

联合 研究报告

2020.12.21

旅游行业研究报告

旅游行业研究报告

报告编号:

时间: 2020 年 12 月 21 日

分析师: 杨学慧

010-85679696
lianhe@lhratings.com

传真: 010-85679228

地址:
北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层
(100022)

www.lhratings.com

报告摘要

旅游行业是以旅游资源为凭借、以旅游设施为条件, 专门或者主要从事招徕、接待游客, 并为其提供交通、游览、住宿、餐饮、购物、文娱等六个环节服务的综合性行业。

近年来, 伴随中国经济的持续平稳较快增长和居民人均可支配收入的稳步提升, 旅游行业实现快速发展, 旅游收入持续保持高于 GDP 增速的较快增长, 对 GDP 的综合贡献逐年提升。国内游目前依然是中国旅游行业中占比最大且发展趋势最好的市场, 短期内在中国旅游细分市场中的支柱地位不会被动摇; 此外, 随着国内中高收入人群的扩大, 出境游市场增速较快。

2020 年以来, 受全球爆发新冠肺炎疫情影响, 旅游行业遭受较大冲击。行业内企业经营压力增大, 不仅面临现金流的收缩, 还承受人工成本、房租成本等较大的刚性成本支出。2020 年前三季度, 景区类、酒店餐饮类和旅行社类企业多呈现亏损状态, 旅游发债企业为补充流动资金以及必要的资本性支出, 融资规模有一定增长。2020 年前三季度, 旅游发债企业债券市场融资规模为去年全年融资额的两倍多, 行业债务负担有所加重。随着疫情防控的常态化, 国内游在不断恢复中, 同时考虑到疫情的预计持续时间, 出入境游仍将受到较大影响, 短期内行业内企业经营压力仍然较大, 2020 年旅游企业全年业绩预计以亏损为主, 亏损局面或将延续至 2021 年上半年。

长期来看, 驱动旅游业长期发展的核心动力不会变, 随着人均可支配收入的持续增长、假期及政策红利继续释放, 居民旅游意愿保持高位以及交通等配套基建持续完善, 旅游行业长期发展前景较好。

一、行业概况

1. 行业概述

旅游业是以旅游资源为凭借、以旅游设施为条件，专门或者主要从事招徕、接待游客，并为其提供交通、游览、住宿、餐饮、购物、文娱等六个环节服务的综合性行业。从行业特点来看，旅游业的六个环节需要密切协作和配合才能为旅游者提供高质量的服务，具有明显的综合性和整体性；同时，旅游业的生存和发展依赖于国民经济、政治和社会环境、自然条件等因素，具有较强的依赖性，属于敏感型行业；此外，旅游业还具有经济性、文化性、旅游资源稀缺性等特点。旅游业是经济文化一体化的产业，发展旅游业带动了旅游宾馆设施、景观景点建设、交通道路停车场的扩建等投入，促进了经济效益的提高，同时旅游活动本质上又是文化探寻、陶冶情操、文化享受的活动，先进的旅游文化引领旅游产业发展的方向；在旅游业为消费者提供的产品中，旅游资源是关键，这些自然景观、人文景观、人造景观都有其独特性，本身不可重复，不可能从一个地方迁徙到另一个地方，从而体现了旅游资源的稀缺性。

2. 行业运营模式

旅游业作为一个综合性行业，由旅游资源、旅游设施、旅游服务三大要素组成，主要包括旅游景区经营、酒店餐饮和旅行社等细分子行业，每个细分行业特点不同，运营模式差异较大。

旅游景区位于产业链的核心位置，带动吃、住、行、游、娱、购等消费围绕旅游景区开展业务。旅游景区一般分自然类景区、文物类景区和主题类景区三大类别（详见表 1）。旅游景区运营主要包括：（1）开发与利用景区内旅游资源，建设景区旅游吸引物。具体包括景区基础设施和服务设施建设、景点策划、景观打造、项目设计等；（2）从事旅游景区的日常经营，包括销售景区旅游吸引物（以景区门票销售、索道经营等为主）、对旅游景区的产品设计和组合（以特色演出设计、纪念品设计销售、套票设计等为主）、旅游服务的提供（景区内吃、住、行、游等服务）；（3）旅游资源保护与环境维护，日常的修缮与改造，培育景区持续的旅游吸引物；（4）景区的安全管理与服务质量管理。景区类企业的收入主要包括门票收费、景区内二次消费以及景区交通等，2018 年 6 月以来关于降低重点国有

景区门票价格的通知陆续出台，在景区门票降价趋势下，流量和客户复购率的竞争将成为景区核心竞争要素。

表 1 旅游景区分类

景区类别	具体细分
自然类景区	以自然景观资源为依托的旅游景区，包括风景名胜、自然保护区、森林公园和部分旅游度假区
文物类景区	以历史文化、宗教文化等为主要资源特色的旅游景区，包括文博院、馆、寺庙等
主题类景区	指主题鲜明的人造景区，包括主题公园、主题类动植物园和其他主题类人造景点

资料来源：联合资信根据公开资料整理

酒店按所有权分类主要分为自营和加盟两大类。自营业务又分为自持物业与租赁经营；加盟业务分为管理加盟与特许加盟（详见表 2）。自营的盈利来自酒店经营，主要营收为房费及其他服务收入。自营为重资产经营模式，经营风险相对较高，经营成本主要为人工、租金、物料能源及折旧摊销，自营成本占营收比重在 70%-80%。自营模式下，租金与 RevPAR¹是两个核心变量，两者的驱动因素都是商业的繁荣程度，自营模式是出租者与酒店管理集团对未来经济繁荣程度的对赌，酒店管理者承担对赌风险。加盟的收入主要来自首次加盟费和持续加盟费，持续加盟费一般按照加盟商营收的 4%-8%收取。加盟为轻资产运营模式，成本主要有工及后台支持成本，加盟成本占营收比重在 10%-15%之间。加盟主要考验的是酒店品牌的输出能力，长远来看加盟模式有较强的规模效应。

表 2 酒店分类

酒店类别	具体定义	
自营	自持物业酒店	用于经营的酒店物业所有权属于酒店集团
	租赁物业酒店	用于经营的酒店物业来自于租赁，不拥有所有权；目前绝大多数酒店集团的经营物业来自租赁
加盟	管理加盟酒店	物业由加盟者提供或租金由管理者来承担的加盟模式，日常运营费用由加盟者承担，管理人员由酒店集团输出，集团总部提供中央订房系统及营销类服务；加盟管理酒店协议一般持续 8-10 年，一般需要缴纳：一次性加盟费、持续加盟费、中央订房系统使用费以及会员注册费，此外按月收取一定的管理人员派驻费用
	特许加盟酒店	收取加盟费，酒店店长及员工由加盟者指定，酒店集团定期派驻质量检查人员；收费模式与管理加盟店类似，不征收管理人员派驻费用

资料来源：联合资信根据公开资料整理

¹ RevPAR=平均房价*出租率

旅行社行业是旅游产业中重要的子行业之一。旅行社通过其服务，将上游原本分散繁杂的各个旅游服务要素有机地组合加工，形成满足市场需求的旅游产品，然后销售给下游的旅游消费者；因此，旅行社本质是上下游交易关系的集成商。旅行社按照分工体系可以分为水平分工体系和垂直分工体系。水平分工是指旅行社根据客源种类而进行业务分工；垂直分工是指旅行社依据经营业务性质而划分为不同的经营层次，主要包括批发商、专业化经营商和零售商三种。其中，批发商一般为大型旅行社或者集团；专业经营商为中型的专业化旅行社；零售商为小型旅行社（详见表 3）。旅行社行业利润微薄，毛利率在 6%左右。

表 3 旅行社分类

基本类别	企业类型	特点	经营模式
批发商	大型旅行社或集团	数量少、实力雄厚，依靠自身品牌、特许权、资金及规模等优势获取较大市场份额	从事旅游产品的开发、宣传促销、批发等业务
专业经营商	中型的专业化旅行社	针对专门的细分市场展开竞争	从事开发销售专业化的旅游产品
主题类景区	小型旅行社	规模很小，常因竞争压力而相互自行结盟或加盟大型旅行社的连锁经营网络	从事旅游产品的代理业务，向批发商和游客分别收取佣金和手续费

资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、行业运行状况

1. 运行概况

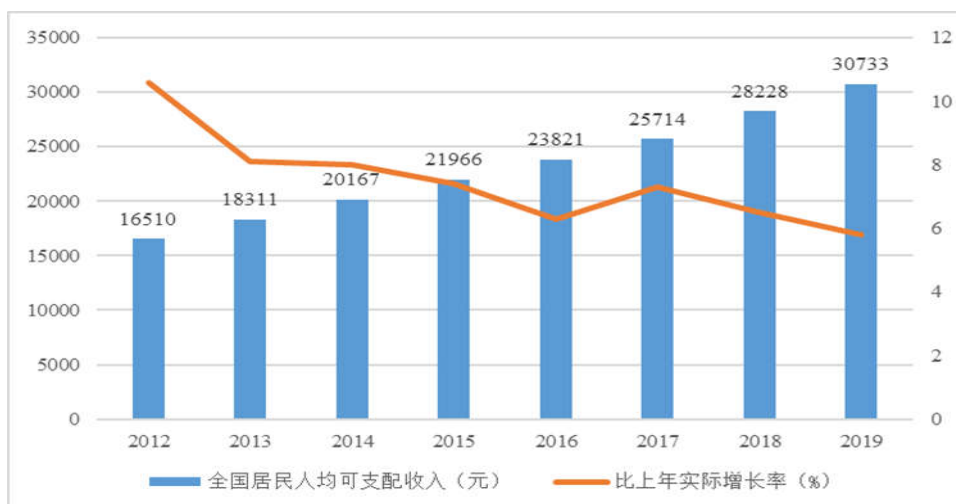
近十年来，伴随中国经济的持续平稳较快增长和居民人均可支配收入的稳步提升，旅游行业实现快速发展，旅游收入持续保持高于 GDP 增速的较快增长，对 GDP 的综合贡献逐年提升。

