

版本号：V4.1.202606

旅游企业信用评级方法与模型



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

2026年6月



旅游企业信用评级方法与模型

一、修订说明

根据联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关制度，为适应旅游行业的发展变化，完善对旅游企业的评级体系，联合资信对旅游企业信用评级方法进行本次调整和修订。此次《旅游企业信用评级方法与模型（版本号：V4.1.202606）》（以下简称“本方法”）是以2022年8月《旅游企业信用评级方法（版本号：V4.0.202208）》《旅游企业主体信用评级模型（打分表）（版本号：V4.0.202208）》为基础进行的修订，已经联合资信评级技术委员会审议通过，自发布之日起施行。

本次修订主要涉及以下内容：一是将《旅游企业信用评级方法（版本号：V4.0.202208）》《旅游企业主体信用评级模型（打分表）（版本号：V4.0.202208）》合并为一个文件，对相关评级要素进行整合；二是对定量因素的阈值进行适当调整；三是对“经营风险-财务风险评级映射关系矩阵”进行了适当调整，提高了分布的合理性；四是对外部支持主要因素进行了规范性调整、补充和完善。联合资信关于旅游企业的整体评级逻辑与此前评级方法与模型基本保持一致，因整体评级逻辑和主要评级要素保持不变，本次修订不会对联合资信现有旅游企业评级结果产生重大影响。

二、适用业务类别和行业

联合资信认为，信用评级是指专业的评级机构对各类主体所负各种债务能否如约还本付息的能力和偿债意愿的综合评估，并用简单明了的符号表示。

本方法与模型适用于中国旅游企业的主体信用评级。相关债项评级方法详见联合资信最新披露的《债项评级基本方法》。

三、行业定义

根据国家统计局公布的国民经济行业分类（GB/T4754-2017），旅游行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、旅游酒店、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。

联合资信旅游企业信用评级方法适用于以旅游景区、主题乐园、酒店餐饮及旅游商业为主营业务的企业，界定标准为营业总收入或利润总额 50%以上来自于旅游景区经营、主题乐园、酒店餐饮或旅游商业业务。

此外，本方法还适用于经联合资信信用评级委员会认定的、适用于此评级方法的企业。

四、关键假设、核心要素和评级框架

联合资信认为，企业的违约风险主要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考量。

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规模和可靠程度，财务风险的高低可以度量企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

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，可以一定程度上预测企业未来的经营、财务和发展状况。

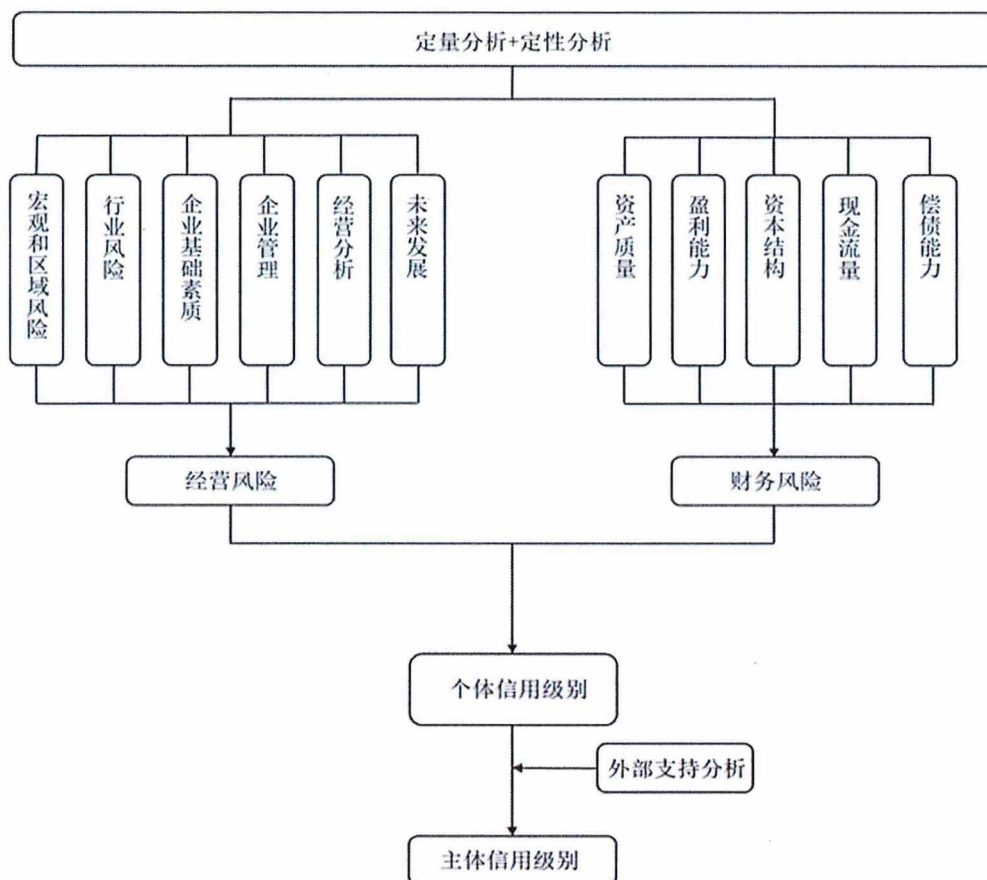
企业所处的宏观经济环境、整体金融市场环境、行业竞争以及法律监管等外部环境不会出现意外的重要变化，不会出现不可抗力因素（如自然灾害、战争等）。

经营风险方面，企业面临的宏观风险、区域风险、行业风险，企业基础素质、管理能力、经营情况、未来发展能力将影响企业的信用风险；通常情况下，面临的宏观风险、区域风险、行业风险越低，基础素质越好、管理能力越强、经营情况越好、未来发展能力越好的企业，其经营风险越低。

财务风险方面，企业的资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量和偿债能力将影响企业的信用风险；通常情况下，资产质量较高、资本结构稳健、盈利能力较强、现金流量充足且稳定、偿债能力较强的企业，其财务风险较低。

外部支持方面，通常情况下，企业获得一定程度的政府支持或者股东支持，将在一定程度上提高企业的抗风险能力。

图 1 旅游企业主体评级框架



五、旅游企业信用评级要素

(一) 经营风险评级要素

1. 宏观和区域风险

旅游服务作为一项可选消费品，其可持续发展与宏观经济发展水平、人均可支配收入、消费结构以及节假日等因素密切相关。宏观经济健康快速增长、居民可支配收入提高会对旅游行业产生积极的促进作用；而宏观经济波动、收入下滑等因素会影响居民旅游出行意愿，继而对旅游行业产生不利影响。区域环境重点分析企业所在区域经济发展状况、居民收入水平、人口基数等；主要景区所在地交通基础设施完善度，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，高品位的旅游资源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，低品位的单体资源难以形成规模效应，较难吸引外地游客。

联合资信在考察宏观经济及区域环境要素时，主要关注：国民经济增速、居民人均可支配收入、中等以上收入人群占比、景区辐射区域经济水平、人口基数等。

2. 行业风险

旅游行业分析主要从行业政策、行业周期性和季节性、行业竞争、行业增长性与盈利能力、行业财务杠杆与偿债能力等方面进行考量。

(1) 行业政策

此部分主要考察旅游行业相关的政策导向，包括行业准入、景区门票价格机制、行业金融政策、节假日制度等。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。

(2) 行业周期性和季节性

行业的周期性特征，对于分析行业风险大小、预测行业未来的动向具有重要意义。周期性越强，行业风险波动性越大，总体行业风险就越高。从旅游行业来看，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，景区企业对经济波动的敏感性更低，具有弱周期性属性，在经济下行周期，景区企业更具有防御性；酒店餐饮、旅游商业企业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。

(3) 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，中国旅游企业整体规模化和集约化程度仍有提升空间。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。

(4) 行业增长性与盈利能力

行业增长率越高，说明行业发展越快，行业风险越小。行业盈利水平越高，行业风险越小。从指标看，行业增长性可以通过行业（样本企业）营业总收入增长率、行业增加值增长率、利润总额的增长率等判断，行业盈利水平可通过行业营业利润率、净资产收益率、总资本收益率等判断。

旅游行业的增长性受宏观经济走向、行业扶持政策、居民收入水平、消费结构以及交通条件和基础设施完备性等因素影响大。其中，从世界各国旅游业发展经验来看，国民经济对旅游业的发展有着较强的促进作用，两者之间存在着较强的正相关关系；相关行业政策已将旅游行业提升至拉动国内消费、调整产业结构和促进社会就业支柱产业的重要地位。

旅游行业的盈利能力受细分行业自身特点影响，差异较大。景区企业一般依托于不可复制的景区旅游资源，盈利能力较好；酒店餐饮企业盈利能力受酒店品牌知名度、星级水平、区位等因素影响较大；主题乐园企业盈利能力受区域位置、品牌认可度、服务能力等因素影响，存在一定差异，但整体盈利能力较好；旅行社行业经营特点决定了其盈利水平处于旅游行业的最底端，处于完全竞争状态，盈利能力较弱。

