

旅游企业信用评级方法

一、修订说明

根据联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）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，联合评级制定《旅游企业信用评级方法》（以下简称“本方法”），已经联合评级信用评级技术委员会审议通过。

二、适用业务类别和行业

本方法适用于旅游企业及其发行的相关普通无担保优先债券（包括中期票据、普通企业债、普通公司债等）。有关旅游企业发行的短期融资券、永续债、次级债券、担保债券、优先股等债项评级的方法，参见相关评级方法。

联合评级认为，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可信任程度的综合评估，是对债务偿还风险的综合评价，并用简单明了的符号表示。

信用评级可分为主体评级和债项评级两大类。主体评级是对多边机构（国际机构）、国家主权、地方政府、金融企业、非金融企业等各类经济主体的评级，是对其偿还债务可能性的评价，或者说是对其违约可能性的评价。债项评级是对上述各类经济主体发行的固定收益类证券以及资产支持证券等结构化融资工具的评级，主要包括：政府债券（外国政府债券、地方政府债券）、金融债券（普通金融债、次级债、二级资本债、优先股）、非金融企业债券（短期融资券、中期票据、企业债、公司债等）、资产支持证券等（信贷资产支持证券、企业资产支持票据、资产支持计划等）、其他固定收益类产品等。债项评级是对债务违约可能性及损失严重程度的评价。

对于企业主体发行债券的评级，联合评级一般以发行主体评级为基础，根据有关债券条款等来研究决定债券的信用等级。债券有关条款的具体分析内容包括，评估债券发行后对发行主体的影响，债券募集资金的用途及其效益，考

察盈利、现金流、资产等对债券的保障程度；评估债券担保、限制条款等（如有）；关注债券的清偿顺序、本金和利息延期支付的条款设计及风险等。

一般来说，企业主体发行的普通优先债券的信用等级等同于主体评级（如发行债券对主体信用等级影响不大）；次级债券等二级资本工具（偿还顺序劣后于普通优先债券）要低于主体信用等级一个子级；优先股等混合资本工具信用等级要根据有关条款进一步降低。具体方法参见联合评级有关评级方法。

三、行业定义

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。

联合评级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。

四、旅游企业信用评级的关键假设、核心要素和评级框架

联合评级认为，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，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。

