

信用等级公告

联合[2017]1124 号

北京首都旅游集团有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对北京首都旅游集团有限责任公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年可续期公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

北京首都旅游集团有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

北京首都旅游集团有限责任公司拟公开发行的 2017 年可续期公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

北京首都旅游集团有限责任公司

2017年公开发行可续期公司债券（第一期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：本次债券不超过30亿元（含），其中
本期债券不超过15亿元（含）

债券期限：本期债券分为两个品种，品种一以每
3个计息年度为一个周期，在每3个计息年
度末附公司续期选择权；品种二以每5个计
息年度为一个周期，在每5个计息年度末附
公司续期选择权。

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2017年6月29日

主要财务数据：

项目	2014年	2015年	2016年	17年3月
资产总额（亿元）	458.87	526.81	729.62	755.66
所有者权益（亿元）	157.59	183.45	276.72	282.23
长期债务（亿元）	38.80	59.85	126.33	132.54
全部债务（亿元）	192.71	221.42	273.90	301.32
营业收入（亿元）	383.23	385.17	436.61	104.56
净利润（亿元）	9.76	0.82	6.68	-0.86
EBITDA（亿元）	37.40	32.04	49.41	--
经营性净现金流（亿元）	19.32	26.46	44.24	10.32
营业利润率（%）	23.99	24.77	33.84	37.81
净资产收益率（%）	6.81	0.48	2.90	--
资产负债率（%）	65.66	65.18	62.07	62.65
全部债务资本化比率（%）	55.01	54.69	49.47	51.64
流动比率（倍）	0.59	0.65	0.63	0.68
EBITDA全部债务比（倍）	0.19	0.14	0.18	--
EBITDA利息倍数（倍）	4.04	2.98	3.95	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.25	1.07	1.65	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.49	2.14	3.29	--

注：1、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、本报告中数据不加特别说明均为合并口径；3、短期债务计算时已包含计入其他流动负债的付息部分以及吸收存款及同业存放；4、2017年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对北京首都旅游集团有限责任公司（以下简称“公司”或“首旅集团”）的评级反映了其作为北京市属综合性大型旅游企业集团，在行业地位、经营规模、产业布局、品牌知名度以及政府支持等方面的显著优势。同时，联合评级也关注到公司管理链条较长、首汽约车业务亏损、资本支出压力较大、债务结构有待改善等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司业务涵盖了旅游主业“吃、住、行、游、购、娱”六大要素，已形成较为完整的经营产业链。2016年，公司收购如家酒店集团使得业务规模迅速扩大，未来公司将进一步进行内部资源整合，提升公司的盈利能力和可持续发展能力。

伴随着中国居民收入的增长和消费结构的升级，公司作为北京市唯一的综合性旅游企业集团，其经营状况有望保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 中国人均收入水平的提高和消费结构的升级，为旅游业的长期健康发展提供了良好的外部环境。

2. 公司是北京市属综合性旅游企业集团，其经营发展受到北京市政府的大力支持，包括不限于国有资产无偿划拨、资金支持和税收政策支持等，区域行业地位突出。

3. 公司拥有完整的旅游服务产业链和全面的配套能力，整体竞争优势明显；此外，公司于2016年收购如家酒店集团，业务规模进一步扩张。

4. 近年来，公司整体资产质量好；经营活动现金流呈持续净流入状态，收入实现质量较高。

关注

1. 公司下属企业众多，管理链条较长且各业务板块经营模式存在较大差异，公司面临一定的多元化经营风险和潜在管理风险。

2. 互联网电商及实体零售行业竞争对公司商品销售业务冲击明显；公司旅行社业务由于行业特征毛利率较低，且易受到汇率波动的影响；首汽约车业务处于培育期，处于暂时亏损状态。

3. 公司北京环球主题公园及度假区项目投资需求较大，将给公司带来一定的资本支出压力；同时，该项目建设周期长，资金回笼速度较慢。

4. 近年来，公司债务规模增长较快，债务结构有待改善；少数股东权益2016年增幅较大，权益的稳定性减弱。此外，公司盈利能力有待提高，非经常性损益对利润水平影响较大。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

北京首都旅游集团有限责任公司（以下简称“公司”或“首旅集团”）前身系1998年成立的北京旅游集团有限责任公司，是经北京市人民政府（以下简称“北京市政府”）京政函【1998】3号文件批准，由北京市北京饭店（以下简称“北京饭店”）、北京首汽股份（集团）公司（以下简称“首汽股份”）和北京市北京展览馆（以下简称“北京展览馆”）等33家企业组建成立。成立以来，公司先后并购康辉旅行社集团、中国民族旅行社和海洋国际旅行社等中央脱钩企业，并于2000年变更为现名。2004年，经北京市人民政府京政函【2004】28号文等相关文件批复，公司与北京古玩城市场集团有限责任公司（以下简称“古玩城集团”）、北京新燕莎控股（集团）有限责任公司（以下简称“新燕莎集团”）、中国北京全聚德集团有限责任公司（以下简称“全聚德集团”）和北京东来顺集团有限责任公司（以下简称“东来顺集团”）进行战略重组，北京市政府将上述四家集团整体划转给公司。2007年，根据北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）《关于同意将北京东方饭店的资产无偿划入北京首都旅游有限责任公司的批复》（京国资产权字【2007】97号）文件，北京市国资委同意将北京东方饭店划入公司。2009年，根据京国资【2009】444号文件，北京市国资委同意将北京农业集团有限公司（以下简称“北农集团”）划转给公司，公司对北农集团行使出资人职责，北农集团保留独立法人地位。2010年，根据北京市国资委《关于北京首都旅游集团有限责任公司与北京西单友谊集团实施重组的通知》（京国资【2010】186号），北京西单友谊集团（以下简称“西友集团”）的国有资产无偿划转给公司。2011年以来，公司多次收到北京市国资委拨付的国家资本金；截至2017年3月底，公司注册资本44.25亿元，北京市国资委为公司唯一出资人。

