

作者：简尚波

邮箱：research@fecr.com.cn

上半年休闲服务业债券市场运行解读

摘要

2021年上半年，申万休闲服务业企业累计发行债券352.97亿元，同比下降62.23%，且发行主力券种从上年同期以短融为主转变为以一般中票为主，原因主要与新冠肺炎疫情及其防控政策变化有关，也与融资环境边际收紧等有关。休闲服务业债券发行市场规模虽小，但整体信用风险相对其他行业偏低、信用利差居中，对于风险保守型投资者投资选券具有参考意义。

2016年以来，历年上半年休闲服务业发债企业主体评级分布稳定以AA（含）以上高等级为主，且高等级主体数量占比变化以提升为主。其中，2021年上半年对比2020年同期，低于AA的发债企业未再出现，或受信用评级监管趋严、融资状况边际收紧等环境影响。

从截至2021年6月底存量休闲服务业债券有评级数据的63家企业的主体评级及展望来看，60家企业主体评级BBB+到AAA不等，均展望稳定；3家企业主体评级分别为AA、A、BBB，展望均为负面，表明发债企业信用质量总体上保持稳定。本文重点针对低等级、展望负面企业状况展开介绍。

从影响休闲服务业债券市场发展和发行人信用状况变化的外部环境来看，本文重点关注到：全球整体疫情依然严峻，国内疫情防控局势整体稳定；国内旅游业持续复苏；政策赋能旅游业高质量发展等因素。

相关研究报告：

1. 《2021年中国旅游行业信用展望》，2020.02.03
2. 《“新冠”无情，政策暖心——各地扶持中小旅游企业打赢“抗疫”战分析》，2020.03.03
3. 《2020年中国旅游行业信用展望》，2020.01.15
4. 《利率走势企稳回升，信用质量高度稳定——2019年三季度中国休闲服务业债券市场分析》，2019.10.08

休闲服务业债券市场相对于金融债、地方债市场，以及建筑装饰、综合、交通运输等行业债券市场而言，明显属于小型债券市场。但该市场整体信用状况稳定，长期以来不曾发生违约¹等特点，使其成为可供风险保守型投资者投资交易的参考券种之一。本文聚焦2021年以来休闲服务业债券市场变化，侧重从包括发行情况、信用状况等变化特点以及影响市场后续变化的外部环境等角度做了分析解读，拟供投资者等有关各界阅读参考。

一、发行规模边际锐减

2021年上半年（下称上半年、2021H1），申万休闲服务业企业累计发行债券69只、352.97亿元，发行主体有31家。图1显示，上半年旅游业发债金额同比（934.54亿元）下滑62.23%，较2019年同期增长6.78%，大致与2016年、2019年发行量级相当。上半年休闲服务业债券发行规模锐减，原因包括新冠肺炎疫情及其防控变化等方面。

