

旅游行业企业信用评级方法

2017年12月13日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱：lianhe@lhratings.com

街2号PICC大厦17层

网址：www.lhratings.com

旅游行业企业信用评级方法

作者：联合资信 工商一部

主体信用评级也称债务人评级、发行人评级，是以企业或经济主体为对象进行的信用评级。主体信用评级是对受评主体如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，即主体违约可能性（概率）的评估。

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）主要是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的要素进行分析，综合判断偿债主体信用风险的大小，评定受评主体的信用等级。本方法列举了判断旅游企业主体信用风险的主要评级要素，是评定旅游企业主体长期信用等级的重要参考，但并未涵盖旅游企业评级时需要考虑的所有因素，评级作业中要根据企业的实际情况进行必要的补充。旅游行业企业主体信用评级方法主要包括以下内容：适用范围、评级框架、评级要素（经营风险评级要素、财务风险评级要素）、主要衡量指标等。

一、适用范围

旅游业是以旅游资源为凭借、以旅游设施为条件，向旅游者提供旅行游览服务的行业。具体来看，主要指旅游景区、旅行社、旅游饭店、旅游车船公司以及专门从事旅游商品买卖的旅游商业等子行业。联合资信旅游行业企业主体信用评级方法适用于以旅游景区、旅行社及酒店餐饮为主营业务的企业，界定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。