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）。

债券偿还优先权会影响不同类型债券的信用风险。

经营风险方面，企业面临的宏观和区域风险、行业风险、企业基础素质、

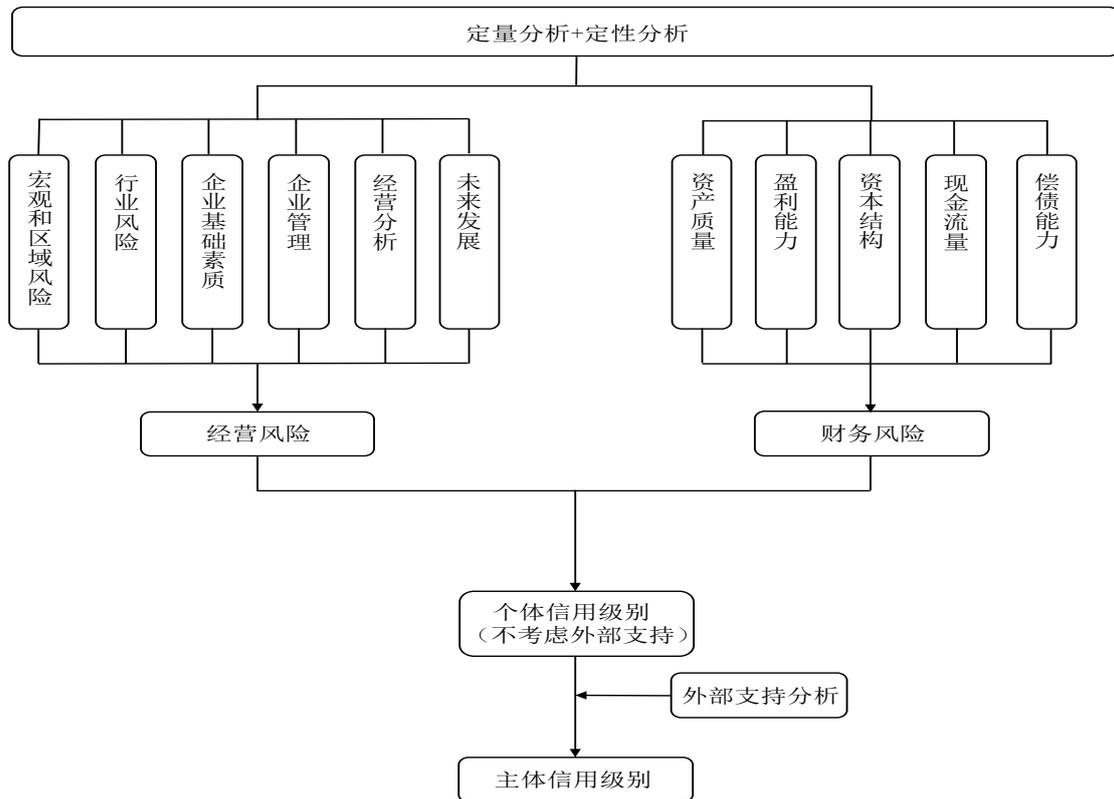
企业管理能力、经营情况、未来发展能力将影响企业的信用风险；通常情况下，面临的宏观和区域风险越低、行业风险越低、企业基础素质越好、企业管理能力越强、经营情况越好、未来发展能力越好的企业，其经营风险越低。

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。

定性调整方面，通常情况下，不良信用记录、表外重要风险和未来重大不利事项等因素也将影响企业面临的风险。

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，将降低企业面临的风险。

图 1 旅游企业评级框架



五、评级方法局限性

联合评级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，因此本评级方法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。

同时，方法中的考核重点，尤其是指标的选择是在随着行业不断演进而有所调整和修正的，联合评级将定期或不定期审查本评级方法，适时修订。

为了避免因打分表完全贴近实际的评级作业而过于复杂，评级方法中的打分表所列示的评级因素可能并未完全包括本评级方法所有重要考虑因素。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。

打分表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，打分表无法预测发行人在未来某段时间的违约概率，在发行人违约时，打分表并未考虑可能损失的程度。

打分表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打分表结果。

打分表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打分表建议的权重显著不同的情况，存在打分表未列示因子被赋权的情况。例如，打分表中包含定性因素，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打分表建议的权重显著不同的情况。打分表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打分表中所列示的权重存在显著差异。

六、旅游企业信用评级的主要要素（定性和定量指标）

（一）宏观和区域风险

1. 宏观经济分析

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等因素密切相关。国民经济健康快速增长、居民人均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行业的发展；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。

2. 区域经济分析

重点分析企业所在区域经济发展状况、居民收入水平、人口基数以及旅游意愿是否强烈；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，单体资源形不成规模，较难吸引外地游客；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。

联合评级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。

（二）行业风险分析

旅游行业分析主要从行业概况、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等方面进行考量。

1. 行业概况

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。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。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，不可复制，体现了旅游资源的稀缺性。

2. 行业政策

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》，2018 年 6 月，国家发展改革委印发了《关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》，行业政策的出台都在加速推进旅游产业转型升级，通过完善价格机制，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。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。

3. 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。衡量行业

周期性风险的指标可以通过计算各行业在经济周期下降过程中的营业收入和 EBITDA 利润率的平均下降幅度。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。

4. 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。

5. 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；旅游业发展很快，相关行业政策已将其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；居民可支配收入的增长带动消费升级，旅游消费已经逐渐成为主流的休闲方式和消费行为，旅游行业景气度不断提升；此外，节假日改革和带薪休假制度的实施为居民的出游提供了更为灵活的闲暇时间和制度保障，成为旅游业发展的长期推动力。

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；旅行社行业业务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。

