

旅游行业研究

——旅游行业企业经营压力趋弱，行业景气度持续向上

2017 年 12 月 27 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696 地址：北京市朝阳区建国门外大街 邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228 2 号 PICC 大厦 17 层 网 址：www.lhratings.com

旅游行业研究

——旅游行业企业经营压力趋弱，行业景气度持续向上

作者：联合资信 工商企业一部 杨学慧

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；旅游行业作为第三产业的主要支柱行业，在国民经济中的地位日趋重要。2016年以来，在居民可支配收入持续增长的推动下，中国旅游行业保持较快增长，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。目前，国内游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。未来，随着国家“一带一路”建设的深入推进，居民收入水平的不断提高和生活方式的转变，中国旅游行业仍拥有较大的市场空间。

一、 行业概况

1、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。旅游业由旅游资源、旅游设施、旅游服务三大要素组成，主要包括景区经营、酒店餐饮和旅行社等细分子行业。

2、行业特点

从行业基本特征来看，旅游业是由行、住、吃、游、购、娱六大要素组成的行业，每一个环节需要密切协作与结合才能为旅游者提供高质量的服务，具

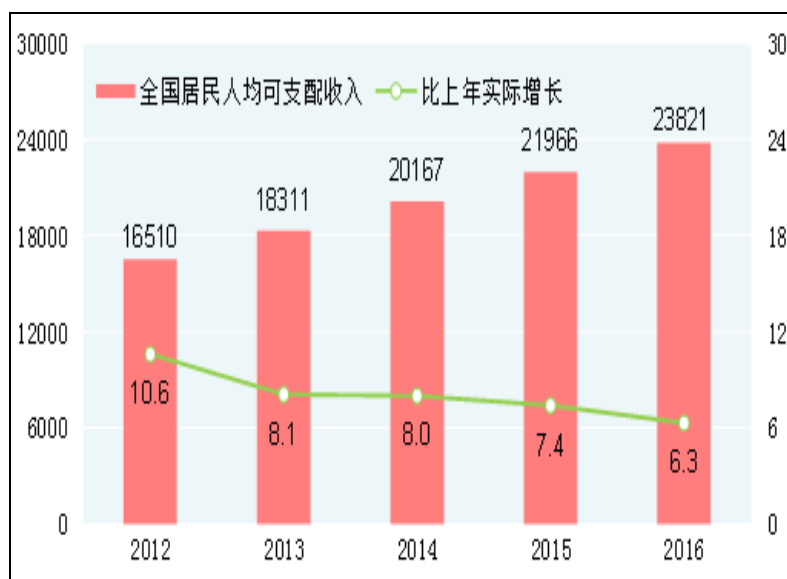
有明显的综合性和整体性；同时，旅游业的生存和发展依赖于国民经济、政治和社会环境、自然条件等因素，具有较强的依赖性，是一个较为敏感而且脆弱的行业。此外，旅游业还具有经济性、文化性、旅游资源稀缺性等特点。旅游业是经济文化一体化的产业，发展旅游业带动了旅游宾馆设施、景观景点建设、交通道路停车场的扩建等投入，促进了经济效益的提高，同时旅游活动本质上又是文化探寻、陶冶情操、文化享受的活动，先进的旅游文化引领旅游产业发展的方向；在旅游业为消费者提供的产品中，旅游资源是关键，这些自然景观、人文景观、人造景观都有其独特性，本身不可重复，不可能从一个地方迁徙到另一个地方，从而体现了旅游资源的稀缺性。

二、 行业运行情况

1. 行业运行概况

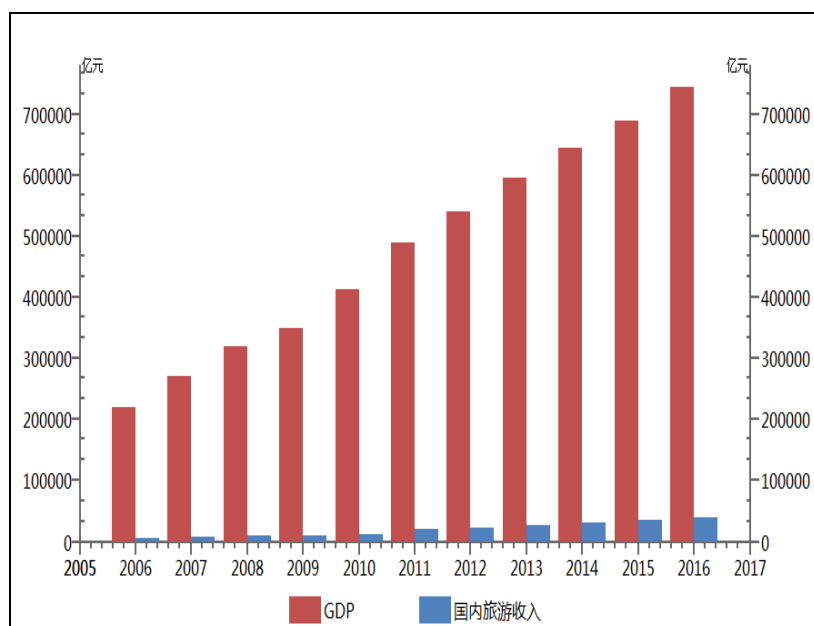
旅游行业作为一项可选消费品，其长期可持续发展主要依赖于经济的增长及居民可支配收入的增加。2016 年全国居民人均可支配收入 23821 元，较上年增长 8.4%。按常住地分，城镇居民人均可支配收入 33616 元，较上年增长 7.8%；农村居民人均可支配收入 12363 元，较上年增长 8.2%。在居民可支配收入持续增长的推动下，中国旅游行业正处于较快速的发展时期，已基本进入大众化、产业化发展阶段；目前，中国已成为世界第一大出境旅游客源国和第四大入境旅游接待国。持续提高的人均可支配收入，特别是中等收入人群占比的上升，直接推动了国内旅游市场需求的增长，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）认为随着居民收入水平的提高和生活方式的转变，中国旅游行业仍拥有较大的市场空间。