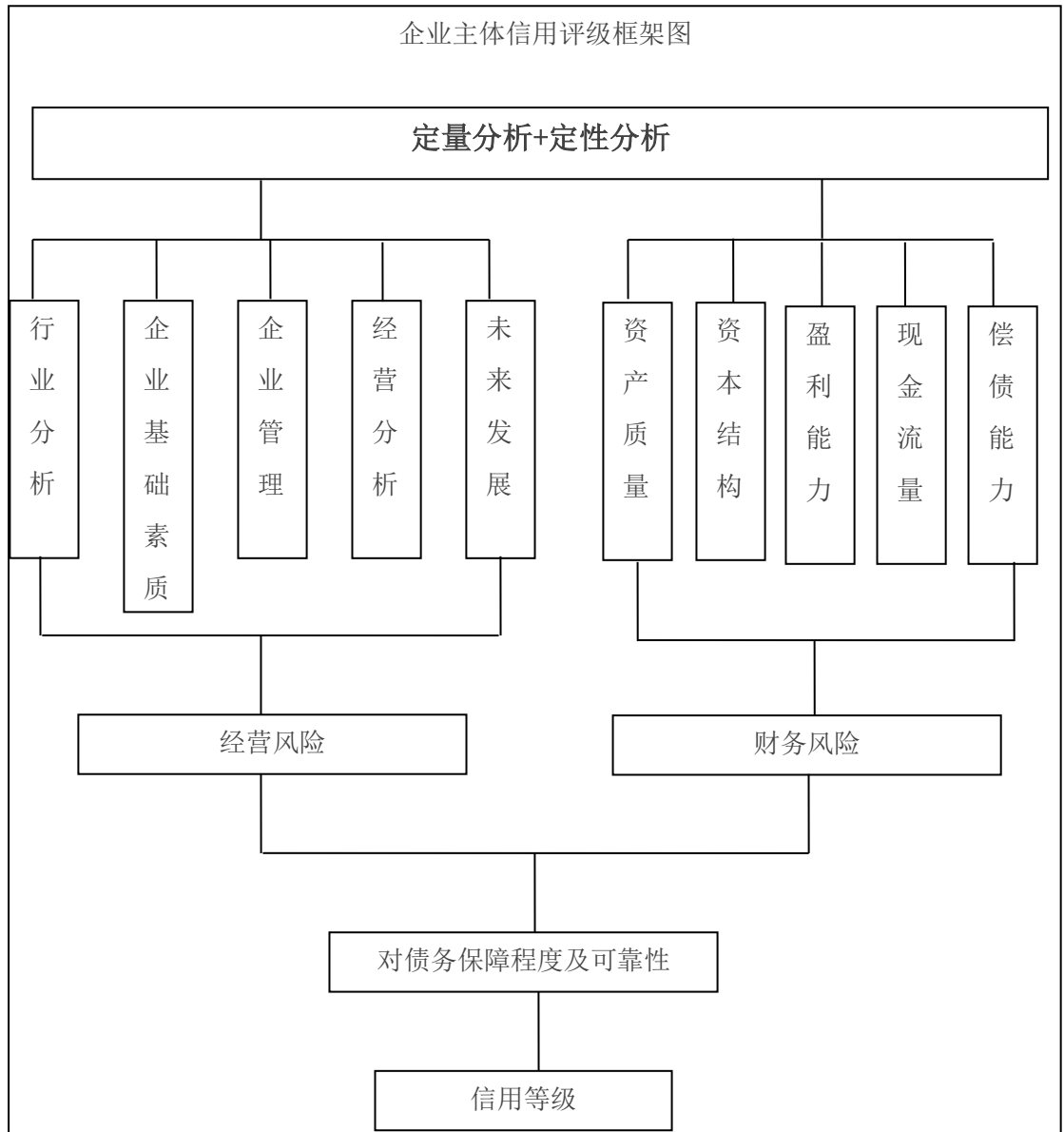
二、评级框架

主体信用评级是对受评主体如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，主要评价受评主体长期违约率的大小。受评主体违约率的大小可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以度量。企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切

相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

由于企业债务偿还主要发生在未来，对企业偿债资金来源的判断主要是依靠评级机构的专业判断。从一般意义上讲，从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以预测企业未来的经营、财务和发展状况，但这种预测的主观性仍然较强。因此，从主体信用评级方法上来看，联合资信会以定量分析为基础，定性分析为主，定量和定性分析相结合的方法来对企业违约风险的大小进行判断。

联合资信对旅游行业企业主体信用评级框架是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等方面入手分析；财务风险因素则主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面。



三、评级要素

(一) 经营风险评级要素

1、行业分析

宏观经济对行业的影响

旅游行业作为一项可选消费品，其可持续发展与整个国民经济发展水平、人均可支配收入、消费结构以及节假日多少等因素密切相关。国民经济健康快

速增长、居民可支配收入提高会对旅游行业产生积极的促进作用。从国内旅游来看，GDP 及人均可支配收入的增加，特别是中等收入人群占比的提升，直接推动了国内旅游的发展；出境旅游方面，高收入人群已成为出境游市场发展的主要驱动力，同时，欧美等发达国家对中国公民不断放宽签证政策，以及中国日渐增长的境外奢侈品消费等因素都不断吸引更多的中国游客出境旅游。

产业政策

旅游行业是一个典型的高敏感度行业，相关产业政策的调整对行业内企业经营发展影响较大。如 2013 年 11 月，中共中央、国务院印发《党政机关厉行节约反对浪费条例》，明确列示“国内差旅和因公临时出国（境）”，对公务出行的费用标准进行严格把控，并且“严禁无明确公务目的的差旅活动，严禁以公务差旅为名变相旅游，严禁异地部门间无实质内容的学习交流和考察调研”。该条例对旅游子行业——酒店餐饮业有一定的影响，尤其是对部分依赖政府、商务接待的高档酒店及高端餐饮企业影响显著，入住率、平均房价和利润均下降明显。

2016 年 12 月，国务院发布了《“十三五”旅游业发展规划》；2017 年 3 月，国家旅游局发布了《“十三五”全国旅游公共服务规划》和《“十三五”全国旅游信息化规划》，都在加速推进旅游产业转型升级，加快由景点旅游发展模式向全域旅游发展模式转变，实现旅游业发展战略提升。因此需要重点关注企业所在细分子行业现有各项政策、未来变化方向等因素。

