，2019年初以来，出台了旅游服务质量提升计划、文化和旅游规划管理、旅游民宿的新版标准等新政策。国际旅游来看，截至2019年5月2日，中国已与146个国家缔结互免签证协定，截至5月9日，中国与俄罗斯、阿联酋等14国互免普通护照签证。详见“行业政策”部分的阐述。

三是基础设施环境改善。铁路方面，2019年1月5日起，全国铁路实施新的列车运行图，新增动车组列车276.5对，铁路客货运输能力较调图前提升约9%。航空方面，根据中国民航计划，2019年夏秋航季（3月31日-10月26日）国内航司新辟国际航线102条；共安排国内客运航班每周71772班，较上年夏秋航季增长8.9%。重大项目建设方面，港珠澳大桥于2018年10月开通以来，客流与车流量均稳健增长，为粤港澳旅游业合作带来机遇；北京大兴国际机场进入竣工验收，新机场的运营将带动区域旅游业发展。

## （二）细分旅游市场表现各异

### 1. 国内旅游近年维持稳健增长

近十年来（2009-2018年），历年国内旅游人次增速均实现了10%左右的平稳增长态势。2018年，受到异常复杂形势下国民经济增速趋缓等影响，国内旅游人数55.39亿人次、国内旅游收入5.13万亿元，同比分别增长10.8%、12.3%，分别较2017年增速（12.8%、15.9%）回落2个、3.6个百分点，但仍高于GDP增长水平。

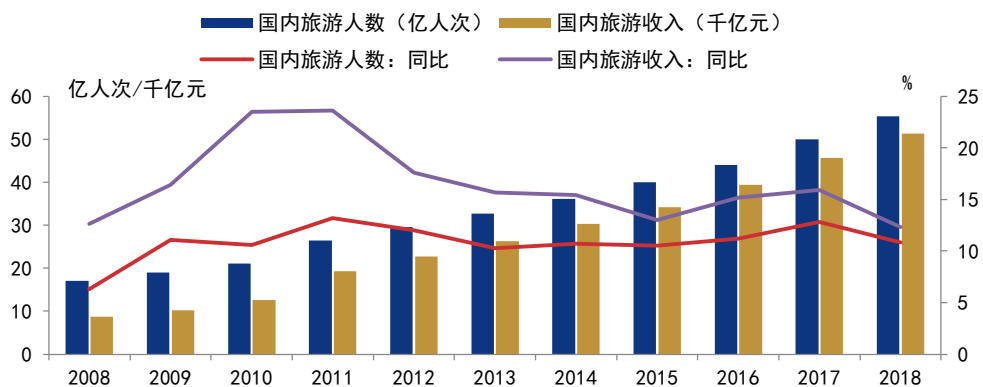


图2：近年我国国内旅游市场增长统计

资料来源：2008-2017年中国旅游业统计公报（国家旅游局发布），2018年文化和旅游发展统计公报（文化和旅游部发布），远东资信整理

2019年初以来,我国法定假日的旅游经济数据统计显示,我国国内旅游业市场总体上呈现稳健增长态势。(1)春节黄金周来看,受到宏观经济和居民收入增速趋缓等影响,2019年春节黄金周期间,全国旅游接待总人数4.15亿人次,同比增长7.6%;实现旅游收入5139亿元,同比增长8.2%,较往年同期增速有所放缓,但仍高于2019年一季度我国GDP增速6.4%的水平。(2)“五一”小长假旅游来看,受到假期调整的影响,居民出游热情高涨。经文化和旅游部综合测算,2019年“五一”假日期间国内旅游接待总人数1.95亿人次,按可比口径增长13.7%,明显高于上年同期9.3%的增速水平;实现旅游收入1176.7亿元,按可比口径增长16.1%,高于上年同期10.2%的增速水平。(3)端午小长假旅游来看,经文化和旅游部综合测算,2019年端午节期间,全国国内旅游接待总人数9597.8万人次,同比增长7.7%;实现旅游收入393.3亿元,同比增长8.6%。受本轮端午假期恰逢全国各地高考的影响,游客数量增速较上年同期滑落0.2个百分点,但旅游收入较上年同期仍增长1.3个百分点。