此外，旅游行业易受公共卫生事件、安全事故、自然灾害等突发事件的影响，面临的不确定性因素较多。

(5) 行业财务杠杆与偿债能力

行业风险与行业杠杆水平有比较密切的关系。行业特征基本决定了行业的财务杠杆。旅游行业投资规模较大，行业财务杠杆偏高。衡量行业杠杆与偿债能力的指标包括全部债务资本化比率、资产负债率、全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数等。

旅游行业是资本密集型行业，在国民经济中的地位不断提升，行业集中度较低。旅游景区行业受旅游资源稀缺性影响，具有一定区域垄断特点；酒店和旅行社行业则为完全竞争行业。

3. 企业基础素质

旅游企业基础素质分析主要从股东背景、企业规模、景区资源禀赋及品牌

知名度、区位素质、人员素质、环境责任和社会责任等方面进行考察和评判。

(1) 股东及股权状况

联合资信通过对股权结构的分析，识别主要股东及其持股比例，确定企业性质、控股股东和实际控制人，分析控股股东的控制权、影响力以及主要股东之间的关系；分析注册资本金结构（货币、股权、财产等）以及资本金实缴情况。另外，还要关注企业与母公司及兄弟公司之间的法律关系。

(2) 企业规模

企业规模并不能等同于企业的信用质量，但企业规模的大小在一定意义上反映着企业抵御风险能力的强弱，同时，规模较大的企业，在一定程度上能产生相应的规模效应，市场地位也是判断企业竞争力的重要指标。

对旅游企业规模分析，主要关注资产总额、所有者权益规模、主营业务收入水平以及产业链完整性等因素。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，对于吃、住、玩、用等旅游核心产业链要素完整的企业，其客源吸引力、抗风险能力相对较强。

(3) 资源禀赋及品牌知名度

旅游资源是旅游业发展的前提，是旅游业的基础。旅游资源主要包括自然风景旅游资源和人文景观旅游资源。自然风景旅游资源包括高山、峡谷、森林、江河、湖泊、海滩、温泉、野生动植物等；人文景观旅游资源包括历史文化古迹、古建筑、民族风情、饮食、购物、文化艺术和体育娱乐等。对于旅游企业来说，拥有优质的旅游资源，是盈利能力的重要保障。

对于景区旅游企业，分析资源禀赋主要关注自然景区数量及等级，景区资源的稀缺性、垄断性、核心自然景区的年客流量，以及人文景区的规模、可复制性、美誉度等因素。中国旅游资源丰富，但优质景区资源目前相对有限，优质景区资源的稀缺性能为企业带来较好的利益；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。

对于酒店和旅行社为主的旅游企业，需要关注连锁规模、市场占有率、品牌知名度等因素。主题乐园企业则需要关注乐园定位、品牌认可度、服务能力等因素。

(4) 区位素质

重点分析旅游资源所在区域的客源基础质量，包括人口基数及腹地经济。

旅游业务辐射区域人口基数高（超过 2000 万）、辐射市或省人均可支配收入高于全国平均 30%或 10%，则认为核心景区客源基础极强；此外，主题乐园、酒店企业需要考虑资产所处区域位置，如是否位于一二线城市等核心区域。

（5）人员素质

企业员工素质，尤其是决策管理层的素质对一个企业的信用状况往往有决定性作用。联合资信对高级管理人员素质的考察内容一般包括高管的学历、技术职称、年龄等基本素质，以及工作经历与管理经验、决策力、高层管理团队的稳定性。员工素质主要考察年龄分布、学历分布、职称结构等。对于企业决策管理层在执业能力、职业道德、经营策略、经营业绩、管理经验、管理方法等一般情况外，还应对企业决策管理层应付突发事件和处理危机的能力、财务会计政策的态度、对未来可能发生的影响的预见、对日常经营活动的风险控制，以及实现经营目标的能力等予以特别关注。

（6）环境责任

环境责任主要考察企业在经营活动中对气候的影响、对自然资源的保护、对废物的处理方式等相关内容。旅游企业，尤其是景区类旅游企业与环境关系密切，对自然环境保护越好的景区，越能获得游客的青睐；相反，自然环境过度开发的区域，对旅游资源反而是一种人为的破坏。

（7）社会责任

企业所承担的社会责任有助于规范和约束企业行为，促使企业改善自身治理，构建和谐公共关系，降低企业面临的外部风险。从长期看，社会责任表现较好的企业可持续发展能力较强。对旅游企业社会责任的分析主要考察企业在提供就业岗位、税收、员工的福利与薪酬、带动区域经济发展、提供公共产品质量、安全管理等方面对社会的贡献。

（8）企业信用记录

企业信用记录是体现企业历史履约能力和履约意愿的重要参考，联合资信主要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，查询企业已发行债券的还本付息情况等来判断受评企业以往的信用状况。此外，还要关注负面事件对公司整体信用水平造成的影响，例如：公司被立案调查、被列为失信被执行人、受到监管处罚、被监管问询；公司的实际控制人和核心高管人员被立案调查、被列为失信被执行人；公

公司的控股股东及其他关联方被列为失信被执行人、出现债务逾期、违约、重大诉讼或其他负面事件。

4. 企业管理

企业管理对企业的财务成果、现金流及未来发展方向有重大影响，是企业信用质量的内在决定因素。经营管理有方的企业在销售、成本、价格、风控等方面通常具有一定优势，市场风险和管理风险较小，发展前景良好。一般说来，企业的管理水平越高，其经营管理的效率就高，信用状况相应地会好于经营管理水平一般和经营管理效率低下的企业。联合资信对企业管理的考察，一般主要包括企业法人治理结构和管理水平。

(1) 企业法人治理结构

对企业法人治理结构的考察，主要包括以下几个方面：一是企业股权分散程度与企业独立性。二是企业股东会与董事会的运作机制与实际运行情况，独立董事制度情况。三是公司实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高层经营管理人员的遴选与聘任制度，监事会的运作规则与运作情况。四是高层管理人员的激励机制。是否建立合理的考核评价、奖惩机制及实际运行情况。五是信息披露情况。

(2) 管理水平分析

管理水平主要考察公司管理架构、制度的完善性及执行情况、内部风险管理和控制情况，完整健全的部门机构、规范的制度有利于企业运营及发展。规范管理制度的搭建一定需要有效的执行才能真正发挥其功效。因此在资信评级时，对企业制度完善性的考察后需要通过访谈、观察等方式确定企业制度的落实情况。

管理架构主要体现在组织结构的搭建，是组织在职、责、权方面的动态结构体系，完整的组织结构需要做到不重不漏、有效沟通，对企业组织结构的考察主要集中于两个方面，一是纵向由上至下层级是否清晰，信息传递是否通畅，管理幅度与管理层次是否配比等；二是横向部门设置是否完全涵盖公司业务范围，权责是否划分清晰以及部门间是否可以有效沟通等。为适应业务发展需要，旅游企业一般设置运营管理部、风险控制部、法律事务部、人力资源部、办公室、财务部、资金部、投资部等职能部门。因此，评级时需要根据旅

游企业的经营特征判定组织结构的横、纵向设置是否合理。

安全保障及服务管理：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，需关注面对突发事件的应急处理能力；此外，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；企业在重大节假日等旅游高峰时段的预见性与计划性等。

财务和资金管理：主要考察企业的资金管理制度和资金使用审批程序，企业有无年度资金运作计划，有无专业人员负责，是否专款专用，重点关注企业资金使用的内部风险控制措施及其实施情况，企业在资金管理方面的综合表现。

投融资管理：主要考察企业的投融资决策流程、融资渠道管理、风险控制机制及解决措施和再融资能力。对于投资项目，主要关注所投资的项目要符合国家及区域产业政策、公司发展现状，企业对投建项目的风险控制，企业项目投资运作各阶段的风险点及相应的风险控制措施，考察投资项目风险控制的实际效果及其对企业投资管理的影响。融资方面，考察企业融资管理权限、管理流程、后续管理、授信管理、投资企业融资管理等方面管理制度是否健全及实际执行情况。

对子公司管理：受评主体往往是一个大型的企业集团，部分企业集团是一个控股公司，母公司并没有自身经营实体，业务主要来自于下属子公司。甚至部分企业对下属公司没有控制能力，而母公司筹集的资金又往往用于支持整个集团内部相对较差的企业，如果使用资金的企业发展不顺利，母公司又没有足够的调用其他子公司的资金，很容易导致债务违约。对于集团对下属子公司的管控能力，主要考察包括人员委派、业务审核流程、财务控制、生产控制、销售控制、担保等方面的管理制度及实际管理水平，从子公司的董事长或总经理等重要人员是否由公司委派并接受公司的管理、子公司日常运营重大决策的流程审批模式、子公司资金管理（对外融资、担保等）等多方面来判断母公司对子公司的管控能力。此外，评级人员应通过现场考察、访谈等方式，了解母公司对子公司的实际管控水平。