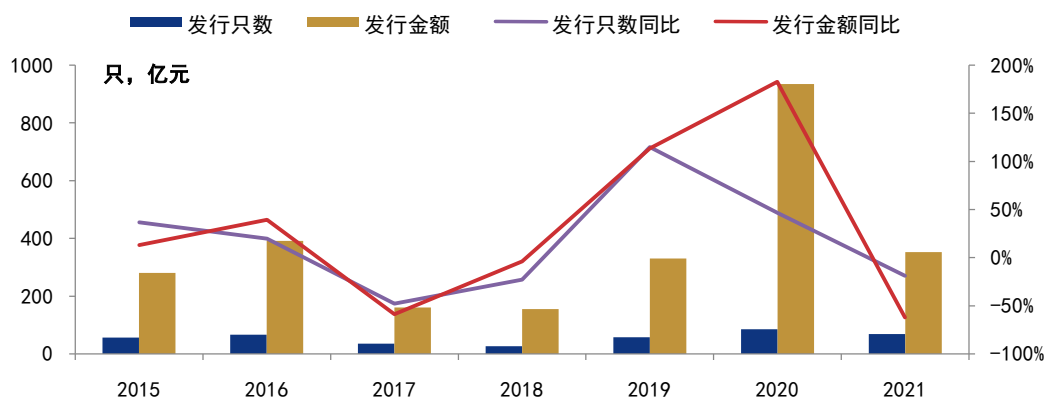


图1：历年上半年休闲服务业债券发行规模

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2020年上半年，为了有效防控新冠肺炎疫情，文旅部制定政策，暂停旅行社及在线旅游企业出入境团队旅游及“机票+酒店”业务，意味着跨省旅游、国际旅游暂停。直至2020年7月，文旅部发布《关于推进旅游企业扩大复工复产有关事项的通知》，提出要恢复跨省（区、市）团队旅游。受疫情及其防控举措影响，2020年上半年休闲服务业34发债企业之中，有数据可查的33家的营业收入合计同比下降43.16%、经营性现金净流量由正转负，而工资等刚性支出加剧流动性紧张。在2020年“引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿元”等宽信用政策支持下，发债休闲服务企业普遍通过短期融资券等债务融资以缓解流动性压力，2020年上半年休闲服务业债券发行额中的短融券发行额占比达到69.77%。以中国旅游集团为例：2020年上半年，中国旅游集团实现营业收入232.93亿元，同比下降34.57%；经营活动现金净流量(约为-13.0亿元，而2019年上半年为10.94亿元)状况变差。为了补

¹ 2015年4月，餐饮企业北京湘鄂情股份有限公司（现名中科云网科技集团股份有限公司，所属行业由餐饮业变更为互联网和相关服务）的“12湘鄂债”因未能及时足额偿付利息及回售本金构成违约。除此之外，申万休闲服务业债券市场迄今未发生违约事件。

充营运资金和偿还到期借款等目的，2020年上半年，中国旅游集团发行超短融券合计55亿元，占该集团2020年上半年发行债券金额的52.38%。

到2021年上半年，在国内疫情控制稳定、国民经济持续恢复整体环境下，随着国内旅游市场逐渐恢复，发债旅游业经营状况边际改善，但仍未恢复至疫情前水平²。加之整个融资环境从加杠杆向稳杠杆转变（参见远东资信文章《以信息披露为核心，提升公司债券运作市场化效率——公司债券审核、信息披露新规点评》）的影响，上半年我国休闲服务业发债企业融资规模同比锐减，而且按发行金额统计的券种结构也从以短融为主转变为以一般中票为主（见图2、图3）。

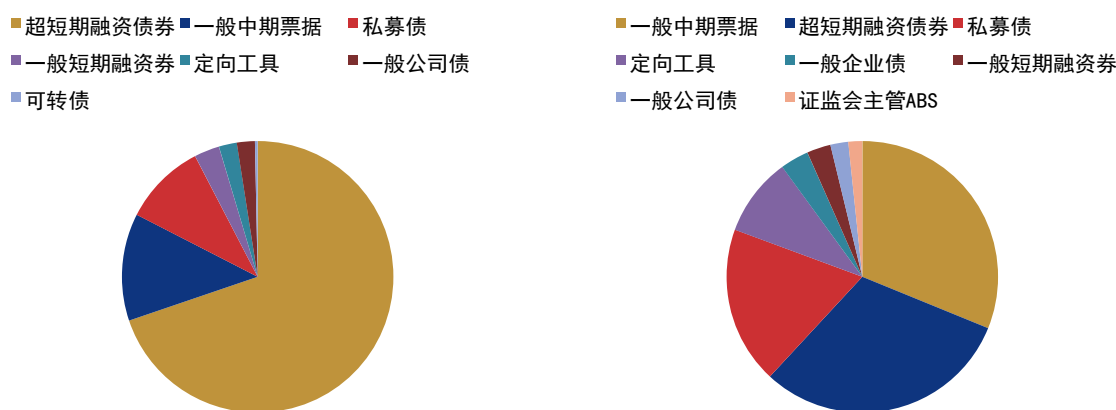


图2：2020H1 休闲服务业债券融资券种结构（单位：亿元） 图3：2021H1 休闲服务业债券融资券种结构（单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

上半年，休闲服务业债券发行额仅占同期申万金融、非金融各行业债券发行总额的0.18%，以及申万非金融行业债券发行总额的0.59%。从与实体经济领域其他行业比较，上半年休闲服务业债券发行额仅分别相当于建筑装饰、综合、公用事业、交通运输行业债券发行额的2.17%、2.89%、4.45%、4.54%，这与我国旅游业（休闲服务业细分行业之中，主体部分是旅游业）占据国民经济重要地位（如2019年中国旅游业综合贡献占GDP总量11.05%）的特征显著不匹配，而这背后有各行业集中度、运营模式存在差异等因素，可能反映了我国休闲服务业经营规模普遍较小，而大企业普遍获取外部支持力度大或其他融资渠道畅通、发债意愿不强等现实。

