

作者：简尚波  
邮箱：research@fecr.com.cn

# 2021年中国旅游行业信用展望

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

我们对中国旅游行业的信用展望为稳定，这一结论基于我们对2021年中国宏观经济增速反弹和居民收入稳健增长、居民消费结构升级的预期，以及新冠肺炎疫情防控常态化下各类政策支持该行业复苏，交通基础设施等外部环境改善，该行业深入推进高质量转型，该行业发债企业经营状况稳定、债务杠杆稳健，以及可获外部力量支持等因素。

对宏观经济增速反弹和居民消费结构升级预期，以及政策支持、外部力量支持和基础设施等环境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。基建补短板等政策推动下，随着大批高铁等交通项目竣工，我国交通状况将不断改善，为旅游业发展带来促进。疫情防控常态化下，我国旅游业政策不断优化，旅游业高质量发展日趋深入，供给侧改革动能不断释放，为旅游业发展带来机遇。从微观来看，发债企业普遍属于国有企业，市场地位高、品牌实力强，融资渠道通畅，而且能获得股东和政府财力支持。从疫情因素来看，由于我国旅游业的结构稳定以国内旅游为绝对主体且我国疫情形势相对稳定，当前全球疫情复杂局势对我国旅游企业影响较为有限。

可能限制旅游业规模增长的因素包括：全球新冠肺炎疫情走势仍然存在不确定性，目前全球疫情仍未见顶，我国国际旅游业发展存在较大不确定性因素；国内疫情防控进入常态化局面，局部地区零星疫情时有发生，这将对我国旅游业恢复造成负面影响；受疫情及其防控政策之下，我国宏观经济增速和居民收入增速放缓的影响，近期我国居民消费需求不振，居民旅游消费潜力仍然有待释放。此外，受疫情影响，近期我国旅游企业盈利状况普遍下滑，客流接待量仍有待全面恢复，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发债旅游企业的评级展望相一致。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。经济增速反弹和居民消费升级、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@fegr.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 China's tourism industry is stable, which is based on our expectation of rebound in China's macro-economy growth and steady growth of household income, upgrading of household consumption structure in 2021. Other consideration includes: (1) various policies that promote the recovery of tourism industry under normalization of COVID-19 preventive measures; (2) the external environment improvement such as transportation infrastructure; (3) the promotion of high-quality restructure and development in the tourism industry; (4) stable operating conditions and debt leverages of sample bond-issuers of the tourism industry; (5) the fact that the bond-issuers could be supported by external forces, etc.

Underpinning our stable view of the outlook for the tourism industry's credit status over the next 12 months is our expectation of rebound in China's macro-economy growth and the upgrading of household consumption structure, as well as the improvement in policies and environmental improvements, such as transportation system. Driven by policies, such as infrastructure improvement, a large number of transportation projects, such as high-speed rail projects, have been accomplished or under construction, so China's transportation conditions have been continuously improved, which will promote the development of tourism. In addition, with the regular COVID-19 epidemic prevention and control, the policies for China's tourism industry are being optimized continuously, and the supply-side reform momentum of the tourism industry has been continuously released, which will bring opportunities for the development of the tourism industry. From a micro perspective, bond-issuers in the tourism industry are usually state-owned enterprises with dominated market position, powerful brand strength, unobstructed financing channels, and financial support from shareholders and the governments. From the perspective of COVID-19, the complex global COVID-19 epidemic situation has limited impact on China's tourism companies, which is attributed to the domestic dominated tourism market structure of China's tourism industry and relatively stable COVID-19 epidemic situation in China.

Factors that might limit the growth of the tourism industry scale include: (1) The trend of the global COVID-19 still remains uncertain, which has not yet reached apex, so the development of international tourism industry in China is facing great uncertainties. (2) COVID-19 preventive measures in China has entered a normal status, and sporadic outbreaks in some areas have been occurring occasionally, which might encumber the recovery of the tourism industry. Due to COVID-19 epidemic and its preventive measures, the growth rates of both domestic macro-economy and residents' income have been declining, which lead to the decline of the contribution of final consumption expenditure to the growth of GDP.

The potential residents' tourism consumption still needs to be released. (3)affected by COVID-19epidemic, the profitability of tourism enterprises in China have generally declined, and the tourist flows haven't fully recovered yet. The current recovery of the business environment of tourism enterprises is not enough for us to have a positive outlook.

The stable outlook for the overall tourism industry is consistent with the rating outlook of most tourism companies. Among the tourism companies which disclose credit ratings publicly, most sample companies have the stable rating outlook. The solvency of the tourism companies in China are expected to be enhanced by the rebound of domestic macro-economy growth, the upgrading of household consumption, policy dividend driving, release of industry transformation momentum, the improvement of transportation infrastructure, external forces support etc.

## 一、行业概况

### （一）市场规模——近年规模稳步增长，2020年在抗疫之下推进复苏

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。2009年金融危机复苏以来截至2019年，我国旅游业总收入随同国民经济增长、居民收入增长和消费结构升级（2009年至2019年，城镇居民家庭恩格尔系数从36.5%逐年下行至27.6%、农村居民家庭恩格尔系数从41%逐年下行至30%）以及旅游业政策支持、基础设施状况改善而呈现持续较快增长态势，从2009年1.29万亿元增至2019年6.63万亿元，年均复合增长约18%。图1显示，作为顺周期性行业（例如2014年至2019年，历年我国GDP和旅游业总收入相关性系数达0.9以上），我国旅游业规模增长对于宏观经济环境具有较强依赖性。

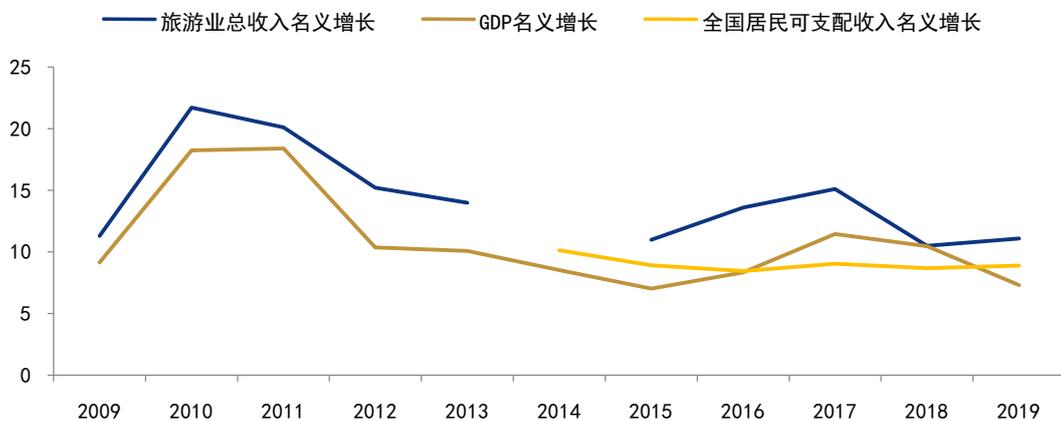


图1：近年旅游业总收入及GDP、居民收入变化（%）

注：2014年旅游业总收入中的国际旅游收入统计口径较2013年发生改变，因而2014年及其后旅游业总收入与2013年及之前数据不可比。  
资料来源：2014-2019历年中国旅游业统计公报（国家旅游局、文化和旅游部发布）、Wind资讯，远东资信整理



图2：历年中国经济增速变化（单位：%）

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

进入2020年，新冠肺炎疫情的暴发对国民经济造成显著负面影响，全年GDP同比增长2.3%，系上个世纪90年代有数据统计以来历史同期最低值，见图2。GDP增长构成方面，受疫情及其防控政策和居民消费意愿变化影响，2020年一季度以来最终消费支出拉动率迅速滑落至负区间。

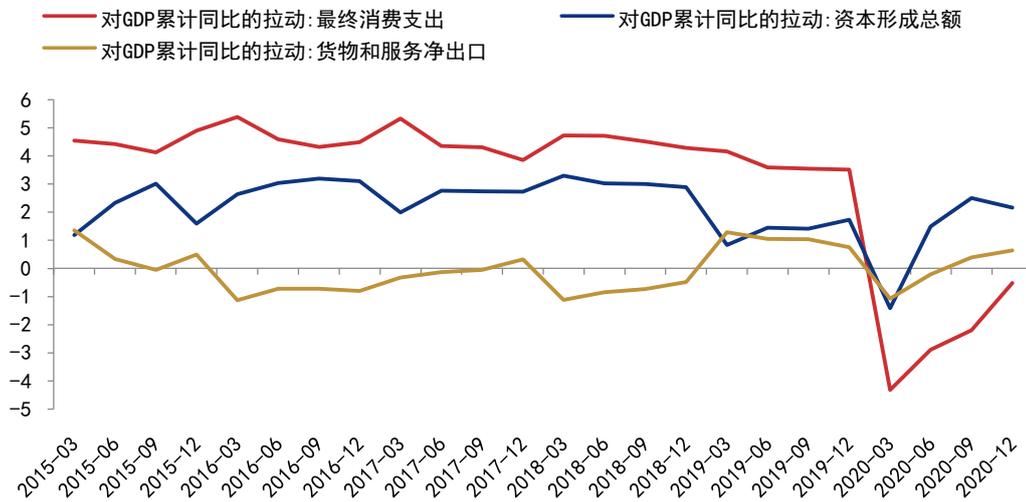


图3: 近年“三驾马车”对中国国民经济拉动效应变化 (单位: %)

资料来源: Wind资讯, 远东资信整理

受疫情影响, 2020年我国春节旅游黄金周事实取消, 如按前3年春节黄金周旅游市场规模及其平均增速估测, 2020年春节旅游黄金周取消造成经济损失或达近6000亿元; 2020年国庆中秋假期期间, 全国共接待国内游客6.37亿人次, 按可比口径同比恢复79.0%; 实现国内旅游收入4665.6亿元, 按可比口径同比恢复69.9%; 据中国旅游研究院分析指出, 受疫情影响, 2020年全年国内旅游收入估计同比下滑52%。

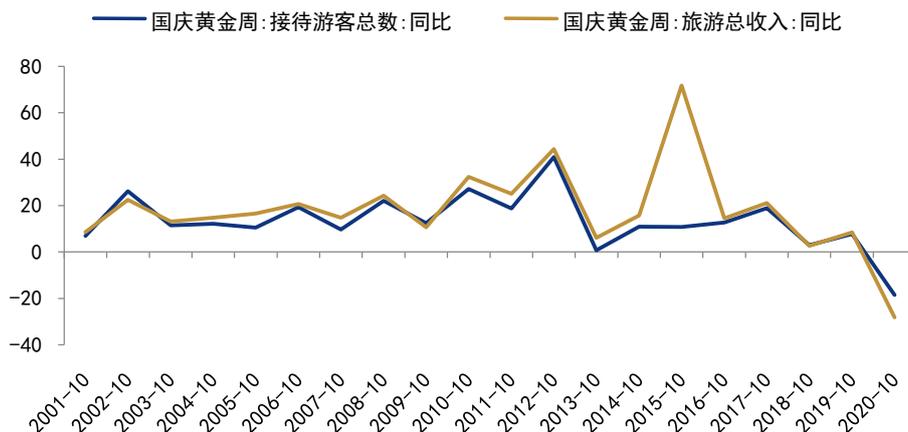


图4: 历年国庆黄金周旅游市场变化 (单位: %)