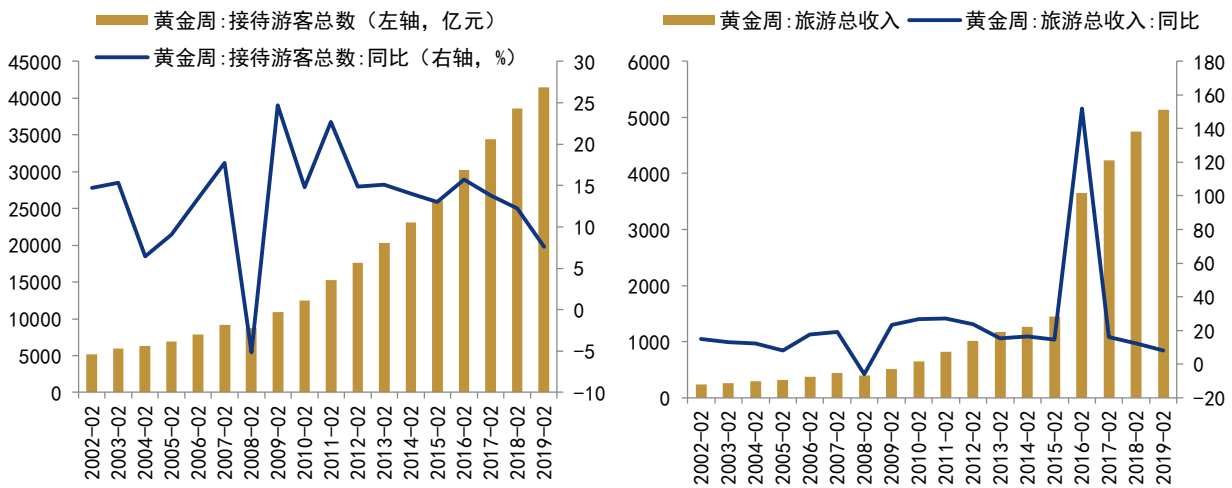


图3: 近年春节黄金周旅游人次/收入增长态势

资料来源: Wind资讯, 远东资信整理

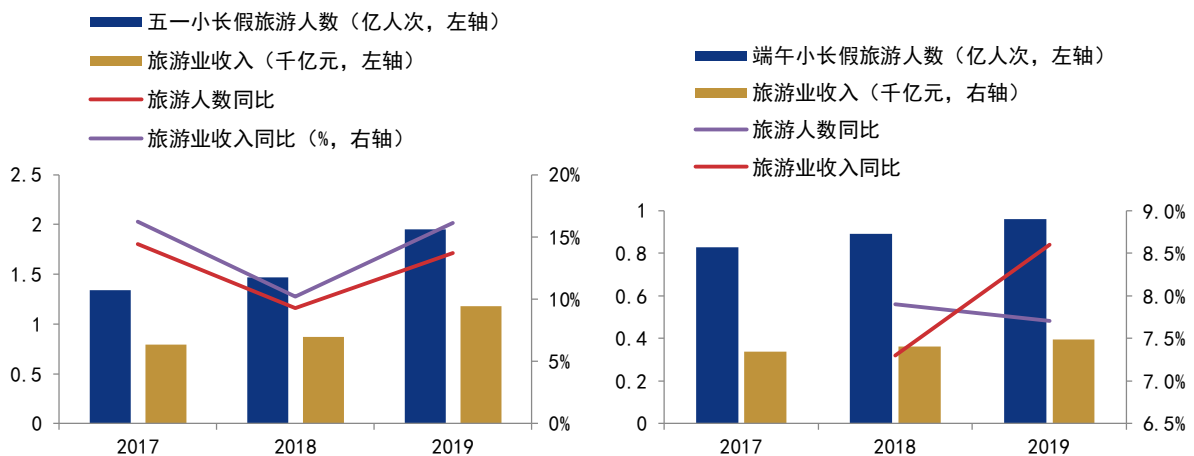


图4: 近年五一/端午小长假旅游规模变化统计

资料来源: 文旅部、原国家旅游局、中国旅游研究院, 远东资信整理

## 2.出境旅游近年呈现加速增长

在居民可支配收入持续稳健增长（见图1）和居民消费结构升级（如表现为城乡居民恩格尔系数持续下降）、签证便利化政策（详见下文“签证便利化取得新进展”的阐述）等的推动下，近年我国出境旅游市场逐步恢复高速增长态势，从2016年的5.7%增至2018年的14.7%，见图5。2019年以来，从中国民用航空局提供数据来看，各月当月和累计国际客运量同比基本保持15%以上的较快增速，见图6。

但从中国公民前往不同国家和地区的旅游人次来看，增速有所分化：2019年上半年，内地公民前往香港、台湾旅游增长旺盛，呈现10%以上的增速。预计2019年下半年，受制于香港局势影响，内地居民赴香港旅游人次规模难再维持上半年增势；受制于暂停个人赴台自由行等影响，大陆居民赴台湾旅游人次增速将有所下滑；受惠于粤港澳大湾区建设，以及澳门着力打造世界旅游休闲中心等因素，内地居民赴澳门旅游人次有望维持良好增长态势。

2019年初以来，按逐月统计，中国公民前往日本、韩国等主要目的地的旅游人次呈现波动性增长，但基本维持正增长态势。其中，日本于2019年元旦起实施的中国大陆游客签证放宽政策<sup>2</sup>，将推动中国公民赴日自由行群体增长。但前往泰国、越南、加拿大等地旅游人次呈现负增长。其中，2019年上半年，中国公民前往泰国旅游565.04万人次，同比下降4.73%，受到上年同期基数较高、泰铢升值幅度较大、各国对中国客源市场的争夺等多方面因素影响；上半年，越南累计接待中国游客248.33万人次，同比下降3.33%。

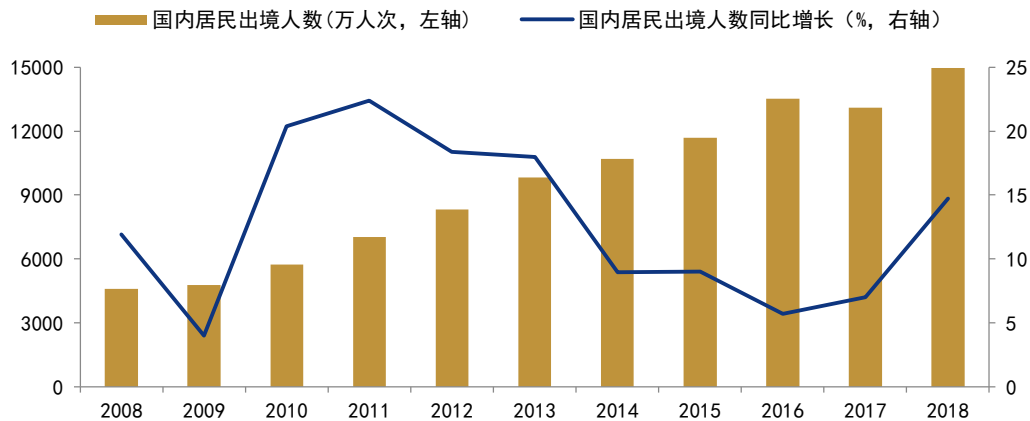


图5：近期中国居民出境旅游人次加快增长

资料来源：2008-2017年中国旅游业统计公报（国家旅游局发布），2018年文化和旅游发展统计公报（文化和旅游部发布），远东资信整理

<sup>2</sup>据日本产经新闻报道，在2018年10月26日中日双方会谈中，中日双方就5年内两地之间实现3万规模的青少年交流访谈达成了一致。日本决定对中国教育部直属高校的本科生、研究生以及毕业三年内的毕业生放宽个人观光单次签证的优惠政策，从之前的75所高校放宽至1243所。日本方面还决定，过去3年内曾2次以个人旅游签证赴日的中国游客，申请多次往返签证时可简化手续。此次针对中国游客的签证放宽政策从2019年1月1日开始实施。