二、主体等级边际提升

图4显示，近年以来，历年上半年休闲服务业发债企业主体评级分布稳定地以AA（含）以上高等级为主，且高等级主体数量占比变化以提升为主。其中，2020年上半年，受疫情影响下的信用宽松政策影响，休闲服务业债

²限于数据可得性，本文从31家2021H1发债的休闲服务企业中找到18家样本统计发现，其2021年一季度营收合计值同比增长26.03%，但仅恢复至2019年同期50.36%的水平。

券发行市场出现了AA-、BBB+评级的发行人；AA、AA+、AAA发行人数量分别占有评级的发行人数量的6.25%、28.13%、59.38%。AA（含）以上发行人占比93.75%，明显较上年同期（96.3%）回落。相比2020年上半年，今年上半年31家休闲服务业发债主体之中，有数据可查的28家主体评级分布在AA、AA+、AAA三类等级，占比分别为6.25%、28.13%、59.38%，AA-（含）以下主体没有出现，或受信用评级监管趋严、融资状况边际收紧等环境影响。

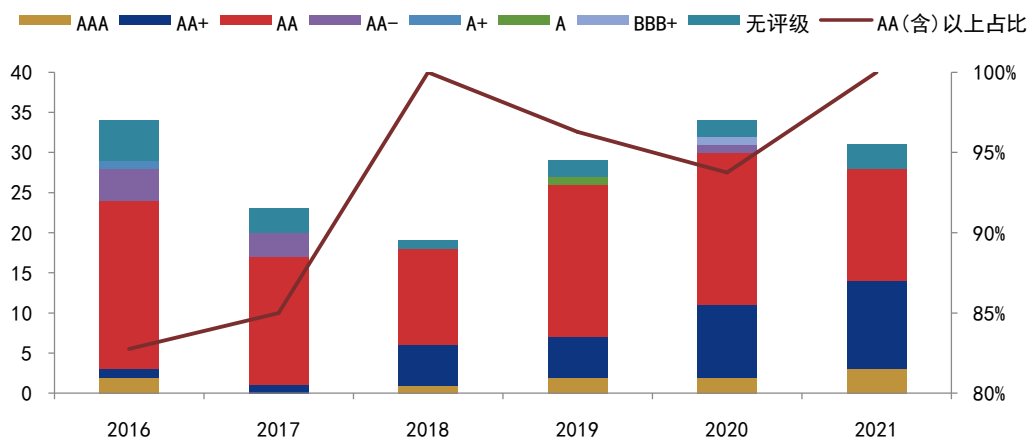


图4：历年上半年休闲服务业发债主体评级分布（单位：家，百分比）

注：按历年6月底最新主体评级统计。AA（含）以上占比统计不含无主体评级发行人。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从上半年31家发债企业属性特征来看，30家为国有企业，实际控制人以地方国资委居多；中国希格玛有限公司1家为民营企业。对比来看，2020年上半年34家发债企业，有32家为国有企业，实际控制人以地方国资委居多；2家为民营企业。

三、评级展望以稳定为主、负面为辅

截至2021年6月底（考察日），国内存量休闲服务业债券发行人合计74家。其中，评级机构给出了63家企业的主体评级及展望，60家企业主体评级BBB+到AAA不等，均展望稳定；3家企业主体评级分别为AA、A、BBB，展望均为负面，表明发债企业信用展望总体上保持稳定。74家企业中，国有企业68家，实际控制人以地方政府、地方国资委较为普遍，中旅集团系国务院国资委直属中央国企；民营企业、其他企业6家。这些企业普遍系所在地区旅游业资源开发、运营等领域重要企业，拥有5A级景区、5星级酒店等优势旅游资源。

Wind 资讯统计显示，这74家发行人之中，截至今年3月底，41家有财务信息披露的企业资料显示，其资产负债率中位值为61.25%，29家企业（占样本的70.73%）资产负债率低于70%，债务杠杆总体适中稳健。截至3月底，这41家企业资产合计值较2020年末增长7.36%。