资料来源: Wind资讯, 远东资信整理

从疫情形势及宏观经济趋势变化来看，自2020年3月份以来，我国疫情逐步得到有效控制，尽管下半年疫情有所反复，但处于局部地区零星发生、整体高度可控状态，在疫情有效防控和各行业复工复产政策推动下，2020年二季度以来，我国宏观经济呈现逐步恢复迹象，二季度GDP当季同比增速从前值-6.8%转正至3.2%，三季度增长4.9%，四季度增长6.5%；全年GDP同比增长2.3%。据国家统计局分析，中国有望成为2020年世界主要经济体当中唯一实现正增长的经济体。

基于疫情得到有效防控、宏观经济边际改善叠加旅游业优惠政策刺激（见下文）等因素，2020年二季度以来，我国旅游业发展呈现恢复局面。据文旅部统计，2020年二季度，全国A级旅游景区游客接待量环比大幅增长158.7%，旅游收入环比增长131.7%；三季度，全国A级旅游景区总体游客接待人数达到上年同期7成左右，部分景区接近上年同期水平；全国旅游度假区方面，二季度整体接待游客环比上涨247.7%，总收入环比上涨144.6%，7至8月，全国旅游度假区全部恢复开放，接待人次和收入恢复至上年九成左右。

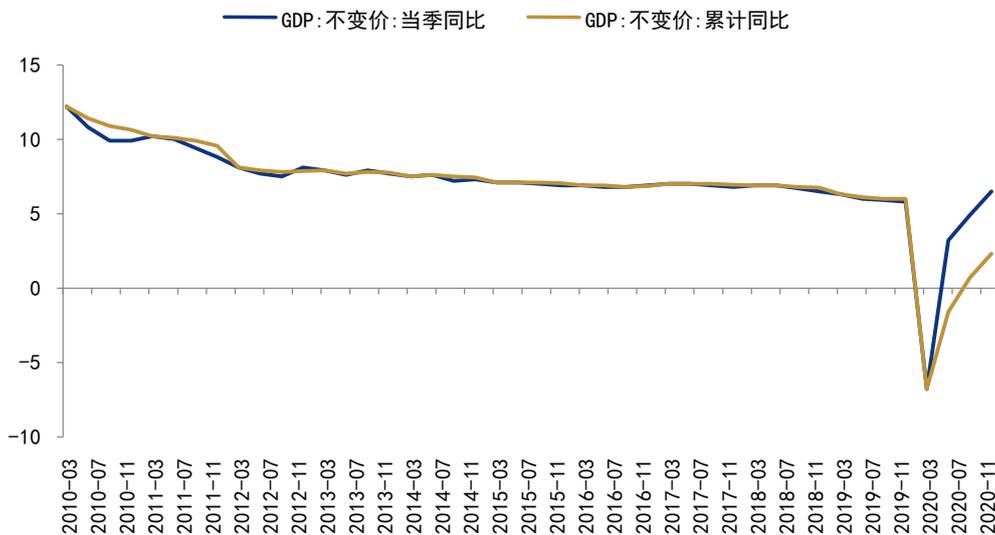


图5: 近期GDP增速逐季变化 (单位: %)

资料来源: Wind资讯, 远东资信整理

## (二) 市场结构——国内旅游逐步恢复，出入境团队旅游有待解禁

国内旅游是我国旅游业最重要组成部分，图6显示，2011年以来，国内旅游收入占旅游业总收入比重一直位居80%以上比重，其收入增速快于旅游业整体收入增速，国内旅游板块是引领中国旅游业增长的核心动力。2020年以来，得益于疫情防控取得有效落实和文旅部有序推进旅游业复工复产，国内旅游板块呈现逐步恢复之势。例如，根据文旅部政策，旅游景区接待游客限量从2月份的不超过最大容量的30%上调至7月份的50%，9月份继续上调至75%。从国内旅游实际运行来看，前文已述，2020年国庆中秋假期期间，全国共接待国内游客6.37亿人次，按可比口径同比恢复79.0%，实现旅游收入4665.6亿元，按可比口径同比恢复69.9%。

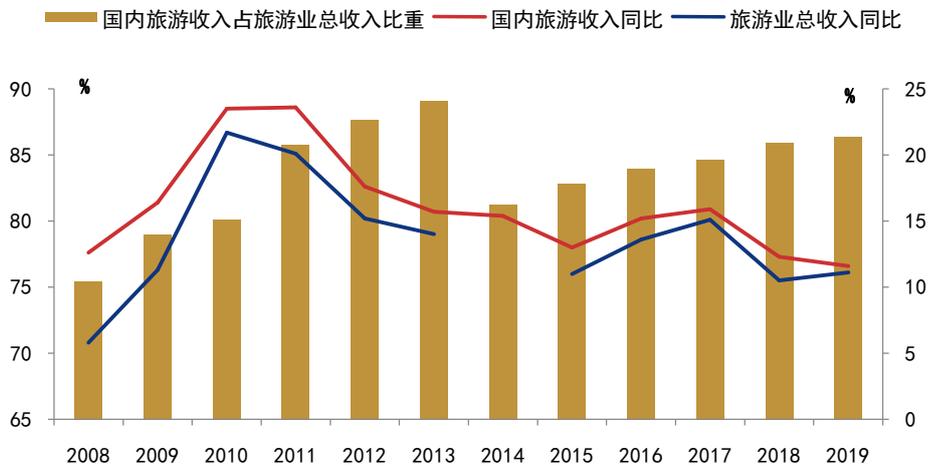


图6：国内旅游稳居在中国旅游业市场重要地位

资料来源：历年中国旅游业统计公报，远东资信整理

入境旅游方面，受全球疫情肆虐及疫情防控政策（见下文）影响，据中国旅游研究院10日发布《中国入境旅游发展报告2020》披露，2020年上半年中国入境游客接待1454万人次，同比下降80.1%，入境市场规模及其降幅均较往年同期变化显著，如图7所示。出境旅游方面，图8显示，近年以来，我国出境旅游人次总体上以呈现波动性增长，2019年出境旅游1.55亿人次，同比增长3.3%，增速趋缓。2020年我国出境旅游市场受到全球疫情严重制约，目前没有官方披露2020年上半年或季度性的出境旅游数据。从有关政策来看，文旅部于2020年7月发文明确出入境旅游业务暂不恢复，文旅部在2020年第四季度例行新闻发布会上重申，继续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。

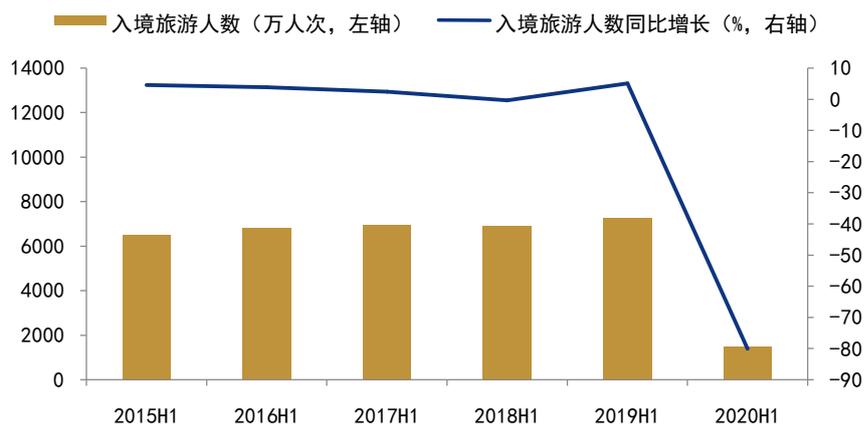


图7：近年中国入境旅游人次变化

资料来源：国家旅游局、文旅部，远东资信整理

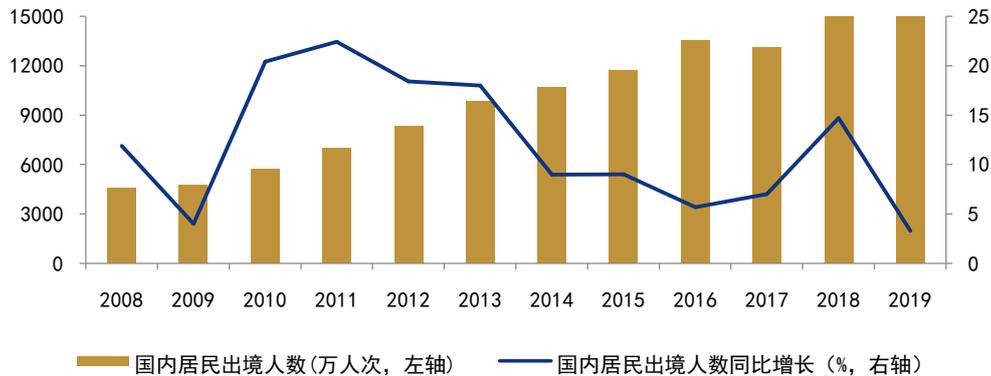


图 8：近年中国出境旅游人次变化

资料来源：国家旅游局、文旅部，远东资信整理

### （三）细分行业——旅行社数量逆势稳增，星级酒店经营效益滑坡，5A 景区扩容

图 9 显示，2020 年前三季度我国旅行社数量呈现逐季平缓增长，第三季度为 40167 家，分别较第一季度、第二季度净增 980 家、497 家，表明疫情并未对我国旅行社业整体生存造成强烈冲击。但旅行社经营业绩深受疫情负面影响，2020 年第三季度全国旅行社国内旅游组织 1971.32 万人次，同比减少 60.01%；接待 2629.68 万人次，同比减少 52.93%。