行业地位

旅游业作为第三产业的主要支柱行业，近年来在国民经济中的地位不断提升，2016 年底旅游业的发展被首次纳入国家重点专项规划，旅游业已经成为国民经济战略性支柱产业。2016 年旅游业对 GDP 的综合贡献达到 8.19 万亿元，占 GDP 总量由 2015 年的 10.8% 升至 11.01%。

行业竞争

从国内旅游市场的竞争格局看，虽然中国旅游业的总体规模已经位居世界前列，但产业集中度较低，发展模式相对单一，行业秩序混乱等问题依然存在，中国旅游企业的实力和规模也相对弱小。分析时需要重点关注旅游行业集

中度、区域内景区资源分布情况、细分行业龙头企业及区域市场占有率等因素。具有优质景区资源的企业在行业内的竞争地位明显，尤其是传统高级别景区竞争优势突出；品牌知名度高的酒店餐饮企业更易于得到消费者认可，单体酒店受制于营销渠道与品牌影响力，竞争力较弱；业务范围涵盖景区经营、酒店餐饮、旅行社、旅游地产等板块的企业，由于经营较为多元化，整体抗风险能力更强。

行业周期性和季节性

居民的旅游需求和旅游业的发展，受短期经济波动的影响较小，同时对经济波动表现出一定的抗跌性。从细分子行业来看，景区经营公司对经济波动的敏感性更低，在经济下行周期，景区公司更具有防御性；酒店和旅行社则更容易受到经济波动的影响，具有一定周期性。

旅游行业具有明显的季节性特征。每年的 4 月-10 月属于旅游旺季，其中第三季度受学生放假、黄金周等因素影响，出行人次和旅游收入最高；而每年的 11 月-次年的 3 月属于旅游淡季，尤其是北方省份，旅游客流相对较少。

行业环境风险

旅游行业易受自然天气环境、政治生态环境、外部突发事件等因素影响。自然界中客观因素的变化可能会对企业的生产经营活动造成损失，如雷电、暴雨、洪水、雪崩、地震等。2017 年 8 月 8 日，因九寨沟发生 7 级地震，景区出现毁损，自 8 月 9 日起景区已停止接待游客。

行业发展

2016 年以来，在居民可支配收入持续增长的推动下，中国旅游行业继续保持较快增长，已基本进入大众化、产业化发展阶段；国内旅游需求旺盛，旅游人次不断扩大，旅游收入和盈利规模持续向好，旅游投资维持高位，旅游就业稳步增加。

未来，根据国家产业规划，“十三五”期间，中国旅游业将呈现消费大众化、需求品质化、竞争国际化、发展全域化、产业现代化等发展趋势。从经济目标来看，城乡居民出游人数年均增长 10% 左右，旅游总收入年均增长 11% 以上，旅游直接投资年均增长 14% 以上；到 2020 年，旅游市场总规模达到 67 亿

人次，旅游投资总额 2 万亿元，旅游业总收入达到 7 万亿元。综合看，旅游行业未来发展前景良好。

2、企业基础素质

区域环境

重点分析企业所在区域经济发展是否良好，居民收入水平、人口基数以及旅游意愿是否强烈等；主要景区所在地交通基础设施是否完善，航空、铁路以及公路交通是否便利、快捷，能否保障游客旅游体验的舒适性、安全性和便捷性；同时需要关注区域内旅游资源数量与品位。如果资源数量少，形不成规模，单体资源是难以吸引外地游客的；高品位的旅游资源则是吸引游客的关键因素，再辅以其他资源作为有益补充，比较容易形成竞争力强的旅游区域。

企业所有制性质

分析企业为国有企业还是民营企业。国有企业要关注是中央企业，还是地方国有企业。民营企业主要关注是否为一人所有制企业等因素。目前，旅游行业企业中，以地方国有企业居多；民营企业较少，主要以酒店经营为主，抗风险能力相对较弱。