公司经营范围：受北京市政府委托对国有资产进行经营管理；项目投资；饭店管理；信息咨询；旅游资源开发；旅游服务；房地产项目开发；商品房销售。

截至2017年3月底，公司总经理办公室下设战略发展部、股权管理部、不动产管理部、品牌管理部、法律事务部、内控与审计中心、大型活动服务部、预算与财务中心、人力资源与绩效考核中心和网络与数据中心10个业务职能部门及中心；同时，设6个综合管理部室和3个集团公司（总部）企业（见附件一），公司在职员工总数36,004人。

截至2016年底，公司资产总额729.62亿元，负债合计452.89亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计276.72亿元，其中归属于母公司的所有者权益为122.64亿元。2016年，公司实现营业收入436.61亿元，净利润（含少数股东损益）6.68亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为4.09亿元；经营活动产生的现金流量净额44.24亿元，现金及现金等价物增加额1.14亿元。

截至2017年3月底，公司资产总额755.66亿元，负债合计473.43亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计282.23亿元，其中归属于母公司的所有者权益为126.18亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入104.56亿元，净利润（含少数股东损益）-0.86亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-1.15亿元；经营活动产生的现金流量净额10.32亿元，现金及现金等价物增加额22.02亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区雅宝路10号3层；法定代表人：段强。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本次债券名称为“北京首都旅游集团有限责任公司2017年公开发行可续期公司债券”（以下简称“本次债券”），拟以公开方式发行，发行对象为符合《公司债券发行与交易管理办法》及相关法律

法规规定的合格投资者，总规模不超过人民币30亿元（含），拟分期发行，本次公司债券面值为100元，按面值平价发行。本次公司债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付，具体本息兑付工作按照主管部门的相关规定办理。本次债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件（强制付息事件：付息日前12个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：1、向普通股股东分红；2、减少注册资本。），本次债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息，公司应在付息日前5个交易日披露《递延支付利息公告》。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：1、向普通股股东分红；2、减少注册资本。

本期债券名称为“北京首都旅游集团有限责任公司2017年公开发行可续期公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模为不超过15亿元，其中基础配售额为5亿元，可超额配售不超过10亿元。本期债券分为两个品种，品种一以每3个计息年度为一个周期（“重新定价周期”），在每3个计息年度（即每个重新定价周期）末附公司续期选择权；品种二以每5个计息年度为一个周期（“重新定价周期”），在每5个计息年度（即每个重新定价周期）末附公司续期选择权。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内（含超额配售部分），由公司和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的100%。

在本期债券存续的首个重新定价周期（第1个计息年度至第M个计息年度，品种一：M=3，品种二：M=5，下文同）内，票面年利率由基准利率加上基本利差确定。基准利率在每个重新定价周期确定一次。首次基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为M年的国债收益率的算术平均数（四舍五入保留两位小数），其后每个重新定价周期的当期基准利率为在该重新定价周期起息日前5个工作日中国债券信息网站（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为M年的国债收益率的算术平均数（四舍五入保留两位小数）。基本利差为发行时的票面利率与首次基准利率之间的差值。如果公司选择延长本期债券期限，则从第2个重新定价周期开始，每个重新定价周期适用的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上300个基点（1个基点为0.01%）。

本次债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，全部用于偿还公司有息债务。

三、行业分析

公司涉及的主要产业包括旅游（酒店餐饮、旅行社）和商品零售，故本报告的行业分析将围绕旅游行业和零售行业展开。

1. 旅游行业

(1) 行业概况

旅游行业不是一个单一产业，而是一个产业集群，具有多样性和分散性，包括景点经营、旅行社和旅馆服务业、餐饮服务业、交通业和娱乐业等。近年来，随着居民收入的增长以及旅游行业的逐步发展，我国旅游总人数及总收入持续增长。自 2012 年起，我国旅游总人数保持每年 10% 左右的增长，旅游总收入亦基本保持每年 10% 左右的增长，具体情况如下表所示。

表 1 2012~2016 年我国旅游总人数及收入情况（单位：亿人次、万亿元、亿美元、%）

		2012 年		2013 年		2014 年		2015 年		2016 年	
		数量	增长率	数量	增长率	数量	增长率	人数	增长率	数量	增长率
旅游人数	国内	29.57	11.97	32.62	10.31	36.11	10.70	40.00	10.77	44.40	11.00
	入境	1.32	-2.23	1.29	-2.51	1.28	-0.46	1.34	4.14	1.38	3.80
	出境	0.83	18.40	0.98	18.00	10.70	9.00	11.70	9.00	12.20	4.30
旅游收入	国内	2.27	17.62	2.63	15.72	3.03	15.36	3.42	12.81	3.90	14.00
	入境游外汇收入	500.30	3.24	516.64	3.27	569.10	10.16	1,136.50	99.69	1,200.00	5.60