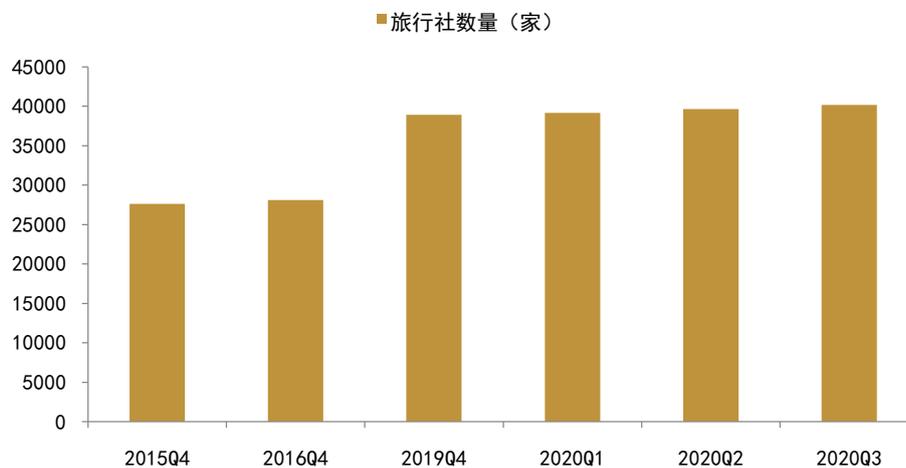


图 9：近期旅行社数量变化

资料来源：文旅部，远东资信整理

截至 2020 年第三季度，全国星级饭店统计管理系统中共有星级饭店 9857 家，其中一星级 58 家，二星级 5079 家，三星级 4801 家，四星级 2559 家，五星级 850 家。星级酒店数量以广东、山东、浙江、江苏、云南等地相对居多，星级酒店营收则以广东、浙江、江苏、北京、上海等地相对居高。

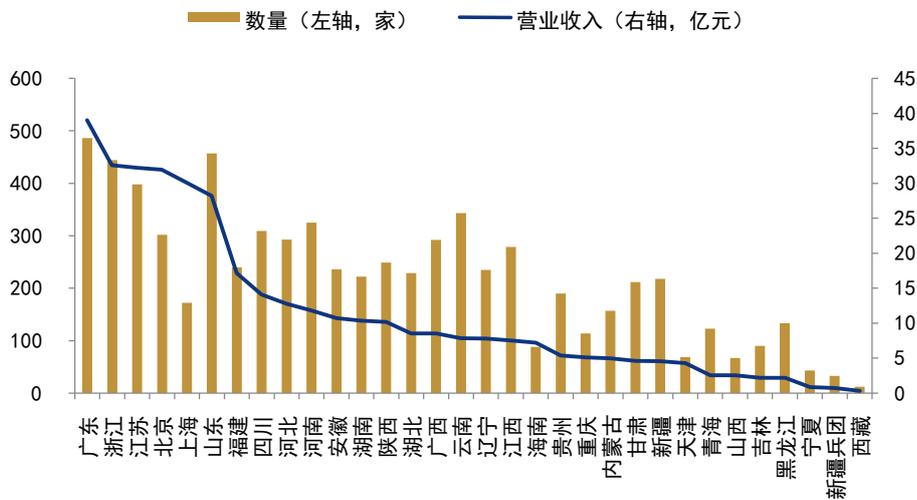


图10：2020年第三季度中国星级酒店的区域分布

资料来源：文旅部，远东资信整理

2020年初以来，受疫情影响，我国星级酒店客房平均出租率反映的经营效益明显滑坡，打破往年大致在40%-70%范围的季节性波动状态，一季度平均出租率低至22.83%，远低于60%的保本线，但二、三季度逐季回升至33.08%、49.02%，反映酒店业经营状况边际趋于修复。由于各家星级酒店的房价、出租率存在季节性特征，本文采取同比分析法。自2020年一季度以来，各大星级酒店客房平均出租率按同比（按增加百分点统计）走势均呈现止跌反弹，平均房价也呈现回暖态势，如图12所示。

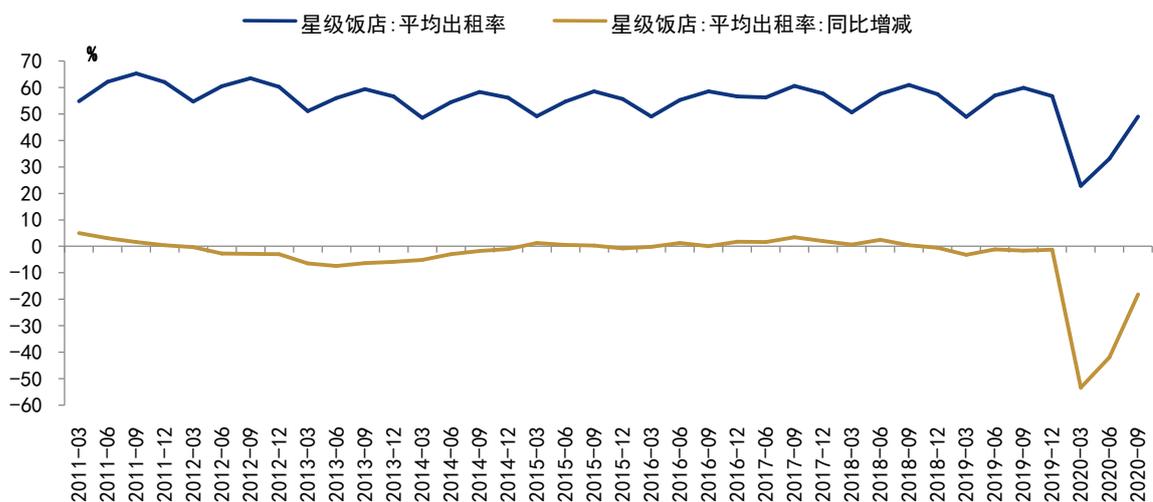


图11：中国星级饭店平均出租率变化

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

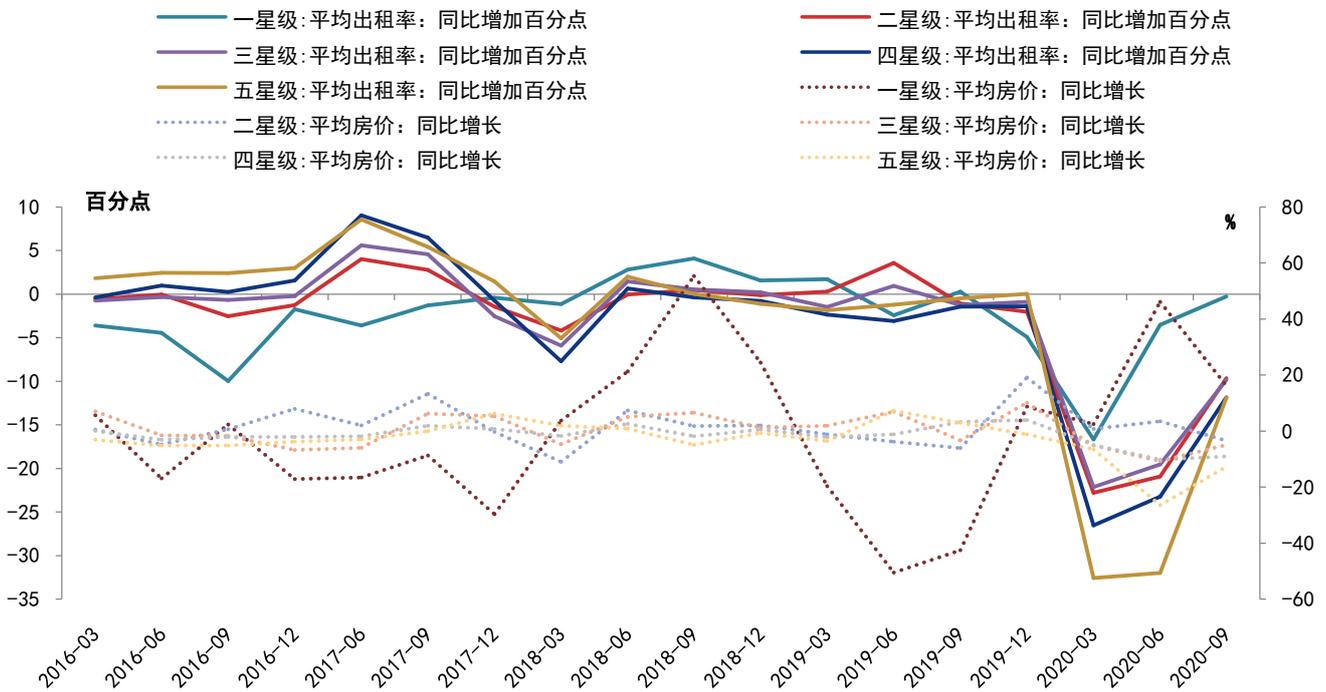


图12：中国各类星级酒店经济效益指标变化

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

旅游景区方面，2020年文旅部公布新增北京圆明园、内蒙古阿拉善盟胡杨林等22家景区为5A级景区，全国5A级景区累计达到280家，新增5A级景区对于提升我国旅游景区服务质量、增加旅游资源吸引力具有积极影响。但从旅游景区经营效益来看，图13显示，受疫情冲击，2020年上半年各家上市旅游景区收入同比均呈现低于-60%的负增长。

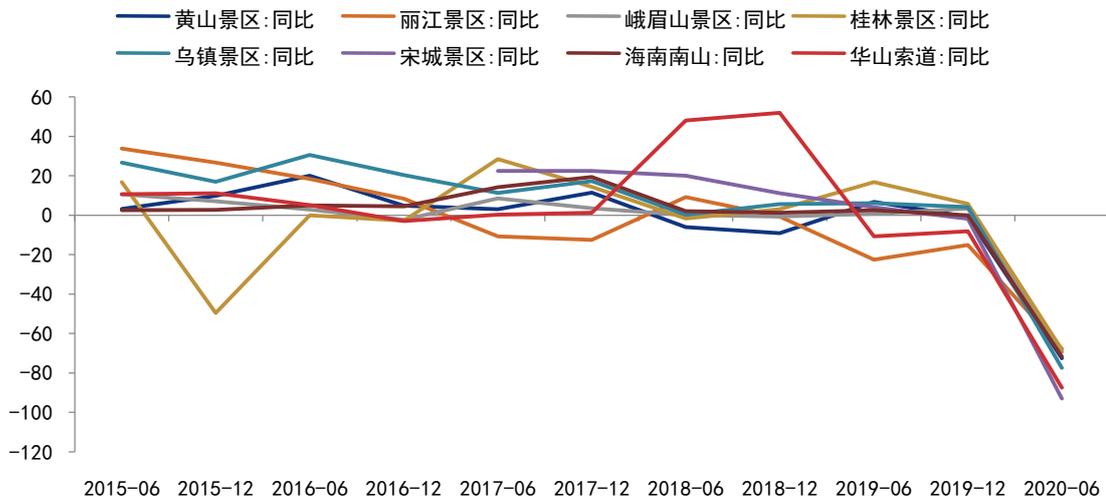


图13：各家上市景区2020年上半年收入同比均为负增长

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

## 二、行业政策

### （一）中央定调支持旅游业发展

旅游业是我国国民经济中发展速度较快和具有明显国际竞争优势的产业之一，汇集拉动经济增长、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、深化国际交流等诸多积极作用。近年来，中央持续出台旅游业相关支持制度，对于削弱疫情爆发和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。其中，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。2013年，全国人大公布《旅游法》，对旅游业政策制定和行业发展规范提供法律指导。之后，国务院及国办陆续发布《国民旅游休闲发展纲要》《关于促进旅游业改革发展的若干意见》《“十三五”旅游业发展规划》《关于促进全域旅游发展的指导意见》《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》等一系列旅游业重要纲领性文件。

