

作者：简尚波
邮箱：research@fecr.com.cn

中外评级机构旅游企业评级方法比较研究

摘要

国内主要评级机构仅有联合、远东、大公、鹏元公布了旅游业、酒店业、休闲服务业企业评级方法，部分地映衬了我国旅游业债市规模还不大的现状。国际上，标普、穆迪分别制定的休闲与体育业、住宿与邮轮业等评级方法均涉及旅游业。

评级对象比较来看，各机构都涉及酒店业。不同方面，标普、穆迪以全球企业为对象，其中博彩、分时度假类企业等在我国境内不适用。国内机构评级对象适用国内的旅游服务企业。此外，各机构对评级对象的罗列显示，评级界对旅游业界定存在分歧。

评级思路比较来看，中外机构都遵循定量/定性结合、宏观/中观/微观结合等思路，通过组建评级要素，刻画企业信用风险，评定信用等级。从差异来看，国内机构较为关注政府等外部支持因素对旅游企业信用的影响。

评级要素方面，标普评级要素层次感清晰，覆盖宏观、中观到微观，国家风险、行业风险评估等较独特。穆迪评级要素结构简明，以微观要素为核心，偿债能力、盈利能力要素地位十分突出。国内机构对旅游企业定性分析较多、较全，强调企业所有制、政府和股东支持等内容，这与我国旅游业国情有关。

以发展眼光看，我国评级机构面临国际化机遇，客观需要建立全球旅游企业评级序列，需参考国际经验，进一步完善评级方法论，增强区域适用性，提高评级灵活性。鉴于旅游企业跨行业性、多样性、综合性、复杂性，评级要素设计需加强细分化，构建适用于不同信用风险层级、不同经营模式、经营业态的旅游企业主体信用评级标准。

相关研究报告：

- 1.《2019年4月中国休闲服务业债券市场盘点》，2019.06.04
- 2.《整体低风险与低利差并存——中国休闲服务业债券发行市场研究》，2018.03.29
- 3.《2019年旅游行业信用展望》，2019.03.15

一、概述

旅游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（国家统计局定义），具体包括旅游出行、旅游住宿、旅游餐饮、旅游游览、旅游购物、旅游娱乐、旅游综合服务等7类细分行业（详见国家统计局印发的《国家旅游及相关产业统计分类<2018>》）。旅游景区、酒店、旅行社构成现代旅游业发展的三大支柱。2018年，我国旅游业总收入达5.97万亿元，对GDP综合贡献达9.94万亿元，占GDP的11.04%。

尽管我国旅游业规模庞大，但旅游业债券市场规模不大，如以申万休闲服务业统计口径（包括景点、酒店、旅游综合、餐饮、其他休闲服务），截至2019年6月21日，我国休闲服务业存量债券有273只、余额1530.79亿元，仅占整个债市余额的0.17%。

相应地，国内评级机构只有部分机构（以下简称国内机构）公布旅游业企业评级方法——联合资信、远东资信发布了旅游企业评级方法，中证鹏元（原鹏元资信）发布了旅游细分行业——酒店行业企业评级方法，大公资信发布了休闲服务企业评级方法，其中包括旅游业。国际方面，标普、穆迪（以下简称国际机构）分别发布了休闲与体育业、住宿与邮轮业等涉旅行业（企业）评级方法。本文就以这6家评级机构有关旅游业企业的评级方法为比较对象，如表1所示。

表1：中外评级机构旅游业（企业）信用评级方法一览

评级机构名称	简称	评级方法名称	发布时间
联合资信评估有限公司	联合资信、联合	旅游行业企业信用评级方法	2017-12-13
远东资信评估有限公司	远东资信、远东	中国旅游行业企业信用评级方法	2019-03-08
鹏元资信评估有限公司（现名：中证鹏元资信评估股份有限公司）	中证鹏元、鹏元	酒店行业企业评级方法	2014-06-18
大公国际资信评估有限公司	大公资信、大公	大公休闲服务企业信用评级方法	2018-03-22
Moody's Investors Service（穆迪投资者服务有限公司）	穆迪	Global Lodging & Cruise Industry Rating Methodology（全球住宿与邮轮业评级方法）	2010-12-22
S&P Global Ratings（标准普尔全球评级有限公司）	标普	Key Credit Factors For The Leisure And Sports Industry（休闲与体育业评级要点）	2014-03-05