旅游行业作为一项可选消费品，其长期可持续发展主要依赖于宏观经济的增长及居民可支配收入的增加。十年来中国经济稳健前行，2010—2019 年，中国国内生产总值年均复合增长 10.24%，2019 年中国 GDP 规模达到 99.09 万亿元，比上年实际增长 6.1%；近十年，我国居民人均可支配收入以年均 10.49% 的速度增长，2019 年全国居民人均可支配收入首次突破 3 万元，为 30733 元，比上年实际增长 5.8%。其中，城镇居民人均可支配收入达到 42359 元，整体达到中等偏上收入水平（按照国家统计局发

布的全国居民五等份收入分组²，人均可支配收入 39230 元，划分为中等偏上收入组)。2019 年，农村居民人均可支配收入也达到了 16021 元，比上年实际增长 6.2%。

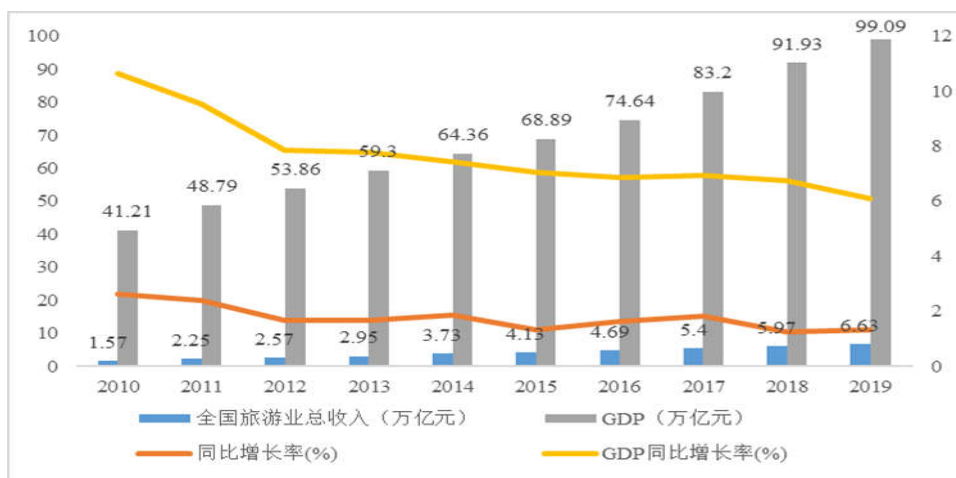
在宏观经济与居民可支配收入持续增长的背景下，人们消费水平不断提高、消费观念逐渐转变、旅游消费日趋大众化。2010—2019 年，中国旅游行业呈现快速发展态势，旅游业总收入年均复合增速达到 17.36%，2019 年全年实现旅游业总收入 6.63 万亿元，同比增长 11%，旅游经济持续保持高于 GDP 增速的较快增长。2019 年旅游业对 GDP 的综合贡献为 10.94 万亿元，占 GDP 总量的 11.05%。

图 1 2012 年以来全国居民人均可支配收入及增长率



数据来源：国家统计局 联合资信整理

图 2 2010 年以来中国国内生产总值与全国旅游业总收入情况



² 全国居民五等份收入分组是指将所有调查户按人均收入水平从高到低顺序排列，平均分为五个等份，处于最高 20% 的收入群体为高收入组，依此类推依次为中等偏上收入组、中等收入组、中等偏下收入组、低收入组。

数据来源：国家统计局 联合资信整理

新冠肺炎疫情短期内对旅游行业产生较大冲击，一季度旅游收入大幅下降，多数旅游企业呈现亏损；二季度国内游逐步有序恢复，但亏损局面仍未改善；国庆长假期间旅游收入同比恢复近七成，中国旅游经济进入疫情防控常态下的新阶段。

2020年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。从国内情况来看，由于疫情控制迅速，经济在2020年一季度出现大幅下滑后，二季度开始复苏，前三季度实现正增长，GDP累计同比增长0.7%，其中一季度同比下降6.8%、二季度同比增长3.2%、三季度同比增长4.9%，经济保持逐季复苏势头。

旅游行业受疫情冲击影响大。1月22日文化和旅游部办公厅发布了《关于做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》，随后全国多地发布通知暂停大型聚集性群众文化旅游活动，部分城市景区以及娱乐场所全部暂停开放。1月24日文化和旅游部办公厅发布《关于全力做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作暂停旅游企业经营活动的紧急通知》，全国旅行社及在线旅游企业暂停经营活动。2月下旬多地疫情得到控制后，2月25日文化和旅游部资源开发司印发《关于旅游景区恢复开放疫情防控措施指南的通知》，引导全国景区逐步有序恢复运营。7月14日，文化和旅游部办公厅发布《关于推进旅游企业扩大复工复产有关事项的通知》，逐步恢复旅行社及在线旅游企业经营跨省（区、市）团队旅游及“机票+酒店”业务。出入境旅游业务暂不恢复。

从运行数据看，一季度景区上市企业基本呈现亏损状态，二季度国内游逐步恢复，多数景区收入降幅收窄，个别景区实现盈利，大部分景区仍然亏损；酒店企业方面，从国内三大酒店龙头企业来看，一季度首旅酒店和华住酒店亏损，锦江酒店呈现微利状态；二季度商旅回暖驱动龙头企业经营复苏，出租率降幅收窄，锦江酒店和华住酒店回暖趋势更明显，首旅酒店受北京疫情影响，回暖进程有所滞后。根据中国旅游研究院发布的数据，今年中秋、国庆长假期间，全国共接待中国国内游客6.37亿人次，按可比口径同比恢复79.0%；实现中国国内旅游收入4665.6亿元，按可比口径同比恢复69.9%。在铁路、民航发送旅客方面，长假期间，全国铁路日均发送旅客量超1200万人次，超出节前预测的2成左右；假期民航国内计划执飞的航班量同比增长15.12%。

此外，自驾游成为假日出游首选，全国高速公路日平均车流量 4860.8 万辆，恢复至去年同期的 94.5%。

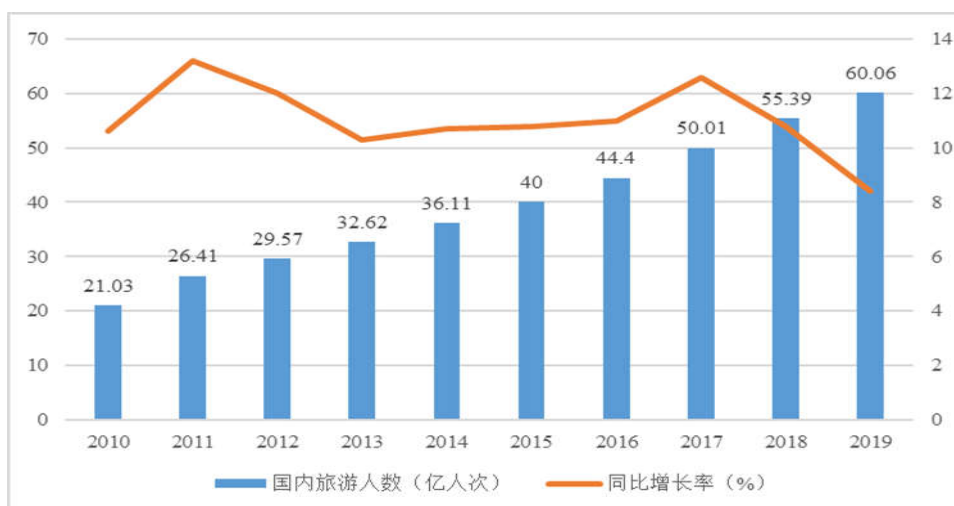
联合资信认为，中国旅游经济已经进入疫情防控常态下的新阶段，旅游消费需求在不断释放，旅游消费信心已基本恢复。未来随着疫情进一步的有效控制，旅游行业有望从谨慎乐观转向相对乐观。

国内游方面

国内游是中国旅游行业中占比最大且发展趋势最好的市场，近年来国内旅游收入和旅游人次均呈现较快增长，短期内在中国旅游细分市场中的支柱地位不会被动摇。

国内游是中国旅游市场重要的组成部分，国内出游人数占总出游人数的比例始终保持在 85%以上。2010—2019 年，国内旅游人数持续上升，年均复合增长率为 12.37%，国内居民保持着较强的出游意愿；2019 年，国内出游人数为 60.06 亿人次，同比增长 8.4%，其中，城镇居民 44.71 亿人次，增长 8.5%；农村居民 15.35 亿人次，增长 8.1%。2012 年全国居民出游率首次突破 200%，即平均每人每年出游超过 2 次；2018 年人均出游率突破 4 次。随着生活条件的日益改善，国内居民旅游意愿不断提高，同时我国高人口基数带来庞大的旅游消费需求。

图 3 2010 年以来国内旅游人数及增长率情况



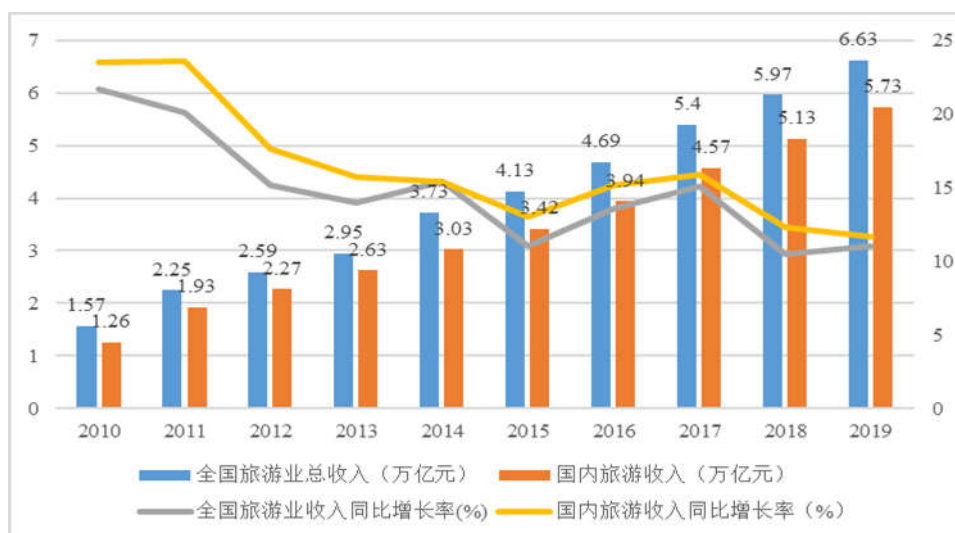
数据来源：wind 资讯 联合资信整理

随着国内旅游人次的不断增长，旅游接待规模亦逐年扩容，带动国内旅游收入保持快速增长；近十年，国内旅游收入年均复合增速达到 18.33%，从 2010 年的 1.26 万