2020年以来，中央提出的有关旅游业支持的以下政策表述值得重点回顾。（1）2020年5月，中央政府工作报告指出“支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，推动线上线下融合”，这表明中央对于旅游业等生活服务业抗击疫情，促进恢复发展予以高度重视。（2）2020年11月，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》明确提出加快发展旅游业和促进文旅融合发展：关于“加快发展现代服务业”指出，“推动生活性服务业向高品质和多样化升级，加快发展健康、养老、育幼、文化、旅游、体育、家政、物业等服务业”；关于“健全现代文化产业体系”指出，“推动文化和旅游融合发展，建设一批富有文化底蕴的世界级旅游景区和度假区，打造一批文化特色鲜明的国家级旅游休闲城市和街区，发展红色旅游和乡村旅游”。

### （二）多措并举减缓疫情冲击

疫情发生以来，文旅部等部委以及各地方政府有关部门出台举措，一方面多措并举为旅游企业减负，一方面结合疫情变化有序推进旅游企业复工复产。

一是减负方面，扶持政策大致以减轻旅游企业负担为核心，包括税收减免、财政补助和贴息，信贷和担保扶持，社保和公积金、水电等要素费用减免、缓缴等，同时出台了支持旅游企业加强软硬件建设、加强营销宣传等政策，各地政策普遍提及发展在线旅游、稳定岗位等内容。其中，文旅部于2020年1月向各地旅游部门发布《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》，决定向全国旅行社暂退80%的旅游服务质量保证金，以支持旅行社积极应对当前经营困难。

二是推动复工复产方面，文旅部酌情根据国内疫情防控形势作出复工复产政策调整，体现了防控疫情传播风险与推动旅游经济发展有机结合的政策统筹特点，受到2020年初以来国内疫情从总体上明显趋于改善等积极因素影响，总体上文旅部等部门针对旅游景区接待游客的限制门槛逐步放宽。

2020年2月，文旅部发布《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南》，疫情高风险地区旅游景区暂缓开放，疫情中风险和低风险地区旅游景区开放工作由当地党委政府决定。该项指南同时要求，景区恢复开放前应提前做好《旅游景区新冠肺炎防控应急预案》，明确疫情防控应急措施和处置流程。（2）4月，针对部分景区恢复开放期间大量游客聚集拥挤，增加疫情传播风险等问题，文旅部、卫健委印发《关于做好旅游景区疫情防控和有序开放工作的通知》，旅游景区只开放室外区域，室内场所暂不开放，接待游客量不得超过核定最大承载量的30%，收费景区在实施临时性优惠政策前要做好评估，防止客流量超限。

7月，文旅部办公厅发布《关于推进旅游企业扩大复工复产有关事项的通知》，一方面，恢复跨省（区、市）团队旅游。各省（区、市）文旅部门在做好疫情防控前提下，经当地党委、政府同意后，可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。中、高风险地区不得开展团队旅游及“机票+酒店”业务。出入境旅游业务暂不恢复。一方面，调整景区限量措施。旅游景区要继续贯彻落实“限量、预约、错峰”要求，接待游客量由不得超过最大承载量的30%调至50%。在严格落实各项防控措施下，采取预约、限流等方式开放旅游景区室内场所。

9月，文旅部发布《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南（2020年9月修订版）》明确，旅游景区需在做好新冠肺炎疫情常态化防控前提下，有序推进秋冬季旅游景区开放管理，接待游客量不超过最大承载量的75%。截至9月，文旅部针对旅游景区最大承载量限制比例从50%进一步上调至75%，这对于减少旅游企业经营损失、增加企业收入发挥积极作用。根据文旅部发布信息，截至9月中旬，全国已复工复产旅行社29694家，占全国旅行社总量的75.72%；星级饭店业务复业率达91%。

12月，文旅部在第四季度例行新闻发布会上明确，继续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，继续执行景区接待游客量不超过最大承载量75%的政策。

### （三）激发旅游消费潜力

旅游消费是旅游业发展的重要支撑力量，刺激旅游消费也是扩大内需，促进国民经济增长的抓手，尤其2020年以来，最终消费需求在国民经济中的拉动力明显减弱，国民经济增长还需加大消费需求动能（见图3）。

2019年8月印发的《国务院办公厅关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》（国办发〔2019〕41号）着眼于激发文旅消费潜力，围绕“深化文化和旅游领域供给侧结构性改革”等政策目标，提出了“推出消费惠民措施”“发展假日和夜间经济”“促进产业融合发展”等九项任务，对于深化旅游业供给侧改革、更好地发挥旅游经济对稳增长作用具有重要意义。2020年，为落实国办发〔2019〕41号文，文旅部公布了首批国家文化和旅游消费示范城市和试点城市（实际包括省会城市和地级市、市级区等）名单，包括廊坊市、鄂尔多斯市、长春市、上海市徐汇区等。此外，2020年以来，随着疫情防控局面好转，各地纷纷采取发放旅游消费券的方式激发旅游市场潜力，例如浙江安排发放旅游消费券5亿元、山东安排发放文化和旅游惠民消费券1.5亿元、武汉各大景区发放旅游消费券2.25亿元等。

### （四）推动旅游业高质量发展

2020年11月，文旅部、发改委等十部门联合印发《关于深化“互联网+旅游”推动旅游业高质量发展的意见》（下称“互联网+旅游”新政），围绕旅游业转型升级提出未来两年和五年发展目标，并明确加快建设智慧旅游景

区等八项任务。新政出台背后，我们关注到中国旅游业“大而不强”亟待高质量发展的现实。而中国数字技术及应用实力较为雄厚，以及旅游业数字化、智慧化转型相关市场基础较为强劲，则为新政出台提供相应技术和市场基础。此前，近年中央有关部门持续出台了旅游业高质量、智慧化发展支持政策，如《关于促进智慧旅游发展的指导意见》《关于促进旅游业改革发展的若干意见》等，“互联网+旅游”新政出台体现了对以往相关政策的重申或延续。

“互联网+旅游”新政提及加快建设智慧旅游景区，本文认为“互联网+旅游”新政将进一步引导我国旅游景区智慧化建设，针对我国旅游业部分存在的开发利用不当、生态保护不力、客流控制失序和“黑导游”现象等诸多问题，我国旅游景区智慧化建设还需加大、加快工作力度，提升广大旅游景区管理与服务质量。关于完善旅游基础设施，本文认为，5G+AI+VR等数字化技术在我国广大旅游景区的应用前景将日趋宽阔，有望推动旅游景区管理方式实现“智能化”，提升游客旅游体验，激发旅游市场动力，扩大旅游品牌宣传效应。关于加大线上旅游营销力度，本文认为网络直播等数字化营销模式还需深入根植我国乡村旅游业，还需继续细化相关制度和强调制度规范，以便持续、有序释放数字化营销对于乡村旅游业发展的正能量。

### 三、行业关注

#### （一）疫情防控形势依然严峻

旅游业是对外部变化具有高度敏感性的消费行业，近期新冠肺炎疫情牵动整个行业发展神经，未来中国旅游业发展也仍将受到疫情变化影响，直至疫情消散。尽管新冠肺炎疫情属于行业外部因素，但是鉴于其对全球旅游业发展具有重大影响，本文对疫情变化予以高度关注。

2020年初至今，国内疫情遏制了逐步蔓延势头，取得了湖北保卫战决定性胜利，全国疫情防控进入常态化，目前境内疫情总体呈零星散发状态，境外输入疫情可控。而从全球来看，目前全球疫情则仍处于爆发期，世界卫生组织发布数据显示，截至欧洲中部时间2021年1月28日18时31分（北京时间29日1时31分），全球确诊病例较前一日增加56.2万例，达到1.004555亿例。展望未来，中国与海外疫情防控局势仍将对我国旅游业恢复进程产生重要影响。

#### （二）个性化定制旅游日趋火热

经过长期持续发展，在以“80后”“90后”青年乃至“00后”等为主的新一代游客群体成长和涌现的情况下，传统的旅游模式已经无法赢得年轻人的心，个性化定制旅游方式正在不断涌现，此类出游方式影响力日益壮大，将对旅游业供给侧转型升级带来持续动力。根据2020年6月份《信息时报》发表的一篇题为“个性化定制旅游四年增长123%”的报道，企查查数据显示，我国拥有2044家定制旅游相关企业，在业存续1759家。从增量来看，2019年定制旅游服务相关企业注册量达到417家，较2015年上升123%。

相对于传统旅游方式，个性化定制旅游更加强调客户的旅游体验的个性化，打破了千篇一律的旅游方式。而支撑此类旅游方式发展的有利因素，一是“80后”“90后”等新兴消费群体的发展，新一代年轻人思想相对开放，不愿意恪守陈规，敢于接受新鲜事物。二是“互联网+旅游”的发展，互联网改变了人们出行和预定习惯，信息不

对称不断被打破，商业交易效率不断提高，艺龙、携程等平台的加入，让旅游行业变得更便捷，游客在海量旅游信息中便于查询、匹配自己的旅游需求，甚至通过互动以提出个性化需求，激发市场供给端变革。

### （三）旅游交通等基础设施日趋改善

至2020年底，全国高铁营业里程达到3.79万公里，较“十二五”末（1.9万公里）接近翻番。其中，2020年新高铁里程2520公里，其中，江苏、安徽新增里程超400公里，南通、扬州、赤峰、庆阳、长治、晋城等6个地级市迈入“高铁时代”。根据2021年初召开的全国交通运输工作会议，2021年将积极发展公铁、空铁、公空等联程运输服务，提升旅客出行服务品质；鼓励和规范发展定制客运；实现20个省份普及道路客运电子客票服务，推进实现“刷脸”进站乘车。根据施工进度，2021年广汕高铁、张吉怀高铁、赣深高铁、郑济高铁、黄黄高铁、杭绍台高铁等一批高铁线路或将开通。剔除疫情因素来看，2021年我国境内游客旅游出行将更加便捷。

## 四、行业内发债企业信用分析

### （一）样本企业选取及其存量债券状况

截至2020年12月31日（简称考察日），我国休闲服务类企业存量债券合计308只，债券余额1956.89亿元，涉及发行主体77家<sup>1</sup>。考虑发债企业信用分析所需数据可得性，我们从中选取34家发债旅游企业样本，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。

34家旅游企业以景区类企业为主，酒店、旅行社为辅，包括27家地方国企、3家央企及央企控股公司、4家民企，分布于陕西、江苏、浙江、四川、上海、重庆、云南、北京等地。众信旅游、云南旅游、凯撒同盛、天目湖、峨眉旅游等5家为上市公司。