图 1 全国居民人均可支配收入及增长速度



资料来源：wind 数据

图 2 GDP 与国内旅游收入



资料来源：wind 数据

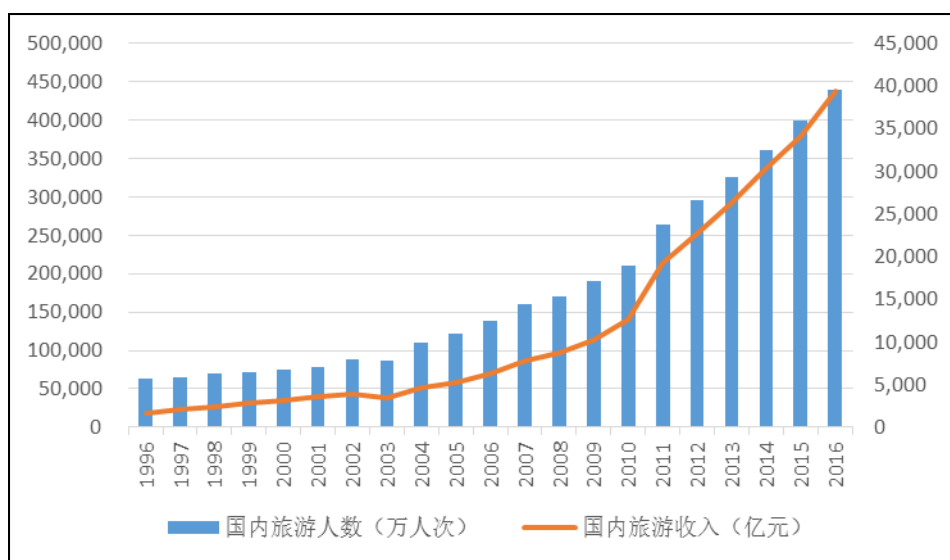
国内游方面

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 90%以上。根据国家旅游局数据显示，2014~2016 年国内旅游人

次持续上升，国内居民保持着较强的出游意愿，年均复合增长率为 8.01%，其中 2016 年国内旅游出游人数为 44.4 亿人次，同比增长 11%。

近年来国内旅游总花费整体变动趋势与国内旅游人数较为一致，保持着较快的增长速度。从 2011 年以来的发展趋势看，国内旅游接待规模年均增速保持在 12% 左右的增长，旅游收入则保持在年均 15% 左右的增速。作为“十三五”规划开局之年，在中央出台的 41 项促旅政策和国家旅游局发布的 54 项“治旅方略”等红利政策的推动下，2016 年中国国内旅游消费保持高速增长，市场新需求、产业新业态、政府新举措不断涌现。2016 年，在国内出游人数增长的带动下，国内旅游收入 3.94 万亿元，同比增长 15.19%。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 3 1996-2016 年中国国内旅游人数和国内旅游收入变动趋势



资料来源：wind 数据

从区域尺度来看，“东强西弱”的区域旅游发展格局未变。其中，客源地潜在出游力在东中西三大区域之间表现为“7:2:1”的三级阶梯状分布，旅游产业综合发展水平在东中西三大区域之间表现出“5:3:2”的三级阶梯状分布。而从区域旅游发展趋势来看，东中西三大区域之间的差距，无论是在累计潜在出游

力还是在旅游产业综合发展水平方面均呈现出明显的收敛趋势，区域均衡化格局逐渐显现。2016 年区域旅游流空间格局总体稳定，区域间旅游流主要以东部三大经济区之间旅游流为主，区域内部旅游流主要以长三角内部流动强度最高，省级尺度则以北京流向天津的旅游流相对最强。

从出游动机方面看，2016 年中国国内旅游动机主要以休闲度假和探亲访友为主。其中，城镇居民有 48.3%以休闲度假及娱乐为主，其次是探亲访友占 27.2%；而对于农村居民有 36.4%以休闲度假及娱乐为主，其次是探亲访友，占到 31.7%。

单从假日旅游市场情况看，2016 年全国七个节假日共接待游客达 14 亿人次，约占全国国内旅游市场的 32%。旅游收入达到 15757 亿元人民币，约占全年旅游收入的 40%左右。2016 年假日旅游市场呈现 6 大特征：一是拼假错峰出行成为主趋势；二是旅游消费换代升级，乡村休闲度假受到青睐；三是举家出行成为新的假日旅游重要方式；四是短途自驾是假日旅游的首要交通方式；五是主题化节日活动深受旅游者喜爱；六是学生游成为节日游客生力军。

2017 年，中国旅游市场规模稳步扩大，从 1-9 月数据看，国内旅游人数 38.03 亿人次，较上年同期增长 13.17%；国内旅游收入 3.38 万亿元，同比增长 16.55%。从全年预测情况看，2017 年国内旅游人数将超过 51 亿人次，旅游总收入将超过 5.3 万亿元，旅游对国民经济和社会就业的综合贡献都将超过 10%。旅游业或将在创新发展中继续领跑中国经济增长。

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迅猛，目前中高收入人群已成为出境游市场发展的主要驱动力。根据国家旅游局数据显示，中国出境旅游人次由 2010 年的 5739 万人次增长至 2016 年的 12200 万人次，年均复合增长率为 13%，高于同期国内游年均人次增长速度。受国际经济形势低迷以及中国日渐增长的境外消费需求的影响，发达国家对华签证政策的日渐放宽，

吸引了更多的中国游客出境旅游。联合资信认为，未来出境游市场具备较大的发展空间，或将成为未来细分旅游市场中的新兴增长点。

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 2016 年的 13844 万人次，年均复合增长率不足 1%，但 2014 年以来，受益于政府积极推行 72 小时过境免签、144 小时过境免签等一系列便利化政策，加之政府加大了旅游外交的推广力度，2014~2016 年，中国入境旅游人次保持着较好的增长态势。

对比来看，“十二五”以来，中国保持着出境旅游人次低于入境旅游人次、国际旅游收入高于国际旅游支出的态势。2015 年接待入境游客 1.34 亿人次，同比增长 4.14%；国际旅游收入 1136.5 亿美元，同比增长 7.8%。当年中国出境旅游人次增幅放缓至 9.0%，出境旅游花费 1045 亿美元，入境游客数量超过出境旅游数量近 1700 万人次，旅游顺差 91.5 亿美元。2016 年，接待入境游客 1.38 亿人次，同比增长 3.5%；国际旅游收入 1200 亿美元，同比增长 5.6%。当年出境旅游花费 1098 亿美元，实现旅游顺差 102 亿美元。值得关注的是，同年外国人入境市场的规模和增速分别为 2815 万人次和 8.3%，创金融危机以来历史新高。当年出境旅游人数增幅进一步放缓至 4.3%，入境游客数量超过出境游客数量 1640 万人次。2017 上半年，入境旅游人数 6950 万人次，较上年同期增长 2.4%，其中外国人 1425 万人次，增长 5.8%。国际旅游收入 601 亿美元，较上年同期增长 4.3%。同期，中国公民出境旅游人数 6203 万人次，较上年同期增长 5.1%。