资料来源：国家统计局

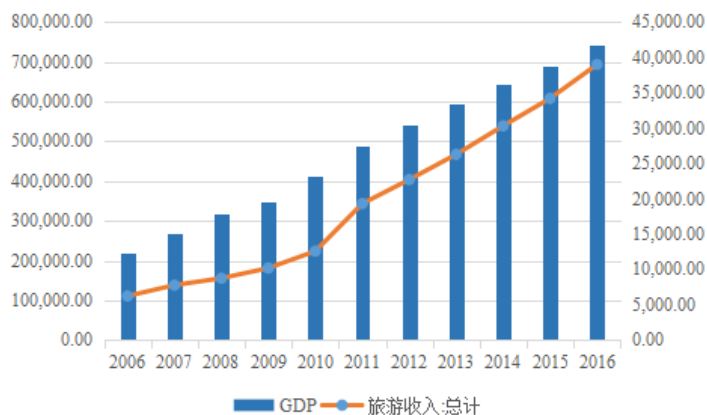
注：1、2016 年相关指标仅为 2017 年 1 月 9 日国家旅游局发布的数据概述，可能与实际数据略有差异；

2、出境旅花费国家旅游局未对各个年份均进行统计，数据不齐全，故上表未列示。

国内旅游

2014~2016 年，中国国内游客分别为 36.11 亿人次、40.00 亿人次和 44.40 亿人次，同比分别增长 10.70%、10.77% 和 11.00%。中国国内旅游人数增速基本保持稳定；出游消费已呈现出一定的惯性，国内旅游收入与 GDP 呈现明显的正相关趋势，具体情况如下图所示。

图 1 2006~2016 年国内旅游收入与 GDP 对比情况（单位：亿元）



数据来源：国家旅游局和国家统计局

国际旅游

国际旅游包含了入境旅游和出境旅游两大市场。中国人文历史悠久，拥有众多的名胜古迹等良好的旅游环境，再加上 2008 年北京奥运会、2010 年广州亚运会和上海世博会的成功申办和召开扩大了中国在世界上的影响范围，中国入境旅游市场近十几年得到快速平稳发展；同时，由于国内旅游业在某种程度上已满足不了部分居民的旅游需求，境外旅游成为了中国旅游业的有益补充，近几年同样得到了快速发展。

入境游方面，受雾霾等环境问题以及周边国家推出多项措施吸引国际游客的共同影响，

2012~2014 年，我国入境游客人数增长率分别为-2.23%、-2.51%和-0.46%，呈现连续负增长态势；受跨国旅游年活动以及海峡两岸交流持续深化的共同影响，自 2015 年以来，我国入境游客人数开始呈现增长态势，近两年入境游客人数增长率分别为 4.14%和 3.80%。此外，2015 年旅游外汇收入大幅增长 99.69%，主要系签证政策的放松以及汇率波动的共同影响所致。

出境游方面，在国内经济持续增长的形势下，受益于人民币汇率的升值以及周边国家和地区入境旅游竞争力的提升，2012~2015 年，出境旅游继续保持高速增长态势，同比增速均在 9%以上；但 2016 年以来，受人民币汇率贬值的影响，出境旅游增速开始不断下滑但仍然保持增长态势，2016 年我国出境游人数达 1.22 亿人次。

总体看，随着中国 GDP 的稳定增长以及人民生活水平的提高，无论是国内旅游还是国际旅游都将成为中国居民常态化消费之一。其中，国内旅游与 GDP 呈高度相关态势；国际旅游受人民币汇率波动的影响较大。

（2）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，但发展模式单一、产业形态落后、产业集中度低、行业秩序混乱、产品质量不高等深层结构问题依然存在。中国旅游企业的实力和规模也相对弱小。与国外有竞争力的旅游企业相比，中国旅游企业无论从资产规模、收入水平、盈利能力角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，都还存在相当巨大的差距。仅从上市旅游公司的数量来看，截至2016年底，我国旅游类上市公司在整体上市公司中数量占比仅约1%；旅游类上市公司比重较低的现象与旅游业在国民经济中的重要地位不相称，在一定程度上也说明目前旅游类公司的整体实力偏弱。

2016年以来，旅游集团整合态势正在加速，业务多元化趋势明显，整合并购事件频出。2016年7月，中国国旅集团有限公司并入中国港中旅集团公司，并购后成立了中国旅游集团公司，整合后资产规模超过1,200亿元；同程国际旅行社（集团）合并重组万达集团旗下的北京万达旅业投资有限公司；携程投资北美3大地接社，并收购旅游百事通以及英国的机票搜索平台天巡。因此，虽然目前旅游企业众多，但随着行业的并购，旅游公司的品牌化经营也将成为必然趋势。

2016年，全国前10强旅游集团分别为携程旅游集团、中国旅游集团公司、海航旅业集团有限公司、锦江国际（集团）有限公司、同程网络科技股份有限公司、华侨城集团公司、北京首都旅游集团有限责任公司、万达旅游控股公司、开元旅业集团有限公司和南京金陵饭店集团有限公司。2016年，中国前二十大旅游集团总交易额超万亿，整体收入规模同比增长40%。

总体看，旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈；从长远来看，随着并购以及业务整合的加快，优势企业将进一步控制市场资源和提高市场占有率，行业长期竞争格局将有望得到改善。