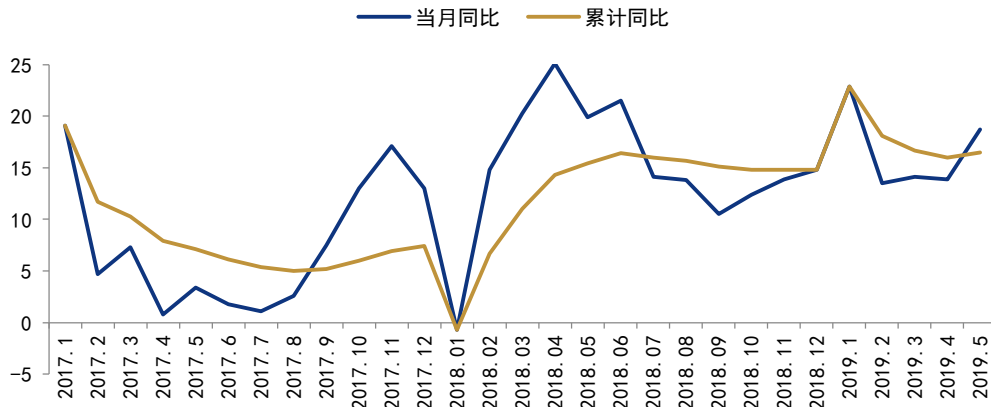


图6：中国民航国际航线旅客运输人次增长情况（%）

资料来源：中国民航局，远东资信整理

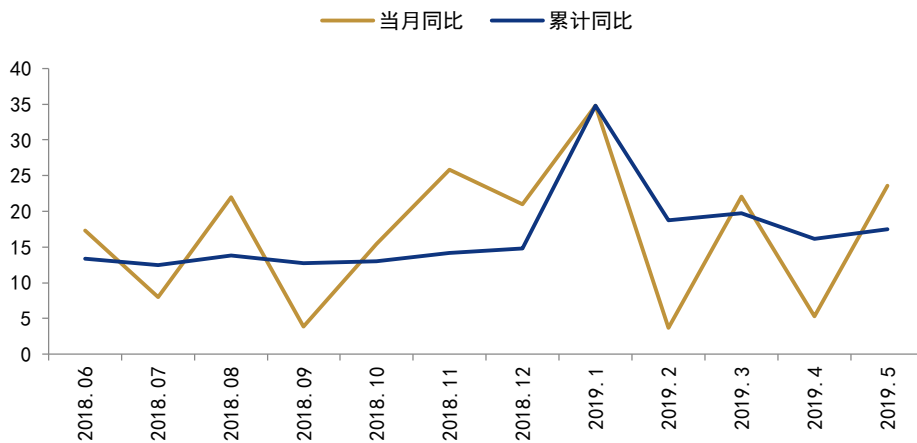


图7：中国内地公民前往香港旅游人次变化

资料来源：香港旅业网，远东资信整理

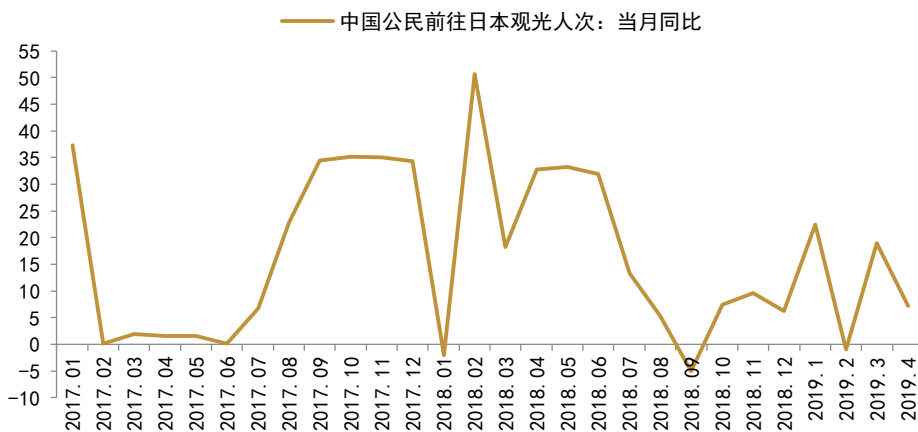


图8：中国公民前往日本观光旅游人次变化

资料来源：日本政府观光局，远东资信整理

从近期我国居民出境旅游消费特征来看，根据马蜂窝旅游网发布的《2019中国出境自由行大数据报告》，我国居民出境自由行频次正在上涨，深度体验正在取代以购物为主的“打卡观光”；出境自由行目的地选择更小众，且优先考虑安全因素；同时，自由行产品和服务更个性化、定制化、品质化，2019年1-5月，马蜂窝定制游的服务人次同比增长217%。

### 3.入境旅游近年低速增长

2015年以来，我国入境旅游市场规模持续增长，但增速以放缓为主。其中，2018年入境旅游人次同比增长1.2%，国际旅游外汇收入同比增长3%，均较2017年有所改善。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。

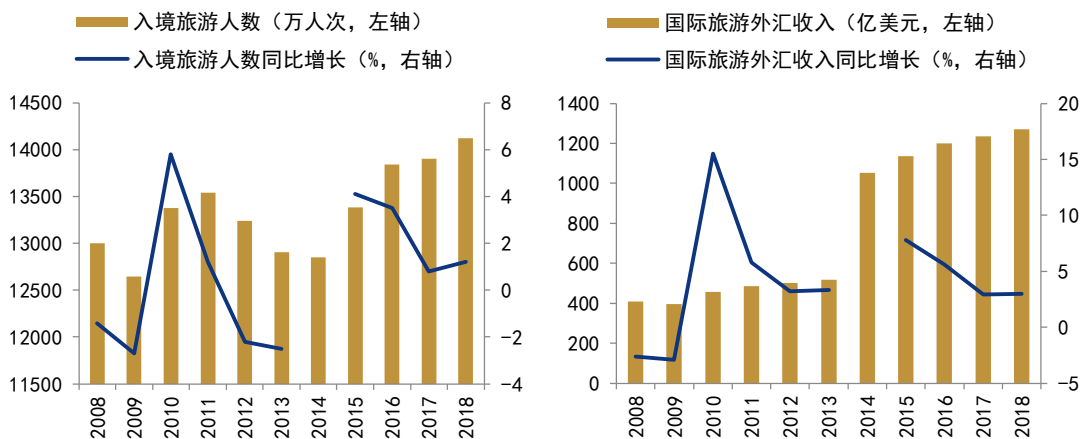


图 9：近年入境旅游市场增长情况统计

注：2014年度入境旅游数据与往年不可比，原因见脚注1。

资料来源：2008-2017年中国旅游业统计公报（国家旅游局发布），2018年文化和旅游发展统计公报（文化和旅游部发布），远东资信整理

2019年以来，从部分省市政府部门公开的入境旅游统计数据来看，增速分化明显，其中湖南、海南等地增速较快，上海、江苏等地增速偏低，乃至负增长。具体情况如下：一季度，四川、上海、湖南等多个省份入境旅游人次和旅游外汇收入实现不同程度的正增长。受境外游艇入境“便利化”、航线航班加密、旅游产品多元化等等影响，一季度海南省入境旅游人次同比增长20.1%。受日本、韩国、美国、中国台湾等主要客源地游客数量下滑的影响，上半年江苏省接待入境过夜旅游人次同比下降4.3%。依托“长沙四小时航空经济圈”建设机遇，并在“锦绣潇湘”旅游品牌营销推动下，上半年湖南接待入境旅游人次同比增长23.71%、旅游外汇收入同比增长30.50%。上半年，上海接待入境旅游人次433.92万，同比增长1.2%，较上年同期增速（1.71%）下降0.51个百分点，增速较为平缓。



**表 1：2019 年一季度部分省市入境旅游统计**

省市区	入境旅游 人次（万）	入境旅游 人次同比	较上年同期 增加百分点	旅游外汇收 入（亿美元）	旅游外汇 收入同比	较上年同期 增加百分点
四川		11.6%	5.2 个		14.6%	4.2 个
湖南	95.54	17.37%		4.38	21.32%	
广西	112.49	7.7%	-0.6 个	5.54	11.5%	-5.6 个
上海	198.63	2.82%				
海南		20.1%				
山西	9.88	5.49%		0.54	7.04%	
江苏	85.83	-4.4%				
广州	900.63	0.02%		64.82	2.7%	

注：广西、山西入境旅游人次仅统计入境过夜人次。

资料来源：中国网、新华网、广西/海南等地政府网、湖南/四川/上海等地文旅厅（局）网等网站，远东资信整理

此外，根据世界旅游联盟、浩华管理顾问联合开展的中国旅游市场 2019 年上半年景气调查，2019 年上半年中国入境游市场平均景气指数为 2，显示出旅游从业者对 2019 年上半年入境旅游市场发展秉持较为谨慎态度。大部分业内人士认为中国入境旅游总体呈逐年下探趋势，市场发展处于低迷状态。