6. 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经营杠杆。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、资产负债率或 EBITDA 全部债务比等。

旅游行业是资本密集型行业，行业集中度较低。旅游景区行业受旅游资源稀缺性影响，具有一定的区域垄断特点；酒店和旅行社行业则为完全竞争行业。旅游行业发展很快，在国民经济中的地位不断提升。联合评级认为旅游行业总体风险适中。

（三）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、外部支持等方面进行考察和评判。

1. 股东及股权状况

联合评级通过对股权结构的分析，研究受评企业是否有实际控制人（实际控制人是指通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的自然人或政府）。股权结构比较复杂的，要进行穿透分析。对于有实际控制人的企业，要通过实际控制人的情况对企业性质进行分析判断。旅游企业按照股东背

景，一般可分为中央控股、地方控股和民营资本三大类。国有企业在获得外部支持方面具有更多优势，中央控股企业资本实力雄厚，获取的财政支持及股权资产无偿划拨力度大，国有企业整体抗风险能力强于民营企业。对于无实际控制人的企业，其得到股东支持的可能性就会较低。

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，截至 2018 年 10 月底，全国 5A 级景区共有 259 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。

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、与周边乐园同质性等因素。

4. 区位素质

重点分析旅游资源所在区域的客源基础质量、区域内旅游资源数量与品位等。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；如果资源数量少，形不成规模，单体资源难以吸引外地游客；区域内有多个景区资源，则会产生集群效应及规模优势，较容易吸引外地游客；此外，主题乐园、酒店企业需要考虑主题乐园、自持酒店物业、会议中心等资产的区域位置，是否一二线城市或经济较发达区域。

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。联合评级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. 外部支持

企业所能获得的外部支持越广泛，支持力度越大，该企业的经营状况、信用状况会相应提高，抗风险能力会强于外部支持少的企业，债务的信用风险也相对较小。旅游企业以地方国有企业居多，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。

旅游企业的外部支持分析应主要考察两个方面：政府支持与股东支持。政府支持应重点考察受评主体在当地政府决策和当地经济发展中的地位 and 重要性。可从下列角度进行考察：（1）享有政府在资本金注入、财政补贴或税收优惠等多方面的持续支持，且支持力度较大；（2）有政府明确担保且有政府救助

历史；（3）经济或政治地位重要，为政府重点扶植企业；（4）对当地政府的经济、社会、政治或政策目标起到重要作用，其违约/信贷压力导致企业经营活动中断时，可能对经济部门产生重大影响；（5）其他因素。

股东支持应重点考察受评主体在母公司集团架构和发展战略中的地位 and 重要性。可从下列角度进行考察：（1）母公司背景雄厚且受评主体在股东的发展战略上比较重要；（2）获得股东注资支持和补贴等力度大；（3）股东为受评主体债务提供担保；（4）存在将控股股东与子公司债务联系在一起的交叉违约条款；（5）从历史支持记录看，控股股东对子公司支持程度较强；（6）对集团当前发展定位或未来战略有重要影响；（7）其他因素。

7. 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，联合评级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。

联合评级在考察企业基础素质这一评级要素时，主要关注：企业所有制结构，资产规模，所有者权益规模，收入规模，产业链完整性，景区资源禀赋及品牌知名度、区位素质、高管及员工素质，公司所获股东、政府等给予的历史支持情况和资产划拨情况等。

（四）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。联合评级对企业管理的考察，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

企业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特别重要的意义。企业的短期表现可能受各种偶然因素影响，但中长期表现却取决于这些制度性安排的效率。企业法人治理结构对于企业实现长期稳定增长、降低风险方面有特别积极的作用。良好的企业法人治理结构并不能保证企业一定会取得成功，但能制造有助于成功的环境。良好的企业法人治理结构也能在阻止企业出现玩忽职守和腐败方面发挥巨大作用。一个企业可能会由于受到外部因素影响陷入困境，只有治理机制良好的企业才更容易走出困境。