景区资源情况

分析时主要关注景区数量及等级，景区资源的稀缺性、垄断性等因素。全国旅游资源丰富，但优质景区资源目前相对有限，截至 2017 年 9 月底，全国 5A 级景区共有 249 家，优质景区资源的稀缺性能为企业带来较好的利益，所以拥有 5A 级景区的企业具有资源垄断优势；同时需要关注景区内有无索道和缆车，索道业务能有效提升旅游企业盈利能力。

企业规模及产业链

重点分析企业经营资质、竞争实力、业务模式多元化程度、旅游特色业务等经营层面因素，以及资产、收入、利润等财务概况。旅游业是为游客提供游览、住宿、餐饮、购物和娱乐等环节的服务并获取经济收益的综合性产业，分析时还需要关注企业的吃、住、玩、用等要素是否齐全，旅游核心产业链是否

完整。景区资源、酒店以及旅游地产均分布于同一区域的企业，协同效应较高，但不能有效分散外界环境波动所带来的风险。

外部支持

重点分析旅游企业获得政府支持和股东支持的可能性及支持力度：

政府支持方面：1) 是否享有政府在资本金注入、财政补贴或税收优惠等方面的持续支持，判断企业获得支持力度的大小；2) 是否有政府明确担保且有政府救助历史；3) 公司经济或政治地位是否重要，是否为政府重点扶植企业。

股东支持方面：1) 分析母公司背景和实力及企业在股东的发展战略上所处的地位；2) 获得股东注资支持和补贴等支持力度的大小；3) 股东是否为企业债务提供担保；

整体看，旅游企业获得的外部支持较好，一般体现在股东旅游资产注入、景区土地开发收入返还、财政补贴等方面。此外，旅游项目开发周期长且对资金需求量较大，需要关注股东是否通过注资、资金拆借、担保等方式对企业融资给予帮助。

3、企业管理

公司治理

重点分析：1) 董事会与管理层之间是否实现角色分离，对实际控制人的依赖程度；2) 控制权是否存在严重纠纷；3) 管理层变动情况；4) 企业对资金控制能力及对主要子公司管控力度。

旅游企业多数为国有企业，需要关注董事会的独立性，公司实际的领导体制，董事和高层管理人员的遴选与聘任制度，企业对高层管理人员的激励机制等。

管理水平

组织机构设置是否完备，能否满足企业经营发展方向；管理职责是否明确，规章制度是否健全，内部制约是否得力，人事管理是否有效，激励措施是否得当等，可从服务质量管理、投资管理、人力资源管理、财务管理、资金管

理、审计控制、信息化管理等方面进行分析。旅游服务质量是旅游企业发展的关键，需要重点关注企业对员工的服务质量培训是否到位、执行情况怎样；企业在重大节假日等旅游高峰时段的预见性与计划性等。

安全保障及管理

旅游企业易受流感疫情、自然灾害、安全事故等突发性事件的影响，面临的不确定性较多且风险因素分散。2003年 SARS、2009年甲型 H1N1 及 2013年流感疫情爆发期间，商务出行和旅游活动锐减，旅游产业链条中的各类企业均受到较大影响。旅游企业是否针对安全生产与保障、旅游设施的日常检修与维护、酒店的消防与食品安全卫生等方面制定了全面而系统的安全管理体系，以及相关突发事件应急处理流程是考察的重点。同时安全保障措施的增加亦带来旅游企业运营成本的上升。

4、经营分析

近年业务运营状况

重点分析近三年企业业务构成、经营情况的稳定性。具体从旅游细分子行业来看，景区经营主要关注公司景区经营权授权期限及是否为唯一运营主体、门票价格、门票收益分成模式、客流量、年接待和服务能力、门票销售模式（散客和团队比重以及门票优惠情况）、淡旺季的时间分布跨度等指标；关注是否有索道、客运等业务作为盈利补充，分散业务结构单一风险。此外，由于中国现有国情决定的集中式休假制度对旅游景区的管理及旅游安全都带来较大挑战，也会一定程度影响企业的运营效率。