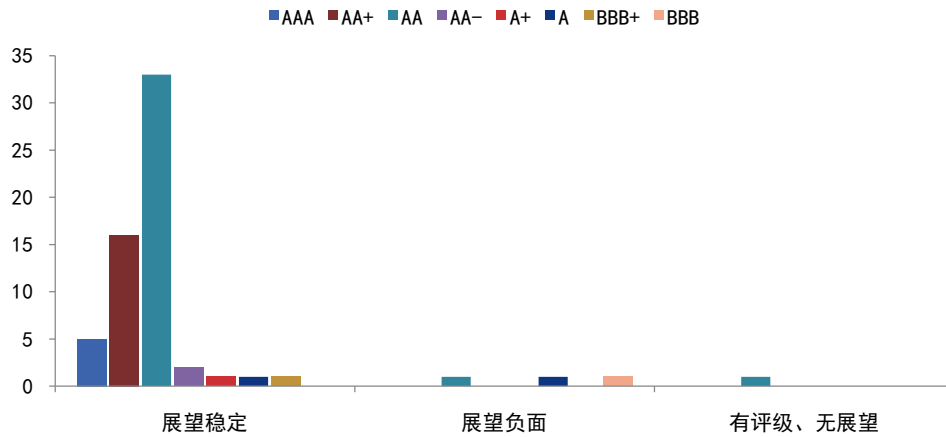


图5：考察日存量休闲服务业债券发行人主体评级及展望分布（单位：家）

注：不含没有主体评级的债券发行人。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

截至考察日，全体存量债券均没有发生过违约事件，反映了休闲服务行业低风险特点。如与其他行业比较，近年以来，休闲服务业债券稳定地属于具有低信用风险、中等信用利差的一类券种。图6显示，休闲服务业在申万各行业信用利差中居于中游，而且利差水平大致呈现上升态势，从2016年底的138.32BP递增至2021年3月底的359.63BP，这与各行业信用利差曲线普遍上行的大环境有关，也反映了近年旅游行业发展形势变化。图7则显示，休闲服务业在27个申万一级行业之中，违约事件数量（2015年4月，“12湘鄂债”发生一起违约）居于最低水平。

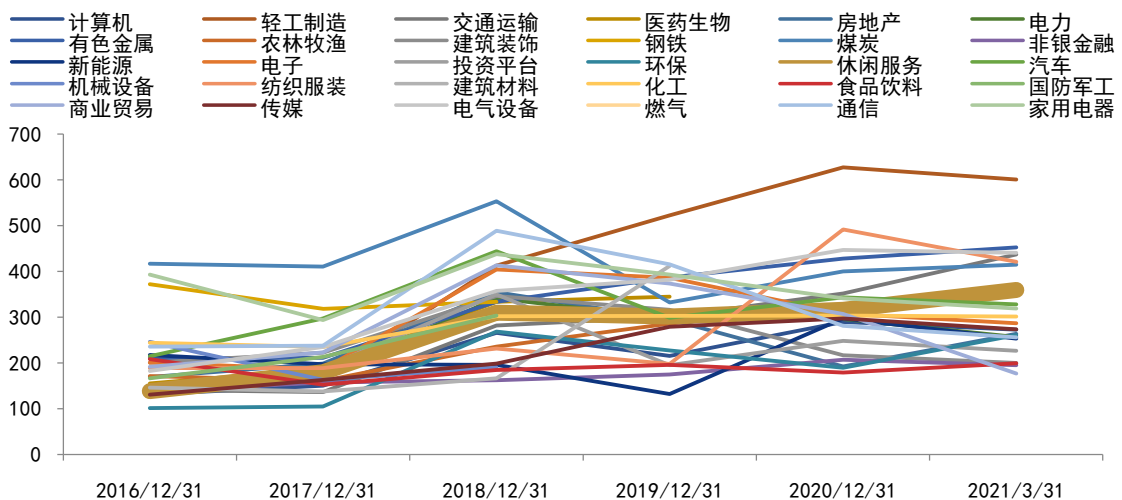


图6：AA级各类产业债兴业研究信用利差中位数（单位：BP）

注：较粗的线条是AA级休闲服务业债券信用利差中位数曲线。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