对外担保管理：主要考察公司对外担保审批流程及制度是否健全、明确及合理，是否对被担保企业进行充分调查了解，是否持续跟踪评估被担保企业风险，是否要求反担保措施等方面。

其他管理：需要关注企业关联制度的制定和执行方面对公司整体信用水平造成的不良影响，如企业未制定明确的关联交易制度，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等。

通过各方面的分析，可以判断企业规章制度是否合理健全，制度是否很好地被贯彻执行；内部制约与控制是否有较强的可操作性，整体管理水平和管理效率如何，企业的经济效益与其经营活动的规模是否相当等。对这些因素的考察，需要评级人员充分了解企业的管理架构和 workflows，熟悉企业主要规章制度的内容和执行情况，实地观察和与企业管理人员的交流等方式感知与判别。

联合资信在考察管理水平这一评级要素时，主要关注：管理架构的合理性、三会运作的机制及决策机制、管理制度的健全性及可操作性、管理制度的执行情况、管理效率等因素。

5. 经营分析

旅游企业经营状况主要从核心旅游产业规模、旅游产业配套情况、成本控制、运营效率、项目拓展能力及规模等方面进行分析。

(1) 核心旅游产业规模

核心产业规模主要考察企业的主业经营能力，主业是否突出，是否存在多个主业，各个业务之间关联度情况。旅游企业核心产业主要包括景区运营、酒店餐饮服务和旅游交通业务等；在同一区域同时拥有景区资源、酒店以及旅游地产的企业，协同效应较好，但不能有效分散区域环境经济波动所带来的风险。

景区运营需要关注受评主体是否拥有核心景区经营权、是否为景区唯一运营主体、景区门票价格、门票销售模式（散客和团队比重以及门票优惠情况）、门票收益分成模式、客流量、年接待和服务能力、淡旺季的时间分布跨度等指标，上述因素对景区门票收入影响较大。

酒店餐饮业务需重点分析经营模式（自营还是委托管理）、品牌输出能力、酒店星级、家数及客房数、酒店平均房价和出租率同行业数据的比较以及市场占有率等指标。

旅游交通业务重点分析是否拥有景区内索道、缆车、观光车收费权，是否垄断经营景区周边客运大巴等；其中索道、缆车等旅游交通业务毛利率很高，

对企业的盈利能力可以起到很好的支撑作用；客运大巴等业务毛利率水平中等，但经营比较稳定，现金流情况良好，也是企业盈利的有益补充。

联合资信在考察核心旅游产业规模这一评级要素时，主要关注：景区运营权、门票分成权、门票价格、接待人次、酒店收入、平均房价及出租率、索道及缆车等旅游交通运营权。

（2）旅游产业配套

旅游企业的发展对外部环境的依赖性较强，优质的旅游产业配套对旅游企业的竞争力、可持续发展能力、抗风险能力的提升起到很大的促进作用。分析时主要从核心景区交通可达性及便利程度、景区周边酒店餐饮配套完善度等方面进行考虑。其中，景区交通可达性及便利程度重点分析景区是否有公共交通到达，所在区域交通基础设施是否完备，周边是否有高铁站、飞机场，公路、水路交通是否便利、快捷；酒店餐饮配套完善度重点分析核心景区内部是否有高星级酒店、景区周边或者所辖城市中高端连锁酒店、餐饮数量等指标。

联合资信在考察旅游产业配套这一评级要素时，主要关注：核心景区交通可达性及便利程度、景区周边酒店餐饮配套完善度等。

（3）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。

联合资信在考察成本控制这一评级要素时，主要关注：固定资产折旧、安全维护支出、财务费用、人力成本以及品牌宣传支出等。

（4）经营效率

旅游行业的资产属性偏向于重资产行业，在考虑其经营效率时，主要用“总资产周转次数=营业总收入/平均资产总额”来衡量，总资产周转次数越大，企业的周转率越快，经营效率相应越好。

（5）项目拓展

对于有竞争力的旅游企业，不断推陈出新才是其竞争优势和长远发展的重要保障，需要重点关注景区企业的固定资产改良支出、产业链不断完善及优化能力、区域多个景区资源的整合能力等。对于人文、人造景区以及酒店餐饮类旅游企业，需重点关注优质品牌/项目的引进能力、线上线下产业链融合程度、品牌输出能力等。

联合资信在考察项目拓展这一评级要素时，主要关注：**EBITDA/资本支出、优质项目引进能力、品牌输出能力**等方面。

6. 未来发展

每一个企业都会对自身的发展前景有一个规划或预期，这在某种程度上体现着企业决策管理层的经营战略和发展构想。对于旅游企业战略发展应从短期阶段性规划和长期整体规划两个方面考察。一方面需注意短期阶段性规划的落实是否匹配长期整体规划的实现，同时需持续关注每个阶段性规划推进进度、调整和再推进的情况；另一方面需关注企业发展战略是否符合当前或未来行业发展趋势，考察企业发展战略的合理性和可行性。如企业核心业务拓展方向是否符合当前市场需求，进入细分市场存在的专业技术或经验难题及相应解决办法，价值链整合方式、相邻业务拓展是否能形成协同效应等。还需要注意的是企业战略发展的推进，相关投资、资金安排和债务偿还情况。如资金落实情况、建设周期、项目收益、项目未来现金流与债务偿还分布是否匹配等，以及企业未来发展战略实施及重大经营变化带来的对企业发展韧性、财务弹性等可持续发展能力的影响，包括大规模的权益增减、业务板块重大调整、重要项目投产或技术更新、关键的收购兼并以及重大合同承揽执行情况。分析企业的未来发展规划主要从以下几个方面展开：

（1）企业未来经营发展策略

了解企业自身发展的整体规划，分阶段的实施目标，判断这些计划是否与行业整体发展情况、企业自身实力相符，判断企业分阶段的实施目标的可行性与合理性。

（2）重大投资项目

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。

（二）财务风险评级要素

1. 财务信息质量、会计政策及会计估计

（1）财务信息质量

财务分析是信用评级核心内容之一，因为企业的财务状况是其经营成果的最终反映，也是决定企业信用状况的根本。在进行财务分析时，首先应注意一些基本问题，诸如企业的财务报表是否经过审计、财务报表的口径、企业的会计政策、财务报表的基本情况。

（2）会计政策及会计估计

此部分主要考察旅游企业会计政策及会计估计，包括合并报表、收入确认、折旧、库存估值、准备计提、摊销和表外负债的处理等方面。财务数据的可比性与会计政策的一致性进行旅游企业信用质量和信用稳定性分析的基础。不同旅游企业甚至同一旅游企业不同期间执行的会计政策会产生一定的变化，应分析会计政策变化的原因以及对合并报表和财务指标比率的影响。旅游企业会计政策是否符合相关规定及近三年会计政策变化趋势，在分析旅游企业的会计政策时，应重点关注：收入确认、折旧政策、减值准备计提标准等。

联合资信在考察信息披露与采纳准则这一风险要素时主要关注：审计机构的从业资质和市场声誉、审计结论、企业变更审计机构的频率、企业会计政策、会计估计的合理性及变更频率等。

2. 资产质量

资产质量分析是判断财务风险的起点。企业资产管理的效率很大程度上影响其资产质量以及未来资产质量的变动趋势，联合资信通过考察企业对其重要资产（包括货币资金、存货、应收账款、其他应收款、无形资产、固定资产和

在建工程等)的配置安排并结合近三年企业资产变动情况,判断未来资产质量变动趋势。

对企业资产质量的考察,一般从结构和内容两个方面着手。结构主要是分析各项资产在总资产中的比例,内容主要是分析各项资产的流动性、安全性和盈利性,并对资产的真实价值进行分析。旅游行业属于资本密集型行业,非流动资产占比较大,需重点关注无形资产、固定资产和在建工程类科目;此外,旅游企业以国有企业为主,部分企业承担公益性基础设施建设业务或代建大型旅游资产项目,与政府产生关联往来款现象较多,应收类款项科目也需要进行调查和分析;部分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。

(1) 应收类款项

应收类款项包含应收账款、长期应收款和其他应收款。应收账款是企业偿还债务的重要资金来源,其他应收款应主要是内部往来。对其分析主要体现为:一是账龄结构,账龄越长,风险也就越大。二是应收方分布,如果应收类款项集中于少数几个客户,一旦发生坏账损失,企业就可能面临较大的风险。对于账款余额大或经营有风险的重点客户,必要时应具体分析其经营状况以确定其风险。三是应收类款项的变化及在资产中的占比。四是调查应收类款项质押情况。五是其坏账准备提取政策、依据和金额,是否存在为完成业绩不计提或少计提的情况。六是对于长期挂账的关联方往来资金,需重点评估其形成原因、收回可能性及坏账准备计提情况。

旅游企业门票、索道、酒店等旅游收入以现金收入为主,因此货币资金较为充裕,对于承担公益性基础设施建设或代建大型旅游资产项目的旅游企业应收类款项往往呈现账面余额大、应收方主要集中于地方政府或国有企业等特点,因此其回收风险相对较小,但回收进度受当地政府财政实力和支付意愿影响大。