亿元增长到 2019 年的 5.73 万亿元，2019 年同比增长 11.7%，其中城镇居民花费 4.75 万亿元，增长 11.6%；农村居民花费 0.97 万亿元，增长 12.1%。

2010—2019 年，国内旅游收入占中国旅游行业总收入的比重始终保持在 80% 以上，其中 2013 年达到历史最高值为 89.1%，2014 年，入境旅游市场从规模型发展向效益型转变，入境游收入显著提高，使得国内旅游收入占比下降；2014 年后，国内旅游收入比重恢复稳步增长，2019 年占旅游总收入的比重为 86.43%。从增速看，国内旅游收入增速长期高于同期 GDP 增速。随着居民可支配收入的增长，国内旅游在居民日常生活中已逐渐成为不可或缺的消费需求，未来仍具备较强的增长动力。

图 4 2010 年以来国内旅游收入和全国旅游业总收入对比情况



数据来源: wind 资讯 联合资信整理

从区域旅游情况来看，多年来我国呈现“东强西弱”的区域旅游发展格局。其中，客源地潜在出游力和旅游产业综合发展水平在东部、中部和西部三大区域之间均表现为三级阶梯状由高到低分布。而从近年来发展趋势来看，东中西三大区域之间的差距，无论是在累计潜在出游力还是旅游产业综合发展水平方面均呈现出明显的收敛趋势，用户从东部地区向中西部地区下沉，区域均衡化格局逐渐显现。

根据世界旅游组织研究，当人均 GDP 超过 3000 美元时，旅游会从观光游提升为休闲游；当人均 GDP 超过 5000 美元时，会继续提升为度假游，旅游时间不断延长，旅游产品及形式逐渐丰富。2008 年，中国人人均 GDP 首次超过 3000 美元，

休闲游开始抬头。2011 年中国人均 GDP 超过 5000 美元，一线城市的度假游逐渐兴起，二三线城市的休闲游呈快速增长的势头。2019 年中国人均 GDP 首次突破 10000 美元，为休闲度假游提供了强大的经济基础。整体看，一二线城市经济发达，休闲度假游已经成为居民出游的重要选择，渗透率很高；三四线城市居民以观光游为主，休闲度假游的渗透率正在不断提高。随着人们旅游模式的不断转变，旅游已经不再是单一的观光，内容更加丰富和多样化，是享受生活的一种方式。相应的，文化旅游、亲子游、自驾游、主题乐园游等休闲度假游发展迅猛，也对国内旅游行业提出了更高的发展要求。

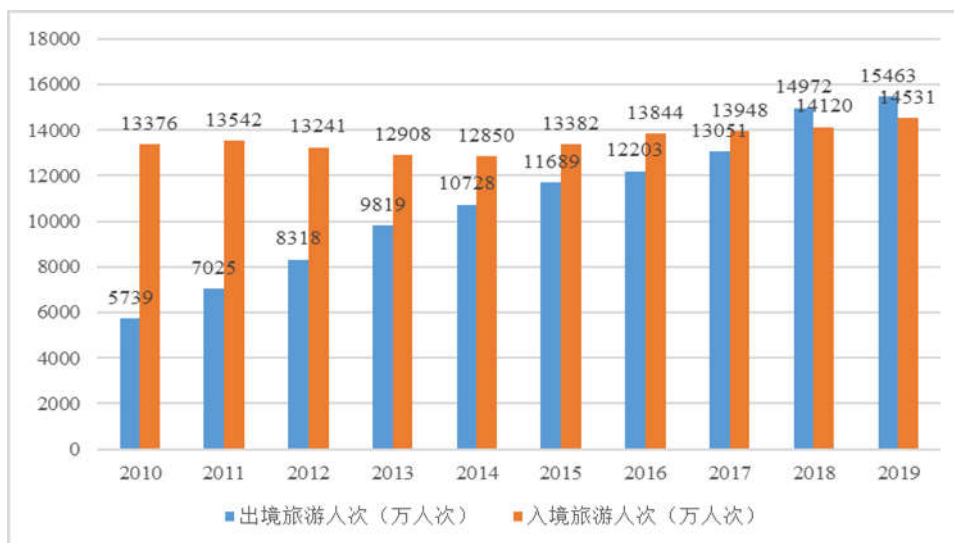
出入境游方面

在国内旅游市场快速发展的同时，中国出境游市场亦增长较快，目前中高收入人群已成为出境游市场发展的主要驱动力，出境游市场未来将具备较大的发展空间。

根据文化和旅游部数据显示，中国出境旅游人次由 2010 年的 5739 万人次增长至 2019 年的 15463 万人次，年均复合增长率为 11.64%，略低于同期国内游年均人次增长速度（12.37%），中国已成为全球最大的出境旅游客源国和旅游消费支出国。相比于出境游的发展速度，中国入境游人次整体增速缓慢，入境旅游人次由 2010 年的 13376 万人次增长至 2019 年的 14531 万人次，年均复合增长率不足 1%。

对比来看，2017 年（含）以前，中国出境旅游人次低于入境旅游人次，2017 年中国接待入境游客 13948 万人次，出境游客为 13051 万人次，入境游客数量超过出境旅游数量约 897 万人次；2018 年开始，中国出境游客数量反超入境游客数量，2018 年和 2019 年，超出数量分别为 852 万人次和 932 万人次，出入境游客数量差距在持续扩大。值得关注的是，近十年来，旅游服务业持续存在旅游逆差，成为中国经常项目外汇收支中最主要的外汇逆差项。从商务部的数据显示，2018 年中国出境旅游支出约为 2770 亿美元，产生旅游逆差 2370 亿美元，占总的经常项目外汇逆差的 81.8%。联合资信认为，出入境游客数量的变化以及长期的旅游逆差对行业发展提出了更高的要求，旅游行业需要从最初的粗狂式发展逐渐注重行业质量的提升，为游客创造出更适宜的出行环境。

图 5 2010 年以来入境游与出境游人次情况



数据来源：wind 资讯 联合资信整理

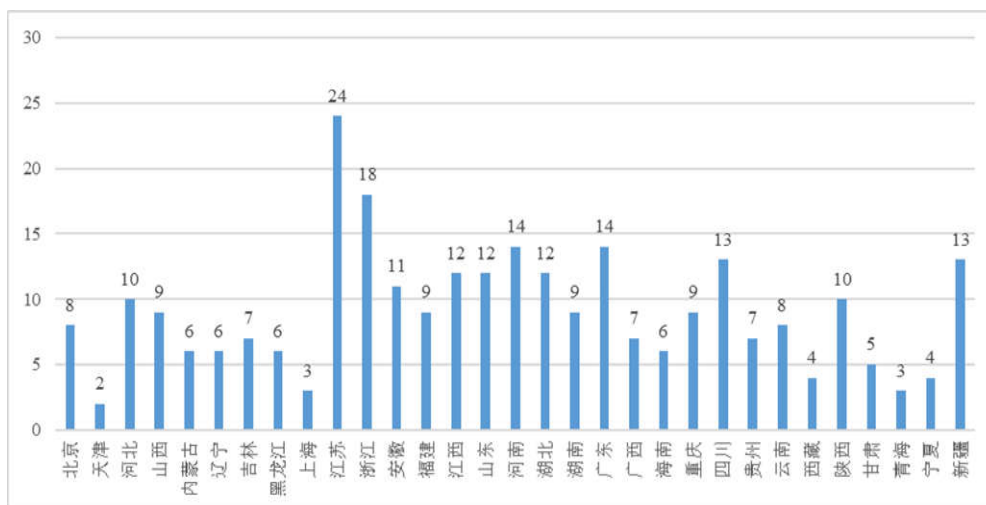
2020 年以来，受疫情影响，中国出入境游客户人次大幅下降。入境游方面，2020 年上半年中国入境游客接待 1454 万人次，同比下降 80.1%。其中，入境过夜游客和外国人入境游客下滑幅度同样超过八成，分别下降 84.1%和 80.9%。10 月 21 日文化和旅游部办公厅发布《关于进一步加强秋冬季疫情防控工作的通知》，明确暂不恢复旅行社及在线旅游企业出入境团队旅游及“机票+酒店”业务。在全球疫情没有得到彻底控制之前，2020 年全年中国出入境旅游将大概率延续上半年出现的大幅下滑趋势。

2. 主要细分子行业情况

(1) 景区

景区作为居民休闲旅游的综合目的地，资源特征非常明显。1999 年，国家旅游局开始实行旅游区（点）质量等级管理，景区依据景观质量、环境质量、服务质量和游客意见被划分为 1A 到 5A 级；2007 年 5 月 22 日，国家旅游局首次审核批准 66 家景区为国家 5A 级旅游景区，之后每年陆续有一些风景区被审核批准为 5A 级。近十年来，国内旅游景区数量在持续增长，但优质景区数量仍然较少；截至 2020 年 1 月，全国共有 A 级旅游景区 1.2 万多家，其中 5A 级旅游景区共有 281 家，整体占比约 2.3%，占比较低。从区域分布来看，江苏、浙江的 5A 级景区数量最多，分别为 24 家和 18 家，河南和广东均有 14 家，四川和新疆分别有 13 家。