联合资信认为，中国入境旅游已经走出了金融危机后的萧条期，正在从全面恢复转向持续增长的新阶段，出境旅游则从高速增长步入稳定增长期，国际旅游顺差有望进一步扩大。

总的来看，中国旅游市场呈现良好的发展态势。其中，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；另外，随着国内中高收入人群的扩大，出境游市场未来将具备较大的发展空间；同时受益于利好政策的推动，入境游市场 2014 年

以来恢复增长。

2、主要细分行业情况

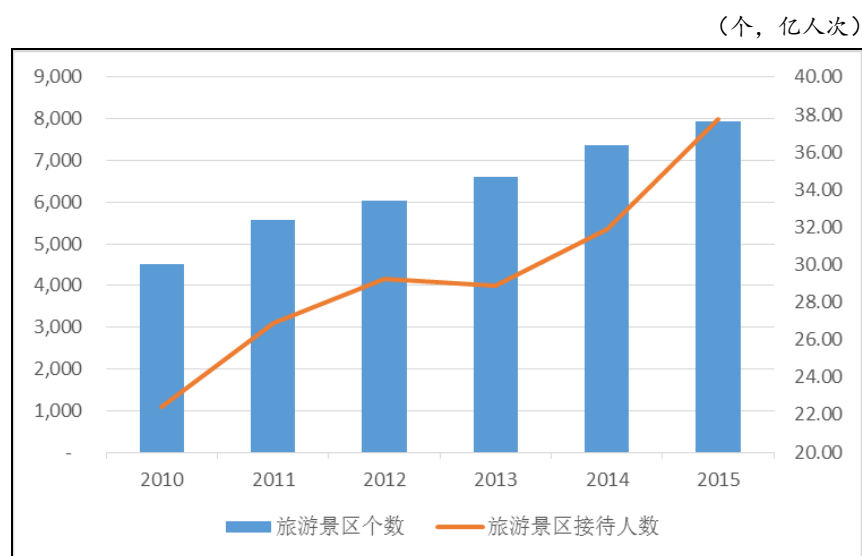
（1）景区

国家 5A 级旅游景区，指的是依据中华人民共和国旅游景区质量等级划分的景区级别，从 5A 到 1A 分为五级，5A 级为中国旅游景区最高等级。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。2016 年安徽省芜湖市方特旅游区、江苏省连云港花果山景区等 15 家景区新晋为国家 5A 级旅游景区；2017 年 2 月，内蒙古自治区阿尔山·柴河旅游景区等 20 家景区新晋为国家 5A 级旅游景区。截至 2017 年 9 月 2 日，国家旅游局共确定了 249 家国家 5A 级旅游风景区。

旅游景区作为居民休闲旅游的综合目的地，主要包括自然景区、人文景区和人造景区；其中，自然景区和人文景区的资源特征更加明显。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。

根据相关数据显示，国内旅游景区个数逐年增长，截至 2015 年末，中国共有景区达到 7951 家；而旅游景区接待人数除 2013 年出现下滑外也保持了增长趋势，2015 年合计接待游客 37.77 亿人次，同比增长 18.48%。

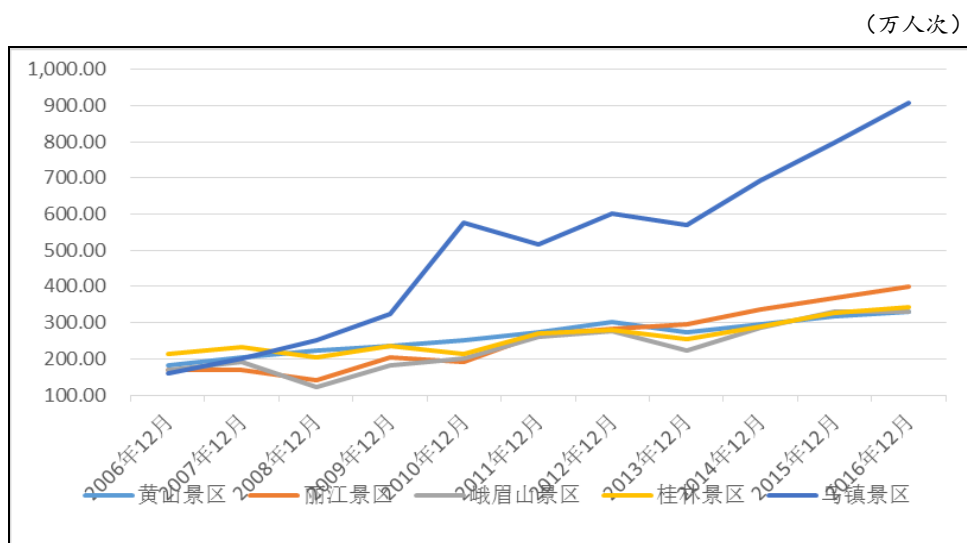
图4 2010-2015年我国旅游景区及接待人数变动情况



从景区收入情况来看, 2011 年以来, 旅游景区营业额逐年增长, 2015 年营业收入达到 3479.08 亿元, 同比增长 10.13%。但是其中的旅游景区门票收入有下降趋势, 表明景区的收入结构在发生变化。

从黄山景区、峨眉山景区、桂林景区和乌镇景区等几家国内主要上市景区样本来看, 随着限制三公消费等政策的实施, 2013 年上述各主要旅游景区游客接待量出现明显下滑。2014 年以来, 受益于普通民众旅游消费需求的增长, 各样本景区游客接待量明显回升。

图 5 2006-2016 年我国部分上市景区接待情况



资料来源: wind 数据

但需关注的是，旅游行业易受天气环境、外部突发事件等因素影响。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；而因 2017 年韩国部署萨德导弹系统，中国民众自发抵制出境韩国，1~7 月，访韩中国游客仅 253.42 万人，同比大幅减少 46.50%，一定程度上利好国内游市场。

此外，近年来国家旅游局加大了对旅游景区的整治监管力度，2017 年 2 月，全国旅游资源规划开发质量评定委员会对云南省丽江市丽江古城景区、黑龙江省牡丹江市镜泊湖景区、辽宁省大连市老虎滩海洋公园·老虎滩极地馆等 3 家 5A 级旅游景区作出严重警告处理决定，限期 6 个月整改。此外，近几年国家旅游局会同有关省区市旅游部门，对 3 家 5A 级景区进行摘牌，对 19 家 5A 级景区予以警告或严重警告，对 68 家 4A 级景区进行摘牌，对 341 家 4A 级景区进行警告等处理。

联合资信认为，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影响较大。同时，5A 级景区的不断扩容在丰富了景区旅游市场标的的同时，或将进一步分散旅游人流量在各景区的分布。