(2) 固定资产及在建工程

旅游企业的固定资产一般为索道设备、运输工具、房屋建筑物等,这类资产变现能力较弱,应关注固定资产折旧方式和资产成新率。

对在建工程的分析,应当关注在建工程的规模,建设进度,与企业在建项目是否一致,建设资金到位情况,在建项目与企业主业的关联性。一般在建工程达到可使用状态后可转为固定资产,需关注在建工程转固的时间,部分企业

可能存在在建工程长期挂账，拖延折旧的计提以粉饰利润，以及转固开始计提折旧后对利润的影响。对于在建工程中资本化利息支出（金额及资本化率），也应关注其资本化的合理性。

（3）无形资产

景区经营权、门票分成权等是旅游企业无形资产重要组成部分，需要关注无形资产的评估价值、摊销情况，此外，土地使用权一般计入无形资产，应关注土地资产性质及用途、评估方法和入账价值等。

（4）关注受限资产

需要关注资产抵质押对资产流动性的影响，计算受限的资产占净资产比例，包括货币资金、应收账款、存货、固定资产、无形资产的抵质押规模及比例。旅游企业需特别关注将门票收费权或特许经营权作为抵质押资产进行融资的现象。

母公司持有的优质子公司（上市公司）股权被质押、冻结的情况也要特别关注。如果出现前述情况，一般代表企业融资弹性严重降低，融资能力将近极限，需要特别关注。

联合资信在考察资产质量这一风险要素时，主要关注：流动资产及非流动资产占比，资产类型，无形资产和固定资产规模及折旧方式，应收账款以及其他应收账款的规模、应收对象、账龄分布、集中度以及历史回收情况，资产受限情况等。

3. 资本结构

企业资本结构主要是对企业资金来源和结构的考察和分析。

（1）企业资本结构管理

企业负债管理或资本结构管理旨在保障其资金来源的稳定性、资金成本的可控性以及债务期限结构的合理性。企业的资金来源主要由股东的投入和各种负债组成。首先要关注企业的融资管理目标，企业是否有资产负债管理目标；企业是否有比较明确的股权、债权融资计划；该目标、计划或实际运作是激进还是保守等。联合资信通过对企业负债管理办法及目标的了解并结合近三年其资本构成及变动情况，判断企业未来资本结构及债务风险的变化趋势。

（2）所有者权益

所有者权益是企业资本结构的最重要的组成部分，是企业债务的重要保护基础。所有者权益的调查和分析重点是对各年的变化情况进行核实，对于新增的权益要有切实的来源。如果权益存在虚假的情况，则可能很多指标的计算就会失真。如有些企业的权益增加主要是评估增值，就要对评估的资产进行必要的调查和评价；旅游企业需重点关注股东或政府注资的形式（货币资金、旅游资产、土地使用权等无形资产）、性质（经营性资产、非经营性资产）及稳定性。

此外，还要关注一些事项对权益稳定性及公司信用水平产生重大或者不利影响，例如：通过财政拨款（股东增资）、定向增发、公开发行股票、混合资本工具融资等方式使所有者权益增长；通过资产剥离、股东减资等方式，使所有者权益减少等。

（3）负债与债务

负债作为企业资金来源的重要方面，在评级过程中，评级人员对企业的短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、长期借款、应付债券等科目应着重考察。对企业短期借款的考察，应关注其资金成本的高低、与主要借款人的关系等，这在很大程度上关系到企业短期支付能力的强弱，如企业不能如期偿还借款本息，则可能致使企业支付更多的财务费用，甚至使企业破产。

对企业应付账款应关注其付款期限、金额、付款方式、是否能延长账期等，企业在特定时期的运营资金是有限的，若在资金较为紧张或偿还银行借款较多的情况下，经营性应付款项能延长账期，能有效缓解企业的短期支付压力。

对企业长期借款应关注借款性质、偿还期限的集中度、高峰时的偿还金额等。另外，企业债务期限结构与业务的匹配程度也是决定企业财务风险的因素之一，短债长用往往更易带来兑付压力。

债务通常指的是企业的有息债务，包括短期借款、一年内到期的非流动负债、应付票据、长期借款和应付债券，同时应该考虑长期应付款、其他应付款中的有息债务。对旅游企业债务的分析要考虑其全部债务的结构，即长、短期债务占比，全部债务余额变化等，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，关注债务结构和自身业务经营的匹配程度。

此外，还要考虑如公司存在较大规模的民间借贷或表外融资（实际债务负

担比表内看起来严重的情况)；公司债务结构不合理，债务集中在短期；公司债务在某一时间段内面临较大规模的集中到期；公司融资渠道单一或受到限制，银行融资规模下降而债券市场融资及非标融资规模上升等因素对公司整体的信用水平造成的影响。

(4) 相关指标

在考察企业资本结构时，联合资信主要关注以下指标：

全部债务资本化比率（全部债务资本化比率=（长期债务+短期债务）/（长期债务+短期债务+所有者权益）*100%），该指标反映的是企业全部资本中，通过借贷形式筹措的资本所占比例。一般说来，该指标过高，企业的债务负担过重，当企业收益下降时，很有可能发生利息支付、债务偿还等困难。该指标低，则企业面临的债务偿还压力较小，债务偿还风险较小。而从控制企业财务风险的角度看，该指标越低越好。

长期债务资本化比率（长期债务资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益）*100%），反映企业的长期资本中，通过借贷等方式筹措的资本所占的比例。该指标过高，表明企业长期债务负担过重，当企业收益下降时，有可能发生利息支付、债务偿还等困难。从控制企业财务风险的角度看，该指标越低越好。

资产负债比率（资产负债比率=负债总额/资产总额*100%），该指标反映的是企业全部资产中，多大比例是由负债而来的，多大比例是属于股东的，是评价企业财务状况、偿债能力，以及衡量企业在清算时债权人利益受保护程度的重要指标。对于这个指标的判断标准，各个行业差异会比较大，一般依据行业平均的数据作为判断其负债程度高低的依据。

联合资信在考察资本结构这一风险要素时主要关注：有息债务规模、有息债务期限结构、有息债务到期分布、债务与负债水平的变化趋势，所有者权益规模、所有者权益结构稳定性及质量等。

4. 盈利能力

盈利能力是企业经营模式、业务多元化、技术水平、管理水平等多因素的综合体现，盈利能力的考察包括对企业收入和盈利的分析：一方面要关注收入和利润的构成和增长变动情况；另一方面要判断未来盈利趋势。

（1）营业总收入的变动和构成

营业总收入和利润的构成需要结合企业经营业务类型和模式进行分析，企业的营业总收入一般由主营业务收入和其他业务收入构成。分析主营业务收入的水平、构成及变动情况，主营业务板块构成具有协同效应，相对更有利于成本控制；主营业务收入的稳定增长，可以反映出企业经营的主业有稳定的市场基础和较好的发展趋势；而一个企业的其他收入占比过高，则显示出企业主业不突出，市场竞争力可能不强，收入的稳定性需给予高度重视。主要分析指标为近三年营业总收入增长率以及波动性。要与企业的经营情况适当结合分析。如果有其他业务，还应分析其他业务收入增长率和稳定性。

（2）成本管理与经营效率

成本方面，应对各项业务的成本、费用支出情况加以细致的考察和分析，其重点是考察收入与成本、费用是否匹配，成本、费用变动趋势及支出的原则，并由此分析和判断企业的盈利水平的可靠性和盈利结构的合理性。

营业利润率（ $\text{营业利润率} = (\text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{销售收入} * 100\%$ ），该指标是衡量企业经营效率的指标，反映了在考虑营业成本和税金的情况下，企业管理者通过经营获取利润的能力。一般来说，该指标越高越好，由于这项指标与行业关系紧密，因此应在同行业内进行比较。旅游企业受细分行业经营特点影响，营业利润率差异较大，景区行业在 30-40%之间，酒店行业则一般在 80%-90%之间。同时，需要重点关注旅游企业在建工程转固时间和固定资产折旧政策变化对该指标带来的波动。

$\text{期间费用率} = (\text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{管理费用}) / \text{营业总收入}$ ；该指标体现费用控制能力，主要由管理费用与财务费用构成。一般酒店型旅游企业的管理成本在期间费用中占比很高，管理能力的差异对酒店企业盈利能力影响较大，需要关注管理水平较弱的企业其期间费用对营业利润的侵蚀；由于景区类旅游企业项目投资规模一般较大，投入运营前期财务费用一般规模较大。稳定运营情况下，期间费用率在 10%及以下，表明景区类企业费用控制能力较强。

（3）盈利水平

盈利是企业经营的根本，盈利水平的高低是决定企业未来债务偿还能力的基础。一般来说，盈利水平高的企业现金流较为充足，在承受相同债务压力的情况下，财务风险相对较低。分析盈利水平时要在收入的基础上关注营业外收