（3）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，具体情况如下表所示。

表 2 行业监管政策

发布日期	国家行业政策	主要内容
2013 年 4 月	《中华人民共和国旅游法》	保障旅游者和旅游经营者的合法权益，规范旅游市场秩序，保护和合理利用旅游资源，促进旅游业持续健康发展
2013 年 10 月	《旅行社责任保险投保信息报送和检查暂行办法》	加强对旅行社投保旅行社责任保险情况的监督，规范旅游行政管理部门的相关检查工作，维护旅游者的合法权益

发布日期	国家行业政策	主要内容
2013年11月	《党政机关厉行节约反对浪费条例》	弘扬艰苦奋斗、勤俭节约的优良作风，推进党政机关厉行节约反对浪费，建设节约型机关
2014年8月	《关于促进旅游业改革发展的若干意见》	增强旅游发展动力；拓展旅游发展空间；优化旅游发展环境
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》	实施旅游基础设施提升计划，改善旅游消费环境；实施旅游投资促进计划
2016年1月	《关于支持沿边重点地区开发开放若干政策措施的意见》	提升旅游开放水平，促进边境旅游繁荣发展；深入推进兴边富民行动，实现稳边安边兴边
2016年4月	《全国旅游标准化发展规划（2016~2020）》	推进旅游标准化工作，全面提升旅游标准化水平，更好地服务于经济新常态下旅游业的改革创新、转型升级和提质增效
2016年9月	《全国生态旅游发展十年规划》	确定了全国生态旅游发展的指导思想、基本原则、发展目标、总体布局、重点任务，提出了六个方面的配套体系建设任务
2016年9月	《关于印发乡村旅游扶贫工程行动方案的通知》	深入实施乡村旅游扶贫工程，充分发挥乡村旅游在精准扶贫、精准脱贫中的重要作用

资料来源：联合评级搜集整理

2017年3月，国家旅游局正式发布了《“十三五”全国旅游公共服务规划》（以下简称“《规划》”），《规划》明确了“十三五”期间旅游公共服务发展的九大主要任务，包括完善旅游基础设施、优化旅游交通便捷服务体系、提升旅游公共信息服务、大力推进“厕所革命”、构建国民旅游休闲网络、加强旅游惠民便民服务、构筑旅游安全保证网、优化旅游公共行政服务以及推动旅游公共服务走出去。“十三五”末期，我国旅游市场总规模预计将达到67亿人次。

总体看，中央和地方政府近年来推行的旅游刺激方案存在积极意义，能够最大限度保持中国旅游产业的相对平稳健康发展。虽然短期内限制“三公消费”、“八项规定”和“六项禁令”等中央政策对公务差旅的抑制一定程度上造成了对旅游业的影响；但从中长期来看，随着居民收入水平的提升及旅游产业相关支持政策效应的显现，中国旅游行业的竞争力将有所增强。

（4）行业关注

旅游行业规模化产业化层次较低

我国旅游业的发展已经开始从劳动密集型向资本技术密集型转变，全国很多景区，尤其是各个山区小景点，由于彼此间恶性竞争或者交通不便等原因，各自分散经营，相互合作少，不但造成资本和资源浪费，也很难形成规模化经济。

旅游产业品牌化多样化进程缓慢

国内旅游行业在品牌化多样化方面优势不足，尽管一些旅游景区已经取得了大部分旅游景区在挖掘自身文化内涵、细化景观设计、更新旅游理念、扩大延伸旅游层次方面进程缓慢，仍面临产品重复性高、专业化和多样性服务水平低的问题，导致对“门票旅游经济”的严重依赖。

旅游市场秩序混乱

当前我国旅游市场“零负团费”经营模式普遍；旅行社承包、挂靠现象普遍，加剧了低价恶性竞争；旅游商品购物点、旅游景点的门票和旅游酒店的住宿费用虚高标价，导游获取回扣问题严重。虚高标价，导游和经营点相互勾结，从而获取回扣在旅游业是普遍存在的现象。

规划不到位，监管机制不健全

不少旅游景区存在着重开发、轻规划，先开发、后规划的现象，规划意识淡薄：特别是在景区开发初期，建设的自发性、自主性和随意性明显；有些景区虽然在开发前制定了规划，但是规划不够科学合理，或是景区内各投资主体只进行了局部规划，缺乏总体规划、统一规划。此外，由于景区的多重管理，使得控制权力过于分散，缺乏统一的管理和协调。

（5）行业发展

经济增长及城镇化推动旅游行业发展

按照国际上一般经济规律，我国已进入休闲度假行业快速增长期，大众休闲、散客休闲增长迅猛。休闲度假游模式下，由于自主度和旅游深度的提升，旅游者各项消费支出也将增加，从而体现为出游率以及旅游消费的同步增长。此外，城市化进程将是推动消费增长和升级的重要动力，也能够有效提升旅游消费需求和旅游出行率。

老龄化提升旅游服务需求，促进旅游行业转型

我国正在逐步步入老龄化的现状以及国家关于扶持养老服务业的政策，将进一步推动我国旅游行业从传统的观光游向休闲度假游的路径升级，旅游行业与养老地产、医疗服务、休闲养生等养老服务相关产业的协同效应将进一步扩大，促进旅游行业的业务转型。

旅游景区增长模式转变

旅游景区行业将从以景区为核心的门票经济形态，逐步向以目的地为核心，从门票、餐饮、住宿、文化演艺项目、购物等各方面获取收入的复合经济形态转型，深入挖掘游客的增量价值。