资料来源：各评级机构官网，远东资信整理

二、评级对象比较

具体来看，标普评级对象包括大部分收入来自酒店、分时度假运营、邮轮、主题公园和其他景点等（还包括博彩、体育、休闲用品制造等，不在本文研究范围）领域的发行人。穆迪评级对象涉及住宿与邮轮企业，穆迪将住宿企业定义为从拥有、管理或特许经营酒店客房中获得大部分收入的企业；将邮轮运营商定义为拥有和经营邮轮的企

业。其中，住宿企业类型包括：主要拥有和经营酒店、游轮的公司；主要管理和特许经营酒店的公司；仅特许经营酒店的公司；开发和出售度假所有权权益（分时度假）的公司。

联合资信、远东资信均以旅行社、酒店、旅游景区为评级对象。中证鹏元以酒店为评级对象。大公资信以休闲服务企业为评级对象，将休闲服务业界定为酒店业、餐饮业、旅游业（包括：景点景区、主题乐园、旅游服务、旅游综合）和其它（包括竞技赛事、文化演艺、博彩等）。此外，从区域特征看，标普、穆迪以全球企业为评级对象，联合、远东、鹏元、大公评级方法适用于国内企业。

综上所述，各机构的评级对象唯一共同点是都涉及酒店企业。从差异性看：（1）国际机构以全球企业为对象，我国机构明确适用于中国企业，反映出中国旅游企业运营环境的独特性，以及全球球统一的评级方法在中国境内的适用性问题。（2）国际机构评级对象具有较强多样性，包括酒店、主题公园等我国常见类型，也包括博彩、分时度假运营企业。分时度假是国外成熟休闲旅游地产发展模式，在我国仍处于起步阶段，博彩业在我国境内不合法。（3）对旅游或休闲业细分行业的划分存在分歧，如大公将酒店业与旅游业分列，联合、远东将酒店业纳入旅游业，标普的休闲与体育业涵盖博彩、分时度假模式。

上述评级对象的差异性有以下原因：（1）仅少量机构发布专门适用于旅游业（Tourism Industry）企业的评级方法。（2）中外旅游业发展存在差异性，发达国家旅游业发展更成熟、模式更多元，因而国际机构的评级对象更加综合、多元。（3）旅游业（或外延比旅游业更宽的休闲服务业）跨行业性、综合性明显，行业界定相对复杂。从我国来看国家统计局定义的旅游业，涵盖住宿餐饮、租赁与商务服务、文娱、零售、运输仓储邮政、水利水环境与公共设施管理等至少6个一级门类。

此外，在各机构的评级方法在企业的行业属性认定方面，有按营收、按利润进行界定的说法，而且存在绝对比重、相对比重之说，但都具有合理性。如远东资信界定旅游企业有3个标准：（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。而联合资信界定旅游企业标准为营业收入或利润总额50%以上来自于景区经营、旅行社或酒店餐饮业务。相对而言，远东资信在行业界定上，兼顾了绝对比重、相对比重等多种情形。

三、评级思路比较

标普针对休闲与体育企业，建立了以业务风险、财务风险、评级调整项为要素的评级框架，风险高低与评级序列高低相映射。（1）业务风险包括行业风险、国家风险、竞争地位三块。标普鉴于休闲与体育产业周期性风险和竞争风险，将其视为中等风险行业。在评估竞争地位时，标普特别强调市场地位、品牌或资产多样性以及运营效率。国家风险的提出，则反映了标普评级的全球化特点。（2）财务风险方面，标普考虑了企业的固定资本和营运资本强度。针对住宿业等固定资本密集型行业企业，重点放在补充比率上，例如自由经营现金流（FOCF）与债务比率、经营现金流（CFO）与债务比率。（3）评级调整项涉及多样化、投资组合效应、财务政策、公司治理等诸多定性因