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）。

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。

盈利水平主要考察指标包括：

总资本收益率（总资本收益率=（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%），这一指标可反映出企业以其拥有的全部资本获取利润的能力或水平，如该指标高于社会平均的投资收益率，则企业会因此获得良好收益。通常而言，该指标应当高于社会平均的投资收益率，否则表明企业融资经营是不划算的，资本存在着某种程度的贬值。社会平均的投资收益率一般可选择银行同期贷款利率作为参考。

净资产收益率（净资产收益率=净利润/所有者权益×100%），该指标要说明的是企业股东权益的收益水平。这一指标是考察企业盈利能力的核心指标，因为投资利润及股东财富最大化是股东投资的根本目的，指标数值越高，表明股东投资与该企业所能获得的收益越高，指标数值越低，则反映出股东投资在某种意义上的减值。通常情况下，该指标应高于社会平均投资收益率，可将该指标与银行一年期贷款利率相比较。

联合资信在考察盈利水平这一风险要素时主要关注：收入和利润规模、结构的稳定性及变化趋势，期间费用规模，政府补贴规模、可持续性及其到位情况，总资本收益率、净资产收益率等。

5. 现金流

现金流作为清偿债务的基础，是评级分析的重点。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。

（1）经营活动产生的现金流

旅游企业日常业务资金需求不大，较好的收现质量基本可以满足日常经营。一般来讲，旅游企业经营应产生良好的净现金流。如果经营活动产生的净

现金流为负，应重点分析。此外，股东或政府往来款、财政补贴等资金的拨付，一般计入“收到的其他与经营活动相关的现金流量”（自营项目）或者“收到的其他与投资活动相关的现金流量”中，应予以关注。

现金收入比（现金收入比=销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入*100%）代表当年公司收入回笼程度，为当年销售商品提供劳务收到的现金除以当年营业总收入，当该比率超过100%时，公司收入实现质量较好，反之则较差。

（2）筹资活动前产生的现金流

考虑到旅游行业投资规模较大，旅游企业经营活动现金流一般为正，需要分析公司经营活动产生现金流量净额是否能满足企业自身资金需求，企业是否还需要大规模的筹资来满足投资需求。

（3）投资、筹资活动产生的现金流

当企业存在兼并/收购、或投资旅游资产等对外投资活动时，往往会产生较大的资金需求，需要分析公司筹资活动现金流量净额是否能满足企业资金需求。从筹资活动现金流量情况以及其变动情况，可以看出企业在此期间的资金压力、融资成本等情况。

联合资信在考察现金流这一风险要素时主要关注：经营活动现金流入、流出及净现金流规模、现金收入比、投资活动现金流入、流出及净现金流规模，筹资活动现金流入、流出及净现金流规模。

6. 偿债能力

对企业偿债能力的考察和判断，主要侧重于企业偿还到期有息债务的能力，通常根据企业以往的债务偿还能力及状况，结合企业偿债管理分析，预测未来一个时期企业现金流入量是否充足和稳定程度，从而判别企业在未来的一定时期能否按期偿还到期债务的可能性及可信程度。

（1）短期偿债能力

短期偿债能力反映企业偿付日常到期债务的能力，如果短期偿债能力不佳，会影响债权人本息获得的安全性以及加大企业临时紧急筹措资金的成本。

首先要分析企业资金头寸管理的基本做法，了解是否有控制指标和标准。银行的授信，流动性的一般来源等。

分析时主要考察的指标包括现金短期债务比、流动比率、速动比率、经营

现金流流动负债比。

现金短期债务比（现金短期债务比=现金类资产/短期债务）衡量的是企业某个时点账面现金对短期债务的保护程度。

流动比率（流动比率=流动资产/流动负债*100%）和速动比率（速动比率=（流动资产-存货）/流动负债*100%）都是反映企业以其流动资产支付流动负债的能力。速动比率较流动比率而言剔除了存货，其资产流动性更强。经营现金流流动负债比率（经营现金流流动负债比率=经营活动现金流量净额/流动负债合计*100%），是企业一定时期的经营现金净流量同流动负债的比率，它可以从现金流量角度来反映企业当期偿付短期负债的能力。

（2）长期偿债能力

长期偿债能力的分析是企业偿还长期债务本息的能力，或者说企业未来长期的偿债能力。分析时主要考察的指标有 EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 等。

EBITDA 利息倍数（EBITDA 利息倍数=EBITDA/利息支出）和全部债务/EBITDA，均反映企业以息税、折旧及摊销前收益偿还债务本息的能力。利息倍数越高，全部债务/EBITDA 越低，企业融资的空间越大，财务弹性就越高，也就意味着企业偿债能力越强。

旅游企业债务主要以长期债务为主，尤其是以景区经营、主题乐园为主的企业和酒店企业，投资规模一般较大，投资回收期长，通常长期债务占比高，偿债指标还需考察景区、主题乐园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、主题乐园及酒店建设投资匹配程度等。

考虑到债务偿还能力是一种预测，如果有条件，还应对未来一定时期现金流和债务进行预测，对其偿债能力进行分析和判断。企业偿债能力还考虑企业可能获得的其他信用支持，主要包括银行授信、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信等。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。

（3）或有负债与其它风险

其他重大事项包括企业或有事项（对外担保、未决诉讼等）及资产负债表日后事项。提供担保可能会给企业带来潜在义务，在分析企业对外担保情况时，主要考察的指标包括对外担保规模、担保比率、被担保主体情况等。对于对外

担保规模较大，对外担保比率高；担保对象以民企为主，且行业及区域集中度较高；因部分被担保企业出现债务逾期而发生重要代偿事件；诉讼涉及金额占到企业资产的 10%（含）以上，且有可能造成较大损失等重大事项，需根据实际情况分析其对企业信用水平的影响。此外，还应考虑债务逾期以及其他失信记录等不良记录对公司信用状况的影响。

联合资信在考察偿债能力这一风险要素时主要关注：流动比率、速动比率、长短期债务比、现金短期债务比等短期偿债能力指标，全部债务比/EBITDA 等长期偿债能力指标，融资环境、担保比率、重大未决诉讼等。

7、母公司财务风险分析

对于集团企业，特别是控股型企业、下属子公司较多或对子公司控制力不强的集团企业，合并范围财务数据可能无法完整、切实体现企业的实际偿债能力时，需单独分析集团本部（母公司）财务报表数据，关注本部的资本结构、资产质量、盈利状况及偿债能力等方面。

从集团的经营管理模式（集权式管理还是分权式管理）、母公司控股比例及少数股东权益占比、母子公司的财务控制关系等方面判断评估母公司对核心子公司的管控能力及资金调度使用能力。重点分析母公司的业务经营情况、资产规模、资本结构和债务负担变化、偿债能力等。当企业优质资产集中在子公司时，重点关注母公司长期股权投资等主要资产变现能力和投资收益质量以及母公司持有的股权价值及质押情况。

七、外部支持

外部支持方面，通常情况下，企业获得一定程度的政府支持或者股东支持，将有助于企业抵御风险。

政府对受评企业的支持主要考量政府的支持能力和支持可能性两个方面，在综合评估以上两个方面的基础之上，得出受评企业所获政府支持程度。政府支持能力可以从地区经济、政府财政实力、债务状况、治理水平等方面来考察。政府支持可能性可以从政府对受评企业的持股比例及控制程度、受评企业对政府的重要性、违约对政府声誉及区域融资环境的影响、支持成本与收益的经济权衡、过往支持历史五个方面来考察。值得指出的是，政府支持不受企业性质

的限制，非国有控股企业也可通过上述因素的评估，判断其获得政府支持的可能性。

股东对受评企业的支持主要考量股东的支持能力和支持可能性两个方面，在综合评估以上两个方面的基础之上，得出受评企业所获股东支持程度。股东支持能力主要考量企业的企业性质、行业地位、竞争能力、财务状况和可持续发展能力等。股东支持可能性可以从股东对受评企业的持股比例及控制程度、受评企业对股东的重要性、违约对股东的影响、支持成本与收益的经济权衡、过往支持历史五个方面来考察。

六、旅游企业信用评级模型

（一）评级模型基本框架

联合资信通过评级模型的形式对旅游企业进行主体信用评级。评级模型主要由多个评级要素及相应细化的多个定性和定量因素所组成，包括对企业经营风险评估和财务风险评估。其中，经营风险评估包括“经营环境”和“自身竞争力”两部分，财务风险评估包括“现金流”“资本结构”和“偿债能力”三部分。各评级要素又由多个二级因素组成。比如，“经营环境”细分为“宏观经济”和“行业风险”两部分，“自身竞争力”细分为“基础素质”“经营分析”“企业管理”三部分，“现金流”细分为“盈利能力”“现金流量”和“资产质量”三部分。联合资信根据行业特点、行业政策、行业内企业表现、专家经验等确定旅游企业二级因素的主要因子（即三级因素）及对应权重。