“互联网+旅游”仍需深度融合

随着“互联网+旅游”的融合渐渐深入，以互联网为载体，线上的旅游OTA与线下的旅游企业融合互动，B2B电商合作平台、B2C产品营销平台和OTA电商合作模式不断创新，加速了旅游产业的发展。

总体看，我国旅游行业未来发展需因地制宜，将迎来新一轮发展机遇的同时也面临产业转型升级的压力。

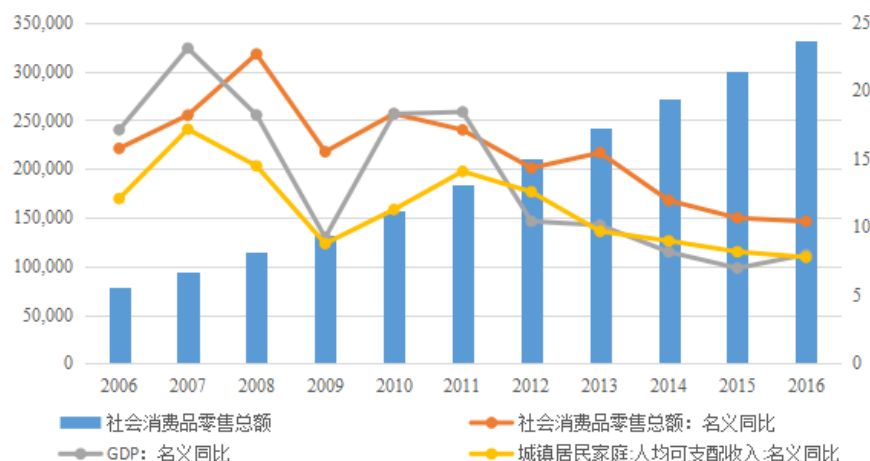
2. 零售行业

(1) 行业概况

零售业在国民经济体系中处于下游产业的位置，随着国民经济的发展，零售业迅速占据了产业链的主导位置，在中国国民经济中占有相当重要的地位。在宏观经济发展“新常态”的市场环境下，国内消费市场亦结束高增长状态，进入平稳增长阶段。据商务部数据，2015年消费对国民经济增长的贡献率达到64.6%，发挥了经济增长稳定器的作用。

从社会零售总额的增长变动趋势来看，近十年来零售行业整体销售增速与国内生产总值(GDP)增速变化基本保持一致，社会消费者零售总额占GDP的比重保持平稳。根据国家统计局数据显示，2006~2016年，国内生产总值以年均12.99%的速度增长，城镇居民家庭人均可支配收入以年均11.39%的速度增长，全国社会消费品零售总额以年均15.43%的速度增长，反映了指标变动趋势的一致性，但零售行业作为国民经济体系的下游对宏观经济的传导效应可能存在一定的滞后性。2016年社会零售总额332,316亿元，同比增长10.43%，增速创下近年来新低，其中限额以上单位消费品零售额154,286亿元，同比增长8.1%，具体情况如下图所示。

图 2 2006~2016 年我国社会消费品零售总额累计值及同比分析 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind 资讯, 联合评级整理

近年来, 随着互联网的快速发展, 电子商务呈现爆发式增长。根据中国电子商务研究中心 (100EC.CN) 监测数据显示, 2011~2015 年, 我国网购用户规模由 2.03 亿人增长至 4.60 亿人, 网络购物交易规模由 8,019 亿元增长至 38,285 亿元, 网络零售在市场消费品零售总额中占比由 4.28% 增长至 12.72%。2016 年, 中国网络购物用户规模达到 5 亿人, 同比增长 8.6%; 网络零售市场交易规模 53,288 亿元, 同比增长 39.1%, 我国网购交易规模不断扩张且增速较快, 对传统零售形成较大冲击。

总体看, 近年来我国社会零售总额持续增长, 但增速有所下滑; 受宏观经济影响较大, 但存在滞后性。此外, 互联网电商规模及占比逐年增大, 传统零售受到较大的挑战。