素，以及资本结构、流动性等定量因素。

穆迪针对住宿与邮轮企业，设计了由规模与多样化、盈利能力、杠杆率和覆盖率、财务政策四个核心要素组成的评级框架体系。穆迪强调，其评级打分表格提供了住宿与邮轮企业通常情况下的主要评级要素，而非所有考虑因素的详尽列示。对于适用于各行业企业的常见重要因素例如管理质量和经验、公司治理评估以及财务报告和信息披露质量等，穆迪将其作为评级框架外的其他因素考虑。穆迪还强调，对企业的具体评级除了考察企业历史数据，也考虑对企业未来预期，因此评级结果不完全取决于评级打分表中的要素评分。

国内机构采取了宏观与微观相结合、定性与定量相结合的方式，从影响企业经营风险、财务风险等风险的要素入手，判断企业未来偿债能力和偿债意愿。其中：大公遵循偿债环境、财富创造能力、偿债来源、偿债能力四要素分析法，通过四步展开，包括：（1）测算偿债来源与财富创造能力的偏离度指数；（2）应用仿真模拟预测等技术测算企业债务安全度指数；（3）将偏离度指数/偿债能力安全度指数/行业风险指数结合测算企业初始级别；（4）调整初始级别得到本币主体级别。远东评级思路强调两大结合：宏观与微观相结合，分析宏观经济、区域经济和行业环境，确定业特有的经营风险评价要素，并考虑外部支持因素；定性与定量相结合，强调财务实力方面的定量分析，在定性分析基础上做有效补充。联合强调评级主要评价企业长期违约率大小，而这可用企业偿债资金来源对债务的保障程度及其可靠性度量，具体可从经营风险、财务风险刻度。联合的评级框架即以经营风险、财务风险为核心，在要素分析基础上，综合判断企业信用风险，给出信用等级。

综上所述，中外评级机构关于旅游企业评级思路的共同点在于，采取定性与定量分析相结合，通过组建评级要素体系，刻画企业信用风险，在要素分析基础上，考虑评级调整因素等，综合评定信用等级。从中外评级机构评级思路差异性来看，由于我国旅游业发债企业以景区经营类企业居多，而旅游景区类企业普遍具有国有企业属性，受政府等外部支持影响较大（政府从政策、资源等方面对重点旅游企业给予支持，而我国旅游业发债企业多属于行业内重点企业），因此国内机构较为关注政府等外部支持因素对旅游企业信用的影响。例如联合、远东均注重政府支持、股东支持对旅游企业的影响，重点分析支持的可能性及支持力度。大公关于休闲服务企业的偿债来源，提出了外部支持等六类来源。

从发展的眼光来看，评级行业双向开放的背景下，我国评级机构需要逐步加快国际化发展步伐从构建适用于全球旅游企业、建立全球统一的评级序列体系的角度，我国评级机构对旅游企业的信用评级，或将加强对定量因素评价的重视程度，其中部分原因在于，定量因素的可比性更强、透明度更高，更直观、直接反映企业的债务履约能力。

四、评级要素比较

评级要素是信用评级指标体系的组成要素，6家机构针对旅游企业的评级框架与思路存在异同，决定了其评级要素体系相应地存在异同。其中，国际机构来看（表2、表3），穆迪强调偿债能力、盈利能力在评级中的重要地位，定量分析色彩较浓；标普的评级要素从宏观到微观层次分明，与国内评级机构要素结构近似，但标普的业务风险要素与国内机构的评级要素显著不同。国内机构来看（表4），各机构共同关注宏观经济、区域环境、市场地位、品

牌、企业战略与管理、多样性或多元化、外部支持等，定性分析色彩较浓，该现象与我国旅游业的周期性、区域性、敏感性（易受外部变化影响）、行业竞争特征、外部支持影响大等有关。

（一）标普

表 2：标普休闲与体育企业评级要素结构

一级要素	二级要素
业务风险	行业风险、国家风险、竞争地位（包括盈利能力）
财务风险	会计和分析调整、现金流/杠杆分析
评级调整项	多样性/投资组合效应、资本结构、流动性、财务政策、管理和治理、可比评级分析、其他考虑因素