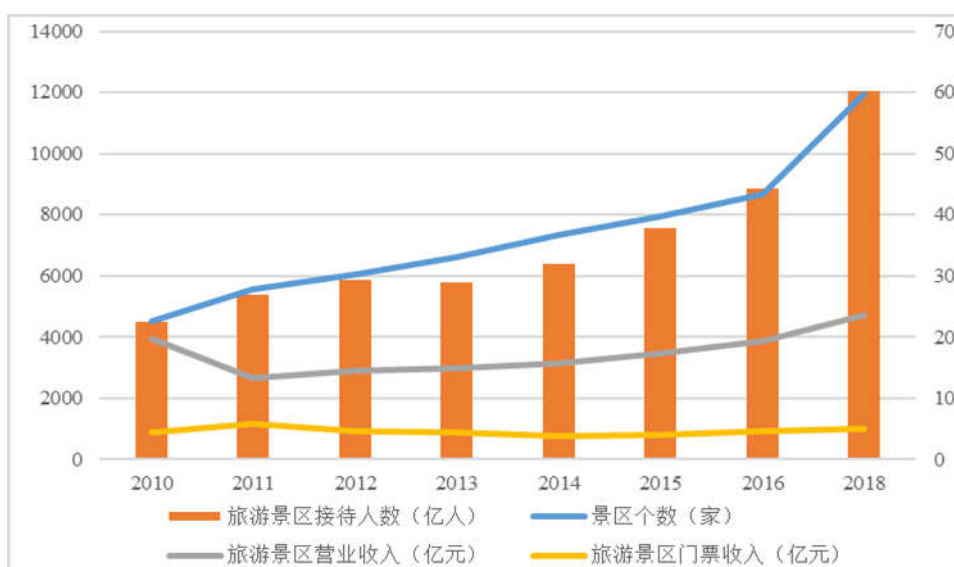
图6 截至2020年1月我国5A级旅游景区区域分布数量



数据来源：联合资信根据公开资料整理

随着景区数量的增长以及居民出行意愿的不断提升，近年来景区游客接待量整体呈增长趋势，2018年国内旅游景区接待游客合计60.24亿人次，同比增长35.92%。从景区收入情况来看，2011年以来，旅游景区营业额逐年增长，年均复合增长8.50%，2018年营业收入达到4707.54亿元，同比增长22.01%；其中，旅游景区门票收入有所波动，表明景区的收入结构在发生变化。

图7 2010-2018年我国旅游景区个数、接待人数及营业收入走势

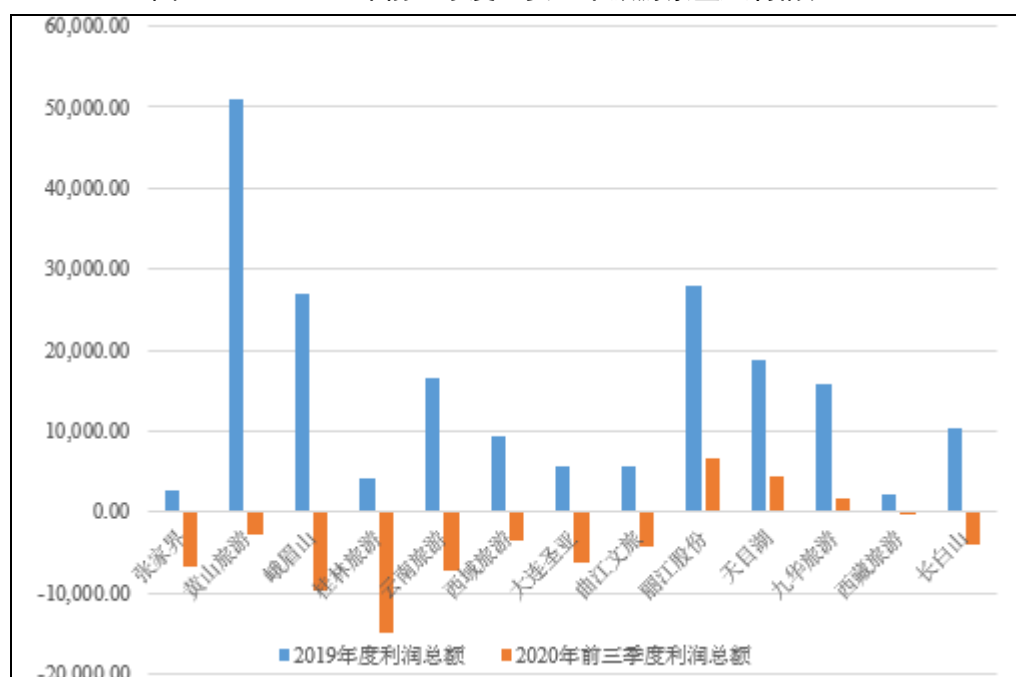


数据来源：wind 资讯（无法获取2019年数据）

2020年前三季度，多数景区客流量同比大幅下滑，经营现金流表现为净流出，业绩呈亏损状态。

2020年以来，受新冠肺炎疫情疫情影响，国内主要景区均在1月底暂停营业，此后得益于国内疫情的有效控制，部分景区在2月底开始恢复营业，3月随着疫情防治的巩固，多数景区陆续恢复开业，但景区游客承载量受到限制，行业内主要景区游客接待量同比均有所下滑。从国内几家主要上市景区样本来看，2020年上半年黄山景区累计接待进山游客51.6万人，较去年同期162.4万人减少110.8万人，减幅68.2%；索道及缆车累计运送游客99.95万人次，同比减少69.41%；实现营业收入2亿元，同比减少72.53%。峨眉山上半年累计接待进山游客52.02万人次，同比下降73.05%；实现营业收入1.62亿元，同比下降69.30%；桂林景区（以两江四湖为主）上半年接待游客118万人次，同比下降71.62%，实现营业收入0.96亿元，同比下降68.21%。丽江景区玉龙雪山索道上半年共接待游客65.17万人次，同比减少68.99%，丽江股份实现营业收入0.95亿元，同比下降70.27%。从上市旅游景区企业（13家样本）前三季度盈利情况来看，张家界、黄山旅游、峨眉山、桂林旅游、云南旅游、西域旅游、大连圣亚、曲江文旅、西藏旅游和长白山10家企业均为亏损状态；丽江股份、天目湖和九华旅游3家企业实现盈利。从经营现金流情况看，2020年前三季度13家上市景区有8家经营净现金流为净流出状态（2019年同期均为净流入）。

图8 2019-2020年前三季度主要上市旅游景区盈利情况



数据来源：wind 资讯

景区动态化管理已成常态，是否受到监管机构的处罚直接影响到景区的美誉度，对景区的客流量和盈利产生一定影响。景区的不断扩容在丰富了景区旅游市场标的同时，或将进一步分散旅游人流量在各景区的分布，但 5A 级景区仍然是最稀缺的旅游资源，更受到游客亲睐。

旅游景区作为稀缺资源，国家对其管理较为严格。2019 年，文旅部根据 5A 级旅游景区年度复核结果，对 7 家 5A 级景区作出处理，其中给予山西省晋中市乔家大院景区取消旅游景区质量等级处理；给予辽宁省沈阳市沈阳植物园景区、浙江省温州市雁荡山景区、河南省焦作市云台山景区、广东省梅州市雁南飞茶田景区、四川省乐山市峨眉山景区、云南省昆明市石林景区等 6 家景区通报批评责令整改处理，限期 3 个月。此外，2005 年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，因此拥有国家最高等级景区门票经营权的景区稀缺性更加突出。

（2）酒店餐饮

酒店是旅游行业的重要基础设施，其数量和服务质量是旅游行业发展水平的重要标志之一，在国民经济中的重要地位日益显现。按照经营业态划分，目前中国酒店行业主要划分为星级酒店和经济型酒店两种主要业态。

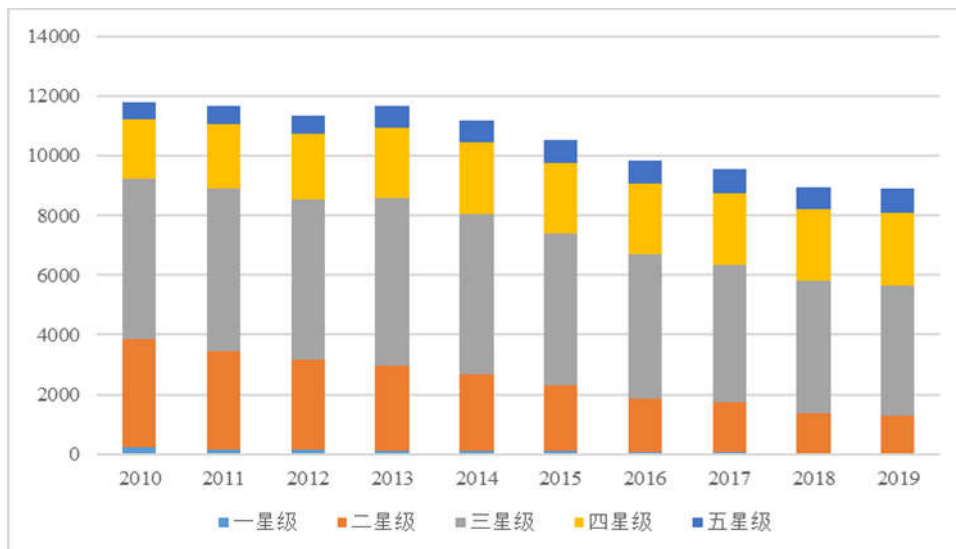
国内酒店行业兴起于改革开放后，1978 年之前，我国酒店由政府投资和管理，主要用于涉外接待；1979—1991 年为现代酒店业的起步阶段，酒店数量从 200 多家上升到 1000 余家，第一批外资进入酒店行业，引入了西方现代酒店的管理理念；1992—1996 年，酒店行业迎来第一次黄金发展期，以每年 800 家新店、10 万间新增客房的数量发展，自由竞争格局开始显现。1994 年，国家取消了对旅游饭店客房的定价权和旅游价格地区类别的划分权，中国酒店的投资、建设和经营由政府引导向市场引导转变。2002 年，以如家的创立为代表的经济连锁酒店进入市场，行业进入高速成长期，酒店固定资产投资维持高增速。经过 2002—2012 年十余年的发展，酒店业已经成为市场化程度较高的行业之一。2012 年中央八项规定出台，严控三公消费，需求增速出现负增长，供给端高增速局面不再，大量单体酒店开始退出市场，国内酒店行业逐渐进入存量整合阶段。2015—2018 年，随着供给逐步

出清，行业进入阶段性供不应求区间，需求开始回暖，酒店行业出租率回正；2017年二季度后供给和需求双双恢复增长，行业景气度较高。2018年四季度以来，受宏观经济和中美贸易摩擦影响，行业需求下行，行业供给大幅下挫。2020年爆发的新冠肺炎疫情对酒店行业影响较大，大批酒店因短期现金流问题而退出市场，进一步加速行业供给出清。根据华住世界大会数据披露，2020年前三季度携程一共减少了15万家酒店，其中98%为单体酒店。