这34家企业截至考察日拥有存量债券165只，截至考察日余额1170.95亿元，占同日产业类信用债（不含同业存单、金融债）存量的0.39%，其平均发行期限4.89年、平均发行利率4.77%。其中，3、5、7期的中期品种债券只数占69.70%。债券类型以中期票据、企业债、公司债为主，涵盖定向工具、短期融资券、资产证券化产品、可转换债、可交换债、项目收益票据等其他类型。

<sup>1</sup>在综合申万（SW）休闲服务业与万得（Wind）旅游、餐饮酒店业存量债券发行人基础上，剔除重复样本。

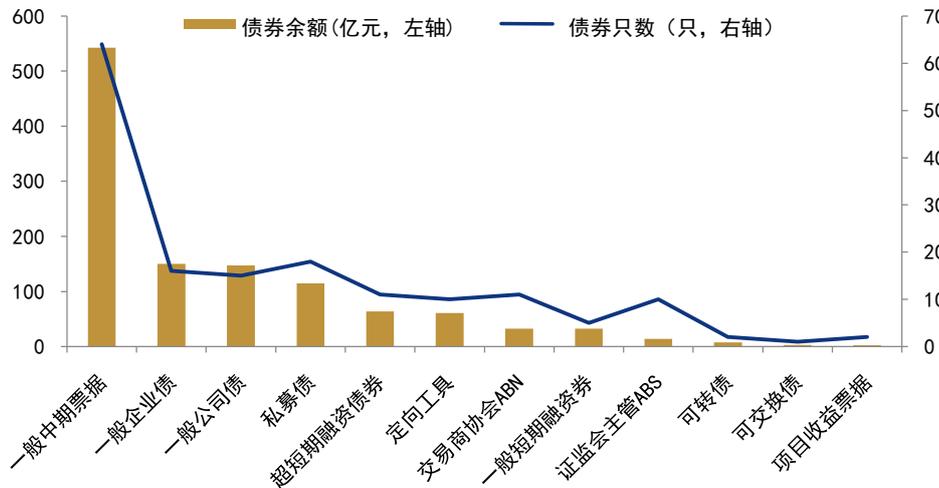


图 14: 样本企业的存量债券类型统计

注：样本企业的存量债券统计截至考察日，下同。

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

从存量债券到期情况来看，图15显示，假定不考虑考察日之后，样本企业新发行债券的到期（含提前到期）情况，2021年将是发债企业偿债高峰年，当年债券到期金额将达363.17亿元。随后各年，样本企业的债券到期压力将明显减轻，其中2023年迎来226.87亿元的偿债小高峰。

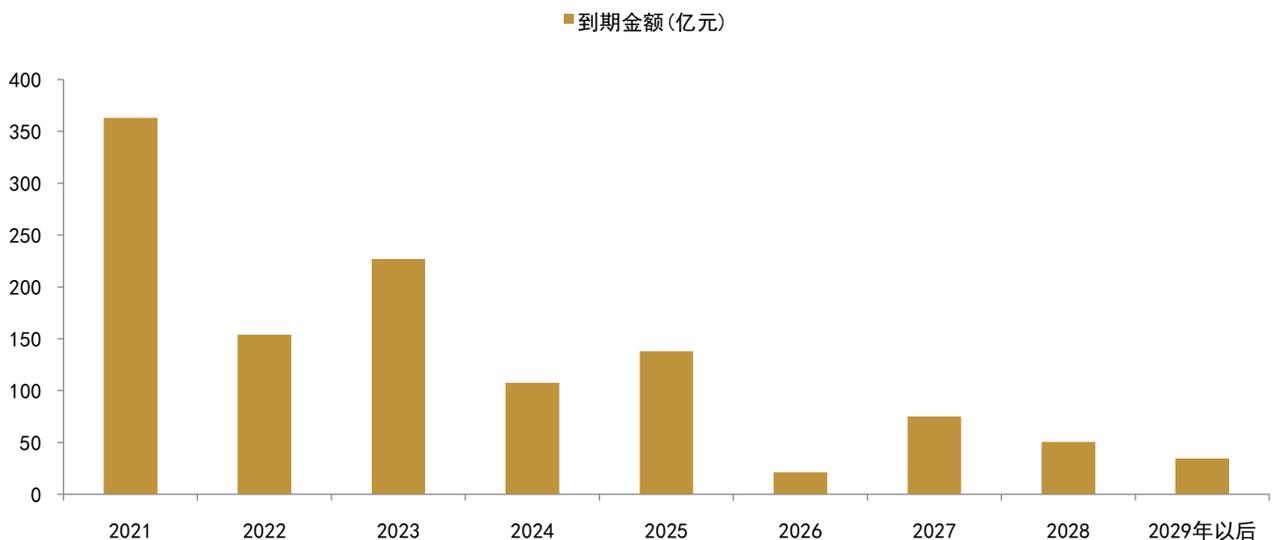


图 15: 样本企业存量债券未来到期分布

注：统计不含发行主体2021年元旦以来的新发行的债券；统计到期分布时未考虑提前偿还、提前赎回和分期偿还本金情况。

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

## （二）样本企业主体评级分布与等级迁移情况

### 1. 评级分布以AA（含）以上为主

截至考察日，34家样本企业的主体信用级别分布如图16所示。以企业数量统计，其主体评级以AA为级别中枢，获得AA（含）以上评级的企业27家，占比79.41%，中旅集团、锦江集团、首旅集团、黄山旅游集团拥有AAA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34家企业中主体评级为AAA的债券余额占比（49.23%）相对较大，主体评级为AA（含）以上的债券余额占比合计95.68%。

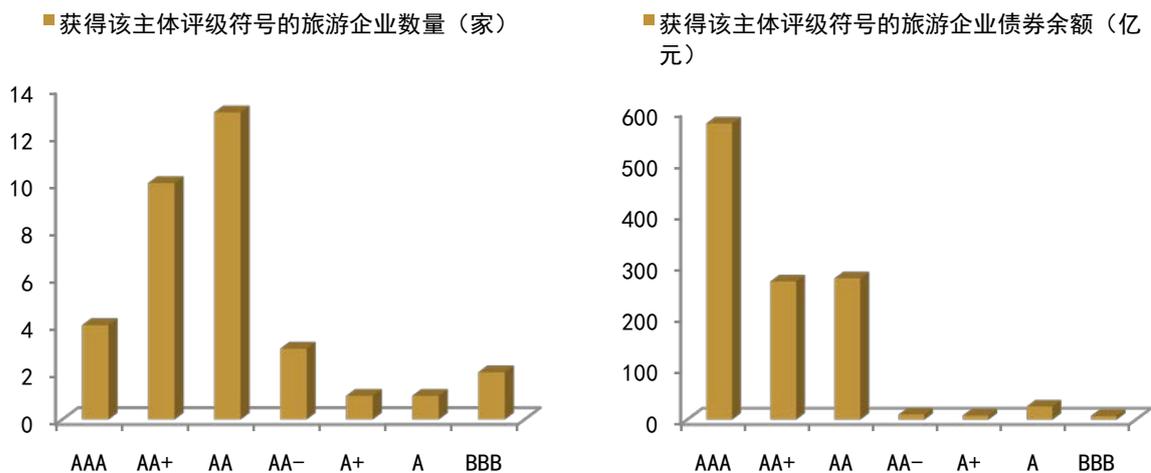


图 16：样本企业考察日主体评级分布

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

### 2. 等级迁移以稳定为主

本文选取2018年底截至2020年底为发债企业主体评级迁移考察期，考察期内，市场对33家发债企业的主体评级之中，28家等级维持稳定，稳定率为84.85%；2家等级上调，上调率6.06%；3家等级下调，下调率9.09%。其中，26家稳定为AA（含）以上的主体评级。从评级展望来看，截至考察日，市场对33家发债主体的30家给出稳定展望，27家评级展望稳定，海航酒店、凯撒同盛、众信旅游3家评级展望负面（详见下文）。

中旅集团、锦江集团、首旅集团、黄山旅游集团4家2017年以来均维持AAA主体评级。（1）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，首旅集团旗下如家酒店集团位列中国饭店业协会发布的2020中国酒店集团规模排行榜第3位，这3家企业市场地位稳定，品牌与多元化实力显著。（2）黄山旅游集团是我国著名5A景区——黄山旅游集团风景区唯一经营主体，控制黄山旅游集团业核心产业链，具有较强的产业配套能力，该集团位列中国旅游研究院与中国旅游协会发布的2020中国旅游集团20强名单第11位。截至2020年三季度末，该集团资产负债率为49.14%，债务杠杆水平较低。该集团债务负担较轻，2019年EBITDA对利息债务覆盖倍数达1.25倍，截至2020年9月底，其速动比率为1.93倍。该集团2018年底、2019年底货币资金存量均超过20亿元，2020年9月底则增至35.55亿元，该集团最新未使用授信额度则为45.05亿元，如不考虑近期发行2021年内到期债券的可能性，该集团2021年到期债券余额为3亿元。

考察期内，海航酒店、凯撒同盛、众信旅游3家企业等级向下迁移，且考察日信用展望负面。（1）海航酒店。2019年12月，中证鹏元基于该集团出现债务逾期及未结清的欠息，有息债务规模大，面临较大刚性债务压力，公司国外酒店收入将大幅下滑，部分资产受限，关联方对公司资金占用较多且面临较大回收风险等原因，将海航酒店主体跟踪评级从A+下调为BBB，评级展望负面。截至2020年12月，海航酒店一直延迟披露其2019年度审计报告，中证鹏元已终止其跟踪评级。（2）凯撒同盛。该公司以出境旅游为主，形成集会奖旅游、旅游电子商务、航空铁路配餐、项目投资与资产管理为一体的全产业链服务。2020年以来，受疫情影响，公司主营的出境旅游业务面临不利环境，2020年前三季度营业收入（11.88亿元）同比（47.24亿元）下降74.86%，净利润（-1.99亿元）同比（2.49亿元）下降179.79%。预计未来公司经营情况及盈利水平的恢复仍面临较大压力。2020年12月，中诚信国际给予该集团跟踪评级符号为BBB，展望负面。（3）众信旅游。该公司是中国最大的出境游运营商之一，主要经营出境游批发、零售、商务会奖旅游等业务。近期疫情影响，2020年前三季度该公司营业收入（13.45亿元）同比（95.47亿元）下降85.91%、净利润（-3.78亿元）同比（1.29亿元）下降393.08%。2020年12月，联合资信将其跟踪评级从AA下调至AA-，展望负面。

截至考察日，凯撒同盛、众信旅游、海航酒店的存量债券数量仅占全体发债样本企业的1.82%，债券余额则仅占0.99%。由于我国旅游业发债企业普遍以国内市场经营为主，少数以国际旅游市场为主的发债企业不会对整个旅游业信用状况产生重大影响。

**表 1：样本企业信用等级迁移矩阵**

至从	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	BBB	合计
AAA	4							4
AA+		9						9
AA		1	12	1			1	15
AA-			1	1				2
A+					1		1	2
A						1		1
BBB								0
合计	4	10	13	2	1	1	2	33