资料来源：标普官方网站，远东资信整理

第一大要素：业务风险，包括优秀、强、满意、一般、弱、脆弱共 6 级，通过行业风险、国家风险、竞争地位（含盈利能力，下同）3 个子要素评估。（1）行业风险方面，标普基于休闲和体育业的周期性风险 1 为“中等高”、竞争和增长趋势风险为“中等”，将休闲和体育业定位为“中等”风险行业。（2）国家风险方面，涉及公司运营所在国的经济风险、制度和治理有效性风险、金融系统风险以及支付文化或法律规则风险，标普认为国家风险评估是业务风险评估的关键因素。（3）竞争地位方面，从企业竞争优势、规模、范围和多样性、运营效率、盈利能力等方面考察。

第二大要素：财务风险，通过会计和分析调整、现金流与杠杆分析来评估。关于会计和分析调整，标普考虑对受评企业开展全球一致和可比较的财务分析，因此评级分析可能包括对公司财报的定量调整。现金流与杠杆分析包括核心比率（营运现金流<FFO>/债务、债务/EBITDA）、补充比率（通常用 EBITDA/利息支出）。核心比率方面，参考标普 2019 年 4 月发布的《公司方法论：比率与调整》（Corporate Methodology: Ratios And Adjustments）执行。补充比率方面，标普通常用 EBITDA/利息支出作为补充比率，尤其适用于核心比率偏高或偏低的情形。而当核心比率适中或略高时，采用其他指标作为补充比率，根据具体企业性质而定，其中：针对主题公园和其他旅游景点，考虑到景点的维护资本支出相对较高，使用自由经营现金流（FOCF）/债务作为补充比率。针对酒店企业，鉴于其在装修和其他投资方面产生支出，同样使用 FOCF/债务作为补充比率。

第三大要素：评级调整项。如表 2 所示，有 7 个子项，参照标普 2013 年 11 月发布的《公司方法论》（Corporate Methodology）标准执行。其中：**（1）多样性/投资组合效应**适用于多业务运营的集团公司，该要素旨在衡量多元化效应或投资组合效应如何改善此类公司在启动调整项之前所锚定的评级。**（2）资本结构**通过分析及与债务相关的货币风险与利率风险、债务到期情况、与债务相关的利率风险、投资等进行，评估结果分为非常积极、积极、中性、消极、非常消极 5 个等级。**（3）流动性**侧重评估现金的来源和用途，标普认为这是公司流动性缓冲的关键指标，具体

¹ 标普认为，一个行业的周期性水平越高，经营该行业的实体信用风险就越高。标普统计得出，与其他行业相比，休闲与体育业在收入方面表现出“中等”周期性，在盈利能力方面表现出“中等高”周期性。

包括评估公司违反与 EBITDA 下降相关的契约测试的可能性、公司与银行关系、公司在信贷市场的地位等。(4) **财务政策评估**是衡量所有者/管理层决策能够在多大程度上影响公司财务风险状况的可预测性，其评估作用是在现金流/杠杆率、资本结构和流动性分析中的标准假设得出结论之外，完善公司风险的观点。(5) **管理和治理分析**阐述了管理层的战略能力、组织有效性、风险管理和治理实践如何塑造发行人在市场上的竞争力、金融风险管理的实力和治理的稳健性。(6) **可比评级分析**反映了对评级结果进行“微调”的必要性，其中包括对企业独立信用风险状况的全面审查，进而提高或降低原锚定的级别。

(二) 穆迪

第一大要素：杠杆率和覆盖率 (Leverage & Coverage) 占 45% 权重，是穆迪认为的关键评级因素，因为该要素衡量融资风险，是反映发行人财务弹性的有力指标，具体包括以下 3 个子要素。(1) **留存现金流/净债务 (RCF / Net Debt)**：作为反映公司财务弹性的指标，穆迪认为其衡量了在满足所有本期固定现金支出（包括股息）后偿还债务的速度。此外，留存现金流的绝对水平是一家公司满足营运资本、维护、资本和投资支出需求能力的指标。(2) **债务/息税折旧及摊销前利润 (Debt / EBITDA)**：体现债务占公司息税折旧及摊销前利润的倍数。这个指标衡量的是一家公司从未来的经营收益中借款的程度。倍数越高表明偿还债务需要更长的营业利润期。(3) **息税前利润/利息 (EBIT / Interest)**：衡量发行人偿付借款成本的能力。