近年来，经济连锁酒店的快速发展对中低星级酒店产生较大冲击，中低星级酒店数量不断下降，高星级酒店数量呈增长趋势；长期来看，随着居民生活水平的提高以及对旅游住宿要求的不断提高，大众消费将成为高星级酒店消费的主要客源。

根据文化和旅游部数据显示，截至2019年底，全国星级饭店管理系统中共有星级饭店10003家，较上年减少246家。其中8920家星级饭店的经营数据通过了省级文化和旅游行政部门的审核，包括一星级37家，二星级1268家，三星级4350家，四星级2443家，五星级822家。近十年来，经济连锁酒店快速发展，对国内中低星级酒店的冲击较为明显，经济连锁型酒店抢占了部分低端客源市场，同时，由于星级酒店的经营成本相对较高，部分中低星级酒店也选择了转型成为经济连锁型酒店，全国中低星级酒店填报数量呈下滑趋势。其中，一、二星级酒店数量持续减少，一星级酒店数量从2010年的212家下降至2019年的37家，二星级酒店数量从2010年的3636家下降至2019年的1268家；三星级酒店数量呈现波动下降趋势，在2013年达到顶峰后开始逐年下滑，2019年为4350家。高星级酒店在定位和客源群体方面与中低星级酒店存在明显差异，中国高端星级酒店多以度假观光酒店和商务酒店类型为主，客源消费能力较高。由于中国高端星级酒店投资建设依赖于房地产商和酒店管理集团捆绑的发展模式，而房地产开发商更注重物业自身的升值潜力而非酒店本身的盈利能力，也促使近年来国内高端酒店数量呈增长态势。四星级酒店数量从2010年的2002家增长至2019年的2443家，五星级酒店数量从2010年的545家增长至2019年的822家。

图9 2010年以来全国星级饭店结构图



资料来源: Wind 资讯

从星级酒店经营指标来看,不同星级酒店表现有所差异。五星级酒店无论从营业收入、出租率和平均房价方面表现均最好,出租率近三年稳定在60%以上,平均房价近五年除2019年下探到600元/间夜外,均价保持在610元/间夜以上,营业收入近五年呈波动增长趋势,2019年达到行业最高水平814.68亿元;四星级酒店2015—2018年各项指标表现稳定,营业收入和出租率均保持稳定增长,2019年受行业景气度下行影响,四星级酒店营业收入同比下降15.74%至661.77亿元,为近五年最低收入,出租率下降至55.11%,达到近五年最低值;中低星级酒店近五年营业收入均呈现下降趋势,出租率在52%上下浮动,二、三星级酒店平均房价呈波动增长趋势。长期来看,随着居民生活水平的提升以及对旅游住宿要求的不断提高,大众消费将成为高星级酒店消费的主要客源。

表4 近年来星级酒店客房出租率情况(单位:亿元、元/间夜、%)

项目		2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
五星级	收入	766.75	763.71	812.71	796.25	814.68
	平均房价	655.66	626.27	612.35	623.60	596.56
	出租率	56.41	58.57	61.43	61.96	60.94
四星级	收入	702.26	703.86	714.91	785.35	661.77
	平均房价	339.98	332.67	328.06	345.21	331.56
	出租率	55.28	55.62	56.63	57.40	55.11

三星级	收入	521.27	483.16	476.43	450.65	384.74
	平均房价	212.73	209.65	220.36	230.30	225.70
	出租率	52.65	52.52	51.30	52.52	52.15
二星级	收入	96.11	75.38	78.55	58.10	46.09
	平均房价	168.47	155.67	171.17	163.87	179.38
	出租率	52.58	52.37	47.08	52.35	51.95
一星级	收入	2.36	1.16	1.13	0.61	0.49
	平均房价	132.76	100.39	102.39	128.33	111.96
	出租率	49.26	52.18	52.62	54.20	51.43

资料来源：文化和旅游部

2020 年以来，疫情冲击下酒店面临较大的现金流危机，单体酒店出清速度加快，头部企业逆势扩张，加速行业向龙头集中发展。

2020 年第二季度全国星级饭店统计报告显示，共有 6345 家星级饭店通过省级文化和旅游行政部门审核，较上年底减少 2575 家，第二季度星级饭店平均房价 300.03 元/间夜，较上年同期下降 15.39%，平均出租率为 33.08%，较上年同期减少 19.97 个百分点。从龙头酒店经营数据看，锦江酒店 2020 年 1-6 月 RevPAR 为 87.10 元/间夜，同比下降 42.75%，其中第二季度 RevPAR 回升至 104.86 元；首旅酒店未披露上半年 RevPAR 数据，第二季度 RevPAR 为 81 元/间夜，较去年同期下降 50.9%，整体跌幅较一季度收窄。此外，龙头酒店在逆势中实施扩张。2020 年上半年，华住国内酒店净增 453 家，去年同期为 435 家，其中经济型酒店开店占比明显提升；首旅酒店仍坚定推动 2020 年全年 800-1000 家开店计划；锦江酒店 2020 年计划开店 2000+ 家，龙头酒店在疫情冲击背景下抢占市场，加速行业向龙头集中。

表 5 龙头酒店 2020 年上半年平均房价及出租率

项目	平均房价（元/间夜）			平均出租率（%）			RevPAR(元/间夜)		
	2020 年	2019 年	2020 年	2020 年	2019 年	2020 年	2020 年	2019 年	2020 年
	1-6 月	1-6 月	4-6 月	1-6 月	1-6 月	4-6 月	1-6 月	1-6 月	4-6 月
锦江酒店	187.31	207.40	180.63	46.50	73.35	58.05	87.10	152.13	104.86
首旅酒店	--	197	145	--	81.3	55.4	--	160	81

资料来源：上市公司半年报

（3）旅行社及在线旅游

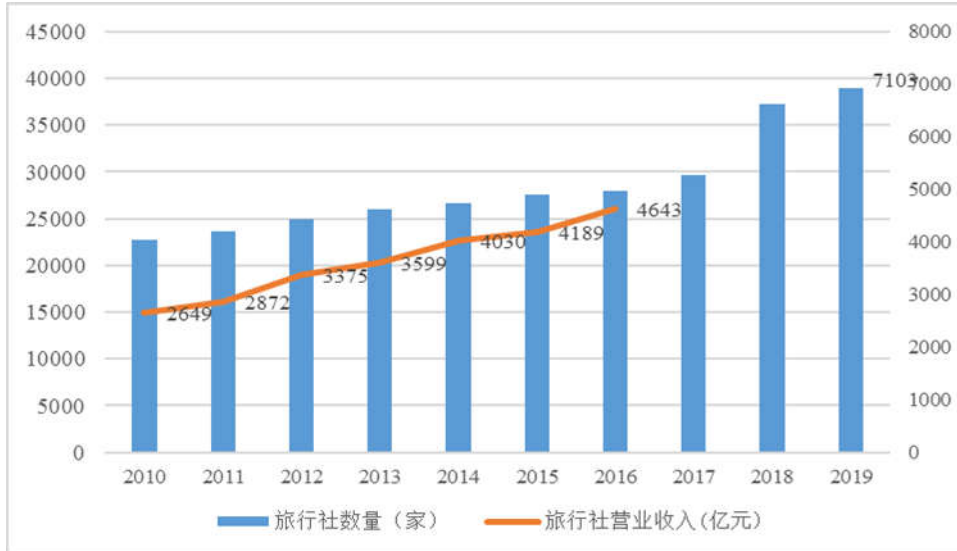
旅行社是连接旅游资源和游客的中间体，上游掌握着旅游资源，涵盖吃、住、

行、游、娱、购等，下游连接消费者。随着人们生活水平的不断提升，有旅游服务需求的人持续增长，从而推动着旅行社子行业的发展。我国旅游社行业的发展历程可以划分为五个阶段：第一阶段为旅行社行业发展前期（1978 年以前）。当时我国仅有中国国旅和中国旅行社及其在各地设立的分支机构，不具备行业规模，培养了一批旅游服务人才，为后续行业发展奠定了基础。第二阶段为旅行社行业发展初期（1978—1989 年）。在第二阶段，我国旅行社形成了中国旅行社、中国国际旅行社和中国青年旅行社三足鼎立的行业垄断局面；为加强旅行社行业管理，国务院于 1985 年颁布了《旅行社管理暂行条例》。第三阶段为旅行社行业发展的增长期（1990—1994 年）。随着改革开放的深入，我国旅行社迎来发展的增长期，旅行社数量呈现快速增长态势。第四阶段为旅行社行业的调整时期（1995—2001 年）。行业在经历了快速发展后，出现了一系列问题，为规范行业发展，国家出台了一系列管理条例和规定。第五阶段为全面开放阶段（2002 年至今）。随着携程网、去哪儿网、同程网等在线旅行社（OTA）的出现，我国旅行社行业迎来全面开放阶段。这一阶段，我国旅行社行业飞速发展，旅游服务质量不断提升。

近十年来旅行社数量和营业收入呈现持续增长态势，2018 年增速达到高点，2019 年有所回落；国内游市场和出境游市场是目前旅行社行业的主要收入和利润来源。

2010 年以来，中国旅行社数量持续增长，截至 2019 年底，全国纳入统计范围的旅行社共有 38943 家，较 2018 年底增长 8.17%；2019 年度全国旅行社营业收入 7103.38 亿元，营业成本 6512.90 亿元，利润总额 43.28 亿元。其中，旅游业务营业收入 5165.72 亿元，旅游业务利润 233.27 亿元。2019 年度全国旅行社主要经济指标（旅游业务营业收入、旅游业务利润、实缴税金三项综合）排名前十位的省份依次为上海、广东、北京、江苏、浙江、福建、山东、重庆、湖南、湖北，多为较发达地区。