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。

法人治理结构，主要功能之一就是保证企业的重大决策的可靠和企业经常受到监督。企业经营决策的正确与否，很大程度上取决于决策程序是否科学，而任何决策都会关系到企业的经营状况的好坏和未来的发展前景。企业的经营发展决策如果总是倚重于一两位企业的主要领导者，或是少数几个高层主管，即使这些主要领导者的个人素质和能力极为突出，也很难保证决策总是正确的。对企业法人治理结构的考察，主要通过分析股权构成及企业独立性、董事会及监事会的独立性和运作情况、企业对高级管理人员的考核与激励机制、重大事项决策机制，从而评价法人治理结构的合理性和权力制衡机制的效果。

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。管

理制度是企业组织制度和企业管理制度的总称，指组织对内部或外部资源进行分配调整，对组织架构、组织功能、组织目的的明确和界定，现代企业管理制度的主要管理对象：人、财、物。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。

（1）管理架构

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。

（2）安全保障及服务管理

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。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。

（3）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。

（4）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级区域产业政策、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。

（5）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身体，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能力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。

（6）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。

（7）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。

联合评级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。

（五）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。

表 1 2018 年部分 5A 级景区经营指标

景区	门票价格	核心景区接待人次
黄山	旺季：190元/人；淡季：150元/人	338万人次
峨眉山	旺季：160元/人；淡季：110元/人	329万人次
九寨沟	旺季：190元/人；淡季：80元/人	360万人次
普陀山	旺季：160元/人；淡季：120元/人； 春节、国庆、五一180元/人	--
九华山	旺季：160元/人；淡季：140元/人	--
五台山	旺季：135元/人；淡季：118元/人	280万人次
张家界	旺季：225元/人；淡季：115元/人	335万人次

注：普陀山、九华山未披露接待人次数据

资料来源：根据公开信息整理

酒店餐饮业务需要重点分析经营模式（自营还是委托管理）、品牌输出能力、自持物业酒店区位情况、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、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。

表 2 2015-2017 年星级酒店客房出租率指标

项目		2015年	2016年	2017年
五星级	收入（亿元）	771.17	771.47	812.71
	平均房价（元/天/间）	642.49	614.84	612.35
	出租率（%）	56.57	59.85	61.43
四星级	收入（亿元）	702.49	698.83	714.91
	平均房价（元/天/间）	338.64	333.23	328.06
	出租率（%）	55.57	56.95	56.63
三星级	收入（亿元）	533.29	494.94	476.43
	平均房价（元/天/间）	215.89	215.37	220.36
	出租率（%）	52.97	52.84	51.30
二星级	收入（亿元）	104.1	92.52	78.55
	平均房价（元/天/间）	163.31	170.44	171.17
	出租率（%）	52.69	53.1	47.08
一星级	收入（亿元）	1.72	1.3	1.13
	平均房价（元/天/间）	123.97	111.08	102.39
	出租率（%）	49.88	44.42	52.62

注：2018 年全年数据尚未披露
资料来源：根据公开信息整理

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。

联合评级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、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。

联合评级在考察旅游产业配套这一评级要素时，主要关注：旅游资源区域人口基数及腹地经济、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。

联合评级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

随着居民收入水平的稳步提升，带动旅游行业快速发展；但增速主要依靠市场容量的增长，且对外部经济环境的依赖性较强。对于有竞争力的旅游企

业，不断的推陈出新才是其竞争优势和长远发展的重要保障。对于资源依托型的景区企业来说，自然资源是有限的，且具有不可复制性，企业要维持稳定的增长则必须具备推陈出新的能力；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、主题乐园以及酒店餐饮类旅游企业，其项目拓展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。

联合评级在考察项目拓展这一评级要素时，主要关注：**EBITDA/未来投资规模、优质项目引进能力、品牌输出能力等方面。**

（六）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。要从企业历史上的计划制订、计划完成情况的考察和分析。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；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，进入分块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，以及项目未来现金流与债务偿还分布是否匹配等。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