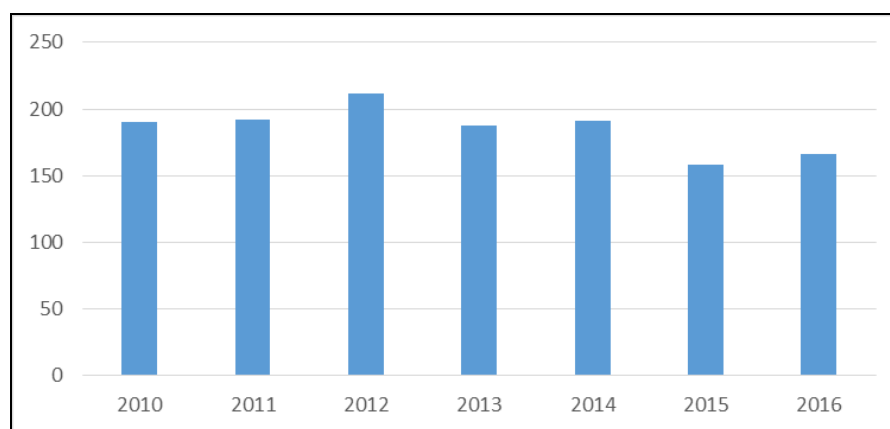
（2）酒店餐饮

酒店是旅游行业的主要基础设施，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。

星级酒店方面，根据《中华人民共和国星级酒店评定标准》，将酒店按等级标准以星级划分，分为一星级到五星级，星级越高，表示旅游酒店的档次越高。根据国家旅游局数据显示，截至 2016 年末，全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计 11685 家，较上年末减少 642 家。

从新增供给来看，2014-2016 年，中国星级酒店分别新开业 191 家、158 家和 166 家，受宏观经济形势影响新开业数量整体呈波动趋势。

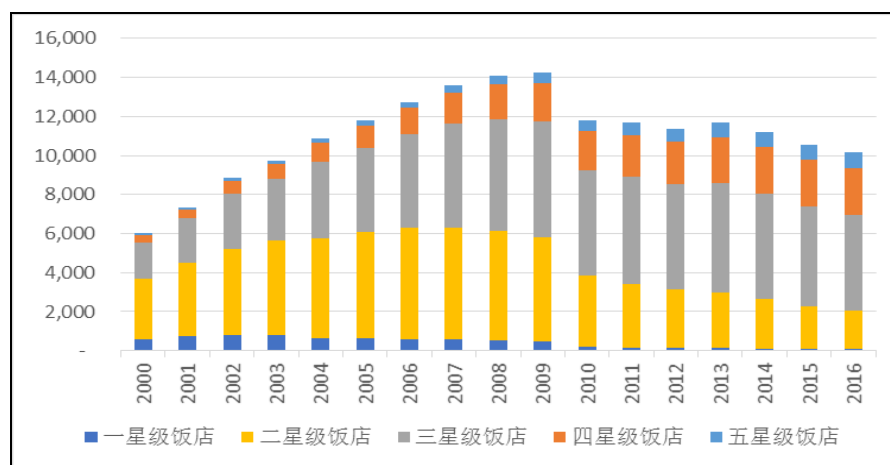
图 6 近年来全国星级酒店新开业数



资料来源：wind 数据

从存量构成来看，根据国家旅游局发布的《2016 年第四季度全国星级饭店统计公报》，截至 2016 年末，共有 10157 家通过省级旅游主管部门审核，从星级构成看，一星级 72 家，二星级 1972 家，三星级 4937 家，四星级 2367 家，五星级 809 家。三星级数量近 5000 家，占比最高；二星级竞争相对激烈，近年来数量持续大幅下滑；随着民众生活水平的日益提高、对旅游住宿需求的提升，四星级饭店占比逐年提高；五星级饭店数量也保持了一定的增长速度。

图 7 近年来全国星级酒店结构图



资料来源：wind 数据

联合资信关注到，近年来经济连锁型酒店发展迅猛，对国内中低星级酒店的冲击较大，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持续下滑。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。目前，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。

从星级酒店的经营指标来看，不同星级的酒店表现有所差异。首先，从营业收入情况来看，除五星级酒店收入较为稳定外，其他星级的酒店收入都呈现出下滑的态势。长期来看，随着人民群众生活水平的日益提升以及对旅游住宿需求的提高，大众消费将成为高星级酒店消费的主要客源。三星级及四星级酒店自 2013 年以来营业收入逐年大幅下滑，一方面因两类酒店数量众多、竞争更为激烈，另一方面也受到公务消费限制相关政策的影响。

从平均房价来看，高星级酒店呈典型的强周期经济特性，抗周期波动风险能力较弱。因此，近年来高星级酒店不断进行自身调整，部分酒店采取以价换

量的经营策略，五星级和四星级房价逐年下滑。三星级近年来房价较为平稳。二星级酒店逐年小幅上涨。从出租率来看，酒店客房出租业务有明显的季节性（一般第一季度受春节节假日等因素影响，客房出租率较低），同时还会受到诸如流感等疫情影响、国际金融危机以及 2012 年以来的三公消费政策影响等。

表 1 近年来星级酒店客房出租率情况（单位：亿元、元/间/天、%）

项目		2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
五星级	收入	730.94	770.29	761.45	765.13	771.17	771.47
	平均房价	688.56	710.2	687.36	678.73	642.49	614.84
	出租率	61	59.91	56.06	55	56.57	59.85
四星级	收入	788.48	829.62	776.66	733.25	702.49	698.83
	平均房价	350.42	365.1	362.76	354.86	338.64	333.23
	出租率	62	60.63	57.21	54	55.57	56.95
三星级	收入	658.44	691.39	630.77	545.54	533.29	494.94
	平均房价	208.81	215.84	216.42	213.6	215.89	215.37
	出租率	60	59.24	55.64	53	52.97	52.84
二星级	收入	133.94	135.97	121.02	105.64	104.1	92.52
	平均房价	140.41	152.02	152.09	160.89	163.31	170.44
	出租率	57	57.26	54.05	53	52.69	53.1
一星级	收入	3.03	2.95	3.03	1.86	1.72	1.3
	平均房价	118.11	126.85	128.75	106.75	123.97	111.08
	出租率	52	54.35	51.53	49	49.88	44.42