注：该迁移矩阵反映样本企业从2018年底最新主体信用等级至2020年底最新主体信用等级的迁移情况。

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

### （三）发债企业经营状况分析

#### 1. 品牌实力强劲

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，其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“港中旅”“国旅”“中旅”“中免”等著名品牌。锦江集团是亚洲领先、国内最大的旅游酒店集团，旗下“锦江”品牌具有80多年历史，获中国商标金奖，品牌价值超过415亿元。首旅集团旗拥有“首旅”“如家”“全聚德”“康辉”“建国”等品牌。景区类发债企业主营景区囊括黄山、华山、峨眉山、长白山、张家界、天目湖、灵山、普陀山、九华山（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. 集团化、多元化经营普遍

样本企业普遍为集团企业，业务涵盖景区管理、酒店管理、旅行社等旅游综合服务业，乃至涉足房地产（住宅、商业类等，涉及物业管理、房产销售等）、餐饮（没有住宿功能的餐饮企业）、商贸（景区之外）、娱乐、交通运输（包括景区内的索道等运输、景区外客运服务）等。中旅集团、锦江集团、首旅集团、华旅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，并涉足旅游房地产、旅游金融等其他领域；首旅集团拥有餐饮、住宿、汽车出行、旅游旅行、商业、景区等诸多业务板块；锦江集团拥有酒店、旅游、客运三大核心主业和地产、实业、金融等相关产业及基础产业。

## 3. 以国有企业为主，融资渠道畅通

34家样本企业之中，中旅集团、云南旅游、世博旅游集团系央企或央企下属企业，锦江集团、首旅集团、黄山旅游集团、成都文旅、浙旅集团、陕旅集团、重庆旅投等27家为地方国企。民营企业包括众信旅游、中国希格玛、凯撒同盛、天目湖等。相当一部分样本企业为所在区域旅游业核心企业，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。

发债企业融资渠道总体畅通。股权融资渠道方面，众信旅游、峨眉旅游、云南旅游、凯撒同盛、天目湖等5家为上市公司，中旅集团、锦江集团、首旅集团、黄山旅游集团、长白山建设集团、张家界经投等一批企业旗下拥有控股上市公司。信贷融资渠道方面，截至发稿日绝大部分发债企业最新未使用授信额度超过10亿元，首旅集团、中旅集团、锦江集团最新未使用授信额度分别为1499.71亿元、673.72亿元、625.09亿元。

## （四）发债企业偿债能力分析<sup>2</sup>

### 1. 市场地位普遍较高，经营规模受疫情影响普遍下降

发债企业涌现了一批全国居于前列的旅游集团企业，其中，中旅集团、首旅集团、众信旅游、凯撒同盛、锦江集团、浙旅集团、黄山旅游集团、湖北文旅等企业入选由中国旅游研究院、中国旅游协会联合发布的2019中国旅游集团20强名单。从细分领域来看，发债企业涌现了一批旅行社、景区、酒店等细分行业大企业。旅行社方面，

<sup>2</sup>全文关于样本企业历年（末）或三季度（末）的资产总计、营业收入、期间费用率、销售毛利率、资产负债率、速动比率、EBITDA对利息债务覆盖率、经营性现金净流量/带息债务等各类财务指标均直接从Wind资讯下载。

样本企业包括中旅集团、众信旅游、凯撒同盛等全国旅行社行业主要企业，以及陕旅集团、浙江旅投、成都文旅等所在省级区域重要旅游企业（注：这些企业普遍业务多元化，旅行社业系其重要组成部分）。景区方面，样本企业包括黄山旅游集团、华旅集团、峨眉旅游、天目湖、灵山文旅、长白山建设集团、舟旅集团、苏州高新旅游、瘦西湖旅发、武隆喀斯特、世博旅游、西塘旅文等一批5A或4A级景区经营企业。酒店方面，主要有锦江集团、首旅集团（注：旗下包括首旅酒店、首旅置业，拥有如家酒店品牌）等企业。

2020年前三季度，21家可比样本营业收入合计1034.91亿元，同比减少42.03%，仅有瘦西湖旅发、苏州高新旅游、湖北旅投3家企业2020年前三季度营收逆势正增，分别为24.22%、22.89%、21.88%。经营出境旅游为主的众信旅游、凯撒同盛同比分别减少85.91%、74.86%，下滑幅度显著。样本企业营收普遍下行，主要受疫情因素影响，疫情及其防控需要（如景区限流措施）削弱了游客出游需求，造成客流量或接待量下降。图18显示，2020年上半年黄山、峨眉山、华山索道接待量同比分别下降72.53%、69.3%、87.42%。

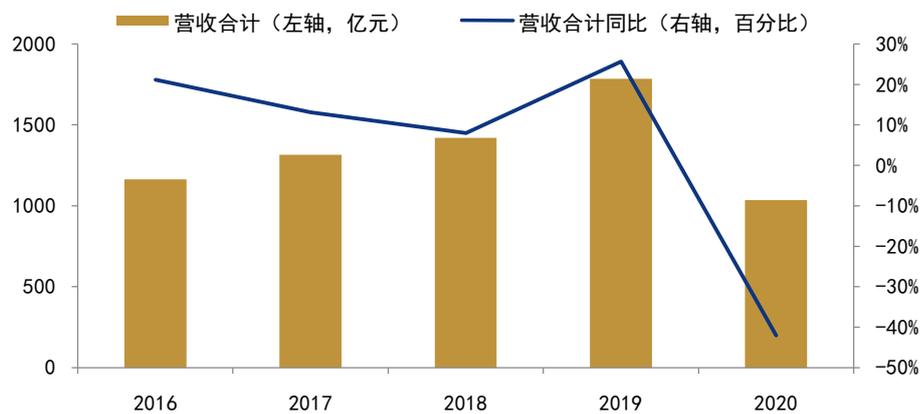


图 17：21 家样本企业历年前三季度营业收入状况对比

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

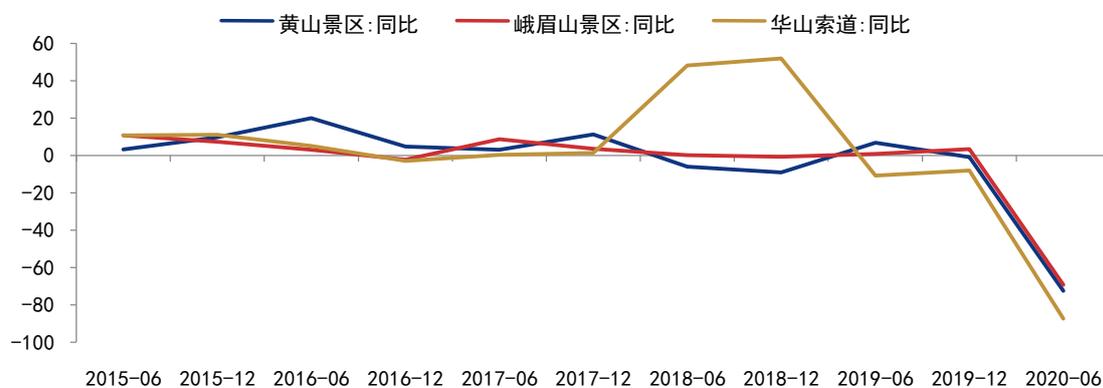


图 18：部分样本企业所经营景区的游客接待量变化（单位：%）

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

## 2. 盈利能力整体有所下滑

从盈利能力变化趋势来看，近年26家可比样本企业整体盈利状况自2019年以来趋于弱化，尤其2020年前三季度下行明显，表现为前三季度期间费用率较往年上升，而销售毛利率下降。其中：2019年度至2020年前三季度，26家企业的平均期间费用率从39.49%升至72.02%，主要受疫情导致企业营业收入下滑的影响。2020年前三季度，上述26家企业期间费用额合计值同比减少31.7%，但营业收入合计值同比减少42.02%。上述26家企业的平均销售毛利率自2018年以来持续下行，2020年前三季度平均值为2.51%，较2019年度22.38%显著下降。

综上所述，样本企业盈利状况下行，主要受疫情以及宏观经济和居民收入增速放缓、行业竞争环境等因素影响。疫情发生后，全国旅游景区未能获得2020年春节黄金周旅游红利，而是普遍延迟开放，而且是有限开放。此外，受疫情影响，全国多个景区门票降价或免收门票以吸引游客，但在疫情防控常态化、局部性疫情仍有发生局面下，全国旅游景区客流量和酒店顾客接待量恢复状况仍有待改善。

从企业个案来看，2020年前三季度样本企业销售毛利率大幅下降，主要原因系九华山文旅、华旅集团（如不考虑近期发行2021年到期债券可能性，该集团2021年没有债券到期）、长白山建设集团等部分企业销售毛利率大幅滑坡。Wind资讯显示，2019年度至2020年前三季度，九华山文旅销售毛利率从-157.81%进一步降至-323.76%，华旅集团从21.03%降至-26.05%、长白山开发建设集团从34.51%降至-8.09%。其中：

(1) 九华山文旅毛利率在上年负值水平下继续大幅下行，原因包括：该公司2019年不再拥有上市公司——九华旅游的控制权；疫情导致其经营景区推迟开放；景区开放后免门票等。如不考虑近期发行2021年到期债券可能性，2021年九华山文旅到期债券余额7亿元。公司面临一定的流动性压力。截至2020年9月底，公司速动比率为0.38倍，流动性紧张。经营性现金净流量对带息债务覆盖倍数为-0.0061倍，现金流不足以覆盖带息债务。账面货币资金方面，公司近3年的年末货币资金有所波动，2020年9月底为3.23亿元。但从支撑该公司偿债的有利因素来看：一是旅游资源优势，公司经营国家5A级旅游风景区九华山，九华山所在的池州市还是国家级生态经济示范区。另外，九华山毗邻黄山、太平湖，具有旅游联动效应。二是外部支持因素，公司实际控制人为池州市国资委，近年池州市经济发展情况良好，公司发展可获外部力量支持。三是间接融资渠道畅通，公司最新未使用授信额度2.6亿元。四是参股上市公司九华旅游，受益于旅游资源，能获得较稳定的投资收益。五是未来疫情防控局势终将改善，这有利于旅游市场恢复，从而有利于改善各旅游企业经营状况。

(2) 长白山建设集团毛利率由正转负的原因包括：长白山景区惠民和门票调降和免门票政策实施、疫情防控导致2020年春节后较往年开放景区以及开放后客流量恢复缓慢、旅游客运业务受疫情影响呈现客源减少和客运收入下降等。如不考虑近期发行2021年到期债券可能性，2021年长白山开发建设集团到期债券余额6亿元。该公司系长白山保护开发区内唯一具有5A级景区——长白山景区门票经营权的企业，也是开发区内唯一的国有独资类平台企业，公司拥有长白山保护开发区最大的旅游客运公司。公司间接融资渠道畅通，最新未使用授信额度31.62亿元。截至2020年9月底，公司速动比率为1.01倍。公司系长白山管委会国资委下属地方国企，可获得地方政府财力支持，