近年我国国内旅游、出境旅游市场取得较快增长速度的同时，我国入境旅游市场处于平缓增长状态，或与我国旅游服务业在规范化、透明化、国际化运作和管理方面与发达国家旅游业存在一定差距，以及我国入境旅游产品相对较为单一、门票较贵但缺乏深度旅游体验等原因有关。

### （三）行业发展保持全域化、融合化等多样趋势

**一是旅游业全域化、融合化发展。**2019年以来，在中央政府工作报告关于“发展全域旅游，壮大旅游产业”等政策号召下，全国各地将全域旅游作为重点工作推进。例如：河北擦亮“京畿福地”招牌，构建全域旅游新格局；广东多地推进创建全域旅游示范区工作；安徽发布《关于促进全域旅游发展加快旅游强省建设的实施意见》；陕西加快推进国家全域旅游示范区创建工作等。全域旅游转型背景下，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。其中，我国工业旅游已在41个工业大类全域铺开，且从局部地区向全国扩展，我国工业旅游游客接待量年均增长31%，旅游收入年均增长24.5%。近期，全国工业旅游联盟正式成立。我国乡村旅游近年呈现快速增长，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%。近期，文化和旅游部、国家发改委联合开展了全国乡村旅游重点村名录遴选，公示了第一批320个重点村拟入选名录。

**二是旅游业标准化、品质化发展。**2019年初以来，文旅部先后发布《关于实施旅游服务质量提升计划的指导意见》《旅游民宿基本要求与评价》等政策，促进旅游业标准化、品质化发展。

**三是旅游呈现追求个性化、深度游等新特征，为旅游业转型发展注入动力。**美团发布的《2019五一国内旅游新趋势报告》显示，今年增至4天的假期推动了超过75%的消费者选择异地游玩，年轻人、资深白领们需求旺盛，这些强消费力群体的“旅游遛娃”、全家“泡酒店”、夜间游玩等需求明显。旅游消费需求的变化，推动我国旅游市场

从观光旅游向观光、休闲度假、个性体验并重格局发展。

## 二、行业政策

旅游业是我国国民经济的重要组成部分，在拉动经济增长、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、深化国际交流等多方面发挥积极作用。基于旅游业在国民经济中的重要地位和作用等原因，近年以来，中央高度重视旅游业发展。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”。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。

从2019年以来，国务院及其部委出台的其他相关重要文件内容来看，国家层面的政策主要有以下方面的内容。

**发展全域旅游。**2019年3月，李克强总理作的《政府工作报告》明确提出“发展全域旅游，壮大旅游产业”，这表明中央继续高度重视旅游产业的发展，同时表明发展全域旅游在推动我国旅游业转型升级中的重要地位。同月，文化和旅游部办公厅印发《国家全域旅游示范区验收、认定和管理实施办法（试行）》和《国家全域旅游示范区验收标准（试行）》的通知，意在充分发挥国家全域旅游示范区在促进全域旅游发展中的示范引领作用。

**提升旅游服务质量。**2019年1月，《文化和旅游部关于实施旅游服务质量提升计划的指导意见》分布，提出了提升旅游区点服务水平、优化旅游住宿服务、提升旅行社服务水平、规范在线旅游经营服务、增强旅游市场秩序治理能力等六项任务，并请各地于2019年3月底前报送具体落实方案。近期以来，以14家五星级酒店曝光卫生乱象、一些A级（或以上）景区、旅行社因陆续被吊销资质等现象为表征的，部分区域的旅游市场虚假宣传、强制消费、安全卫生等问题突出。《指导意见》对于治理旅游业乱象起到一定的推动作用。

**促进文旅融合发展。**2019年3月，为着力推进旅游演艺转型升级、提质增效，充分发挥旅游演艺作为文化和旅游融合发展重要载体的作用，文旅部印发《关于促进旅游演艺发展的指导意见》。该意见提出了各省（区、市，含新疆生产建设兵团）文旅部门要把发展旅游演艺作为推进文化和旅游融合发展的重要工作内容，推动纳入当地经济社会发展总体规划及考核评价体系，落实用好科技、金融、财税、土地、人才等促进旅游演艺发展的相关政策，协调解决发展中的各种困难问题。

**加强文化和旅游规划管理。**文旅部于2019年5月份印发《文化和旅游规划管理办法》，针对文化和旅游规划的立项和编制、衔接和论证、报批和发布等予以明确规范，旨在推进文化和旅游规划工作科学化、规范化、制度化，充分发挥规划在文化和旅游发展中的重要作用。

**加强国有景区门票价格监管。**2019年3月，《国家发展改革委办公厅关于持续深入推进降低重点国有景区门票价格工作的通知》印发，提出了推进更大范围降价、推动更大力度降价、强化配套服务价格监管、确保降价取得实效、加强政策宣传和舆论引导等2019年重点工作内容。《通知》提出了2019年，原则上完成辖区内所有实行政政府定价管理的5A、4A级景区门票成本监审调查、价格评估调整工作，提出对2018年已经降价，但降价不到位、高定价大折扣等问题仍然突出的景区，要推动进一步降价。

**加强旅游资产证券化监管。**2019年4月，证监会公司债券监管部发布《资产证券化监管问答（三）》明确，“对于电影票款、不具有垄断性和排他性的入园凭证等未来经营性收入，不得作为资产证券化产品的基础资产现金流来源”，意味着入园凭证资产证券化产品发行门槛收紧。

**促进行业标准化发展。**2019年7月，文旅部出台了针对旅游民宿的新版标准——《旅游民宿基本要求与评价》（LB/T 065—2019），以取代2017年原国家旅游局发布的《旅游民宿基本要求与评价》。相对于2017版标准，新版标准将旅游民宿等级由金宿、银宿两个等级修改为三星级、四星级、五星级3个等级，明确了三星级、四星级、五星级旅游民宿的划分条件。新版标准加强了对卫生、安全、消防等方面的要求，健全退出机制，明确提出发生私自设置摄像头侵犯游客隐私等造成社会恶劣影响的其他事件等情况的将取消星级。

**签证便利化取得新进展。**从出境旅游相关行业政策来看，根据中国领事服务网信息，截至2019年5月2日，中国与146个国家缔结互免签证协定，其中，2019年以来最新缔结互免签证协定的有巴布亚新几内亚、南苏丹、阿尔及利亚等3国。截至2019年5月9日，与中国互免普通护照签证的国家达到14个，包括阿联酋、巴哈马、波黑、塞舌尔、塞尔维亚、汤加、白俄罗斯、卡塔尔等。此外，2019年7月，伊朗宣布对中国游客实施免签证政策。