图 10 2010 年以来旅行社数量及营业收入增长情况



注：2017 年和 2018 年旅行社营业收入无法获取

资料来源：Wind 资讯

从三大市场情况看，2019 年全国旅行社入境旅游营业收入 269.20 亿元，占全国旅行社旅游业务营业收入总量的 5.21%；入境旅游业务利润为 20.19 亿元，占全国旅行社旅游业务利润总量的 8.66%。旅行社国内旅游营业收入 2750.96 亿元，占全国旅行社旅游业务营业收入总量的 53.25%；国内旅游业务利润 123.50 亿元，占全国旅行社旅游业务利润总量的 52.94%。旅行社出境旅游营业收入 2145.56 亿元，占全国旅行社旅游业务营业收入总量的 41.54%；出境旅游业务利润为 89.58 亿元，占全国旅行社旅游业务利润总量的 38.40%。

在消费需求升级叠加互联网技术日益成熟的背景下，在线旅游呈较快发展态势，市场集中度保持较高水平。

在线旅游（OTA）是消费者基于互联网进行旅游服务产品购买、预订的一种消费行为，其主要包括机票、酒店、门票预订为基础的综合性旅游平台。在线旅游是互联网快速发展的产物，1999 年，以携程旅游网为代表的第一批旅游网站成立；2000 年在线旅游服务商开始收购传统分销商；2001 年，在线旅游向旅游消费者提供全方位的简单旅游产品预定服务；之后在线旅游向标准化、品质化方向发展。近年来，中国在线旅游市场交易规模呈增长趋势，2019 年在线旅游市场全年交易规模达到

10059 亿元，同比增长 14.96%；用户规模达 4.13 亿人，同比增长 5.35%。

从行业集中度看，携程旅行、去哪儿网旅行和同程旅游保持行业领先优势。根据智库网数据显示，2019 年携程旅行、去哪儿网旅行和同程旅游月活跃用户规模分别为 7471.51 万人、4501.7 万人和 1909.03 万人，市场份额分别为 43.35%、26.12% 和 11.08%；飞猪旅行和马蜂窝分别以 6.87% 和 5.76% 的份额位列第四和第五位，行业集中度保持较高水平。

三、行业政策

中国旅游业作为第三产业的主要支柱行业，其在调整产业结构、创造就业机会、缩小区域发展差距等方面具有明显的优势，国家近年来持续出台各项旅游促进政策，推动旅游业较快发展。

表 6 旅游行业主要政策

时间	政策	主要内容	影响
2015 年 9 月	国家发展改革委、国家旅游局《关于开展景区门票价格专项整治工作的通知》（发改价格【2015】2005 号）	通过开展门票价格专项整治工作、规范经营者价格行为、严格执行定价规则、程序、加强市场监管、建立景区质量等级评定与门票价格水平惩戒联动机制等措施，进一步营造良好旅游消费环境。	规范门票价格，营造良好旅游消费环境
2016 年 12 月	《“十三五”旅游业发展规划》（以下简称“《规划》”）	旅游业的发展也首次被纳入国家重点专项规划。《规划》提出旅游业的发展要“以转型升级、提质增效为主题，以推动全域旅游发展为主线，加快推进供给侧结构性改革”。	明确未来 5 年中国旅游行业发展总目标
2017 年 8 月	国家旅游局《2017 年全域旅游发展报告》	报告中指出，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，国家各部委将加大对全域旅游的政策和资金支持力度。全面小康社会必然伴随着大众旅游的兴起。	全域旅游兴起
2018 年 9 月	国务院办公厅关于印发完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020 年）的通知	报告中提出进一步放宽服务消费领域，其中旅游领域提出落实带薪休假制度，鼓励错峰休假和弹性作息。	进一步促进旅游消费
2019 年 3 月	《政府工作报告》提出“发展壮大旅游产业”	首次全面完整地将“旅游产业”写入政府工作报告，	旅游产业的功能性增强
2019 年 9 月	国务院办公厅印发《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》	提出 9 项激发文化和旅游消费潜力的政策措施	旅游对拉动内需作用不断提升
2019 年 12 月	发改委等 9 部门发布《关于改善节假日旅游出行环境促进旅游消费实施的意见》	要求优化节假日旅游出行环境，着力增加旅游产品供给，加大力度落实职工带薪休假制度，推动错峰出行，优化民众出游体验。	增加旅游产品供给，提升旅游体验感

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2020 年爆发新冠肺炎疫情后，旅游行业遭受冲击，针对行业面临的实际困难，

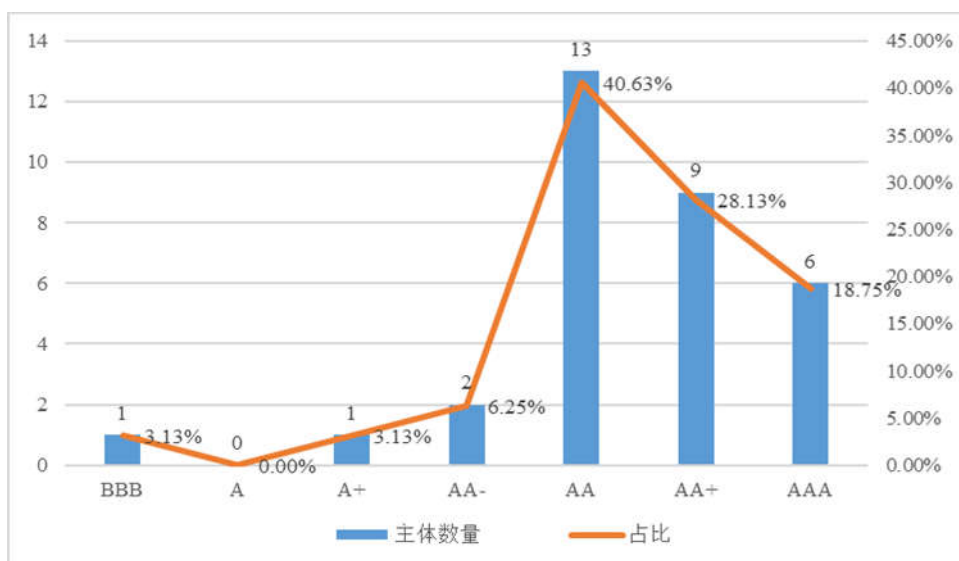
从国家到地方政府都陆续出台了相关补贴和扶持政策。

国家层面发布了《关于积极应对疫情影响保持导游队伍稳定相关工作事项的通知》《关于暂退部分旅游服务质量保证金支持旅行社应对经营困难的通知》《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南》等政策；各地政府也分别围绕资金支持、金融扶持、税费优惠、社会保障、物业租金等多个方面对旅游企业给予帮助，提振消费，促进旅游市场恢复。

四、发债企业信用分析

截至 2020 年 11 月 10 日，主体信用等级有效的旅游行业存续债发行人共 32 家³，包含 AAA 级别发行人 6 家，AA+ 级别发行人 9 家，AA 级别发行人 13 家，AA- 级别发行人 2 家，A+ 级别发行人 1 家，BBB 级别发行人 1 家。下文分析均基于此样本。

图 11 发债主体级别分布情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

(1) 企业性质

旅游发债企业以国有企业为主，民营企业数量较少。

从发行主体来看，存续期内旅游行业发行人以中央企业及子公司、地方性国有企

³ 此处不包括 (1) 仅发行私募债券，未对外披露经营情况和财务数据的旅游相关企业；(2) 海航酒店控股集团有限公司，该公司已发生实质性违约，2019 年未对外披露年报数据；(3) 海航旅游集团有限公司，该公司仅存续 ABS 产品，2018-2019 年均未对外披露年报数据

业为主，共 28 家；民营企业仅为 4 家，分别为开元旅业集团有限公司（AA）、江苏天目湖旅游股份有限公司（AA-）、众信旅游集团股份有限公司（AA 列入评级观察名单）、凯撒同盛发展股份有限公司（BBB 列入可能降级的观察名单）。

（2）债券发行情况

旅游行业受疫情影响，融资需求增加。2020 年前三季度行业融资规模为去年全年融资额的两倍多，行业债务负担加重，债券投资人更偏爱国有企业，民营旅游企业直接融资渠道进一步收紧。

从存续债券来看，截至 2020 年 9 月底，旅游样本企业存续债券余额合计 1723.48 亿元，较 2019 年 9 月底债券余额（1438.23 亿元）增长 19.83%。其中，2019 年新发行债券 52 支，发行规模 540.80 亿元，2019 年到期规模 416.54 亿元；2020 年 1—9 月，样本企业新发行信用债 84 支，发行规模 1129.46 亿元，到期规模 784.81 亿元。由于旅游企业以国有企业为主，民营企业发债规模很小，截至 2020 年 9 月底，民营旅游企业存续债券余额仅 18.69 亿元，较 2019 年 9 月底债券余额（20.50 亿元）下降 8.83%。2019 年和 2020 年 1—9 月，旅游行业企业债券发行规模均高于兑付规模，净融资额分别为 124.26 亿元和 344.65 亿元；同期，民营旅游企业净融资额分别为-4.50 亿元和 1.69 亿元，整体呈净流出状态。

表 7 2019 年和 2020 年 1-9 月旅游企业债券发行兑付情况（单位：亿元）

	2019 年			2020 年 1-9 月			存续债券余额 2020/9/30
	发行金额	到期金额	净融资额	发行金额	到期金额	净融资额	
国有企业	540.80	412.04	128.76	1122.46	779.50	342.96	1704.79
民营企业	0.00	4.50	-4.50	7.00	5.31	1.69	18.69
合计	540.80	416.54	124.26	1129.46	784.81	344.65	1723.48

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（3）发债企业细分情况

旅游发债企业多以旅投经营类企业为主，该类型企业主要盈利资产为景区核心资产，收入多来自门票收入、索道收入和景区内资源的其他收入，拥有优质旅游资源的企业盈利能力较好。

旅游发债企业按所拥有的旅游资源以及在产业链中的作用不同，可进一步细分为综合类、旅投类、酒店类和旅游服务类。其中，旅投类企业按照业务可细分为初期开发和后期景区经营，本文中我们把这两类企业分别称为旅投开发企业和旅投经营企业。旅投开发企业⁴由于收入模式和风险因素和城投类企业相似，故本文样本中未包含旅投开发企业。根据下列表格，旅投经营类企业在行业样本中占比最高。