2019年与2020年一季度分别获得财政补贴0.3亿元、0.15亿元。此外，未来疫情防控局势终将改善，这有利于旅游市场恢复，从而有利于改善各旅游企业经营状况。

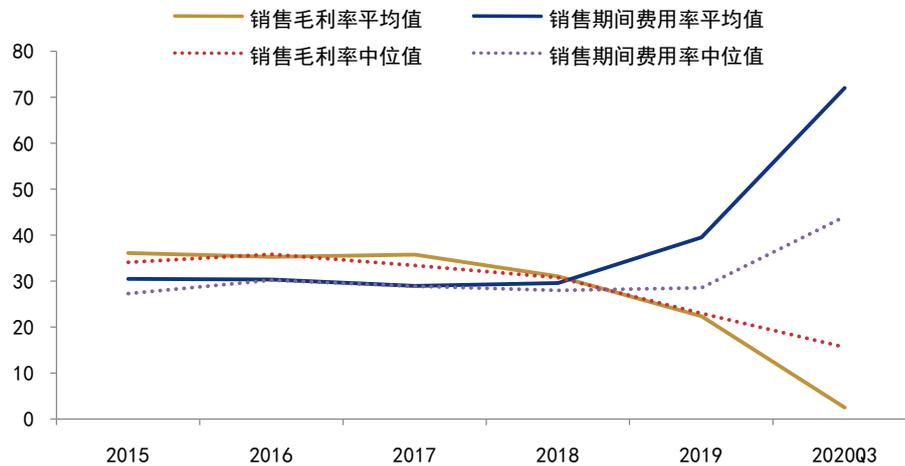


图 19: 26 家发债企业平均盈利指标变化 (单位: %)

资料来源: Wind资讯, 远东资信整理

### 3. 债务杠杆水平总体保持稳健, 个体状况呈现分化

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2020年三季度末, 发债企业资产负债率中位值为60.43%、平均值为58.88%, 维持自2018年以来的增长态势, 但仍然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, 发债企业总体上债务杠杆水平仍较为适中、稳健。

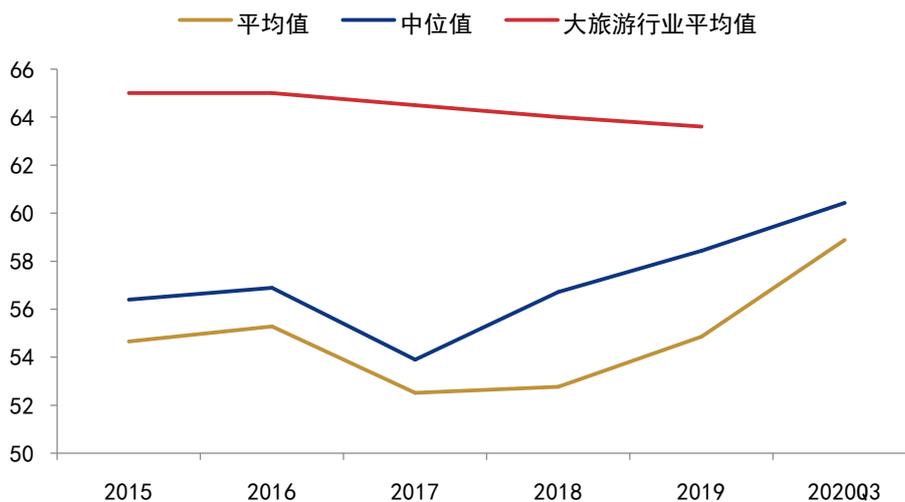


图 20: 27 家发债企业与大旅游行业平均资产负债率变化 (%)

资料来源: Wind资讯, 远东资信整理

从企业具体情况来看,2020年三季度末,27家样本企业的资产负债率从(峨眉旅游)26.5%到(西塘旅文)81.26%不等,绝大部分企业资产负债率在70%以下。其中,西塘旅文、陕旅集团、重庆旅投资产负债率分别为81.26%、79.21%、73.57%:

(1) 西塘旅文:公司是5A级景区西塘古镇的投资开发和经营管理主体,通过销售景区门票、提供团队旅游服务以及经营景区旅游资源取得旅游服务收入,嘉善县财政局为实际控制人。公司资产流动性强,2020年9月底速动比率为3.85倍,负债结构以长期负债为主,2020年9月底非流动负债占负债比率为74.42%。公司目前未使用授信额度为2.5亿元,最近3年的年末货币资金存量4.99亿元以上,截至2020年9月底货币资金7.2亿元。如不考虑考察日后该公司发行短期债券的可能性,公司2021年到期债券余额1.3亿元。

(2) 陕旅集团:公司2016年以来历年末资产负债率虽维持75%以上高位,但公司拥有华清池、少华山、华山索道等的经营权,旅游资源较好。其中,华清宫景区已于2月25日起重新开放运营,其中3月3日至3月31日为免票阶段,其余景区和商业街等也逐步开放。公司系陕西省国有独资旅游企业,间接融资渠道通畅,目前未使用授信额度58.84亿元,最近3年的年末货币资金存量维持在20亿元以上,2020年三季度末货币资金28.3亿元。如不考虑考察日后该公司发行短期债券的可能性,公司2021年到期债券余额19.86亿元。

(3) 重庆旅投:该公司实际控制人为重庆市国资委,负责对重庆市重要旅游资源进行投资、招商、规划、开发、建设、经营和管理,公司形成了以景区开发运营、酒店经营管理、豪华邮轮运营、旅行社服务板块为核心,以工程施工建设、旅游地产等业务为补充的旅游产业格局。公司拥有政府和股东支持等优势,掌控资源能力较强。2019年12月,重庆市财政局拨付给公司国有资本经营预算资金3亿元,2020年一季度,公司股东——重庆渝富控股集团有限公司向公司提供股东借款10亿元。截至目前,公司未使用授信额度59.84亿元。如不考虑考察日后该公司发行短期债券的可能性,公司2021年到期债券余额5亿元。

#### 4.经营净现金流对带息债务覆盖能力有所弱化

受疫情等各方面因素导致经营状况下滑的影响,25家样本企业之中,15家企业的2020年前三季度经营性现金净流量为正值,其余企业为负值;仅3家企业2020年前三季度经营性现金净流量同比正增长,大部分企业负增长,这反映样本企业经营性净现金流状况趋于弱化。这25家企业经营性现金净流量对带息债务的覆盖能力也相应有所弱化,2019年前三季度,经营性现金净流量/带息债务低于5%的数量为18家,2020年前三季度则升至21家,如图21、图22所示。

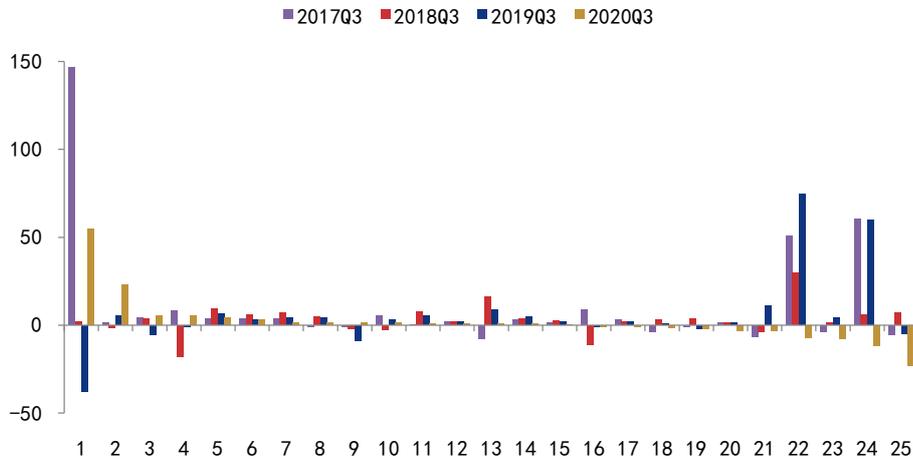


图21: 历年前三季度样本企业经营性现金净流量状况 (亿元)

注：横坐标值是25家样本企业按2020年前三季度经营净现金流从高到低排序的序号。

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

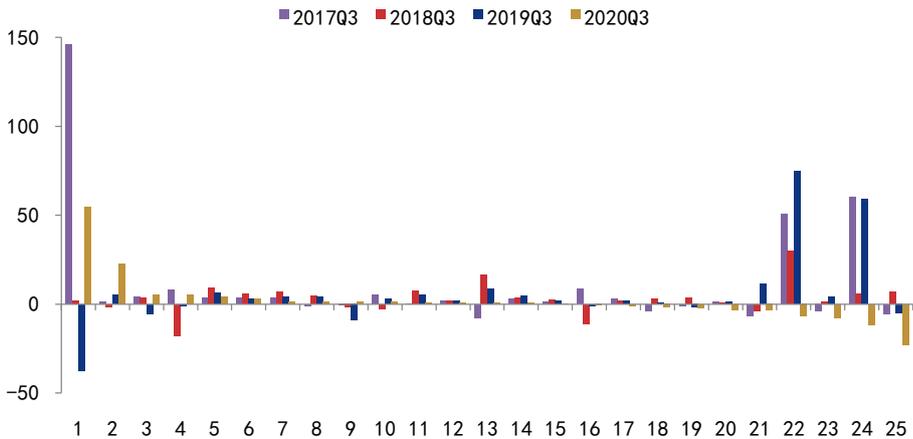


图22: 各发债企业经营净现金流对带息债务覆盖率变化 (%)

注：横坐标值是25家样本企业按2020年前三季度经营净现金流对带息债务覆盖率从高到低排序的序号。

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

### 5. 速动比率总体波动上行，EBITDA 对带息债务覆盖率中位值大致稳定

从总体上来看，2014年底至2020年9月底，26家发债企业的速动比率平均值从1.27倍升至1.61倍，中位值也从1.08倍波动上升至1.18倍，表明速动资产对速动负债的覆盖能力整体上趋于增强（见图23）。26家发债企业2015年至2019年的EBITDA对有息债务覆盖率统计则显示，其平均值呈现波动上行，其中位值变化则大致稳定在约10%水平，稳中缓降（见图24）。截至考察日，全体发债企业均未发生违约事件。