**发展细分旅游市场。**例如：2019年5月，《交通运输部关于推进海南三亚等邮轮港口海上游航线试点的意见》发布，提出在海南三亚、海口邮轮港开展中资方便旗邮轮无目的地航线试点。2019年6月，文化和旅游部、国家发展改革委发布《关于开展全国乡村旅游重点村名录建设工作的通知》，大力推进乡村旅游高质量发展，并公示了北沟村等全国第一批320个乡村旅游重点村名录。

### 三、行业关注

旅游行业属于可选消费行业与顺周期性行业，宏观经济环境对旅游行业的运行产生直接影响。近年以来，宏观经济和居民收入增速放缓，对我国旅游行业发展带来了一定的挑战，使得旅游业总收入增速有所放缓，而行业政策、居民消费升级等因素一定程度上起到了减缓宏观经济对旅游业市场的影响的作用。2019年初以来，我国宏观经济与居民收入增速维持放缓趋势。2019年下半年，我国宏观经济增速仍然存在下行压力，需继续关注宏观经济形势对旅游业发展的影响。

旅游行业是对外部环境具有高度敏感性的行业，需要关注政策变化、自然灾害、突发事件等敏感性事件对区域旅游行业的影响。（1）国际旅游方面：多个旅游目的国发生敏感性事件，需关注其对于中国公民出境旅游的影响。其中包括：基于美国执法机构多次骚扰赴美中国公民，以及美国枪击、抢劫、盗窃案件频发，近日外交部、文旅部发布赴美安全提醒。受到泰铢升值以及普吉岛撞船、清迈大巴侧翻等负面事件影响，近期中国赴泰游客呈现下降趋势。（2）国内旅游方面：港珠澳大桥通车促进粤港澳大湾区旅游合作发展，助推内地居民赴港澳旅游规模增长，大兴国际机场等一批重大项目建成为辐射区域的旅游业发展带来促进，需关注重大交通状况变化对区域旅游业发展的影响。2019年3月，国家发改委发布《关于持续深入推进降低重点国有景区门票价格工作的通知》，提出了推进更大范围降价、推动更大力度降价、强化配套服务价格监管等内容，景区降价政策客观上倒逼旅游景区传统的“门票经济”模式转型，需关注相关政策变化对旅游景区行业发展的影响。2019年7月，海峡两岸旅游交流协会发布公

告，自8月1日起，暂停47个城市大陆居民赴台个人游试点。2018年，赴台旅游的大陆游客约为269.56万人次，其中自由行游客约占一半，暂停个人旅游试点将对大陆居民赴台旅游带来负面影响。

## 四、行业内发债企业信用分析

### （一）样本企业选取

截至2019年6月30日（简称**考察日**），我国休闲服务类企业存量债券合计303只，债券余额1828.81亿元，涉及发行主体78家<sup>3</sup>。按照远东资信关于旅游行业企业定义<sup>4</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家企业截至考察日拥有存量债券117只，发行额合计941.87亿元，截至考察日余额916.33亿元，占同日整个信用债存量的0.23%，平均发行期限4.72年、平均发行利率5.23%。其中，5、3、7年期的中期品种占比为76.07%。债券类型以中期票据、公司债、企业债为主，涵盖定向工具、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。从债券到期金额分布来看，这批债券偿债压力将在2021年达到偿债高峰（243.71亿元），2022年仍将面临较大偿债压力（193.40亿元），之后偿债压力明显下降。

<sup>3</sup> 综合了申万（SW）行业分类与万得（Wind）行业分类。SW休闲服务276只，Wind酒店餐饮休闲213只，再剔除重复样本。

<sup>4</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。



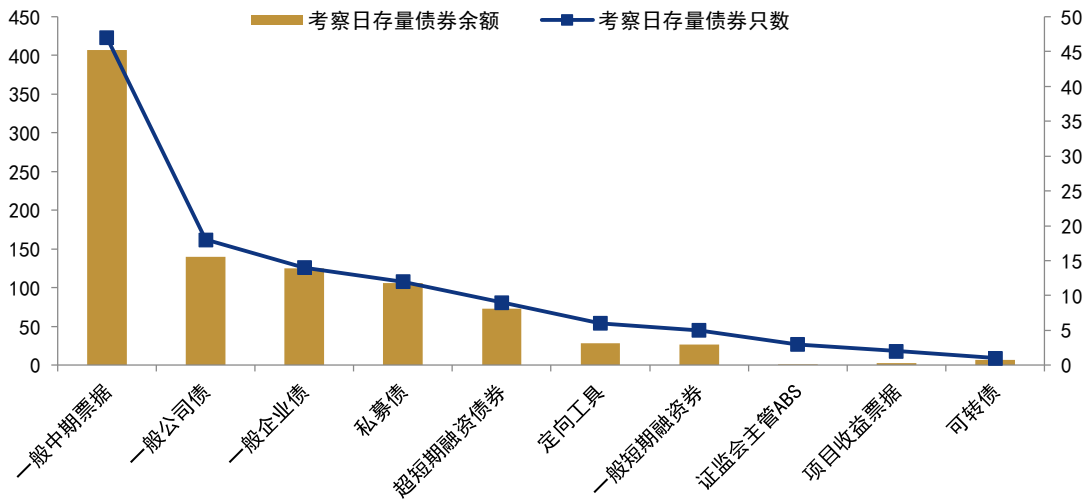


图 10：样本企业的存量债券类型统计（亿元）

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

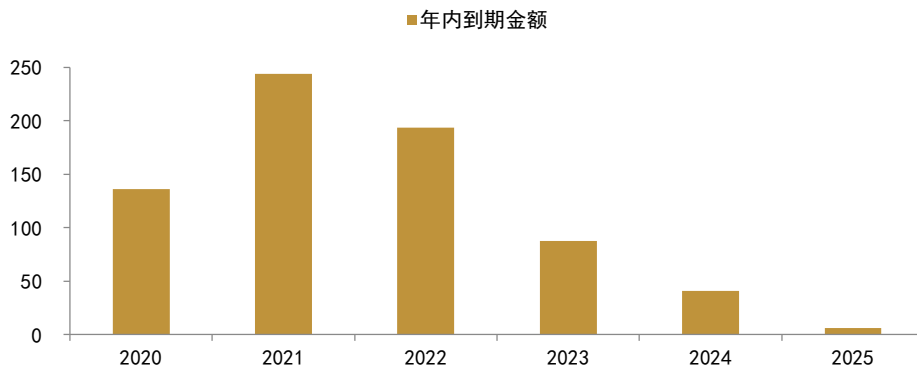


图 11：样本债券未来到期情况统计（亿元）

资料来源：Wind资讯，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，28家样本企业的主体信用评级分布如图12所示。其中，以企业数量统计，这28家企业的主体评级以AA为级别中枢，AA（含）以上级别的企业数量占比达到89.29%，其中，中旅集团、锦江集团、首旅集团、黄山旅游集团拥有AAA级主体评级。以企业的债券余额统计，由于首旅集团、中旅集团、锦江集团等AAA级企业债券发行规模较大，这28家企业中主体评级为AAA级的债券余额占比（50.91%）较大，主体评级为AA级（含）以上的债券余额占比合计98.74%。上述主体评级在AA（含）以上的债券余额占比（98.74%）略高于同日整个信用债市场（剔除未评级债券）的该项指标占比（98.32%）0.42个百分点。