表 8 发债企业细分评级情况

细分行业	AAA	AA+	AA	AA-	A+	BBB	合计	比重(%)
综合类	4	0	0	0	0	0	4	12.5
旅投经营类	1	8	11	1	1	0	22	68.75
酒店类	1	0	1	0	0	0	2	6.25
旅游服务类	0	0	1	0	0	1	2	6.25
其他	0	1	0	1	0	0	2	6.25
合计	6	9	13	2	1	1	32	100.00

资料来源：联合资信根据公开资料整理

综合类企业主要为央企及大型地方国企，包括中国旅游集团有限公司、华侨城集团有限公司、北京首都旅游集团有限责任公司等。综合类企业一般业务链条较长，多元化经营且在某一细分领域规模优势明显。以首旅集团为例，旅游主业包含了吃、住、行、游、娱、购所有产业链，同时首旅酒店为国内头部系列酒店，市场占有率排名前三。在级别方面，综合类企业以 AAA 级别为主，行业地位领先。

旅投经营类企业以地方国有企业为主，主要盈利资产为景区核心资产，包括景区门票收入、索道收入、景区租赁物业管理收入和景区内资源的其他收入等，同时大部分旅投经营企业还配套有酒店业务和旅行社业务。根据相关法律规定，我国景区资源所有权归政府，企业在政府授权范围内经营、管理相关资源，一般具有垄断经营权。旅投经营类发债企业依据拥有旅游资源的质量（景区资源稀缺性、垄断性、门票及索道收费权、配套酒店和旅行社资源）和数量不同，盈利能力有所分化，级别以 AA 和 AA+ 为主，部分拥有优质景区资源、盈利能力很强的企业为 AAA 级别。

⁴ 旅投开发类企业业务范围主要涉及景区的前期开发和后期硬件维护、改扩建等。投资开发内容大致分两类：第一类为景区初期的主体投资，包括景区土地开发、景点建设等；第二类为景区配套基础设施，包括交通道路等。开发模式一般为企业代建、政府实施回购；地方政府作为项目委托方，对企业的支付模式形式较多：一种为按照一定频率向发行人支付项目建设费用；一种为项目完结后政府分次回购；或者地方政府采用不同的支持措施维持企业的再融资能力，包括直接现金补贴、土地经营权授权、划入资产或成立旅游专项基金等，形成了政府信用的隐形支持

表 9 旅游经营类企业主要旅游资源

发行人	信用等级	实际控制人	主要景区资源	其他旅游资源
黄山旅游集团有限公司	AAA	黄山市人民政府国有资产监督管理委员会	黄山风景区（5A）、花山谜窟景区、太平湖景区	四条索道收费权、酒店 12 家、开展旅行社业务
浙江省旅游投资集团有限公司	AA+	浙江省人民政府国有资产监督管理委员会	--	旅行社业务规模大，6 家直营酒店、2 家租赁酒店，从事旅游交通业务（西湖游船、汽车客运等）
浙江舟山旅游集团有限公司	AA+	舟山市国有资产监督管理委员会（持股 56.29%）	普陀山风景名胜区（5A）公司无普陀山门票收入分成权、朱家尖景区（4A）	普陀山景区客运专营权、普陀山索道运营、船舶客运；酒店 11 家
四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司	AA+	峨眉山风景名胜区管理委员会	峨眉山风景区（5A）	金顶索道、进山客运、风景区观光车经营权、酒店 6 家
重庆旅游投资集团有限公司	AA	重庆市国有资产监督管理委员会	金佛山（5A）、阿依河（5A）、金刀峡（4A）、重庆乐和乐都（4A）、统景温泉（4A）	酒店 11 家，7 艘邮轮，经营旅行社业务
无锡灵山文化旅游集团有限公司	AA+	无锡太湖国家旅游度假区管理委员会（持股 51%）	灵山胜境景区、拈花湾景区、尼山胜境景区	酒店 2 家、景区内电瓶车、主题街商铺出租等
张家界市经济发展投资集团有限公司	AA	张家界市人民政府国有资产监督管理委员会	宝峰湖景区（5A）、十里画廊景区（5A）等	杨家界索道、旅游客运、旅行社、酒店
天津市旅游（控股）集团有限公司	AA/列入观察名单	天津市人民政府国有资产监督管理委员会	--	2019 年末酒店 9 家，2020 年陆续有酒店挂牌转让；天津食品街和君隆商业广场商铺出租；游船和邮轮业务，津旅游轮 2020 年挂牌转让
吉林长白山开发建设（集团）有限责任公司	AA	长白山管委会国有资产监督管理委员会	长白山景区（5A）	景区内客运业务独家经营权、景区外客运业务运营权；2 家酒店；旅行社业务
陕西华山旅游集团有限公司	AA	渭南市人民政府国有资产监督管理委员会	依托于华山景区（5A），但无华山景区门票收费权，公司对华山景区进行安保、环卫、绿化、售检票等经营管理服务，收取劳务费，同时约定华山门票的 45%左右以补贴的形式支付给公司	客运专线 5 条，其中景区内 3 条；自营酒店 6 家、托管酒店 1 家；旅行社、演出服务等
安徽九华山旅游（集团）有限公司	AA	池州市政府国有资产监督管理委员会	依托九华山风景区，无门票收费权	景区内索道、缆车，酒店和旅行社
西安旅游集团有限责任公司	AA	西安曲江新区管理委员会	西安秦岭野生动物园（4A）、西安秦岭终南山世界地质公园（4A）以及秦岭朱雀国家森林公园（4A）和太平国家森林公园（4A）	旅行社、餐饮（老字号门店 48 家）、7 家酒店
陕西旅游集团有限公司	AA	陕西省人民政府国有资产监督管理委员会	华清池（5A）、少华山（4A）	华山西峰索道和少华山索道 2 条、3 家四星级酒店、旅行社及在线旅游业务（骏途网）、商品销售
广东省旅游控股集团有限公司	AA+	广东省人民政府国有资产监督管理委员会	南海湾森林生态园（4A）、南海旅游中心	自营酒店 14 家、托管酒店 25 家、餐饮、旅行社、物业租赁
云南世博控股集团有限公司	AA+	国务院国有资产监	昆明世博园（5A）、轿子山	滇池索道、旅行社、酒店、旅游交

有限公司		督管理委员会	(4A)哈尼梯田(4A)、恐龙谷、九乡景区、朱家花园等	通、温泉、文旅科技
河北旅游投资集团股份有限公司	AA+	河北省人民政府国有资产监督管理委员会	崇礼翠云山国际旅游度假区项目	酒店、房地产及物业出租业务
云南省旅游投资有限公司	AA	云南省人民政府国有资产监督管理委员会	崇圣寺三塔文化旅游区(5A)、南诏风情岛(4A)、蝴蝶泉公园(4A)、鸡足山(4A)、天龙八部影视城(3A)、洱源小西湖(3A)等	索道、游船、旅行社等
苏州文化旅游发展集团有限公司	AA	苏州市人民政府国有资产监督管理委员会	盘门景区、环古城河水上观光游项目	酒店、物业租赁
苏州高新旅游产业集团有限公司	AA-	苏州国家高新技术产业开发区管理委员会	苏州乐园、徐州乐园	物业租赁
酉阳县桃花源旅游投资(集团)有限公司	AA	酉阳土家族苗族自治县财政局	桃花源景区(5A)、龚滩古镇(4A)、阿蓬江大峡谷(4A)、龙潭古镇(4A)、酉水河国家湿地公园、大板营原始森林等	旅游交通、景区周边物业出租、演艺、旅游商品销售
重庆市武隆喀斯特旅游产业(集团)有限公司	A+	重庆市武隆区国有资产监督管理委员会	芙蓉洞(5A)、天生三桥(5A)、仙女山(5A)、武陵地缝(4A)	旅游中转车、客运索道、旅行社、酒店

注：1.云南省旅游投资有限公司持有大理旅游集团 50%股权，为其实际控制人和经营权控制人，另一股东为大理州旅游产业开发集团有限责任公司，持股比例为 50%；2.安徽九华山旅游（集团）有限公司的主要经营主体为九华旅游，原持有九华旅游 32.63%的股权，2018 年底将 12.13%的表决权转让给安徽省投资集团下属子公司，九华旅游出表。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

以酒店运营为主业的旅游发债企业数量较少，主要包括锦江国际（集团）有限公司和开元旅业集团有限公司，旅投经营类企业中大部分均包含酒店运营，但由于规模不大，未分类为酒店类企业。

旅游服务类企业主要为以旅行社或者在线旅游为经营主业的企业，主要包括凯撒同盛发展股份有限公司、众信旅游集团股份有限公司，受行业竞争激烈影响，盈利能力一般。

(4) 盈利能力

AAA 级别和 AA+级别旅游企业盈利表现较好，AA 及以下级别企业分化明显，整体盈利能力偏弱；2020 年前三季度，旅游行业受疫情影响很大，多数企业面临亏损，盈利企业以高级别企业为主。

从收入水平看，旅游行业发债存续企业 2019 年收入规模合计为 4522.51 亿元，同比增长 14.70%。32 家样本企业中收入同比增长的有 19 家，同比下降的有 13 家；从级别分布来看，6 家 AAA 级别企业中 5 家收入呈增长趋势，9 家 AA+ 级别企业中 7 家收入表现为增长，13 家 AA 级别企业中 9 家收入呈现不同程度的下滑。2020 年 1—9 月，旅游行业受疫情冲击很大，旅游发债企业⁵仅有 2 家企业收入同比实现增长，分别为深圳华侨城股份有限公司和苏州高新旅游产业集团有限公司，其余企业收入均呈现大幅下滑。

从利润情况看，2019 年旅游发债存续企业利润整体表现为增长，全年利润总额合计 605.33 亿元，同比增长 14.64%。32 家样本企业中，实现盈利的企业有 30 家，2 家企业为亏损企业。单个样本利润实现增长的企业有 15 家，呈现下降的企业有 17 家。其中，AAA 级别企业利润总额呈现增长的有 4 家，占比 66.67%；AA+ 级别企业利润增长的有 5 家，占比 55.56%；AA 级别企业中利润实现增长的有 4 家，占比 30.77%。2020 年 1—9 月，旅游行业企业大面积亏损，32 家样本企业实现盈利的仅 12 家，20 家均呈亏损状态（去年同期 5 家亏损）；盈利企业中，AAA 级别企业有 4 家，AA+ 级别企业 4 家，AA 级别企业有 3 家，AA- 级别企业 1 家。