资料来源：国家旅游；

注：2015 年及 2016 年数据采用季度数据均值。

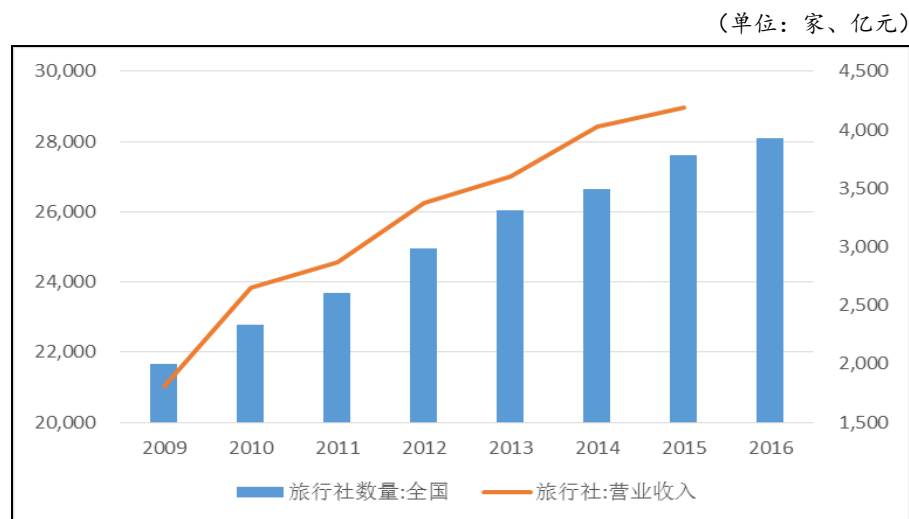
总体看，以全国星级酒店为样本，行业整体保持了一定增长，但增速有所放缓。未来酒店业将呈现集团化、规模化和品牌化的趋势。但长期来看，随着人民生活水平的提高及可支配收入的增长，旅游需求必将持续增长，加之国家旅游产业政策的大力推行，入境游客等高消费群体的增多等利好因素，高星级酒店行业仍面临较好的发展机遇。

（3）旅行社

伴随着中国旅游业的高速发展，中国旅行社行业也发生了巨大的变化，近二十年来行业规模不断扩大，从业人员不断增加，旅行社行业已经成为中国拉

动经济增长、扩大就业渠道的重要的服务行业之一。根据《2016 年中国旅游业统计公报》数据显示，截至 2016 年底，全国纳入统计范围的旅行社共有 27939 家，比上年末增长 1.2%。

图 8 近年来旅行社数量及收入增长情况



2015 年全国旅行社营业收入 4189.01 亿元，同比增长 3.96%；营业成本 3901.77 亿元，同比增长 2.08%；利润总额 21.88 亿元，同比减少 34.14%。其中，旅游业务营业收入 3747.77 亿元，同比增长 10.29%；旅游业务利润 198.79 亿元，同比增长 16.72%。2016 年全国旅行社营业收入 4643.1 亿元，同比增长 10.8%；营业税金及附加 10.4 亿元，同比下降 35.4%。2015 年¹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北京、广东、上海、浙江、山东、江苏、福建、湖北、辽宁、重庆，多为较发达地区。

国内游方面，2015 年全国旅行社国内旅游组织 13676.20 万人次、43596.30 万人天，接待 15335.46 万人次、37872.39 万人天，分别同比增长 4.27%、4.94%、

¹2016 年旅行社按经济指标排名省份、国内旅游组织人次、出境游组织人次、入境游组织人次相关数据未获取。

6.07%和 8.27%。国内旅游接待人次排名前十位的省份依次为江苏、浙江、广东、福建、湖北、云南、山东、上海、安徽、海南。

出境游方面，2015 年全国旅行社出境旅游组织 4643.50 万人次、25055.80 万人天，分别同比增长 18.61%和 19.82%。2015 年旅行社出境旅游组织人次排名前十位的目的地国家和地区依次为泰国、香港地区、韩国、日本、台湾地区、澳门地区、新加坡、马来西亚、越南、法国。

入境游方面，2015 年全国旅行社入境旅游外联 1416.34 万人次、6023.29 万人天，接待 1978.83 万人次、6534.37 万人天，分别同比增长 0.43%、减少 2.32%、减少 1.18%和减少 4.68%。2015 年旅行社入境旅游接待人次排名前十位的客源地国家和地区依次为香港地区、台湾地区、韩国、澳门地区、美国、新加坡、马来西亚、日本、俄罗斯、泰国。

从行业竞争格局来看，目前中国的旅行社行业仍呈现过度竞争特征，表现为旅行社进入门槛低、数量多、产业集中度低、产品同质性强、长期利润水平低等特点。未来产业融合或将是中国旅行社业发展的核心增长点，包括旅行服务业与信息产业、供应链上游产业或下游产业融合。

（4）在线旅游

在线旅游（OnlineTravelAgent，简称“OTA”）与以门店销售为主的传统旅游产业具有较大差异。OTA 行业分机票市场、住宿市场和度假市场三大模块。根据艾瑞咨询统计的数据，2014~2016 年中国在线旅游行业市场交易规模分别为 3092.70 亿元、4326.30 亿元和 5903.60 亿元，市场渗透率分别为 9.20%、10.80%和 12.1%，整体呈上升趋势。伴随着网民增速趋向平稳，人口红利带来的流量逐步消退，在线旅游市场正进入稳定阶段；不过业内企业开始着手整合上游资源（投资景区等），还有企业布局境外旅游市场。目前在线旅游已形成“携程系”“海航系”为首、“万达系”、“首旅系”和“阿里系”不断渗入的局面。

The diagram illustrates the integration of various services into a single platform, categorized into four main sections:

- 携程 (Ctrip):**
 - 度假 (Vacation):** Includes logos for uszoo.com, 途牛 (Tuniu), 驴妈妈 (Lvmama), and 艺龙 (Elong).
 - 交通 (Transportation):** Includes logos for 天巡 (Skyscanner), 一亩超市 (Yi Mu Supermarket), 易到用车 (Yi Dao Car Service), 中国南方航空 (China Southern), and 智行火车票 (Zhi Xing Train Tickets).
- 海外航空 (Overseas Aviation):** Includes logos for TP, Azul, gategroup, and SR Technics.
- 金融 (Finance):** Includes logos for TransForex, 通汇货币 (Tong Hui Currency), and 易生 (Yi Sheng).
- 海南航 (Hainan Airlines):**
 - 度假 (Vacation):** Includes logos for Caissa, 途牛 (Tuniu), and Qunar.
 - 交通 (Transportation):** Includes logos for 海南航空 (Hainan Airlines), 天津航空 (Tianjin Airlines), 航班管家 (Flight Manager), and 航旅纵横 (Hanguang Zhongheng).
 - 住宿 (Accommodation):** Includes logos for 住西惠 (Zhu Xi Hui), 艺龙 (Elong), and 携程 (Ctrip).