第二大要素：盈利能力 (Profitability) 占 25% 权重，穆迪认为，住宿与邮轮业中的大多数公司通常将其现金流的 100% 或更多用于资本支出、投资或股东回报，因此利润率和回报率是衡量当前投资的未来运营绩效的重要指标。该要素包括两个子要素。(1) **息税前利润/净收入 (EBIT / Net Revenues)**：在穆迪看来，企业的息税前利润/净收入在以往经济周期中的历史变化，并结合企业商业模式和行业前景考虑，有利于我们预期该指标的未来变化。穆迪认为，与拥有并管理酒店特许经营权的酒店运营商相比，纯粹的特许经营商的运营费用没有前者显著，因而息税前利润/净收入将要高得多。(2) **息税前利润/平均资产 (EBIT/Average Assets)**：衡量企业在资产基础上产生回报的能力。穆迪认为，由于收购活动、折旧和商业模式导致报告账面价值与实际价值存在差异，因此该比率的使用有所减少。但是，绝对回报及其历史趋势提供了关于企业未来盈利潜力预测的参考数据，因此穆迪在评级中给予审查。

第三大要素：规模和多样化 (Scale & Diversification) 占 15% 权重，穆迪认为其体现企业分销、品牌认可和竞争地位。扩大规模意味着更高的品牌认知度、更广泛的地域多元化以及整合能力，考虑到住宿企业空间布局的分散性，该指标具有重要性。规模使公司能够更好地控制其分销渠道，建立更强大的市场地位，实现规模优势。

第四大要素：财务政策 (Financial Policy) 占 15% 权重，评估战略和财务决策对未来债务信用质量的预期影响。穆迪认为，这对住宿和邮轮行业企业尤为重要，因为恐怖主义事件或健康威胁等外部事件风险可能对收入产生负面影响。该评级因素的特定关注领域包括管理层的财务纪律、对评级的承诺、运营和执行业务计划的跟踪记录以及股息和股票回购的通常做法。

表 3：穆迪全球住宿与邮轮业信用评级要素结构

一级要素	二级要素	二级/一级要素权重
规模和多样性（15%）	净收入	5%
	总资产	5%
	全系统客房数或邮轮泊位数	5%
盈利能力（25%）	息税前利润/净收入	12.5%
	息税前利润/平均资产	12.5%
杠杆率和覆盖率（45%）	留存现金流/净债务	15%
	债务/EBITDA	15%
	EBIT/利息	15%
财务政策（15%）		15%

资料来源：穆迪官方网站，远东资信整理

综合比较来看，两家国际评级机构针对旅游企业的评级要素各具特点。标普的休闲与体育企业评级要素层次感清晰，覆盖了宏观到中观、微观各个层面。宏观层面，对国家风险给予了重视，体现了其全球化评级的特点。中观层面，从与其他行业比较的角度，对休闲与体育行业风险进行度量，评估为中等风险，为对具体企业评级提供条件。穆迪的住宿与邮轮企业评级要素结构简明，相对于标普评级要素的层次感而言，穆迪评级要素以微观分析为核心。而且穆迪的评级要素结构一大突出特征，是偿债能力、盈利能力定量分析在评级要素体系中占据主体地位，二者在评级打分表中合占70%的权重。

从两家国际评级机构评级要素共同关注点来看，二者都重视偿债能力分析要素的重要性，标普将债务/EBITDA、运营现金流/债务作为衡量财务风险的核心指标，穆迪赋予债务/EBITDA等杠杆率和覆盖率指标合计45%的权重。二者都包含盈利能力分析要素，穆迪将其作为一级要素，给予25%权重，标普将盈利能力作为三级要素，纳入一级要素——业务风险的子要素——竞争地位要素项下，因此盈利能力要素地位较弱。在盈利能力具体分析上，标普采取盈利水平及其波动性相结合，即以动态、静态指标结合的方式进行判断，而穆迪通过息税前利润/净收入、息税前利润/平均资产两大相对数指标予以判断。在定性要素方面，二者都包含了多样化、财务政策等内容。二者均认为财务政策反映决策层（管理层、控股股东等）对风险的偏好程度，从而财务政策变化将影响财务风险变化。二者都关注旅游企业在市场空间布局等方面的多样化，其中，标普在评估休闲与体育公司的规模、范围和多样性时，特别强调区域市场的多样性程度，以及品牌、资产或细分市场的集中度。