酒店餐饮业务需重点分析经营模式（自营还是委托管理）、酒店星级、家数及客房数、平均房价、入住率、区域分布（分布在景区内的酒店相对具有垄断优势，竞争压力较小，盈利能力及经营效率较高）以及市场占有率等指标。

旅行社业务重点分析经营规模、品牌知名度及区域市场占有率等要素；同时，能否准确定位且及时提供更多满足游客越来越多样化的需求的产品和服务，也是判断企业的营运能力的重要因素。

价格形成机制

企业提供服务的价格水平及调整机制很大程度上影响了其收入稳定性及盈利能力。由于景点等旅游资源具有较强的稀缺性，在产品和服务定价方面具有一定的垄断特征，对客户的议价能力较强，但同时，由于大多数企业的服务价格及调整弹性受到国家发改委规定的相关限制，重点关注价格的上调频率、目前的价格水平、与同类型竞争对手的价格差异、距离上次调整价格的时间跨度、客户收入水平的变化等因素。此外，目前推行的营改增税收政策，也使得企业的服务价格面临一定的调整空间。

成本控制

旅游企业的运营成本主要包括折旧、安全维护支出、人力成本以及品牌宣传支出等。对于景区而言，成本主要来自前期建设投入的固定成本，前期投入的规模直接决定了后续折旧的水平；企业对诸如包括日常用品供货商和索道等设备供应商等上游企业的议价能力也很大程度上影响了其支出水平。对于酒店及餐饮子行业，成本构成则以人工、物品采购、能源费用以及折旧等要素为主，可观的经营规模可以帮助企业降低相对成本，对于上游快消品提供商也具有较强的影响力。此外，如果企业能够充分享受税收减免等优惠政策，有利于其成本控制。

5、未来发展

发展战略方面，主要关注企业未来五年发展规划；重组或者收购行为，收购资金及筹措资金的手段；对企业经营预测进行分析，分析实现的可能性。

重点关注企业未来的资本支出对债务负担的影响程度，旅游企业的投资主要集中于旅游项目投资，旅游产业配套设施投资，资金需求量较大且回收期长，重点分析投资规模、资金来源、偿债压力等。此外，在综合类旅游项目投资中，多数特色街区、旅游小镇的投资建设包含较多的基础设施建设等政府性行为，项目投资资金的回笼部分依赖于所处地方政府财力，在地方政府债务规模较大的背景下，需要关注资金的回收压力。

此外，还要重点关注企业权益增减情况，是否通过股东增资、定向增发等方式提高权益，或者通过资产剥离、股东减资等方式减少权益；关注企业新项目投产、重大合同签订情况。

（二）财务风险评级要素

主要从财务信息质量、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流和偿债能力等方面分析。

1、财务信息质量

重点分析近三年会计师事务所对公司财务报表出具的审计结论；如果出具非标准无保留意见审计结论，进一步分析相关事项对企业信用的影响；结合企业经营情况分析近三年公司会计政策及财务数据变化情况，判断财务数据的真实性和可比性。

2、资产质量

资产质量分析是判断财务风险的起点。需重点关注企业资产构成及稳定性，流动资产主要分析企业流动资产构成，资产流动性和受限情况；因旅游企业以国企为主，与政府产生关联往来款现象较多，需关注其他应收款规模及回收情况。核心主业为景区运营的旅游企业，以固定资产、在建工程为代表的非流动资产是这类企业资产的重要组成部分，需关注固定资产的明细、折旧情况，对于在建工程，关注项目进展情况，与企业在建项目是否一致；以旅行社业务为主的企业，大部分具有轻资产的特点，资产构成以流动资产为主，主要涉及货币资金、应收和预收账款等科目的核算。此外，有些旅游企业会开发一些旅游地产项目，需要关注存货、投资性房地产科目。