具体打分思路如下：

首先，联合资信对三级因素进行定量因素分析、定性因素分析并打分（其中，经营风险三级因素由低到高分别评为 1~6 分，财务风险三级因素由低到高分别评为 1~7 分），根据对各三级因素设定的权重进行加权后，得到各二级因素的得分。进一步，根据对各二级因素设定相应的权重，将各评级要素的得分进行加权，得到加权后的各综合要素分数：经营风险方面包括“经营环境”因素得分和“自身竞争力”因素得分，其中“经营环境”因素是“宏观经济”要素和“行业风险”要素加权后的综合得分，“自身竞争力”因素得分是“经营分析”要素、“基础素质”要素和“企业管理”要素加权后的综合得分；财务风险方面包括“偿债能力”因素得分、“资本结构”因素得分以及“现金流”

因素得分，其中“现金流”因素得分是“盈利能力”要素得分、“资产质量”要素得分以及“现金流量”要素得分加权后的综合得分。

其次，根据各要素得分通过档次映射表（见表1、表2）得到上述因素相应的档次，并结合各要素得到最终的档次：根据“经营环境”因素得分和“自身竞争力”因素得分，以及“偿债能力”要素得分、“资本结构”要素得分以及“现金流”因素得分，通过映射表得到上述因素相应的档次，并结合各评级要素风险要素调整后的评价结果，得到各评级要素的档次。此外，如果样本企业所处的位置在“自身竞争力”“偿债能力”“资本结构”“现金流”因素临界点左右，可通过评估后调整其档位，由信评委做最终决议。

再次，根据各评级要素档次和要素分析矩阵（见表3至表5）得到受评企业的经营风险档次和财务风险档次。获得经营风险评价结果和财务风险评价结果后，通过评级矩阵（见表6）得到对应的指示评级。值得注意的是，若矩阵模型所得结果为“ccc及以下”级别，则由信评委最终决定受评企业级别。

从次，在获得指示评级后，根据个体调整因素（见表7）评价标准，对企业指示评级进行调整，得到企业个体信用级别。

最后，在企业个体信用级别基础上，结合外部支持评价标准¹，得出企业模型级别。

在参考模型级别的基础上，联合资信将依据公司信用评级委员会投票结果最终确定受评对象的信用等级。

¹ 详见联合资信对外发布的《外部支持评估方法》。

图2 旅游企业主体信用评级模型架构图

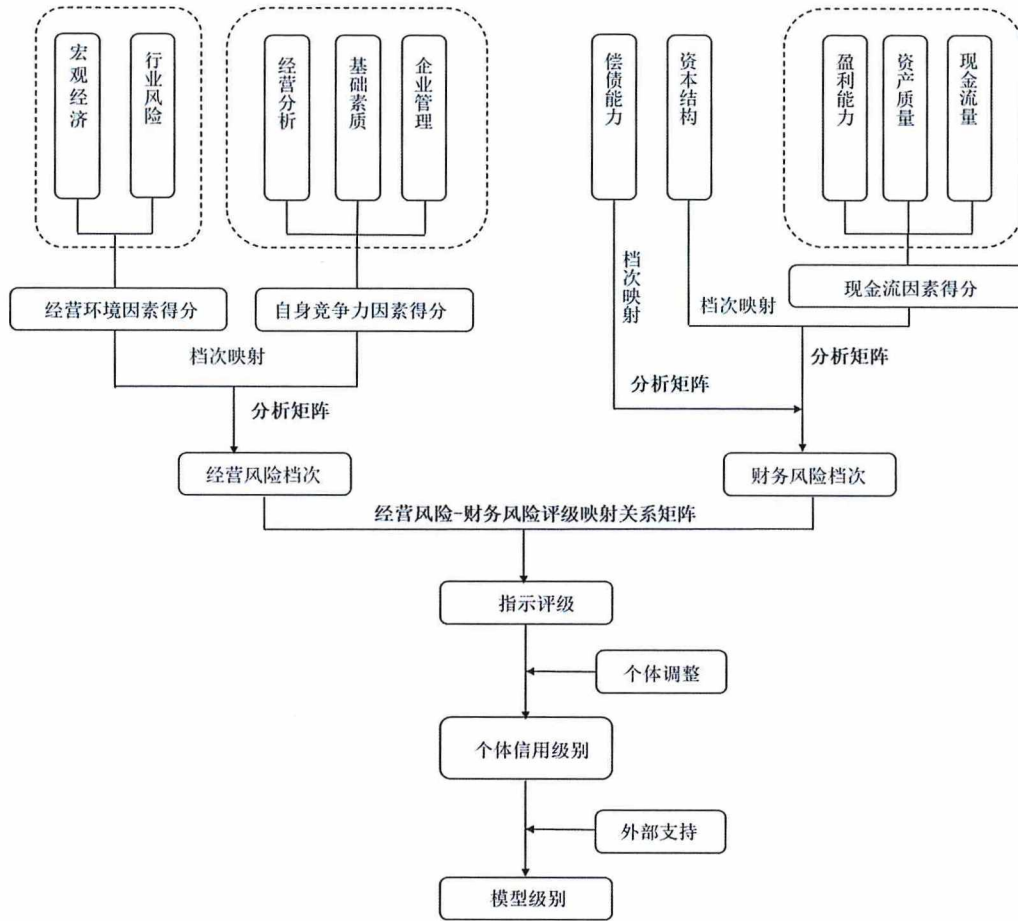


表1 旅游企业主体评级——经营风险各因素档次映射表

档次	经营环境因素得分	自身竞争力因素得分
1 (非常好)	[5.5,6]	[5.5,6]
2 (很好)	[4.5,5.5)	[4.5,5.5)
3 (较好)	[3.5,4.5)	[3.5,4.5)
4 (一般)	[2.5,3.5)	[2.5,3.5)
5 (较弱)	[1.5,2.5)	[1.5,2.5)
6 (非常弱)	[1,1.5)	[1,1.5)

表2 旅游企业主体评级——财务风险各因素档次映射表

档次	偿债能力得分	资本结构得分	现金流因素得分
1 (非常好)	[6.5,7]	[6.5,7]	[6.5,7]
2 (很好)	[5.5,6.5)	[5.5,6.5)	[5.5,6.5)
3 (较好)	[4.5,5.5)	[4.5,5.5)	[4.5,5.5)
4 (一般)	[3.5,4.5)	[3.5,4.5)	[3.5,4.5)

5 (较弱)	[2.5,3.5)	[2.5,3.5)	[2.5,3.5)
6 (非常弱)	[1.5,2.5)	[1.5,2.5)	[1.5,2.5)
7 (极弱)	[1,1.5)	[1,1.5)	[1,1.5)

表3 旅游企业主体评级——经营风险分析矩阵

自身竞争力因素 (档次)	经营环境因素 (档次)					
	1 (非常好)	2 (很好)	3 (较好)	4 (一般)	5 (较弱)	6 (非常弱)
1 (非常好)	A	A	A	B	C	E
2 (很好)	A	B	B	C	D	E
3 (较好)	B	C	C	C	D	F
4 (一般)	C	D	D	D	E	F
5 (较弱)	D	E	E	E	E	F
6 (非常弱)	E	F	F	F	F	F

表4 旅游企业主体评级——现金流因素与资本结构分析矩阵

现金流因素 (档次)	资本结构 (档次)						
	1 (非常好)	2 (很好)	3 (较好)	4 (一般)	5 (较弱)	6 (非常弱)	7 (极弱)
1 (非常好)	1	1	1	2	3	5	6
2 (很好)	1	2	2	3	4	5	6
3 (较好)	2	3	3	3	4	6	7
4 (一般)	3	4	4	4	5	6	7
5 (较弱)	4	5	5	5	5	6	7
6 (非常弱)	5	6	6	6	6	6	7
7 (极弱)	6	7	7	7	7	7	7

表5 旅游企业主体评级——财务风险分析矩阵

偿债能力因素 (档次)	现金流因素与资本结构评价因素的结果						
	1 (非常好)	2 (很好)	3 (较好)	4 (一般)	5 (较弱)	6 (非常弱)	7 (极弱)
1 (非常好)	F1	F1	F1	F2	F3	F5	F6
2 (很好)	F1	F2	F2	F3	F4	F5	F6
3 (较好)	F2	F3	F3	F3	F4	F6	F7
4 (一般)	F3	F4	F4	F4	F5	F6	F7
5 (较弱)	F4	F5	F5	F5	F5	F6	F7
6 (非常弱)	F5	F6	F6	F6	F6	F6	F7
7 (极弱)	F6	F7	F7	F7	F7	F7	F7

表6 旅游企业主体评级——经营风险-财务风险评级映射关系矩阵

财务风险	
------	--

经营风险	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7
A	aaa	aaa/aa+	aa/aa-	aa-/a+	a/a-	bbb+/bbb	bb+
B	aaa/aa+	aa+/aa	aa-/a+	a/a-	bbb+/bbb	bbb/bbb-	bb
C	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	a-/bbb+	bbb/bbb-	bb+/bb	bb-
D	a+/a	a/a-	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+	b
E	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb/bb-	bb-	b+/b	b/b-	b-
F	bb/bb-	bb-	bb-/b+	b+/b	b/b-	ccc 及以下	ccc 及以下