（三）国内评级机构

国内机构对于旅游企业的评级要素，总的来说，可划分为定性要素与定量要素两大板块，或者说，可以划分为经营风险评估要素、财务风险评估要素两大板块，详见表4。

1. 定性要素

涉及宏观、中观、微观三个层次，各家机构的关注点梳理如下。

宏观层面，关注宏观（含全国性、地区性）经济、金融、政策法律等环境。联合关注 GDP 增长、人均可支配收入变化、高收入人群变化等（联合将宏观经济对行业的影响，纳入一级评级要素——行业分析之下，实为宏观层次的定性分析）。远东还关注人口数量与结构、汇率波动、宏观经济政策、居民节假日数量及分布、外部突发事件等。鹏元关于酒店企业的经营环境，涉及区域经济状况及旅游环境、经营区域内竞争，区域经济状况及旅游环境带有宏观分析特点。大公的主体评级要素中，一级要素——偿债环境包括政治法律环境、信用环境，二级要素——财富创造能力包括市场需求要素，关注 GDP、人均可支配收入、消费者信心指数等宏观指标。国内机构列示的宏观层面的评级要素，是我国旅游业顺周期性、区域性、季节性、敏感性等行业特征的反映。

中观层面，关注旅游业本身。其中，联合从产业政策、行业地位、行业竞争、行业环境风险、行业发展等角度展开。远东按照行业供需、行业竞争、行业政策三个维度展开。两机构共同关注行业政策，体现了对旅游业敏感性（对政策、自然等环境变化高度敏感）特征的重视；共同关注行业竞争，涉及产业集中度、进入退出壁垒等。

微观层面，关注企业基础素质、企业运营与管理、外部支持等。联合从企业基础素质、企业经营与管理等维度展开微观分析，其中基础素质关注到了企业所有制性质、景区资源、外部支持、企业规模及产业链，企业经营关注运营基本情况（业务构成/经营稳定性/经营权/经营模式/市场占有率等）、价格、成本控制。远东从企业运营、管理与战略、外部支持等角度展开，企业运营涉及规模和市场地位、服务质量、多元化、经营权、品牌实力等内容。鹏元从业务多样性、竞争地位、战略规划、管理水平、公司治理等方面展开对酒店企业的微观考察。

值得指出的是，与国际机构的评级要素结构不同，国内机构对旅游企业的定性分析内容相对较多、较全，尤其国内机构强调了企业所有制性质、政府和股东提供的支持等内容，这与中国旅游业发展的国情有关。我国景区、旅行社类旅游企业以国有企业为主，不少企业的发展对地方政府有明显的依赖性，获得地方政府包括财政补贴、土地划拨等多方面的支持，尤其一些景区企业不仅经营景区综合服务，而且承担旅游资源项目开发，项目投资回收期较长，前期需要大量资源投入，获得地方政府提供的土地、财力等资源支持。

2. 定量要素

定量要素即财务分析要素，国内机构的定量要素具有较强相似性，涉及会计信息质量、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流和偿债能力、其他重大问题（或称或有事项）等。

其中，盈利能力关注营业收入增长的可持续性、旅游资源要素价格、成本费用控制、细分行业构成（不同行业毛利率差异明显）等方面，认为盈利稳定的企业具有较强持续经营能力，可对债务偿还形成保障，具体关注期间费用率、销售毛利率、净资产收益率、总资产报酬率等财务指标。现金流和偿债能力关注未来经营性现金净流入的稳定性和可预测性、经营性现金净流入对利息支出的保障程度，强调偿债能力分析是信用评级的关键，具体关注 EBITDA、总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数、经营性现金流量净额/EBITDA 等。

各家评级机构在分析财务要素时，考虑了旅游企业的财务特点。例如，联合资信在分析旅游企业偿债能力时，针对景区经营企业和酒店类企业，投资规模一般较大，投资回收期长，通常长期债务占比高，因而偿债指标重点考察景区和酒店的获现能力对债务本息的覆盖程度、债务偿还期限分布与景区及酒店建设投资匹配程度等。中证鹏元