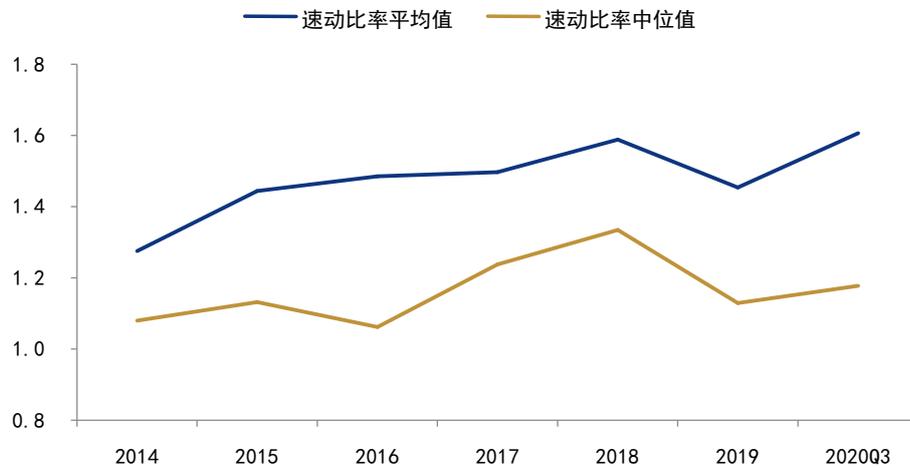


图 23: 发债样本企业平均速动比率变化 (倍)

资料来源: Wind资讯, 远东资信整理

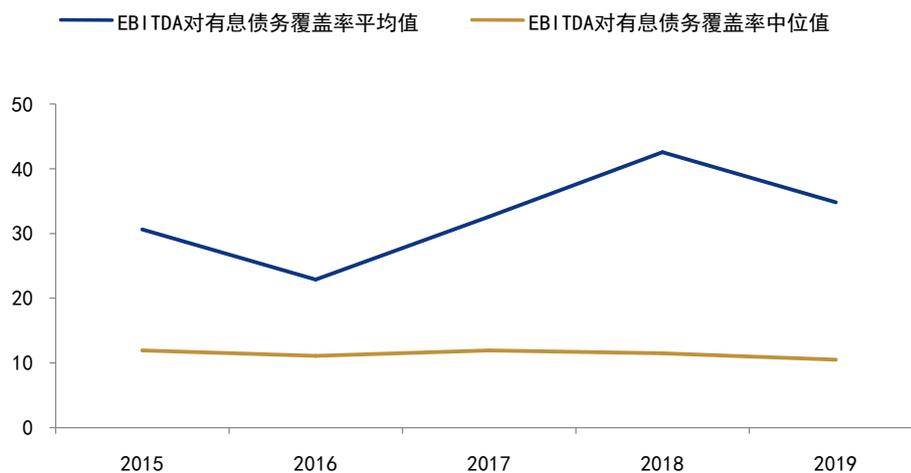


图 24: 发债样本企业平均 EBITDA 对带息债务覆盖率 (%)

资料来源: Wind资讯, 远东资信整理

从企业个案来看, 2020年9月底, 26家样本企业有17家的速动比率大于1倍, 九华山文旅、灵山文旅速动比率分别为0.38倍、0.45倍, 相对偏低。其中: (1) 九华山文旅分析如上所述。(2) 灵山文旅管理运营的无锡太湖国家旅游度假区是我国首批国家级旅游度假区之一。度假区内的灵山胜境景区是国家5A级景区, 为华东和太湖黄金旅游线的亮点和热点。该公司作为无锡环太湖重点旅游企业, 能获得股东(无锡市灵山景区管理中心)及政府部门大力支持。2017年至2019年历年, 该公司分别获得政府补助1.64亿元、1.6亿元、2.41亿元。

## 五、行业信用展望

展望未来，以发债企业为样本的我国旅游业信用展望仍将维持稳定，旅游行业总体稳定的信用展望与大多数旅游企业的评级展望也相一致。支撑该结论的因素有以下几个方面。

首先，从宏观环境来看。（1）GDP方面，2021年中国经济或将由于上年基数效应和疫后复苏而反弹，并且回归到正常运行轨道。（2）居民消费方面，随着居民收入持续增加，消费结构持续升级，居民旅游消费意愿将日趋强烈，国内乃至全球疫情改善有望释放居民旅游消费潜力。（3）基建方面，基建补短板与固定资产投资政策引导之下，与旅游业密切相关的全国高铁、民航等交通设施状况将不断改善，为旅游业发展注入动力。（4）疫情方面，尽管疫情变化仍然存在不确定性，但在新冠疫苗接种之下，各国如能加大疫情防控力度，全球疫情将趋于改善，并最终取得抗疫胜利。

其次，从行业环境来看。（1）中国旅游整体处于高质量转型发展期。全域旅游加速推进，“互联网+旅游”深度融合，高质量发展红利将不断释放。（2）行业政策方面，中央明确提出支持旅游业恢复发展，十四五时期加快发展旅游业，推动文化旅游融合发展；文旅部等部门持续出台政策，从供给端到消费端助力旅游业发展。（3）行业资源方面，疫情不会破坏我国旅游资源存量基础，中国是全球文化和旅游资源较为丰富的国家，截至2019年底，全国共有A级旅游景区12402个，数量同比（2018年A级旅游景区11924个）增长4.01%。而且随着文旅深度融合、全域旅游深入发展，我国旅游供给侧改革将不断深化和完善，旅游资源对市场吸引力仍将增强。

第三，市场结构因素。我国旅游业以国内旅游稳居绝对主体地位，反映到发债企业而言，34家发债企业只有众信旅游、凯撒同盛等个别企业经营以出入境旅游为主。近期实践证实，鉴于国情、文化、政策等因素差异，国内疫情防控成效显著强于西方国家、东南亚地区等发展中国家（注：我国出入境旅游目的地或来源地以西方国家、东南亚国家等为主）。综上，由于我国旅游业的市場结构稳定以国内旅游为绝对主体，因而当前全球疫情防控的不利局势对我国旅游企业影响较为有限。换言之，以内需为主的中国旅游业市场需求结构和中国在新冠肺炎疫情防控上卓有成效，有利于抵御海外疫情肆虐对我国旅游业整体的冲击。

第四，企业经营状况。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，以国有企业为主的公司属性有利于获得政府部门等给予的大力支持。发债企业融资渠道畅通，未使用授信额度普遍超过10亿元，部分企业或其参股企业为上市公司。展望未来，发债企业的市场地位、质量等级、品牌实力等基本属性将维持高度稳定，企业融资渠道畅通局面仍将维持，政府和股东等提供的支持也有利于改善企业偿债能力，减轻疫情对企业经营状况的不利冲击。

第五，企业财务状况。2020年以来发债企业盈利状况明显滑坡，但债务杠杆依然维持稳健，速动比率呈现上行走势，EBITDA对带息债务覆盖率中位值保持稳定。未来疫情防控局势改善或将有利于发债企业财务状况改善。

从影响行业信用展望结论的风险因素看，需要重点关注全球和中国新冠肺炎疫情走势变化，以及国际政治经济生态变化及其对中国宏观经济、居民旅游消费意愿的影响，需要关注疫情防控常态化之外我国旅游企业恢复营业相关政策的变化及其对旅游企业的影响。同时，需要关注旅游业高质量发展、新兴旅游消费群体和个性化定制旅游消

费兴起等对传统旅游行业及企业发展的影响；需要关注旅游发债企业整体盈利下滑、债务杠杆水平提升和债务到期压力变化对行业信用的影响。

附表：中国旅游行业发债样本企业清单

序号	发债企业名称	发债企业简称	主体评级	主体评级展望	存量债券示例
1	中国旅游集团有限公司	中旅集团	AAA	稳定	20 中国旅游 SCP005
2	锦江国际(集团)有限公司	锦江集团	AAA	稳定	20 锦江国际 MTN001
3	北京首都旅游集团有限责任公司	首旅集团	AAA	稳定	20 首旅 SCP034
4	黄山旅游集团有限公司	黄山旅游集团	AAA	稳定	16 黄山旅游集团 MTN001
5	成都文化旅游发展集团有限责任公司	成都文旅	AA+	稳定	20 蓉城文化 SCP002
6	峨眉山旅游股份有限公司	峨眉旅游股份	AA+	稳定	15 峨眉山旅 MTN001
7	湖北省文化旅游投资集团有限公司	湖北旅投	AA+	稳定	20 湖北文旅(疫情防控债)CP001
8	青岛旅游集团有限公司	青岛旅游集团	AA+	稳定	20 青岛旅游 MTN001
9	四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司	乐山大佛旅游集团	AA+	稳定	16 峨旅 02
10	无锡灵山文化旅游集团有限公司	灵山文旅	AA+	稳定	20 灵山 SCP004
11	扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司	瘦西湖旅发	AA+	稳定	20 瘦西湖 PPN002
12	云南世博旅游控股集团有限公司	世博旅游集团	AA+	稳定	16 滇博 01
13	浙江省旅游投资集团有限公司	浙旅集团	AA+	稳定	20 浙江旅投 MTN001
14	浙江舟山旅游集团有限公司	舟旅集团	AA+	稳定	20 舟山旅游 SCP003
15	安徽九华山文化旅游集团有限公司	九华山文旅	AA	稳定	20 九华山 MTN001
16	吉林省长白山开发建设(集团)有限责任公司	长白山建设集团	AA	稳定	20 长白山
17	江苏武进太湖湾旅游发展有限公司	太湖湾旅发	AA	稳定	18 太湖湾 PPN001
18	江西省龙虎山旅游文化发展(集团)有限公司	龙虎山旅发	AA	稳定	20 龙虎山 CP001
19	陕西华山旅游集团有限公司	华旅集团	AA	稳定	20 华山旅游 MTN001
20	陕西旅游集团有限公司	陕旅集团	AA	稳定	20 陕西旅游 SCP001
21	西安旅游集团有限责任公司	西安旅游集团	AA	稳定	18 西安旅游 MTN001
22	延安旅游(集团)有限公司	延旅集团	AA	稳定	20 延旅 01
23	云南旅游股份有限公司	云南旅游股份	AA	稳定	19 世博次
24	张家界市经济发展投资集团有限公司	张家界经投	AA	稳定	20 张家界经投 PPN001
25	浙江南太湖控股集团有限公司	南太湖控股	AA	稳定	20 南太湖 PPN001
26	中国希格玛有限公司	中国希格玛	AA	稳定	20 中希 E1
27	重庆旅游投资集团有限公司	重庆旅投	AA	稳定	20 重庆旅投 GN001
28	江苏天目湖旅游股份有限公司	天目湖	AA-	稳定	天目转债
29	苏州高新旅游产业集团有限公司	苏州高新旅游	AA-	稳定	17 苏州乐园 PRN001
30	众信旅游集团股份有限公司	众信旅游	AA-	负面	众信转债
31	重庆市武隆喀斯特旅游产业(集团)有限公司	武隆喀斯特	A+	稳定	19 喀斯特
32	浙江西塘旅游文化发展有限公司	西塘旅文	A	稳定	19 西游发
33	海航酒店控股集团有限公司	海航酒店	BBB	负面	14 海航酒店债
34	凯撒同盛发展股份有限公司	凯撒同盛	BBB	负面	17 凯撒 03

注：主体评级、主体评级展望、存量债券示例的考察日均为2020年底。

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

### 【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：010-57277666

#### 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：021-61428088 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。