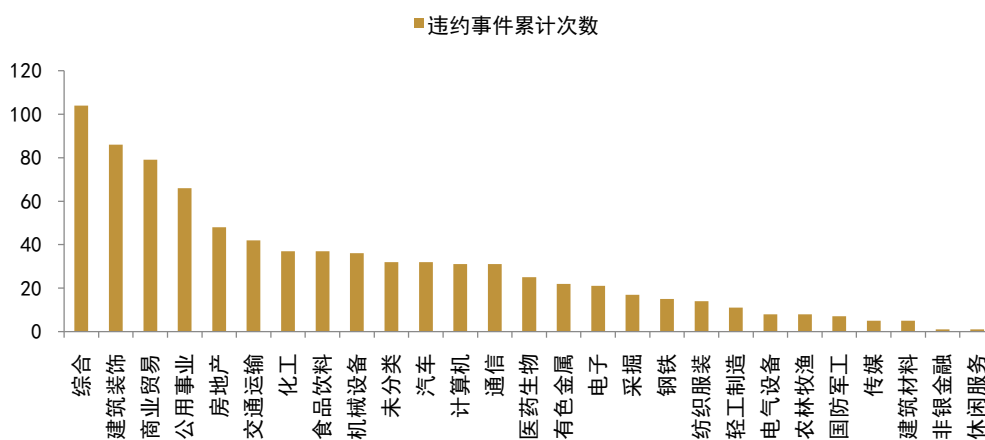


图 7：2014 年截至 2021 年 6 月底各行业债券累计违约次数（单位：次）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

以下针对截至考察日存量休闲服务业债券发行人之中，评级展望虽稳定但级别相对较低，以及评级展望为负面企业信用相关状况做具体介绍。

长兴仙山湖旅游投资开发有限公司成立于 2006 年，现有注册资本 3000 万元，由长兴文化旅游发展集团全资控股，经营范围涉及景区管理、酒店管理、住房租赁、日用品销售等诸领域。Wind 资讯显示，该公司 2020 年末总资产 12.52 亿元，同比增长 11.25%，资产负债率 81.05%，速动比率为 1.9。该公司 2020 年度营收 1.03 亿元，同比增长 139.53%，表明营收状况在疫情影响下仍然高速增长；2020 年度亏损 0.05 亿元，EBITDA/带息债务为-0.0045。2021 年 6 月，中证鹏元维持该公司主体评级为 BBB+，且展望稳定。截至考察日，中证鹏元维持该公司发行的绿色项目收益专项公司债“G20 仙山”评级为 AA+。

重庆旅游投资集团有限公司是在原重庆交通旅游投资集团旅游板块基础上，于 2011 年 7 月组建成立的重庆市属旅游投融资集团，负责全市重要旅游资源投资、开发、经营管理，目前形成景区、酒店、游轮、旅行社、智慧旅游等核心产业空间布局，年服务 1000 多万海内外游客。该公司股东为重庆渝富控股集团有限公司，实际控制人为重庆市国资委。Wind 资讯显示，截至 2021 年 3 月底，该公司资产总计 203.33 亿元，较 2020 年末微降 0.03%；资产负债率 75.08%，较 2020 年末略升 0.35 个百分点；速动比率为 1.81。2021 年一季度，该公司实现营收 2.56 亿元，同比增长 85.66%，较 2019 年一季度下降 35.34%，两年平均下降 19.59%，营收状况仍有待恢复。2021 年 6 月，中诚信国际将该集团主体评级定为 AA，展望负面，其主要考量因素包括 2020 年公司收入和利润受新冠肺炎疫情影响大幅下滑、债务规模继续上升且负担较重、资金被占用规模较大等。

众信旅游集团股份有限公司是中国最大的出境游运营商之一，主营出境旅游、商务会奖旅游等业务。据该公司业绩预告，受新冠病毒疫情影响，公司及相关产业链复工延迟，对公司生产和销售产生较大不利影响，预计 2021 年上半年归属于上市公司股东的净利润为亏损 1.2-1.8 亿元，2020 年同期则亏损 1.76 亿元。今年 6 月，联合资信将该公司主体评级由 AA-下调为 A，展望负面。根据联合资信评级报告，众信旅游集团出境游尚未恢复，以及国内游