表 7 旅游企业主体评级——个体调整主要因素

个体调整主要因素	
一级因子	二级因子
未来发展	项目投产
	收购兼并
	发展韧性
	压力测试与预测
ESG 相关	ESG 相关
表外重要风险	诉讼风险
	担保风险
不良记录	债务逾期
	其他失信记录
其他因素	有利因素
	不利因素

评级模型一般以发行主体合并报表数据为主（对于集团企业，可辅助公司本部报表）进行分析，且所用的数据均为近 3 年的加权平均值，各期数据由远及近权重分别为 20%、30%和 50%，以反映一段时间内企业的经营状况或降低异常值的影响。若企业仅存在近 2 年合并报表及公司本部报表数据，则所用的数据为近 2 年的加权平均值，各期数据由远及近权重分别为 30%和 70%。若企业仅存在 1 年合并报表及公司本部报表数据，则所用的数据为该年合并报表及公司本部报表数据。

评级模型中评级要素的选择、赋值、权重设置原则：（1）评级要素选择：根据联合资信工商企业信用评级方法总论、旅游企业信用评级方法，结合行业特点，根据重要性、可操作性等原则，经专家经验论证后筛选所得。（2）评级要素赋值：根据旅游企业行业特点、行业政策、行业内企业表现等因素，考虑数据历史表现、理论值、行业均值等，经过专家经验论证调整后确定各指标

赋值。（3）权重设置：根据旅游企业信用评级方法，结合行业特征及重要性设置。

（二）旅游企业信用评级模型指标清单

旅游企业指示评级从经营风险和财务风险两个方面进行评价。

表 8 旅游企业指示评级模型-经营风险评价

一级因子	二级因子		二级权重	三级因子	三级权重
经营风险	经营环境	宏观经济	50%	宏观经济	100%
		行业风险	50%	行业风险	100%
	自身竞争力	基础素质	45%	资源禀赋及品牌知名度	60%
				区位素质	40%
		经营分析	40%	核心旅游产业规模（亿元）	35%
				旅游产业配套	35%
				旅游产业拓展	15%
				经营效率	15%
	企业管理	15%	法人治理结构	50%	
			管理水平	50%	

表 9 旅游企业指示评级模型-财务风险评价

一级因子	二级因子		二级权重	三级因子	三级权重	
财务风险	现金流	盈利能力	40%	利润总额	20%	
				营业利润率（%）	40%	
				净资产收益率（%）	40%	
		现金流量	30%	经营活动现金流量净额（亿元）	50%	
				现金收入比（%）	50%	
				资产质量	30%	
	资本结构	--	资产总额（亿元）	60%		
			流动资产占比（%）	40%		
			所有者权益（亿元）	40%		
			全部债务资本化比率（%）	30%		
			资产负债率（%）	30%		
			偿债能力	--	现金短期债务比（倍）	25%
					经营现金流流动负债比（%）	5%
流动比率（%）	20%					
EBITDA 利息倍数（倍）	25%					
全部债务/EBITDA（倍）	25%					

（一）经营风险

旅游企业经营风险主要从经营环境和自身竞争力两方面评价。

1. 经营环境

经营环境主要从宏观经济和行业风险两方面评价。

宏观经济

旅游服务作为一项可选消费品，其可持续发展与国民经济发展水平、人均可支配收入、消费结构以及节假日等因素密切相关。GDP 及人均可支配收入的增加、消费结构升级、中等以上收入人群占比提升均直接推动旅游行业的发展。

行业风险

行业风险主要从行业周期性、行业竞争与盈利能力、行业政策等方面考虑。行业周期性方面，旅游行业受短期经济波动的影响较小，对经济波动表现出一定抗跌性；其中，自然景区、主题乐园具有弱周期属性，在经济下行周期具有更强的防御性；酒店餐饮企业相对容易受到经济波动的影响，对经济波动的敏感性更高。行业竞争及盈利能力方面，自然景区或部分具备宗教元素的景区，其资源具有很强的稀缺性和不可复制性，面临的竞争压力相对较小，盈利能力相对较强；而近年来随着国内景区投资不断加大，主题乐园持续面临着新进入者的竞争压力，新建乐园通常凭借更优质的基础设施及更先进的经营理念，在竞争中占有一定优势，主题乐园盈利能力有所分化；酒店行业短期内仍然面临供需失衡的局面，行业竞争激烈，对经营者的要求更高，盈利能力相对偏弱。行业政策需要重点关注产业政策对行业的综合影响。

2. 自身竞争力

自身竞争力主要从基础素质、经营分析和企业管理三方面进行评价。

(1) 基础素质

旅游企业基础素质主要从资源禀赋及品牌知名度和区位素质两方面考量。

资源禀赋及品牌知名度

旅游资源是旅游业发展的前提，是旅游业的基础。旅游资源主要包括自然风景旅游资源和人文景观旅游资源。优质的旅游资源是旅游企业盈利能力的重要保障。对于自然景区企业，重点考察核心景区等级、自然资源的稀缺性、年客流量等要素，此外，还需考察其拥有的景区收益权类型、期限、排他性及分成比例。资源禀赋强且拥有景区核心收益权的企业，其后续业绩的保障程度更

高。对于主题乐园运营企业，重点考察乐园打造水平、品牌知名度、年客流量、商业模式复制能力等要素；酒店餐饮企业重点考察连锁规模及输出能力等要素。

区位素质

随着经济的不断发展，不同区域之间的经济水平存在一定差异，部分省份及区域的人均可支配收入显著高于国内平均水平，且人口基数逐年增长，均为区域内旅游企业的客源提供有力保障。区位素质重点考察企业旅游业务主要辐射区域人口基数、主要辐射区域（市或省）人均可支配收入等要素，对于主要辐射区域人口基数大、经济发达、人均可支配收入领先的自然景区与主题乐园，其区位素质更为优质。对于自持的酒店物业来说，优越的地理位置不仅可为其日常经营提供良好的客源保障，且在城市发展过程中具备一定物业升值空间，此外，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。

（2）经营分析

经营分析主要从核心旅游产业规模、旅游产业配套、旅游产业拓展及经营效率四方面考量。

核心旅游产业规模

主要考察旅游企业的主业经营规模。旅游企业核心产业主要包括景区运营、酒店餐饮服务和旅游交通业务等，联合资信在考察核心旅游产业规模时，主要选取景区/主题乐园门票收入、旅游交通收入（含索道、客运等）、酒店餐饮收入、旅游商业收入（含景区内二次消费）及景区内租金收入等。

旅游产业配套

旅游企业的发展对外部环境的依赖性较强，优质的旅游产业配套对旅游企业竞争力、可持续发展能力、抗风险能力的提升起到很大的促进作用。分析时主要从核心景区交通可达性及便利程度、景区酒店餐饮配套完善度等方面进行考虑，其中，景区交通可达性及便利程度重点考察景区所在区域交通基础设施的完备度，包括高铁线路的数量、公路及水路交通的便捷度、是否有航空线路等；酒店餐饮配套完善度重点分析景区内部、周边或者所属城市中高端连锁酒店数量等指标。

旅游产业拓展

为应对竞争及提升游客游玩体验，旅游企业应持续对其景区内的设备设施

进行必要维护和升级，同时为保持经营业绩较快增长，旅游企业还需具备一定的产业拓展能力。对于自然景区企业来说，其自然资源有限且具有不可复制性，在国家发改委下调门票价格的政策导向下，业绩增长压力更为明显。在投资支出规模及项目风险可控情况下，应重点考察旅游企业的固定资产支出、产业链完善及优化能力、外部景区资源的整合等。

经营效率

旅游企业资产属性偏向于重资产，在考察其经营效率时，采用总资产周转次数（营业总收入/平均资产总额）指标来衡量，通常来说，总资产周转次数越大，企业经营效率相应越好。

表 10 经营分析评价参考

评分	6	[5,6)	[4,5)	[3,4)	[2,3)	[1,2)	1
核心旅游产业规模（亿元）	[12,+∞)	[10,12)	[4,10)	[2,4)	[1,2)	[0.5,1)	[0,0.5)
总资产周转次数（次）	[0.55,+∞)	[0.40,0.55)	[0.25,0.40)	[0.1,0.25)	[0.05,0.1)	[0.025,0.05)	[0,0.025)

（3）企业管理

法人治理结构

主要是企业的出资者和管理者之间一整套制度性安排，这种安排对企业的中长期发展具有重要意义。通常，公司治理结构完善，运作顺畅、规范，股东权利得到有效保障的企业，经营运作更为规范，有利于实现企业的长期稳定发展。

管理水平

管理水平主要体现在公司管理架构和制度的完善和执行情况，内部风险管理和控制情况，完整健全的部门机构、规范的制度有利于企业管理及营运。通常，企业组织架构搭建完整、权责明确、管理层级清晰、管理制度可操作性强且执行情况良好的企业，经营运作更为规范，有利于实现企业的长期稳定发展。