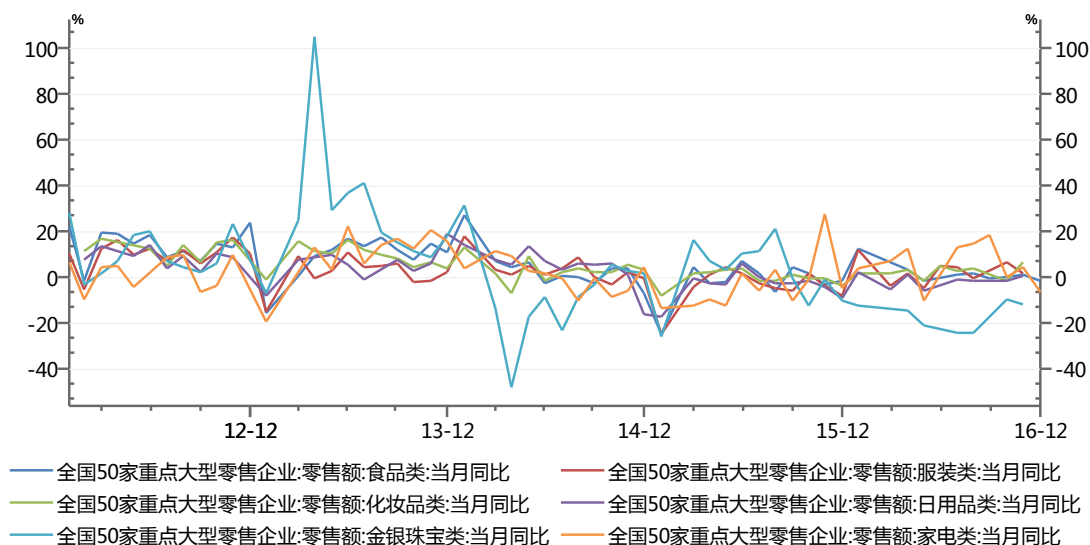
(2) 传统零售

受消费端疲弱、电商分流以及同质化竞争影响, 实体商业的竞争日趋激烈, 低增速环境下部分门店或企业费用压力较大, 开始加快关店调整节奏, 减少无法扭亏业务的持续拖累。整体看, 近几年百货、超市收入增速放缓, 而人工以及租金费用保持增长, 面临的经营压力加剧, 弱势经营门店和企业退出节奏显著加快。

自 2012 年起, 我国食品、服装、化妆品、日用品以及家电类零售增幅虽然不断波动, 但波动幅度基本控制在一定的范围内, 生活必需类消费品整体呈持续上升态势; 但以金银珠宝为代表的非生活必需品零售额增幅波动较大, 由于黄金珠宝具备投资与需求双重属性, 其终端销售表现受绝对价格和宏观经济影响明显。其中, 超市作为必须消费品渠道, 收入增速较为刚性, 整体仍保持 5% 左右增长水平; 百货作为非必须消费品渠道, 受经济低迷、反腐以及电商分流等因素影响较超市更大, 自 2011 年来增长速度呈现持续快速下降态势, 已降至 2% 以内。

具体来看, 限额以上企业金银珠宝类零售额同比增速波动较大, 其中 2013 年 4 月高达 105.10%, 随着宏观经济不景气的影响, 2014 年 4 月甚至为 -48.20%, 此后持续低位徘徊, 2016 年当月同比增速持续小于零。限额以上企业粮油、食品、饮料、烟酒类零售额同比增速虽然也会受到宏观经济的影响, 但增速始终保持在一定范围, 且波动幅度较小; 限额以上企业日用品类零售额同比增速与粮油、食品、饮料、烟酒类保持一致, 最低点为 -17.20%, 最高点为 19.10, 具体情况如下图所示。

图3 2012~2016年我国50家重点大型零售企业按商品分类零售额当月同比变化情况（单位：%）



总体看，传统零售受宏观经济形势以及电商冲击的共同影响，收入增速放缓，面临的亏损压力加剧；由于必须消费品和非必须消费品对宏观经济的敏感性不同，各零售业态分化明显，超市业态相对于百货业态而言收入增速较为刚性。

（3）互联网电商

近年来，随着互联网的快速发展，电子商务呈现爆发式增长，背后的深层原因如下：①2008年以来部分发达国家出现了金融危机，直接影响到了中国的外贸出口，推动消费升级、拉动内需增长成为中国经济增长的重要动力来源，同时也为电子商务提供了基础：一方面，基于价格成本优势，超过60%的线上交易取代了线下零售；另一方面，不到40%的线上交易则是由于网络零售产生的新增消费。②我国存在大量的产业集群，甚至部分行业存在产能过剩的情况，制造企业为拓展销售渠道，电子商务成为发展趋势。③互联网技术的升级、普及度的提高以及消费习惯的培养成为电子商务发展的直接驱动力。

根据中国电子商务研究中心（100EC.CN）监测数据显示，2016年中国电子商务交易额22.97万亿元，同比增长25.5%。其中，B2B市场交易额16.7万亿元，同比增长20.14%；网络零售市场交易额5.3万亿元，同比增长39.1%。随着网络零售市场中B2C市场的逐渐成熟，各电商纷纷开拓新业务，如跨境电商、农村电商、消费金融、电商物流、智能硬件等，开始布局全产业链。

总体看，近年来互联网电商呈现爆发式增长；主要电商企业收入增速出现分化，B2C增速显著占优。

（4）行业竞争

百强企业实现销售额在社会消费品零售总额中的占比较低。根据中华全国商业信息中心的统计，我国零售百强企业2016年实现销售额4.82万亿元，同比增长18.5%，增幅较2015年同期下滑3.9个百分点，高于社会消费品零售总额增速8.1个百分点。同时，零售百强企业的市场集中度进一步提高，2016年我国零售百强企业中，前10名企业占百强整体销售规模的比重为69.2%，比2015年上升3.4个百分点。2016年零售百强前十大企业分别为天猫、京东、大商集团有限公司、国美电器有限公司、苏宁云商集团股份有限公司、华润万家有限公司、康成投资（中国）有限公司、沃尔玛（中国）投资有限公司、联华超市股份有限公司、唯品会。现阶段，缺少经营特色的小型零售企业