关于酒店资产规模及质量分析,由于酒店企业资本结构中固定资产比重较大,存货很少,因此分析酒店资产质量时,着重考察固定资产质量,并注重长期待摊费用摊销及无形资产计价和摊销。远东资信关于旅游企业盈利能力方面,针对一些旅游景区、酒店等旅游企业获得财政补贴等营业外收入的情形,认为需关注获得的可持续性。对于影响盈利能力的旅游要素价格,认为需关注定价方式、旅游淡旺季价格差异及其变化等。

表 4: 国内评级机构的旅游企业评级要素结构

联合资信 (针对旅游企业)	远东资信 (针对旅游企业)	中证鹏元 (针对酒店)	大公资信 (针对休闲服务企业)
一、经营风险评价要素 行业分析 宏观经济对行业的影响、产业政策、行业地位、行业竞争、行业周期性和季节性、行业环境风险、行业政策 企业基础素质 区域环境、企业所有制性质、景区资源情况、企业规模及产业链、外部支持 企业管理 公司治理、管理水平、安全保障及管理 经营分析 近年业务运营状况、价格形成机制成本控制 未来发展	一、宏观及区域环境 宏观环境、区域环境	一、经营环境 区域经济状况及旅游环境、经营区域内竞争	一、偿债环境 政治法律环境、信用环境 (信用供给、信用关系)
	二、行业环境 行业供需、行业竞争、行业政策	二、业务的多样性 酒店业务经营模式、业务多元化	二、财富创造能力 市场需求 (消费半径、消费规模)、产品与服务竞争力 (产品或服务的品质、产能、销售)、盈利水平 (营业收入、销售毛利率、总资产报酬率)
	三、企业运营 规模和市场地位、服务质量、多元化、经营权、品牌实力	三、竞争地位 品牌影响力、增长能力、市场份额	三、偿债来源 第一偿债来源 (经营性现金流净值/流动负债)、第二偿债来源 (流动比率)、第三偿债来源 (资产负债率、调整项: 债务结构分析)
	四、管理与战略 管理素质、发展战略	四、战略规划	四、偿债能力 存量债务偿付能力、总债务偿付能力、新增债务偿付能力
	五、财务分析 会计信息质量、资本结构、资产质量、盈利性、现金流分析、财务弹性、或有事项	五、管理水平	
	六、外部支持分析 政府支持、股东支持	六、公司治理	
二、财务风险评级要素 财务信息质量 资产质量 资本结构 盈利能力 现金流和偿债能力 其他重大问题		七、资产规模和质量分析	
		八、盈利能力分析	
		九、财务安全性分析	
		十、现金流分析	

资料来源: 各机构官方网站, 远东资信整理

六、研究启示

目前中外评级机构针对旅游业企业建立评级方法的还不算多, 而且评级方法名称不统一, 评级对象界定标准不

统一,表明评级业界对旅游企业评级的重视程度有待提升,一定程度上也映衬了旅游企业债券市场规模不大的现状。近年来,全球旅游业取得快速发展,全球评级业界还需加强对旅游业评级方法研究力度,增强信用评级服务旅游业债券市场发展的能力。

展望未来,随着“一带一路”建设为标志的全面对外开放深入推进,我国评级机构需要加快走出去步伐,客观上需要建立全球化的评级序列体系,标普、穆迪等国际评级机构有关旅游企业的评级方法体系具有较强的参考价值,但也需要增强评级方法在全球范围的适用性,提高信用评级对于旅游业发债企业信用风险的甄别能力。全球评级机构还需在统一全球评级标准与提高标准使用的灵活度、增强标准在各国(地区)的适应性方面求得更高层次上的矛盾均衡。

在完善旅游企业评级方法方面,国内评级机构还需进一步加强对旅游行业标准、行业政策、企业经营和财务特征等的认识,增强评级方法对旅游企业的适用性、针对性。鉴于旅游企业的跨行业性、综合性、复杂性,评级方法在要素设计上,还需增强要素的细分程度,构建适用于不同信用风险层级、不同经营模式、经营业态的旅游企业主体信用评级标准。

【作者简介】

简尚波，上海财经大学经济学硕士，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

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。