（二）财务风险

财务风险主要考量现金流、资本结构和偿债能力三方面。

1. 现金流

现金流因素主要从盈利能力、现金流量和资产质量三方面考量。

(1) 盈利能力

主要用利润总额、营业利润率和净资产收益率来衡量。

- ◇ 利润总额是企业一定时期内通过生产经营活动所实现的最终财务成果，是衡量企业经营业绩的一项十分重要的经济指标。利润总额越大，企业的经营业绩越好。
- ◇ 营业利润率（ $\text{营业利润率} = (\text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业总收入} \times 100\%$ ）是衡量企业盈利能力和营业效率的指标。营业利润率越高，企业的盈利能力越强，营业效率越高。
- ◇ 净资产收益率（ $\text{净资产收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$ ）是衡量企业股东权益的收益水平和企业运用自有资本效率的指标。净资产收益率越高，股东投资带来的收益越高，企业盈利能力越强。

表 11 盈利能力指标评价参考

三级因子	7	[6,7)	[5,6)	[4,5)	[3,4)	[2,3)	[1,2)	1
利润总额(亿元)	[10,+∞)	[4,10)	[2,4)	[0,2)	[-1,0)	[-3,-1)	[-5,-3)	(-∞, -5)
营业利润率(%)	[30,+∞)	[20,30)	[10,20)	[8,10)	[0,8)	[-5,0)	[-10,-5)	(-∞, -10)
净资产收益率(%)	[8,+∞)	[6,8)	[4,6)	[0,4)	[-5,0)	[-10,-5)	[-15,-10)	(-∞, -15)

(2) 资产质量

主要用资产总额和流动资产占比衡量。

- ◇ 企业资产总额越大，则规模效应越强，抗风险能力越强。
- ◇ 流动资产占比（ $\text{流动资产占比} = \text{流动资产} / \text{资产总额} \times 100\%$ ）是衡量企业资产流动性水平的指标。通常来说，流动资产占比越高，企业的资产流动性越好。

表 12 资产质量指标评价参考

三级因子	7	[6,7)	[5,6)	[4,5)	[3,4)	[2,3)	[1,2)	1
资产总额(亿元)	[300,+∞)	[150,300)	[65,150)	[35,65)	[10,35)	[5,10)	[2.5,5)	[0, 2.5)
流动资产占比(%)	[55,100]	[50,55)	[40,50)	[30,40)	[20,30)	[10,20)	[5,10)	[0, 5)

(3) 现金流量

主要用经营活动现金流量净额、现金收入比指标衡量。

- ◇ 经营活动现金流量净额越大，则企业的经营活动获现能力越强。

- ◇ 现金收入比（现金收入比=销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%）是从现金流入的角度反映销售收入实际情况的指标，现金收入比越高，说明企业经营活动资金回笼越好，盈利质量越好。

表 13 现金流量指标评价参考

三级因子	7	[6,7)	[5,6)	[4,5)	[3,4)	[2,3)	[1,2)	1
经营活动现金流量净额（亿元）	[10,+∞)	[5,10)	[2,5)	[0,2)	[-5,0)	[-10,-5)	[-15,-10)	(-∞,-15)
现金收入比(%)	[110,+∞)	[105,110)	[100,105)	[95,100)	[90,95)	[85,90)	[80,85)	[0,80)

2. 资本结构

主要用所有者权益、全部债务资本化比率、资产负债率衡量。

- ◇ 所有者权益规模反映了所有者投入资本的保值增值情况，是企业债务的重要保障基础，所有者权益越高，对债务的保障程度越高。
- ◇ 资产负债率（资产负债率=负债总额/资产总额×100%）是衡量企业利用债权人提供资金进行经营活动能力的指标，并反映企业财务杠杆水平，在一定范围内，资产负债率越高，企业的债务负担越重。
- ◇ 全部债务资本化比率（全部债务资本化比率=全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%）是衡量企业刚性债务水平的指标，在一定范围内，全部债务资本化比率越高，企业的有息债务负担越重。

表 14 资本结构指标评价参考

三级因子	7	[6,7)	[5,6)	[4,5)	[3,4)	[2,3)	[1,2)	1
所有者权益（亿元）	[150,+∞)	[60,150)	[20,60)	[10,20)	[3,10)	[1,3)	[0.5,1)	(-∞, 0.5)
资产负债率（%）	[0,45]	(45,60]	(60,70]	(70,80]	(80,85]	(85,90]	(90,95]	(95,+∞)
全部债务资本化比率（%）	[0,35]	(35,50]	(50,65]	(65,70]	(70,75]	(75,80]	(80,85]	(85,+∞)或(-∞,0)

3. 偿债能力

偿债能力主要用现金短期债务比、流动比率、经营现金流动负债比、EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 指标衡量。其中，现金短期债务比、流动比率、经营现金流动负债比主要用来衡量企业短期偿债能力，反映企业偿付日常到期债务的能力，如果短期偿债能力不佳，会影响债权人本息获得的安全

性以及加大企业临时紧急筹措资金的成本；EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 主要用来衡量企业长期偿债能力。

- ◇ 现金短期债务比主要衡量企业现金类资产对短期债务的保障程度。现金类资产/短期债务比值越高，企业的短期偿债能力越强。
- ◇ 流动比率（流动比率=流动资产总额/流动负债总额×100%）衡量企业流动资产在短期债务到期以前，可以变为现金用于偿还负债的能力。流动比率越高，企业的短期偿债能力越强。
- ◇ 经营现金流流动负债比（经营现金流流动负债比=经营活动现金流量净额/流动负债总额×100%）是从现金流量角度来反映企业当期偿付短期负债的能力。经营现金流流动负债比越高，企业的短期偿债能力越强。
- ◇ EBITDA 利息倍数（EBITDA 利息倍数=EBITDA/利息支出）反映企业息税、折旧及摊销前利润对利息的保障程度。EBITDA 利息倍数越高，企业的长期偿债能力越强。
- ◇ 全部债务/EBITDA 反映企业息税、折旧及摊销前利润对有息债务的偿还能力。全部债务/EBITDA 越低，企业长期偿债能力越强。

表 15 偿债能力指标评价参考

三级因子	7	[6,7)	[5,6)	[4,5)	[3,4)	[2,3)	[1,2)	1
现金短期债务比（倍）	[1.2,+ ∞)	[1,1.2)	[0.8,1)	[0.4,0.8)	[0.2,0.4)	[0.05,0.2)	[0.025,0.05)	[0,0.025)
流动比率（%）	[150,+ ∞)	[100,150)	[80,100)	[60,80)	[40,60)	[20,40)	[10,20)	[0,10)
经营现金流流动负债比（%）	[30,+ ∞)	[15,30)	[0,15)	[-5,0)	[-10,-5)	[-15,-10)	[-20,-15)	(-∞, -20)
EBITDA 利息倍数（倍）	[6,+ ∞)	[2,6)	[0.75,2)	[0.5,0.75)	[0.25,0.5)	[0.1,0.25)	[0.05,0.1)	(-∞, 0.05)
全部债务/EBITDA（倍）	[0,4]	(4,8]	(8,12]	(12,15]	(15,25]	(25,35]	(35,45]	(45,+∞) 或(-∞, 0)

七、评级方法和模型局限性

联合资信对受评主体的未来经营状况的判断是以前历史经营状况、现状以及目前政策导向为基础，但是受评主体的发展、政策的变化及影响其偿债能力的内外部因素是动态变化的，这些影响因素的未来状况可能与过去、现在有着

较大的不同，因此评级模型中对受评主体信用风险的评估不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险。

为了避免评级模型过于复杂，评级方法中的评级模型所列示的评级因素可能并未完全包括本评级方法所有考虑因素。实际评级作业中还会综合考虑其他因素，包括但不限于财务控制、突发事件风险和季节性因素等方面的评估。

评级模型所使用的财务信息主要为历史数据，预测未来存在不确定性，评级模型无法预测受评主体在未来某段时间的违约概率，在受评主体违约时，评级模型并未考虑可能损失的程度。

评级模型所使用的数据来源于受评主体和监管认定的专业机构所提供的信息，因此其真实性、完整性和可靠性将影响评级模型结果。

评级模型所列示的评级因子权重仅为建议权重，实际评级作业中可能存在因子权重与评级模型建议的权重显著不同的情况，存在评级模型未列示因子被赋权的情况。例如，评级模型中包含定性因素，尽管分析人员在评级过程中会通过合理且严谨的机制并结合专家的长期经验进行定性因素的评估，但始终存在主观判断成分，因此在实际评级作业中可能会出现因子权重与评级模型建议的权重显著不同的情况。评级模型中所列示的评级因子权重代表了相对重要性，但在某些情境下，例如受评主体违约时，评级要素的重要性可能与评级模型中所列示的权重存在显著差异。联合资信重视评级模型在级别确定中的参考作用，但不会完全依赖评级模型结果确定受评对象的信用等级。

本方法会随着相关法律、法规或其他规范性文件的不断演进而有所调整和修正，联合资信将定期或不定期审查本方法，适时修订。

附件 1

主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出