业务开拓方面的支出和日常经营性成本的刚性支付等因素，使得公司资金压力有所加大，整体债务负担重，本部存在较大的短期偿付压力。而且境外疫情仍未得到有效控制，公司出境游业务恢复存在不确定性。此外，国内旅游行业竞争激烈、实际控制人股权质押比例高、公司再融资能力受限等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

凯撒同盛发展股份有限公司原名海航凯撒旅游集团股份有限公司，经营出境旅游、航空、铁路配餐等业务，旗下旅行社拥有覆盖全球多个国家和地区、服务于不同人群的高端旅游产品。Wind资讯显示，该公司2021年一季度实现营业总收入2.40亿元，同比下降67.91%；季末总资产44.51亿元，同比下降28.75%；季末总负债32.51亿元，同比下降12.43%；季末资产负债率73.04%，速动比率约为1.0。Wind资讯显示，根据该公司业绩预告，2021年上半年归属于上市公司股东的净利润预计为亏损1.3-1.7亿元。2021年5月，中诚信国际维持该公司主体评级为BBB，展望负面。根据中诚信国际评级报告，中诚信国际肯定了公司品牌知名度高、上游旅游资源较为丰富、配餐业务仍保持一定市场竞争力等优势对公司整体信用实力的支持。同时，中诚信国际关注到该公司第二大股东纳入破产重整对该公司影响存在较大不确定性、第一大股东股权质押比例较高、对外投资规模大且关联交易多、2020年公司收入利润大幅下滑、财务弹性很弱且面临持续的资金周转压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

四、市场发展环境与形势

休闲服务业债券市场运行环境、信用状况变化与行业发展环境与形势密切相关。由于休闲服务业涵盖景区、酒店、餐饮、其他休闲服务，明显以旅游业为主体部分，以下侧重分析我国旅游业发展环境与形势。

（一）全球疫情形势依然严峻，国内疫情防控局势总体稳定

根据 Worldometer 实时统计数据，截至北京时间7月28日6时30分，全球累计确诊新冠肺炎病例1.96亿例，全球单日新增确诊病例62.48万例，美国、印尼、印度、巴西、伊朗是新增确诊病例数最多的5个国家。其中，美国日增确诊病例超8.5万例，新冠疫情再度“失控”。尽管全球疫苗研发、生产和接种整体持续推进，但新冠病毒变异、疫苗分配不均及其部分疫苗有效性不足、部分地区疫情防控政策不力等问题，导致全球疫情形势依然严峻。

受新冠疫情影响，据联合国世界旅游组织（UNWTO）报告，由于广泛旅行限制和需求大幅下降，2020年国际游客同比下降74%，其中，亚太地区的国际入境人数减少84%，即减少约3亿游客。另据联合国贸易和发展会议（UNCTAD）和UNWTO共同发布报告，2021年国际旅游人数预计停滞不前，国际旅游业最高可损失2.4万亿美元。本文认为，在全球疫情形势依然严峻的局面下，国际航班恢复、“疫苗护照”等利好因素不足以推动我国出入境旅游业走出全球疫情阴影，实现恢复发展，近期我国旅游业发展仍将依赖于“内循环”即国内旅游运营的支撑。

从国内来看，疫情防控局势总体保持稳定，目前接种疫苗剂次突破10亿次，不过境外输入疫情和本土疫情在局地时有发生，疫情防控仍然不容松懈。据国家卫健委信息，7月27日，31个省/自治区/直辖市和新疆兵团报告新增确诊病例86例，其中境外输入病例31例（云南占16例），本土病例55例（江苏48例，四川3例，辽宁2例，云南2例）；截至7月27日24时，现有确诊病例862例（其中重症病例22例），累计报告确诊病例92762例，现有疑似病例4例。累计追踪到密切接触者107.89万人，尚在医学观察的密切接触者11794人。相较于全球疫情

主要是海外疫情严峻局势，国内疫情防控局势稳定，疫苗生产体系完整、储备较充足、接种人次不断增加等局面，对于我国旅游业持续“内循环”发展具有推动作用。

（二）国内旅游业持续复苏

受惠于国内疫情防控局势稳定之下，国民经济持续恢复性增长、相关政策支持旅游业复苏、居民旅游消费信心修复等利好因素支撑，2021年以来，以表1所示旅游假期消费数据所反映的国内旅游市场大致呈现持续复苏态势。