在线度假市场，2016 年交易规模为 962.9 亿元，同比增长 37.4%，在整个在线旅游市场中增速最快，占整体在线旅游市场比重由 2009 年的 5.8% 增至 2016 年的 16.3%。未来几年增长率或将维持高位。从行业竞争看，2016 年途牛、携程和同程仍保持前三位置，市场份额分别为 19.4%、19.2% 和 10%，驴妈妈以 8.2% 的份额位列第四位。此外，其他如美团、飞猪等平台发展也较快，推动整个细分市场交易规模不断上升。出境游的交易额占比 53.3%，未来出境游市场占比有望继续扩张；其次分别为国内游占比 24%，周边游占比 22.7%。随着国民旅游需求逐渐呈现多元化和个性化，在线自助游更能满足此需求，使得份额占比小幅上升 0.7 个百分点至 56.2%，从而压缩了在线跟团游的占比至 43.8%。同时，各大在线旅游平台为拓展三四线城市的客源，纷纷尝试开设线下门店和体验店，未来与传统旅行社之间的竞争将更加激烈。

在线机票市场占比最大且发展趋于成熟，2016 年交易额为 3492 亿元，渗透率高达 74.4%，增速也相应放缓。其中携程份额最大，持续占据首位，2016 年占比 58.5%，同比上升 24.9 个百分点，主要源自 2015 年底合并去哪儿网的财务业绩。此外，航空公司也不断加强互联网渠道建设力度，不仅可以降低销售成本，还可以提升航空公司的品牌价值。

在线住宿市场交易额为 1192.2 亿元，同比增长 32.5%，占 OTA 行业总体交

易额的 20.1%，同比下降 0.20 个百分点，增速趋缓。游客对出游品质要求不断提升，对于住宿的服务质量、性价比和便携程度要求亦不断提高。非标准住宿的管理能力、服务能力不断提升，个性化和性价比逐步显现，也受到部分商旅人士的青睐，呈现出较好的发展势头，具有代表性的是途家。

整体看，在消费需求升级的大背景下，叠加互联网技术的日益成熟以及国内政策的支持，在线旅游呈快速发展态势，未来仍有较大发展潜力。

三、 旅游行业投资情况

根据国家旅游局发布的《2016 中国旅游投资报告》，继 2015 年全国旅游直接投资突破万亿元大关后，2016 年全国旅游业实际完成投资 12997 亿元，同比增长 29.05%，比第三产业增速和固定资产投资增速分别高 18 个百分点和 21 个百分点，较房地产投资增速高 22 个百分点。旅游直接投资和带动投资对财政综合贡献超过 11%。尤为突出的是，民营旅游投资积极性高涨，占旅游投资总额的 58.7%。在中国经济发展进入新常态的今天，中国旅游投资增长强劲，成为社会投资热点和最具潜力的投资领域之一，也成为了旅游业供给侧改革的重要突破口。预计 2017 年全年旅游直接投资将超过 1.5 万亿元，同比增长 20%以上。

旅游投资明显加快

全域旅游的加快推进，吸引了各类社会资本加速投资旅游业。旅游业在调结构、稳增长、促消费、惠民生等方面也发挥出越来越重要的作用。目前已经有大量社会资本、民营企业快速转向投入旅游业，这不仅为资本自身找到了新商机，也进一步丰富了旅游产品，增加了旅游消费多样化选择。

互联网继续加快发展，进一步助推了大众化旅游消费快速发展，近 6 年来，中国旅游集团、中青旅、携程、华侨城等众多旅游企业共投资旅游业 1500 亿元。据统计，各类大型企业纷纷进入旅游投资市场。互联网企业前 10 位中有 9 家投

资旅游业，5 年累计投资达 350 亿元，线上线下旅游企业渗透与融合加剧，传统旅游格局不断改写。房地产企业前 5 位全部投资旅游业，投资额达 1.7 万亿元。国美、苏宁、中粮等传统企业也纷纷试水旅游业。

与此同时，国际品牌加快中国的投资布局。全球 458 家国际品牌奢华酒店中，253 家在亚太地区建设，其中在华项目占 58%。目前有迪士尼、环球影城、乐天世界、乐高乐园、东方好莱坞等 8 家世界主题公园在中国建设或规划。

联合资信认为，要注意改变投资项目与投资者的需求不相适应的现象，实现资本和项目的有效对接。旅游投资是旅游业供给侧结构性改革的重要突破口，优质旅游项目建设是迎接大众旅游时代和满足日益增长的旅游消费需求的重要手段。

投资主体呈现多元化

2016 年，全国旅游投资依然延续了民营资本为主、政府投资和国有企业投资为辅的多元主体投资格局。民营企业投资旅游业 7628 亿元，占全部旅游投资的 58.7%，投资热点从房地产业向旅游综合体及文化旅游转变。政府投资和国有企业投资分别为 2484 亿元和 1945 亿元，分别占全部旅游投资的比例为 19.1% 和 15%。

从各投资主体的偏好方面看，民营资本 53% 的资金投向经济发达的东部地区，主要投资大型综合类文化旅游项目；政府和国有企业对西部地区旅游投入的比重相对较高，投资相对集中于旅游基础设施、公共服务设施以及旅游村镇类项目；外商投资更青睐东部地区，有 76% 的资金投入东部省份。

从业态分布看，资金流向主要集中在文化旅游、生态旅游、乡村旅游以及温泉滑雪、低空飞行和工业旅游等新型业态。其中，景区投资保持了稳定态势，而新业态投资增速加快。2016 年旅游景区项目投资继续增加，实际完成投资 7371 亿元，占全部旅游投资的 56.7%，比重最大。旅游购物项目投资 872.8 亿元，同

比增长 24.4%，增幅最大。

此外，旅游产业投资基金快速增长。截至 2016 年底，全国有 126 支旅游产业投资基金，基金规模超过 6000 亿元。浙江、山东、江苏、四川、山西五个地区旅游产业投资基金数量最多。文化旅游、生态旅游、休闲度假、养老旅游及旅游小镇等是旅游产业基金投资重点。

联合资信认为，旅游投资的规模或将持续扩大，旅游投资的结构也将更加合理，效益更加显著。此外，资本、技术、创新还将助推旅游投资快速增长，在线旅游企业、科技旅游产品投资将持续增长。但是，面对日益增多的旅游业投资热潮，也要防止造成“大水漫灌”式的强刺激，产生新的产能过剩。

四、 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、节约资源、创造就业机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。