3、资本结构

企业资本结构的状况对企业财务风险有着重要影响，债务负担重的企业其偿还债务的压力会比较大，财务风险也会越高。旅游企业的资本性支出主要集

中在景区开发和酒店建设方面，整体投资规模较大；旅游企业资本结构主要关注企业债务和权益占比情况，权益占比越大，对债权人保障程度越高，衡量指标主要包括长短期债务结构、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率、资产负债率等。在分析上述指标后，综合判断企业自身债务负担的情况、与战略发展匹配程度、同行业企业对比以及未来融资需求。

4、盈利能力

分析盈利能力时要关注近三年主营业务收入变化、收入构成多元化情况、营业外收入（政府补贴持续性和稳定性）以及未来趋势的判断（如企业未来受行业、产业政策或其他因素的影响），旅游行业作为高敏感度行业，对外部环境的依赖性很强，2013年以来公务消费限制政策对星级酒店和餐饮业的经营冲击明显，盈利能力下滑。主要考察指标包括：主营业务利润率、净资产收益率、总资本收益率等。

从旅游细分子行业来看，景区类企业经营较稳定，收入的增长主要来自客流量的增长与票价的提升，而由于景区固定成本占比相对较大的特征，景区盈利一般可实现比客流更快速度的增长，盈利能力较强；酒店及餐饮业和旅行社已呈现相对过剩局面，竞争较为激烈，盈利能力较弱。

5、现金流量

现金流分析是评级分析的重点，因为现金流量是清偿债务的基础，将企业在一段时期内可支配的现金，与企业应偿还的全部债务相比较，可以显示出企业在持续经营中获取的现金对全部债务的保护程度。在分析时，主要考察的指标包括：经营活动产生的现金流量净额、现金收入比、经营现金流动负债比率、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、筹资活动前现金流量净额利息保护倍数等指标。旅游企业还需要关注现金流表现与景区收益分成是否匹配，关注企业在完成资本支出（包括维护和开发资本支出）后的现金流对总债务的覆盖能力。

6、偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键。对于旅游企业偿债能力的分析，主要关注以下几点：

(1) 短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产、现金类资产对短期债务的保护倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保护能力；重点关注流动比率、速动比率、经营现金流流动负债比等计算指标。旅游企业一般资产规模不大，流动资产中货币资金较多，存货占比较低，流动比率和速动比率处于较高水平；经营活动现金流入量较稳定，对短期债务保障能力较好。

(2) 长期偿债能力，主要分析指标包括 EBITDA、全部债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数。EBITDA 是未计利息、税项、折旧及摊销前的利润，是利润衡量的重要指标。EBITDA 利息倍数应考虑 EBITDA 对费用化利息支出和资本化利息支出的覆盖程度，EBITDA 对利息的覆盖倍数越高，对长期债务的保护能力越强。旅游企业债务主要以长期债务为主，尤其是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，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。

(3) 其他信用支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括资产出让、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信以及股东、各级政府给予的支持，在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

7、其他重大问题

母公司财务状况分析：部分集团企业依赖下属上市公司经营，其自身报表与合并报表相比差异大，财务实力弱。抵质押情况：是否存在股权、土地、设备、厂房等资产的抵质押，抵质押比重。

对外担保风险重点关注：1) 对外担保规模，担保比率（担保责任额/所有者权益）是否高于 30%（含），有无反担保措施；2) 担保对象企业性质，是

否民营企业，行业及区域集中度情况；3）被担保企业是否出现贷款逾期而发生重要代偿事件。

未决诉讼风险重点关注：1）诉讼涉及金额大小，是否占到企业资产的10%（含）以上，且有可能造成较大损失；2）因诉讼事件导致企业直接损失达到企业所有者权益的10%（含）以上；3）诉讼可能导致公司经营受到严重影响。