表 10 2019 年和 2020 年 1-9 月 AA 及以上级别旅游企业收入和利润规模（单位：亿元）

企业名称	信用等级	2019 年				2020 年 1-9 月			
		营业收入	同比变动率	利润总额	同比变动率	营业收入	同比变动率	利润总额	同比变动率
中国旅游集团有限公司	AAA	788.02	23.97%	74.88	15.68%	423.98	-20.30%	20.88	-68.53%
锦江国际(集团)有限公司	AAA	360.13	44.50%	26.82	8.75%	162.91	-39.24%	-10.43	-155.14%
北京首都旅游集团有限责任公司	AAA	772.54	2.11%	21.50	-20.55%	220.01	-61.77%	-31.06	-252.54%
深圳华侨城股份有限公司	AAA	600.25	24.68%	192.19	24.87%	333.94	11.83%	74.40	-16.63%
华侨城集团有限公司	AAA	1309.82	18.70%	239.20	18.20%	682.45	-12.68%	88.83	-17.77%
黄山旅游集团有限公司	AAA	23.65	-2.05%	6.71	-23.45%	11.86	-32.08%	1.00	-84.73%
云南世博旅游控股集团有限公司	AA+	43.98	15.46%	3.11	-55.62%	15.58	-31.63%	4.11	626.44%
浙江省旅游投资集团有限公司	AA+	40.56	-19.78%	3.34	-11.38%	18.59	-37.77%	0.25	-88.75%
浙江舟山旅游集团有限公司	AA+	9.81	7.77%	2.09	6.32%	5.24	-31.46%	0.34	-78.83%
四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司	AA+	14.73	6.00%	3.48	3.19%	--	--	--	--
峨眉山旅游股份有限公司	AA+	11.08	3.30%	2.69	8.49%	3.60	-58.73%	-0.97	-143.90%

⁵ 样本企业中四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司未披露 2020 年三季度，季报数据未考虑该企业。

青岛旅游集团有限公司	AA+	3.74	14.80%	0.58	-120.15%	1.16	-0.37%	-2.97	4.70%
无锡灵山文化旅游集团有限公司	AA+	12.73	8.88%	0.79	-6.76%	6.71	-28.41%	-2.95	-650.80%
河北旅游投资集团股份有限公司	AA+	50.14	25.41%	2.46	12.56%	24.28	-22.18%	0.21	-88.75%
广东省旅游控股集团有限公司	AA+	25.69	-9.44%	1.35	9.14%	9.78	-45.81%	-1.93	-263.50%
重庆旅游投资集团有限公司	AA	21.33	-0.07%	0.15	-105.63%	7.69	-47.48%	-3.84	-23292.66%
酉阳县桃花源旅游投资(集团)有限公司	AA	7.68	-0.41%	2.57	-11.92%	2.63	-48.09%	0.39	-82.15%
天津市旅游(控股)集团有限公司	AA	39.73	-34.43%	0.85	38.75%	13.64	-57.40%	-1.43	-749.68%
吉林省长白山开发建设(集团)有限责任公司	AA	6.71	0.09%	0.58	-16.55%	2.24	-59.43%	-2.10	-664.79%
陕西华山旅游集团有限公司	AA	6.57	-0.25%	0.74	-3.25%	1.92	-65.03%	-2.94	-1620.02%
安徽九华山文化旅游集团有限公司	AA	0.59	-89.56%	-1.49	-165.18%	0.25	-45.16%	-1.89	125.95%
西安旅游集团有限责任公司	AA	20.93	-1.91%	-0.53	-70.53%	7.64	-47.87%	-0.72	107.73%
苏州文化旅游发展集团有限公司	AA	7.25	-21.77%	1.70	-0.08%	4.16	-32.97%	1.54	-3.31%
众信旅游集团股份有限公司	AA	126.22	3.70%	1.16	31.19%	13.45	-85.91%	-5.00	-388.77%
张家界市经济发展投资集团有限公司	AA	15.72	-5.04%	1.57	-9.19%	3.42	-63.66%	-3.67	163.21%
云南省旅游投资有限公司	AA	9.44	1.05%	0.91	-43.00%	2.72	-63.62%	-1.36	-223.83%
陕西旅游集团有限公司	AA	51.54	14.38%	3.65	12.09%	14.53	-55.28%	-4.82	-304.64%
开元旅业集团有限公司	AA	69.31	12.52%	6.49	28.86%	23.93	-54.58%	6.49	5.10%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

(5) 杠杆水平和偿债能力

旅游发债企业整体杠杆率为中等偏上水平，受业务特点影响，债务期限结构以长期债务为主，经营性净现金流对短期债务的覆盖能力尚可，同时考虑到旅游企业普遍为国有企业，再融资能力相对较好，行业整体偿债能力尚可。但部分资质较弱的主体债务负担偏重，叠加疫情影响，债务偿还压力大，需引起关注。

债务负担方面，截至 2019 年底，样本旅游企业整体杠杆率为中等偏上水平，样本企业资产负债率和全部债务资本化比率平均值分别为 55.20%和 44.18%。从个体企业看，以下企业的财务指标中资产负债率偏高 (>70%) 或全部债务资本化比率偏高 (>60%) 或两项均偏高，债务负担偏重，应引起关注。

表 11 债务偏重旅游企业 2019 年财务数据情况 (单位: 亿元、%)

发行人	评级机构	最新级别	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	资产负债率	全部债务资本化比率	债券余额
锦江国际(集团)有限公司	中诚信国际	AAA	1065.73	347.00	361.27	26.82	67.44	60.88	82.00

深圳华侨城股份有限公司	联合资信	AAA	3796.20	949.93	600.25	192.19	74.98	55.40	151.00
重庆旅游投资集团有限公司	中诚信国际	AA	194.61	54.90	21.33	0.15	71.79	68.86	44.00
天津市旅游(控股)集团有限公司	中诚信国际大公国际	AA	90.57	23.41	39.73	0.85	74.15	67.92	8.00
陕西旅游集团有限公司	上海新世纪东方金诚	AA	305.59	68.61	51.54	3.65	77.55	72.71	48.66

注：债券余额为截止到 2020 年 12 月 14 日的余额

资料来源：联合资信根据公开资料整理

从债务期限结构上看，发债企业在债务构成上趋于长期化。截至 2019 年末长期债务在全部债务中的占比平均值为 61.86%，债务结构整体合理。其中，短期债务占比在 60% 以上的企业共 5 家，占发债企业的 15.63%，分别为云南世博旅游控股集团有限公司、陕西华山旅游集团有限公司、凯撒同盛发展股份有限公司、苏州文化旅游发展集团有限公司和众信旅游集团股份有限公司。

从短期偿债能力来看，2019 年旅游企业经营性净现金流对短期债务的覆盖能力尚可，经营性净现金流/短期债务的平均数为 44.78%。一方面，旅游企业经营获现能力较好，2019 年经营性净现金流为净流入的企业共 24 家，占样本总数的 75%；另一方面，考虑到旅游企业普遍为国有企业，再融资能力相对较好，对短债的偿还有一定的保障。

从长期偿债指标来看，2019 年旅游企业全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数的平均数分别为 7.84 倍和 7.44 倍，EBITDA 对每年利息支出的保障能力较好，长期偿债能力尚可。从个体企业看，安徽九华山文化旅游集团有限公司由于将经营旅游景区的主要主体九华旅游划出，2019 年亏损，EBITDA 利息倍数仅为 1.10 倍；张家界市经济发展投资集团有限公司全部债务/EBITDA 超过 20 倍，未来偿债压力很大。

五、结论

中国旅游行业多年来保持较快增长，国内旅游需求旺盛，旅游人次不断扩大，旅游收入规模持续增加。2020 年爆发的新冠肺炎疫情对旅游行业产生明显冲击。疫情初期，居民出行意愿大幅降低，旅游行业多种业态进入“停摆”状态，行业内企业不仅面临现金流的收缩，还承受较大的刚性支出压力；国内疫情基本控制后，行业迎来一定

复苏，尤其在“五一”“国庆”小长假期间，国内旅游收入恢复较快，虽然和往年仍有差距，但可以看出明显的复苏迹象。

2020年3月底，多数景区陆续恢复开业，但景区游客承载量受到一定限制，景区游客接待量下滑明显。随着疫情防控的有序推进以及各地陆续出台支持政策，景区游客接待量有一定恢复，但恢复速度仍然较慢。景区收入主要依赖客流量，前三季度客流的整体下降导致多数景区经营净现金流为净流出，加之人工、折旧等景区刚性支出，景区类企业前三季度以亏损为主，考虑到四季度“十一假期”为旅游黄金周，客流量较大，预计全年亏损较前三季度有所收窄。预计2021年，疫情对景区企业的影响仍然较大，由于疫情防控的常态化，客流量将缓慢恢复，直至疫情结束迎来爆发增长。

酒店行业在疫情前已经处于下行周期尾声，新冠肺炎疫情的爆发使得大批酒店因短期现金流问题而退出市场，加速行业供给出清，单体酒店出清速度进一步加快。以锦江酒店、首旅酒店和华住酒店为代表的头部企业在逆势中实施扩张，将加速行业向龙头企业集中发展。酒店由于有商旅的刚性需求，预计2021年，行业现金流会有一定改善，疫情结束后将会迎来恢复与反弹。

旅游发债企业以国有企业为主，发行人主体级别集中在AA和AA+级别序列，部分多元化经营的大型综合类旅游企业为AAA级别。AAA级别和AA+级别旅游企业盈利表现较好，AA及以下级别企业分化明显，整体盈利能力偏弱。受疫情影响，2020年前三季度发债企业多数面临亏损，为补充流动资金以及必要的资本性支出，旅游发债企业融资规模同比增长较快，行业债务负担有所加重。考虑到旅游发债企业普遍为国有企业，再融资能力相对较好，行业整体偿债能力尚可；但部分资质较弱的主体债务负担偏重，叠加疫情影响，债务偿还压力大，需引起关注。

长期来看，驱动旅游业长期发展的核心动力不会变，随着人均可支配收入的持续增长、假期及政策红利继续释放，居民旅游意愿保持高位以及交通等配套基建持续完善，旅游行业长期发展前景较好。