表 2 旅游行业主要政策

时间	政策	主要内容	影响
2015 年 1 月	旅游业“515 战略”	紧紧围绕“文明、有序、安全、便利、富民强国”5 大目标，推出旅游 10 大行动，开展 52 项举措，推进旅游业转型升级、提质增效，加快旅游业现代化、信息化、国际化进程。	加快旅游业现代化、信息化、国际化进程
2015 年 8 月	《国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》（国办发【2015】62 号）	提出实施旅游基础提升计划、旅游投资促进计划、旅游消费促进计划、乡村旅游提升计划、优化休假安排、加大改革创新力度等措施，以改善旅游消费环境、开辟旅游消费市场、培育新的消费热点、开拓旅游消费空间、激发旅游消费需求以及促进旅游投资消费持续增长。	对旅游的投资和消费起到进一步促进作用
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 11 月	《国务院办公厅关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见》（国办发【2016】85 号）	提出加速升级旅游消费、创新发展文化消费、大力促进体育消费等以推进幸福产业服务消费提质扩容、大力促进传统实物消费扩大升级、持续优化消费市场环境。	升级旅游消费
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

资料来源：联合资信整理

此外，“一带一路”旅游部长会议于 2017 年 9 月在成都举办。中国、俄罗斯、哈萨克斯坦、保加利亚、柬埔寨等“一带一路”沿线国家旅游部长围绕深化合作等议题展开深入研讨，大会发布了《“一带一路”旅游合作成都倡议》。

总体来看，各级政府近年来一直致力于持续推动旅游发展，各项旅游刺激方案可平抑因外部经济等环境波动而带来的不利影响，保障旅游产业平稳发展。

五、 旅游行业企业信用分析

1、发债企业概况

截至 2017 年 8 月底，按联合资信行业分类划分为旅游行业的、仍有存续期内债券的发行企业（以下简称“发债主体”）共 35 家；从发债主体性质看，国有独资或控股企业为主要发行群体，共计 31 家；民营企业 4 家²。

²分别是开元旅业集团有限公司、海航旅游集团有限公司、海航凯撒旅游集团股份有限公司和海航酒店控股集团有限公司。

发债主体级别分布方面，AAA 级企业共 6 家，包括 3 家央企及央企子公司——中国旅游集团公司、华侨城集团公司、深圳华侨城股份有限公司，1 家北京市国企北京首都旅游集团有限公司（以下简称“首旅集团”），1 家上海市国企锦江国际（集团）有限公司（以下简称“锦江国际”），1 家地方国企黄山旅游集团有限公司（以下简称“黄山集团”）；其中中国旅游集团公司、华侨城集团公司、首旅集团和锦江国际均为大型旅游综合集团企业，受益于多元化业务发展的格局，企业规模优势明显、行业地位突出；黄山集团则拥有优质的景区资源，门票、索道收入稳定，景区盈利能力很强。AA+级企业共 4 家，AA 级企业共 19 家，AA-级企业 5 家，A+级企业 1 家。行业内发债企业主要集中在 AA 级别，占企业总数的比重为 54.29%。

2016 年以来，旅游行业新增发行主体 3 家，其中 AAA 级 1 家、AA+级 1 家、AA 级 1 家，新增发债主体全部来自交易所市场。

表 3 2016 年以来新增发行主体部分财务数据（单位：亿元）

发行主体	主体信用等级	资产规模	所有者权益	营业收入	利润总额
深圳华侨城股份有限公司	AAA	1463.45	481.16	354.81	94.57
广州长隆集团有限公司	AA+	162.95	54.23	48.10	11.60
海航凯撒旅游集团股份有限公司	AA	54.01	20.64	66.36	3.14

资料来源：wind 数据，联合资信整理

从级别迁徙情况看，2016 年以来，旅游行业发展整体稳中向好，未发生风险事件，且目前该行业发行主体的级别集中于 AA，级别迁徙不明显。2016 年以来，共发生 2 例主体级别上调，1 例评级展望调整，级别上调的发行主体是黄山集团和安徽省旅游集团有限责任公司，评级展望调整的发行主体是贵州旅游投资控股（集团）有限责任公司，由负面调整为稳定。

表 4 2016 年以来发行人主体信用等级变动情况

发行人	信用等级调整	最新信用等级	信用等级调整主要原因
黄山旅游集团有限公司	上调	AAA/稳定	黄山旅游景区唯一经营主体，保持垄断经营权；门票、索道、酒店等旅游板块保持良好发展态势。玉屏索道升级改造完成以及京福高铁、黄杭高铁、赣皖铁路改造项目的建成通车，发展前景良好。
安徽省旅游集团有限责任公司	上调	AA/稳定	景区游客持续增长，旅游板块收入、利润上升；承担政府储备粮的政策性任务，政府补贴稳定，2016 年有 2.83 亿元，对利润形成良好补充。房地产销售 2016 年以来情况较好，地产收入增长较快；财务杠杆有所下降。
贵州旅游投资控股（集团）有限责任公司	评级展望由负面调整为稳定	AA-/稳定	2017 年初国际会议中心二期写字楼项目取得预售许可证，合计可售货值约 16 亿元，预计 2017 年全年签约销售金额 10 亿元，销售回款 7 亿元；截至 2017 年 3 月底，货币资金 6.33 亿元，短期债务 9.17 亿元，货币资金对短期债务的覆盖能力明显增强，短期流动性压力有所缓解；得益于酒店及贸易板块收入增长，2016 年公司营业收入 4.56 亿元，同比增长 10.95%。

资料来源：wind 数据，联合资信整理

2、主要发债主体信用分析

截至目前同一旅游企业内集团类发债主体与下属控股公司均发债的共有 3 个集团企业，考虑到集团类企业与下属子公司在业务运营方面重复计算的因素，下文分析的数据统计范围不包括集团类企业的下属公司。

（1）资本结构

近年来中国旅游行业的快速发展使得旅游企业投资规模加大，新的旅游项目的开发、旅游基础设施的建设以及旅游地产、酒店的持续投资，使得行业内企业的资产规模上升较快。大规模建设带来的融资压力导致有息债务规模呈不断增长态势。2016 年中国旅游发债主体资产负债率和全部债务资本化比率中值分别为 58.61%和 43.59%，整体处于适中水平，指标值最高的为珠海九洲控股集团有限公司，两项指标达 83.86%和 77.03%。

分级别看，AAA 级发债企业多为旅游综合类企业，景区、酒店、旅行社以及旅游地产等业务均有涉及，使得资产负债率指标最高，为 67.92%，但总体债务水平保持最低，全部债务资本化比率中值为 43.53%；AA-~AA+级别企业负债

水平区分度不高，资产负债率指标在 58% 上下浮动，有息债务负担则属 AA+ 级别企业重，全部债务资本化比率中值超过 50%。

表 5 发债主体资本结构指标中值（单位：%）

级别	资产负债率	全部债务资本化比率
AAA	67.92	43.53
AA+	58.57	51.35
AA	58.01	46.03
AA-	57.25	48.99