发展空间会受到一定挤压，销售利润逐步向大规模的零售企业倾斜，预计并购重组潮的进一步深入将会使得市场集中度进一步提高。

总体看，零售市场集中度处于较低水平，虽近年来有所提升，但市场竞争仍然较为激烈；缺少特色的小型零售企业发展空间较小，利润向大型零售企业倾斜。

（5）行业政策

我国社会零售总额增速放缓，各业态分化明显，经营成本大幅上涨，门店扩张速度放缓，并购重组加剧，互联网电商规模及占比逐年增大。为了推动中国的经济发展模式从制造和投资驱动升级为消费驱动，2015年中国人民银行推出了一系列较为宽松的货币政策，包括降息及放松贷款条件等。此外，2015年5月，商务部研究制定《“互联网+流通”行动计划》，提出要加快互联网与流通产业的深度融合；2015年9月，国务院又发布《关于推进线上线下互动加快商贸流通创新发展转型升级的意见》，从鼓励线上线下互动创新、激发实体商业发展活力、健全现代市场体系以及完善政策措施等四大方面提出了18条措施；2015年11月，国务院印发《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》，指出未来发展的主要方向为商品流转渠道中的物流效率提升以及购物业态、社区消费方式的演变；2016年3月，财政部、海关总署、国家税务总局联合发文对跨境电子商务零售企业进行政策调整，取消了50元免征额，所有跨境电商包裹都需按照价格征税。

总体看，零售行业呈现一定的政策效应；目前，政府调控思路转变，鼓励电子商务，促进以消费新热点、消费新模式为主要内容的消费升级。

（6）行业关注

零售行业结束高增长状态，进入平稳增长阶段

零售业在国民经济体系中处于下游产业的位置，随着国民经济的发展，零售业迅速占据了产业链的主导位置，在中国国民经济中占有相当重要的地位；从社会零售总额的增长变动趋势来看，近十年来零售行业整体销售增速与国内生产总值（GDP）增速变化基本保持一致。在宏观经济发展“新常态”的市场环境下，国内消费市场亦结束高增长状态，进入平稳增长阶段。

房租与人工成本大幅上涨

从成本端来看，零售行业人工成本持续增长，同时在租金方面，受到空置率上升以及商用物业大面积业态调整（加大了餐饮及娱乐休闲等体验业态的比重）等因素影响，一线城市的副中心、偏远郊区以及二、三线城市的零售物业首层租金有所下滑，但核心商圈优质零售物业租金水平仍保持稳定较高水平。整体看，经营成本上涨给行业的经营带来压力。

电商的崛起对传统零售冲击明显

中国电子商务产业发展迅猛，过去五年中国网络购物规模平均增速达到90%以上，预计未来仍将以30%左右的速度增长。以天猫商城、京东商城、苏宁易购等为代表的电商产业对传统零售业形成了较大的冲击，这些冲击集中表现在对市场规模的逐渐侵蚀、对中高端客户的逐渐分流及对相应产品客户的不断争夺等。

（7）行业发展

零售业位于产业链终端，由于其轻资产、高杠杆、现金流充裕的诸多特点，具有较强的成本转嫁能力，但多渠道并存的行业现状已经挤压了相关的盈利空间，许多企业面临转型的必然选择。在传统零售业态中，尤其是百货和综合超市业态业绩下滑较为明显，医疗、租赁、旅游等其他新消费逐渐成为零售企业关注的焦点。未来几年，预期线上线下的融合将进一步加快，全渠道模式和开放平台将成为发展趋势，同时行业内部的并购重组和资本市场运作也将愈演愈烈；随着传统业态市场竞争的加剧和城市电商饱和度的不断增加，农村和四线以下城市将成为新的争夺战场。

总体看，随着城市化进程的持续推进、居民收入水平的不断提高以及消费者对商品多样化、差异化需求的提升，国内消费市场容量将继续扩大，我国零售行业虽然整体竞争压力大，但仍然有平稳上升的空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

规模较大、竞争力较强，外部发展环境好、政府支持力度强

公司是北京市政府投资组建的大型旅游企业，也是中国目前大型旅游企业集团之一。2016年，公司在中国20大旅游集团中名列第6位；在《中国服务业企业500强》中名列第102位；在中国500最具价值品牌榜排名第72位，品牌价值为406.72亿元，位列旅游服务行业第二位。公司地处首都，北京丰富的旅游资源为公司业务的发展提供了保证；同时，除国有资产无偿划拨外，政府还给予了资金和政策支持，2011年至今公司累计获得北京市国资委、财政局给予的国有资本金支持8.08亿元，获得的税收返还、贴息贷款以及旅游委、财政局、民委等政府部门专项资金支持超过1亿元。

产业链完整、经营专业化

2004年以来，在北京市政府的积极推动下，公司与西友集团、北京首商集团股份有限公司（原北京市西单商场股份有限公司，以下简称“首商股份”）、新燕莎集团、全聚德集团、东来顺集团和古玩城集团进行了战略重组，业务涵盖了旅游主业“吃、住、行、游、购、娱”六大要素，确立了酒店管理、商业管理、餐饮管理、旅游旅行服务和汽车服务五大板块。为了更好的实现产业链条各环节的有机结合，公司对现有业务板块进行关联性的业务整合，实现整体业务流程再造；同时，以具有竞争优势的经营品牌为支撑，分别实行相对独立的专业化经营和连锁化经营，通过经营运作，组建起了围绕旅游主业的专业化公司。

品牌众多、知名度高

（1）酒店管理业品牌

子公司北京首旅酒店（集团）股份有限公司（以下简称“首旅酒店”）收购如家酒店集团（以下简称“如家”）后，公司旗下的酒店品牌除“首旅建国”、“首旅京伦”、“首旅寒舍”、“雅客怡家”、“欣燕都”等原有品牌之外，如家旗下的“如家系列”、“和颐系列”、“云上系列”等也纳入首旅酒店管理。目前，首旅酒店拥有品牌数量达到28个，拥有酒店数量3,187家，客房数量36.7万间，行业排名居全国第二位。除首旅酒店管理的酒店外，首旅集团在北京拥有产权的三星级以上酒店23家，在外省市拥有全资酒店4家、控股5家，境外拥有全资酒店1家、参股酒店2家。