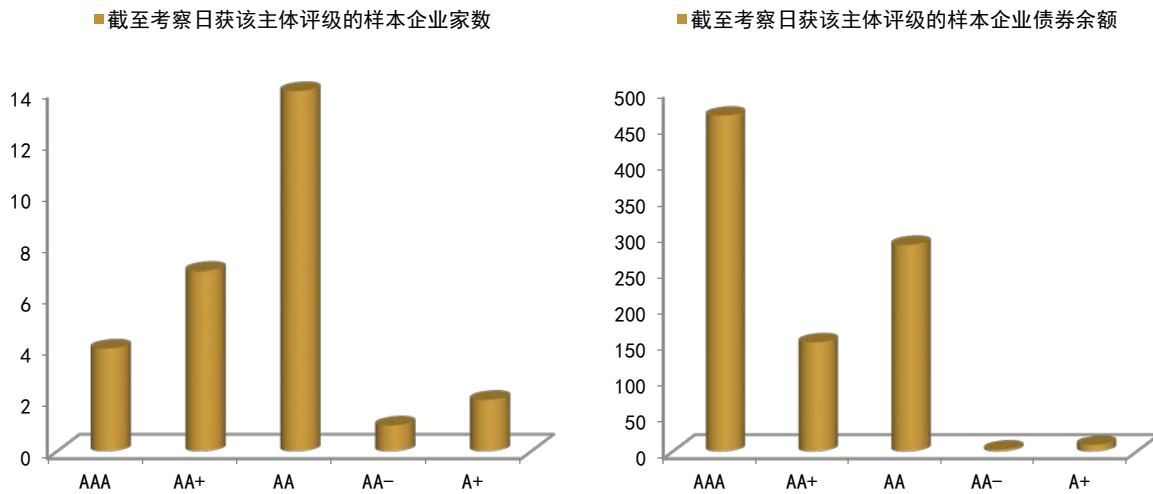


图 12：样本企业考察日主体评级分布（左图数据单位：家，右图数据单位：亿元）

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

## 2.企业信用等级以稳定占主

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82.14%。其中，绝大部分样本稳定为AA（含）以上的主体评级。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、黄山旅游集团自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2，这3家企业市场地位稳定，品牌与多元化实力显著。黄山旅游集团是安徽省最大的旅游资源企业，控制黄山旅游业核心产业链，2018年末，该集团总资产同比增长6.46%，资产负债率为36.14%，债务杠杆水平较低。杭黄高铁建成开通、云谷索道恢复营业、景区内酒店升级改造等对于黄山旅游集团发展带来利好。

发债企业主体评级迁移率占17.86%，其中4个样本的评级为向上迁移，具体包括：成都文旅、浙旅集团、世博旅游均从AA上调至AA+；武进太湖湾由2017年的AA-上调至AA。海航酒店集团这1家企业信用等级向下迁移：2018年12月29日，中证鹏元基于该集团未结清贷款存在欠息，未来国外酒店收入将大幅下滑，部分资产受限，且关联方对资金占用较多，期间费用率高，利润主要来自非经营性收益，面临较大的刚性债务压力等因素，对该集团主体及债券评级从AA-下调至A+。

表 2：样本企业信用等级迁移矩阵

	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	4				



AA+		4			
AA		3	13		
AA-			1	1	1
A+					1

注：系指指定日从2017年12月31日到2019年6月30日的主体信用等级迁移情况。

资料来源：Wind资讯，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。（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。锦江集团跻身全球酒店集团300强前3位，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415亿元。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、景区、酒店、免税、旅游新业态等）为核心，辅以旅游地产和旅游金融业务等。公司旅游主业突出，2018年旅游主业收入623.46亿元，占总营收的93.14%。（2）酒店板块企业——锦江集

团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、实业投资和地产等业务板块，其中酒店餐饮、旅游和客运物流为公司的核心业务。2018年，公司实现酒店及餐饮、旅游和客运物流业务收入合计237.54亿元，占营业总收入的94.79%，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，2018年公司实现营业收入24.14亿元，其中旅游板块（酒店、索道、旅游服务等）占全部营业收入的70%以上。

### 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资讯统计显示，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2019年3月底，首旅集团、锦江集团获得的授信额度分别达到1385.51亿元、1075.6亿元。

## （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，28家样本企业平均总资产230.47亿元、营业收入68.47亿元。截至2018年（末），上述样本企业平均总资产237.3亿元、营业收入82.7亿元。具体从个体规模来看，根据2018年报中的资产总额数据，首旅集团、中旅集团、锦江集团为千亿级企业；张家界经投、海航酒店、成都文旅等13家为百亿级企业；舟山旅游、华山旅游、峨眉山旅、沙家浜旅游等12家从25.34亿元至85.14亿元不等。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>5</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年以来，28家样本企业的总资产呈现冲高趋缓趋势，历经2014年末-2017年末持续超过10%的高速增长后，2018年末总资产增速放缓至2.96%。2015年，受规模最大的样本企业——中旅集团营收大幅下

<sup>5</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。

降36.9%的影响，样本企业营收下降2.78%，2016-2018年均为正增长。从个体来看，2018年，28样本企业有22家的营收同比增长，武汉旅投、首旅集团、浙旅集团、成都文旅等企业增长超过40%；苏州高新集团、张家界武陵源、海航酒店集团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年营收同比下降11.45%。海航酒店集团旗下酒店——丽笙酒店对集团收入贡献大（2017年收入90.55亿元），受到集团出售丽笙酒店股权等影响，海航酒店集团2018年度营业收入91.63亿元，同比下降11.87%。

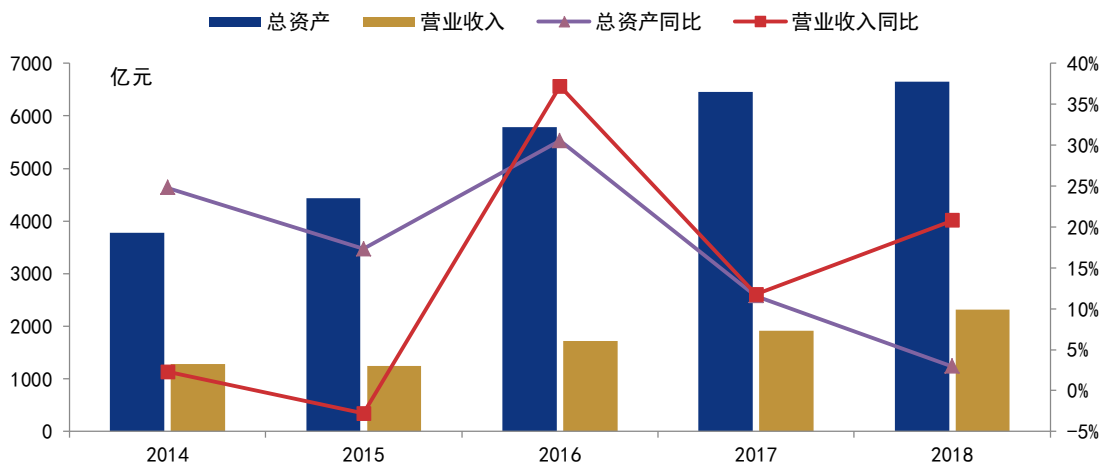


图13: 28家旅游业发债企业经营规模及其增长情况

资料来源: Wind资讯, 远东资信整理

## 2. 盈利状况整体小幅下滑, 各企业状况分化

从盈利能力变化趋势来看, 近年28家发债企业整体盈利状况呈现稳中略降态势, 表现为: 期间费用率稳中趋缓, 2018年平均期间费用率的33.91%, 较上年下降0.99个百分点; 销售毛利率下降明显, 从2014年的41.88%递减至2018年的35.72%; 总资产报酬率有所下滑, 从2015年最高5.15%降至2018年的4.16%。