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。

（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。

（3）其他影响企业发展的重大事项

如企业改制、上市、重组、购并等。

（七）财务分析

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、审计机构的资质如何、财务资料的真实性与准确性如何、财务报表的口径、企业的会计政策、财务报表的基本情况等等，这是研究分析企业财务状况的先决条件。

财务报表一般分为母公司报表和合并报表。合并财务报表的优点是可以全面反映了企业全部资产、负债和损益的内容。母公司财务报表的优点是可以更清晰看到企业本身的运营情况（假设不能简单动用子公司资产时）。对于合并财务报表，需要了解企业报表中是否存在应合并而未合并的内容、或重复记帐的情况，是否存在连续几年报表口径不一致的情况，合并报表是否存在某些下属企业未合并，或母企业报表中没有包含对这些下属企业的投资等情况。

（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在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、库存估值、减值准备计

提标准等。

联合评级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，联合评级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，非流动资产占比往往较大，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。

资产质量分析要抓住重点，按照重要性、审慎性原则开展调查，对主要或关键资产进行必要的核查验证。

（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的成新率。应与现金流量表中的折旧进行对比核对。

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。应重点关注投资规模过大、经济下行压力下仍大规模投资的企业。一般在建工程达到可使用状态后可转为固定资产，需关注其开始计提折旧后对利润的影响。关注企业将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，拖延折旧以粉饰利润。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，融资能力将接近极

限，需要特别关注。

联合评级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。联合评级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理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，联合评级主要关注以下指标：

全部债务资本化比率，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，一般情况下该指标不应超过 50%，30% 以下较为理想。

长期债务资本化比率，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，一般情况下该指标不应超过 40%，20%以下较为理想。

资产负债比率，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。

联合评级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) 营业收入

营业收入的变动和构成

营业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 3 年营业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。

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，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的带来的波动。

费用收入比；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，费用收入比在 10%及以下，表明景区类企业费用控制能力较强。

（2）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），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。

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，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，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。

联合评级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

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，一般在“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”（代建项目，在分析现金流对债务的保障程度时，有时把该现金流调整到经营活动现金流中进行分析）中，应予以关注。

现金收入比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内的资金压力、融资成本等情况。

联合评级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何标准。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类资产/短期债务、流动比率、速动比率、经营现金流动负债比。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。

流动比率和速动比率都是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。流动比率和速动比率一般应达到 1 倍和 1.5 倍以上，短期偿债能力才处于良好状态。

经营现金流动负债比率，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、EBITDA 全部债务比、现金流对债务的覆盖倍数等。

EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比均反映企业以税息、折旧及摊销前收益偿还债务本息的能力。利息倍数和 EBITDA 全部债务比越高，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。

企业经营活动产生的现金流量净额对债务的保障倍数（或者其倒数）也是衡量企业偿债能力的重要指标。这是从企业产生现金流的角度衡量企业的偿债能力的指标。为了更好分析现金流对债务的保障，还可以分析筹资前净现金流与债务的关系。

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贷款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。

联合评级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，EBITDA 全部债务比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

此部分主要分析母公司/公司本部报表的主要科目及变化趋势，分析母公司/公司本部主要财务数据及指标（资产总额、所有者权益、债务规模、债务指标、营业收入、利润总额、现金流等）与合并口径的差异，分析子公司对合并报表的重要性及子公司划出、处置对公司整体财务数据的影响。

附件 1 企业主体长期信用等级设置及其含义

联合评级主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 2 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年到两年内可能的评级方向的预测，体现了对受评主体财务趋势、行业风险、竞争环境和市场状况等的判断。具体含义如下：

评级展望	含义
正面	预示有可能导致升级的评级行动
稳定	预示信用等级变化的可能性较小
负面	预示有可能导致降级的评级行动
评级观察（含可能下调的观察）	预示短期内可能导致信用等级调整事项的结果尚不明确
发展中（不确定）	预示可能导致信用等级调升或调降事项的结果在较长时间内不能确定

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
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/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益