资料来源：联合资信整理，A+ 级企业仅有 1 家，代表性不强，故没有列示相关指标

（2）盈利能力

旅游行业三个细分子行业盈利能力有一定分化，其中景区类企业收入稳定，主要来源于门票、索道和商品销售业务收入，盈利能力强；酒店企业收入主要来源于客房收入和餐饮收入，盈利能力较好，但是市场竞争较激烈，酒店价格和入住率易受外部环境影响；旅行社业务虽然收入规模大，但是近年来竞争激烈，盈利能力弱。

表 6 主要景区经营类发债主体盈利情况（%、亿元）

发行人	营业利润率			利润总额		
	2014 年	2015 年	2016 年	2014 年	2015 年	2016 年
黄山旅游集团有限公司	43.97	39.23	41.64	2.13	3.37	4.56
峨眉山旅游股份有限公司	40.90	36.28	39.26	2.23	2.30	2.19
安徽九华山旅游(集团)有限公司	45.50	47.07	47.57	0.88	0.88	1.01
丽江玉龙旅游股份有限公司	70.44	70.27	71.78	2.83	3.01	3.13
陕西旅游集团有限公司	--	35.12	34.84	--	1.51	1.83
无锡灵山文化旅游集团有限公司	59.00	47.65	40.93	0.28	0.33	0.51
张家界市武陵源旅游产业发展有限公司	39.85	40.33	37.48	1.29	2.25	2.60

数据来源：wind 资讯，联合资信整理

表 7 主要酒店类发债主体盈利情况（%、亿元）

发行人	营业利润率			利润总额		
	2014 年	2015 年	2016 年	2014 年	2015 年	2016 年
华天酒店集团股份有限公司	45.45	48.20	51.41	-0.91	0.06	-4.27
海航酒店控股集团有限公司	56.07	74.68	92.71	1.63	0.94	4.55
开元旅业集团有限公司	14.94	13.91	10.38	3.15	2.96	2.57
贵州旅游投资控股(集团)有限责任公司	35.46	25.01	21.75	0.35	0.76	-0.40

数据来源：wind 数据，联合资信整理

从具体财务数据来看，2016 年旅游行业发债主体营业利润率中值为 34.34%，其中景区经营为主的企业营业利润率中值为 40.93%，酒店经营为主的企业营业利润率中值为 33.58%；从利润总额来看，2016 年旅游行业发债主体利润总额中值为 1.69 亿元，其中景区经营为主的企业利润总额中值为 2.19 亿元，酒店类企业利润总额中值为 1.09 亿元。景区企业以门票、索道、景区客运等高毛利业务为主，营业利润率和利润总额均高于以酒店经营为主的企业。

从景区相关业务来看，由于不同企业旅游资源质量差别明显，拥有景区数量及等级、景区资源的稀缺性、垄断性存在较大差异，因此景区旅游发债主体盈利能力有一定分化。以黄山集团为例，其拥有优质景区资源、景区门票收益权、景区内索道的收益权以及景区内酒店的运营权，所以黄山集团的盈利能力在景区类旅游发债企业中很强；安徽九华山旅游(集团)有限公司没有九华山景区门票收费权，门票均由政府收取且没有补贴返还，仅拥有九华山景区内索道的收费权，受此影响，其盈利能力在景区类旅游发债企业中处于一般水平。

表 8 发债主体盈利能力指标中值（单位：%）

级别	营业利润率	利润总额
AAA	34.15	39.97
AA+	39.64	1.94
AA	27.19	0.88
AA-	36.42	0.78

资料来源：联合资信整理，A+级企业仅有 1 家，代表性不强，故没有列示相关指标

分级别来看，AAA 级企业利润总额具有绝对优势，显著高于其他级别企业，盈利能力很强；AA+级企业营业利润率中值为最高水平，利润总额高于 AA 级别及以下企业，盈利能力指标好于 AA 和 AA-企业。

从期间费用控制来看，由于部分发债主体承担着旅游设施建设的职能，较大规模的投资建设使得企业对外筹资规模大，相应的财务费用较高，对企业盈利水平影响有一定影响。

从政府支持力度来看，以景区经营为主的旅游企业大部分是国有企业，以地方国有企业为主，政府支持力度较大，每年都会有较为稳定的政府补贴收入，对企业的利润形成一定补充。酒店类企业则市场化程度很高，酒店的知名度、规模、星级等要素对其盈利能力有较大影响，政府支持力度有限。

另外，从经营活动现金流来看，旅游企业的特点决定了大部分企业以现金结算方式为主，使得收入获现能力很强，对信用基本面形成良好支撑。部分旅游企业由于收到和支付其他与经营活动有关的现金规模较大，可能会导致经营净现金流表现较弱。

（3）偿债能力

从长期偿债指标来看，2016 年旅游行业发债主体 EBITDA 利息倍数中值为 2.41 倍，全部债务/EBITDA 中值为 8.63 倍。其中 AAA 级企业的全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数指标值表现最好，分别为 3.21 倍和 6.15 倍，长期偿债能力显著优于其他级别企业；此外，随着级别的递减，偿债能力越弱。

表 9 发债主体盈利能力指标中值（单位：%）

级别	全部债务/EBITDA	EBITDA利息倍数
AAA	3.21	6.15
AA+	3.95	3.47
AA	12.13	1.99
AA-	18.38	1.68

资料来源：联合资信整理，A+级企业仅有 1 家，代表性不强，故没有列示相关指标

六、 行业展望

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。

目前，中国已成为世界第一大出境旅游客源国和第四大入境旅游接待国。未来，随着国家“一带一路”建设、城镇化发展、美丽乡村建设的深入推进，居民收入水平的提高和生活方式的转变，中国旅游行业仍拥有较大的市场空间。

从政策层面来看，国务院发布了《“十三五”旅游业发展规划》（以下简称“《规划》”），明确了未来 5 年中国旅游行业发展的总目标；旅游业的发展也首次被纳入国家重点专项规划。“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。《规划》确定“十三五”旅游业发展的主要目标为：（1）旅游经济稳步增长。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。（2）综合效益显著提升。旅游业对国民经济的综合贡献度达到 12%，对餐饮、住宿、民航、铁路客运业的综合贡献率达到 85% 以上，年均新增旅游就业人数 100 万人以上。（3）人民群众更加满意。（4）国际影响力大幅提升。

总体看，未来中国旅游行业发展空间较大，中国经济的高质量发展将推动旅游业更平衡、更充分发展，旅游业政策红利将加快释放。2017 年旅游行业企业经营压力趋弱，发债企业信用品质较好，行业景气度持续向上。联合资信对旅游行业的评级展望为稳定。