关联交易风险重点关注：1）企业是否制定明确的关联交易制度，是否存在利用关联交易非法转移企业经济利益或者操纵关联企业的利润的行为；2）企业在原材料采购、销售等方面关联交易收入占比达到公司收入50%以上；3）企业提供的对外担保或委托贷款中针对关联企业的占比达到50%（含）以上。

关注企业过往债务履约情况，通过查询中国人民银行《企业信用报告》，了解企业已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由；通过公开网站查询企业已发行债券的还本付息情况。

（三）主要衡量指标

评级要素		细分要素指标
行业分析	宏观经济对行业的影响	宏观经济形势、GDP水平、人均可支配收入、中高等收入人群占比、消费结构及节假日数量
	产业政策	《“十三五”旅游业发展规划》、《“十三五”全国旅游公共服务规划》和《“十三五”全国旅游信息化规划》
	竞争格局	旅游行业集中度、细分行业龙头企业及区域市场占有率等
	行业周期性	对经济波动的敏感性、抗跌性等
	行业环境风险	自然天气环境、政治生态环境、外部突发事件等
	行业发展	未来行业收入目标、投资规划及发展趋势预测等
基础素质	区域环境	地区经济水平，景区所在地交通基础设施，区域内旅游资源数量与品位，当地人口基数、居民收入和消费水平，居民消费观念和习惯等
	企业所有制性质	中央企业、地方国有企业、民营企业
	景区资源情况	景区数量及等级，景区资源的稀缺性、垄断性等
	企业规模及产业链	企业经营资质、竞争实力、业务模式多元化程度、旅游特色业务
	外部支持	资本金注入、财政补贴、税收优惠、股东担保、经济政治地位等

公司管理	治理结构	董事会与管理层的独立性、对实际控制人的依赖程度、股权集中度等
	安全保障及管理	安全生产与保障、旅游设施的日常检修与维护、酒店的消防与食品安全卫生及相关突发事件应急处理能力等
经营分析	业务运营情况	企业业务构成、经营情况的稳定性。景区：景区门票收费权/分成权，景区内索道收费权，景区内酒店经营权，景区内客运、商品销售业务经营权，景区内歌舞晚会等商演收费权及景区接待容量等；酒店餐饮：经营模式（自营还是委托管理）、酒店星级、家数及客房数、平均房价、入住率、区域分布以及市场占有率等
	价格	价格的上调频率、目前的价格水平、与同类型竞争对手的价格差异、距离上次调整价格的时间跨度、客户收入水平的变化等
	成本控制	折旧、安全维护支出、人力成本以及品牌宣传支出、税收减免等
财务分析	财务信息质量	审计机构从业资质，近三年会计师事务所对企业财务报表出具的审计结论；合并范围变动，会计政策一致性；应收账款计提方式、投资性房地产和无形资产计价方式等会计处理方式
	资产质量	存货构成及减值准备，其他应收款形成原因及账龄、资金回收风险、坏账准备计提及其对流动资金的占用程度，非经营性投资的盈利能力、回收风险及风控措施；长期股权投资盈利情况、分红情况、减值计提，投资性房地产计价，固定资产折旧方式、成新率、在建工程及商誉价值风险
	资本结构	有息债务规模及债务负担，债务结构与资产结构的匹配程度，债务偿还时间的集中程度，权益的结构及稳定性；资产负债率，长期债务资本化比率，全部债务资本化比率
	盈利能力	收入变动，营业利润率，期间费用率，非经营性损益来源及稳定性，资产收益率，总资本收益率
	现金流	现金收入比，经营活动现金流净额及稳定性，各类现金流与资产负债表的勾稽关系，对外投资资金来源及去向，未来投资规模及资金需求
	偿债能力	流动比率、速动比率、经营性现金流动负债比，全部债务/EBITDA、EBITDA利息倍数，直接及间接融资渠道
其他重大事项	--	资产抵质押、对外担保、未决诉讼、关联交易、信贷履约历史记录