其中，今年端午假期国内旅游人次、收入分别恢复至疫情前的98.7%、74.8%。从国内旅游市场后续发展来看，国内旅游业仍然有待摆脱包括中国在内的全球疫情传播、病毒变异等负面影响，而中国经济持续恢复增长、居民收入持续增长、消费结构升级尤其旅游消费需求意愿和能力不断提升，将是国内旅游业进一步复苏和发展的动力。

表1：今年以来国内旅游业渐次复苏

2021年旅游假期	国内旅游人次(亿人次)	国内旅游人次按可比口径同比	国内旅游人次恢复至疫情前的	国内旅游收入(亿元)	国内旅游收入同比	国内旅游收入恢复至疫情前的
春节黄金周	2.56	15.7%	75.3%	3011	8.2%	58.6%
清明假期	1.02	144.6%	94.5%	271.68	228.9%	56.7%
五一假期	2.3	119.7%	103.2%	1132.3	138.1%	77.0%
端午假期	0.89	94.1%	98.7%	294.3	139.7%	74.8%

资料来源：互联网，远东资信整理

（三）政策赋能旅游业高质量发展

当前，国民经济持续增长、居民消费不断升级转型、信息技术突飞猛进、疫情防控常态化、旅游业支持政策大力推进等复杂因素综合影响下，在我国旅游业规模基数不断增大、旅游市场规模增速趋缓³的现实条件下，我国旅游业面临从高速增长向高质量发展转型升级的发展新形势。今年以来，国务院政府工作报告明确支持发展旅游消费，文旅部、工信部等部委我国出台了多项涉及旅游业高质量发展的相关政策，现选取部分重点内容介绍如下。

党中央、国务院高度重视旅游业发展。早在2020年11月18日，国务院常务会议提出，为促进常态化疫情防控下旅游业健康发展，会议确定了支持“互联网+旅游”发展的包括建设智慧旅游景区等措施。2021年3月，中央政府工作报告明确指出，“发展健康、文化、旅游、体育等服务消费”，持续表明了中央对旅游业发展的支持态度。同月颁布的我国“十四五规划和2035年远景目标纲要”多处内容涉及旅游业发展，包括“加快发展……旅游……等服务业”“推动……旅游休闲……等各类场景数字化，打造智慧共享、和睦共治的新型数字生活”“壮大休闲农业、乡村旅游、民宿经济等特色产业”等。关于“推动文化和旅游融合发展”，《纲要》提出了“深入发展大众旅游、智慧旅游，创新旅游产品体系，改善旅游消费体验”等多项举措。

³ 2020年新冠肺炎疫情发生前，2009至2019年，我国旅游业总收入增速持续趋缓，参见远东资信发布的《2021年中国旅游行业信用展望》；疫情发生后，国内旅游市场经历从下跌到反弹复苏的变化。

今年以来，文旅部陆续出台《加强导游队伍建设和管理工作行动方案（2021-2023年）》《关于加强政策扶持进一步支持旅行社发展的通知》《关于加强旅游服务质量监管提升旅游服务质量的指导意见》《“十四五”文化和旅游市场发展规划》等系列政策文件，为文化和旅游市场恢复和繁荣、实现高质量发展提供重要政策支撑。其中，《“十四五”文化和旅游市场发展规划》明确了包括“高标准现代文化和旅游市场体系更加完善”等建设社会主义文化强国目标，提出了“培育壮大市场主体”“持续优化营商环境”“推进监管能力现代化”“构建高质量发展支撑体系”等任务。

最近，工信部、网信办、发改委、文旅部等十部门印发《5G应用“扬帆”行动计划（2021-2023年）》。根据该计划，社会民生领域将打造一批5G+文化旅游样板项目。为发展5G+文化旅游，该计划提出了“推动景区、博物馆等发展线上数字化体验产品，培育云旅游、云直播、云展览、线上演播等新业态，鼓励定制、体验、智能、互动等文化和旅游消费新模式发展，打造沉浸式文化和旅游体验新场景”等具体举措。

【作者简介】

简尚波，上海财经大学政治经济学专业硕士，远东资信研究发展部高级研究员。

【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：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-61428000

【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。