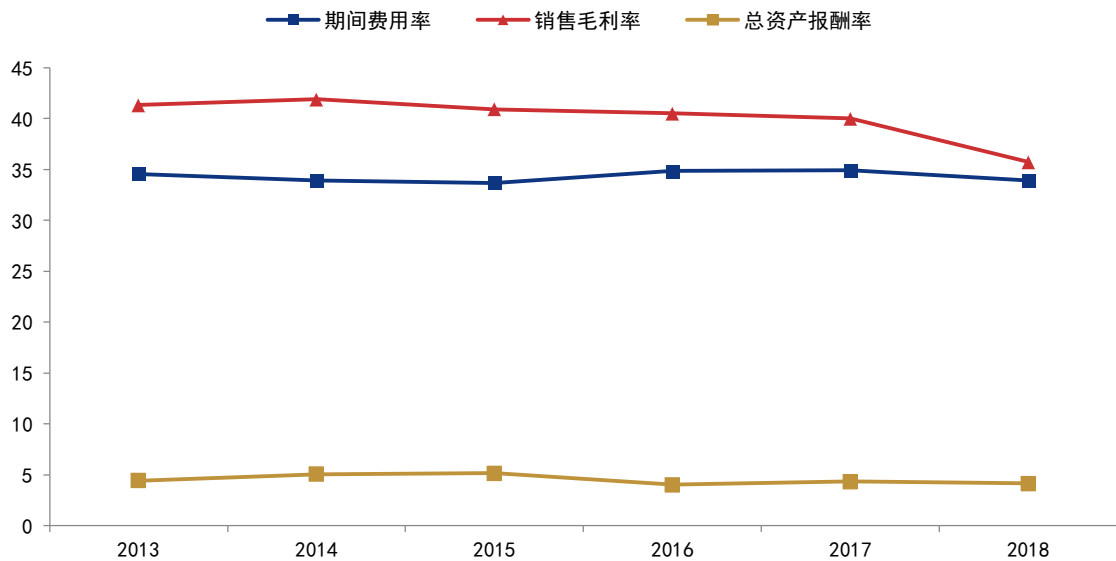


图 14：发债企业平均盈利指标变化

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

从各企业2019年一季度财报来看，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。2019年一季度，锦江集团、成都文旅、重庆武隆等企业毛利率超过50%。苏州高新旅游集团、九华山旅集团等企业销售毛利率则为负数。其中，九华山旅集团受转固后大愿文化园景区折旧摊销影响，业务盈利能力较弱。

### 3. 杠杆水平趋于增长但仍较为适中，个体状况分化

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2019年一季度末，发债企业资产负债率中位值为58.91%、平均值为54.53%，维持自2017年末以来的增长态势。但发债企业债务杠杆水平仍较为适中、稳健，低于大旅游行业近年保持的65%左右的平均资产负债率水平。

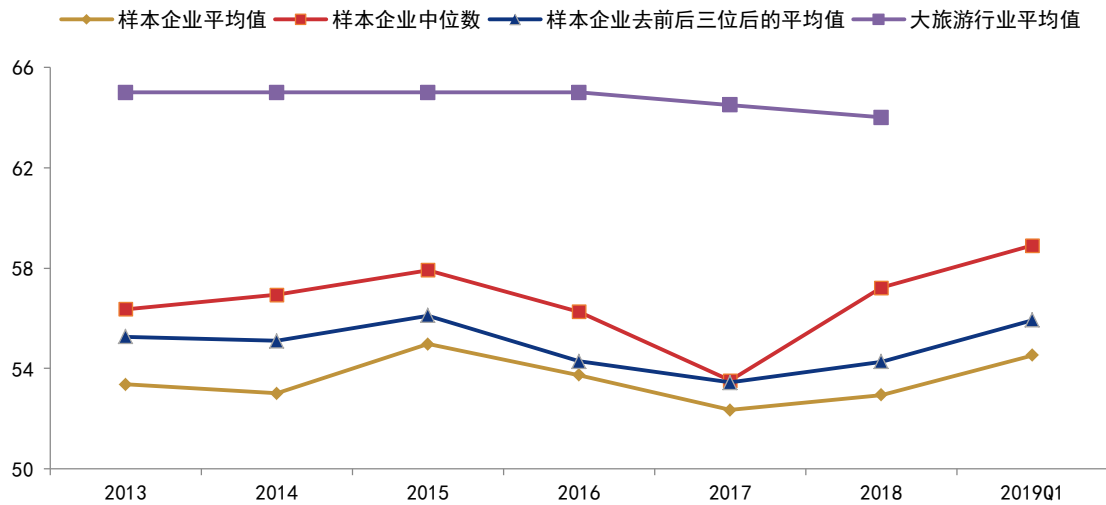


图 15: 发债企业与大旅游行业平均资产负债率变化 (%)

资料来源: Wind资讯, 远东资信整理

但样本企业个体资产负债率分化明显。截至2019年一季度末, 23家样本企业的资产负债率从16.5% (峨眉山旅游) 至77.27% (陕旅集团) 不等, 绝大部分企业资产负债率在60%以下。其中, 截至2019年一季度末, 陕旅集团、重庆旅投、锦江集团的资产负债率分别为77.27%、73.52%、70.63%, 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>6</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, 目前未使用授信额度538.6亿元。(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, 目前未使用额度72.3亿元。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更佳(经营国家5A、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) 锦江集团: 近年来, 集团规模保持稳定增长, 2015-2018年(末), 总资产、营收分别从685.58亿元增至1092.8亿元、从146.85亿元增至249.23亿元; 盈利能力强, 近年销售毛利率维持在60%-70%左右的水平; 融资渠道畅通, 集团授信额度达1075.6亿元, 其中未使用授信额度681.95亿元, 旗下拥有锦江酒店、锦江股份等4家上市公司, 具备较强的偿债能力。

#### 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年末, 28家样本企业的经营性现金净流量对带息债务的覆盖能力分化显著。其中, 4家企业经营现金流呈现净流出, 包括苏州高新旅游、沙家浜旅游、众信旅游、成都文旅等; 其余24家企业实现经营现金净流入, 其

<sup>6</sup> 根据Wind资讯提供数据, 2015-2018年(末), 陕西旅游集团的资产、营收分别从93.3亿增至231.76亿、从24.83亿增至45.06亿。2015年末-2019年3月末, 集团的资产负债率从74.49%增至77.27%。EBITDA/带息债务则从2015年的6.93%下降至2018年的6.33%。



中14家企业的经营性净现金流/带息债务位于8%以上水平。从该指标变化来看，2017年末至2018年末，28家样本企业有12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。

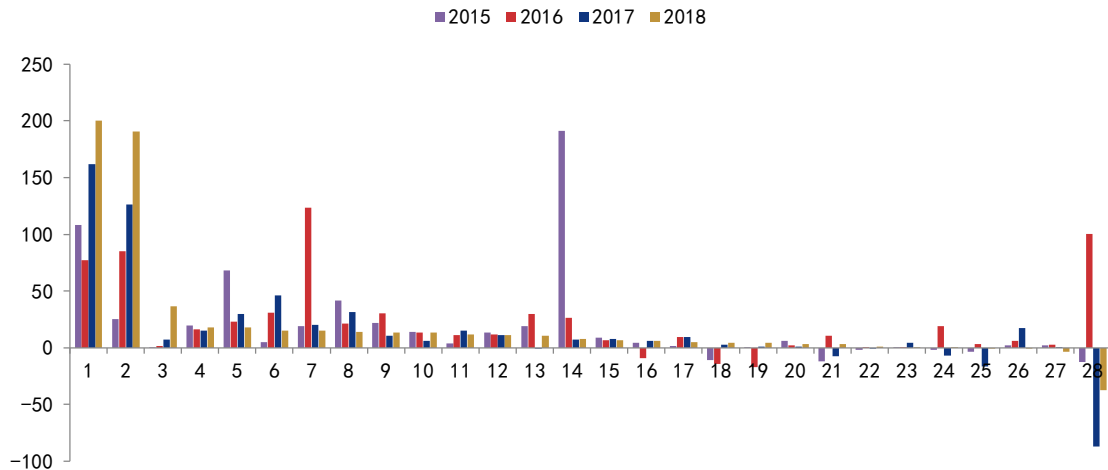


图 16: 各发债企业经营净现金流对带息债务覆盖率变化 (%)

注：横坐标数字对应样本企业2018年末“经营性现金流量/带息债务”指标从高到低的排序。

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

虽然多数企业的经营现金净流量对带息债务覆盖水平不强，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，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，债务覆盖能力有所提升

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，如截至2019年3月底，凯撒旅游、众信旅游的流动资产占比分别达75.07%、57.99%。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，截至2019年3月底，包括九华山旅、灵山文旅、锦江集团等企业流动资产占比不到30%。二是债务期限结构方面，截至2018年末，超过一半（12家）样本企业（23家）流动负债占比超过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年末-2019年3月末，22家发债企业的速动比率中位数从近101%增至127%，表明速动资产对速动负债的覆盖能力增强。此外，22家发债企业的EBITDA对有息债务覆盖水平来看，近年呈现稳中有增态势（见图18）。截至考察日，发债企业均未发生违约事件。



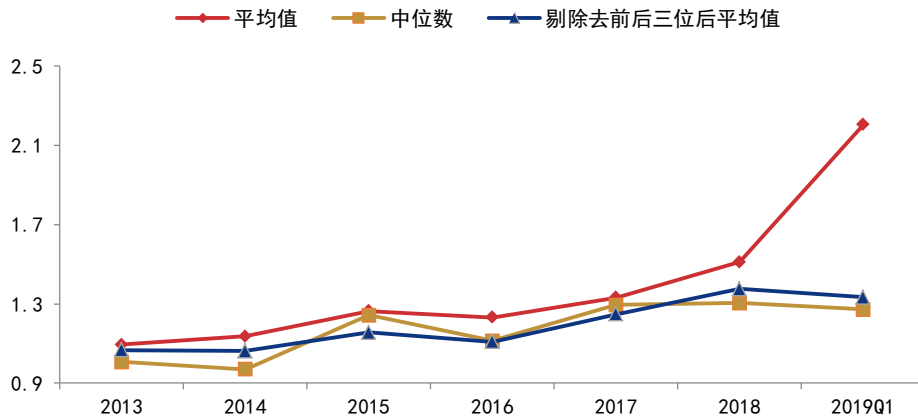


图 17: 发债企业平均速动比率变化 (倍)

资料来源: Wind资讯, 远东资信整理

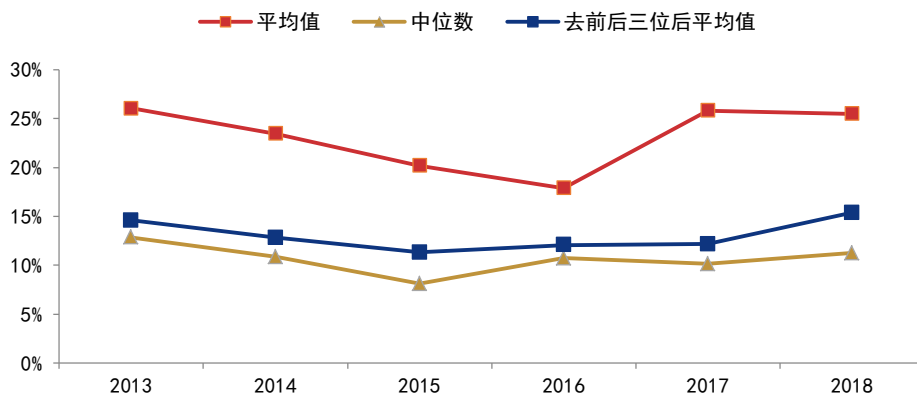


图 18: 发债企业 EBITDA 对带息债务覆盖水平变化

资料来源: Wind资讯, 远东资信整理

根据Wind资讯提供数据, 2018年末 EBITDA对有息债务覆盖水平偏低的4家样本企业分别为——苏州沙家浜旅游发展有限公司(1.96%)、武汉旅游发展投资集团有限公司(2.32%)、镇江市风景旅游发展有限责任公司(2.5%)、重庆旅游投资集团有限公司(4.17%)。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, 近年获得武汉市政府、东湖管委会等大力支持, 而且间接融资渠道畅通, 现有未使用授信额度达448.22亿元。截至考察日, 4家样本企业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呈现稳健增长态势, 旅游相关政策、交通设施等环境进一步改善, 居民消费需求将进一步多样化, 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，全域旅游等新兴模式进一步深入实践，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。

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。

从影响行业信用展望结论的风险因素看，需要关注宏观经济增速放缓对行业经济增长态势的影响，关注旅游目的地突发性事件等区域旅游的影响，关注旅游地产项目投资回收期较长对景区、酒店类旅游企业偿债能力的影响。

### 【作者简介】

简尚波，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余年的丰富经验，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。