（2）餐饮管理业品牌

公司两大餐饮品牌的经营实体分别为全聚德集团和东来顺集团，其中全聚德集团汇集了“全聚德”、“仿膳饭庄”、“丰泽园”及“聚德华天”等众多知名老字号餐饮企业，“全聚德挂炉烤鸭技艺”被先后批准和列入北京市级非物质文化遗产项目和第二批国家级非物质文化遗产名录。东来顺集团以清真品牌为核心，主营清真餐饮和清真食品市场。“全聚德”和“东来顺”均为中国驰名商标；“东来顺”、“全聚德”、“丰泽园”及“仿膳饭庄”品牌荣获“2010年度北京餐饮十大品牌”称号；2013年崇文门饭店马克西姆餐厅荣获“京城百佳放心榜样餐厅”称号。

（3）商业管理品牌

公司商业管理拥有“燕莎”、“贵友大厦”、“西单商场”和“古玩城”等主打品牌。其中，“燕莎”品牌主要面向高端客户群体，经营都市高端百货和奥特莱斯折扣名品，包括“燕莎商城”、“燕莎奥

特莱斯”、“新燕莎MALL”等；“贵友大厦”主要面向中高端客户群体，以贵友大厦门店及其品牌为标志，服务于社区购物和休闲需要；“西单商场”是国内著名的大型商业零售企业，其核心门店西单商场是一家具有悠久历史、享誉全国的老字号企业；“古玩城”品牌的经营实体为古玩城集团，以经营古玩、珠宝、古典家具、书画、拍卖、汽车等专业市场为主业。

（4）旅游旅行服务品牌

公司旅游旅行服务拥有“康辉”和“神舟”两大品牌。公司两大旅行服务品牌的经营实体神舟国旅集团（以下简称“神舟国旅”）和中国康辉旅行社（以下简称“康辉旅行社”）是中国旅行社协会理事成员、太平洋亚洲地区旅游组织（PATA）、国际航协（IATA）和美国旅游经营商协会（USTOA）的成员。目前，康辉旅行社在全国各地的控股分公司已发展到近300家，连续多年营业收入总额排在全国百强旅行社的前三名；神舟国旅在北京的门店数量已达100余家，建立起了较为完善的营销网络系统。

（5）出行服务品牌

公司拥有“首汽”、“首都航空”等出行服务品牌。“首汽”品牌的经营实体首汽股份是中国最大的旅游汽车公司之一，已拥有万余辆各类车型，目前形成了首汽租车、首汽约车和首汽新能源三位一体的发展模式。2010年1月，北京市人民政府与海航集团有限公司签署战略合作框架协议，共同组建北京首都航空有限公司，并委托公司入资，形成了“首都航空”的出行品牌。

总体看，公司经营规模较大，政府支持力度强，外部发展环境好；并且建立了较为完善的旅游产业链，品牌知名度高，综合竞争力强。

2. 人员素质

公司按照现代企业制度的要求，采用直接聘任、内部竞聘、公开选聘、社会招聘相结合的多种渠道选聘机制，公司现有总经理、副总经理及财务总监共9位主要高层管理人员。

公司董事长段强先生，1956年6月生，经济学博士，中国旅游协会副会长。段强先生1975年4月参加工作，1976年9月入党，历任北京市通县农业局干部，北京市密云县第二中学教师，密云县团委副书记、书记，密云县委常委、县对外经贸委主任，密云县委副书记、代县长、县长，北京市人民政府副市长；1998年2月至今任公司党委书记、董事长。

公司总经理刘毅先生，1960年11月生，MBA、EMBA硕士学位，高级经济师。刘毅先生1978年9月参加工作，1983年7月入党，历任西苑饭店客房部副经理，北京市旅游局团委书记、管理一处副处长、行业管理处处长、党组副书记和纪检组长。1998年，刘毅先生开始接任公司党委副书记、董事，兼任首旅酒店公司党委书记、董事长、总经理；2008年6月至今任北京首都旅游集团有限责任公司党委副书记、副董事长、总经理。

截至2017年3月底，公司在岗职工36,004人，其中本科和研究生合计占比15.75%、专科占21.07%、中专及以下占63.18%；从年龄结构看，30岁以下的占22.63%，30~50岁的占56.09%，50岁及以上的占22.02%。

总体看，公司高管具有长期从事相关业务的工作和管理经验，整体素质较高；公司员工年龄结构和文化素质能够满足公司经营和发展需要。

五、管理分析

1. 治理结构

公司按照《公司法》的规定，已初步建立了符合现代企业制度的法人治理结构。公司建立了董事会、经理层和监事会，不设股东会。

董事会是公司的经营决策机构，对出资者北京市国资委负责，并且经北京市国资委以书面授权，可行使市国资委的部分职权。公司董事会由11名董事组成，其中由北京市国资委委派10人（含外部董事6人），职工董事1人（由职工代表大会或其他民主形式选举产生）；设董事长1人，副董事长1~2人，由北京市国资委从董事会成员中指定，任期三年，董事长需定期代表董事会向北京市国资委述职。

公司监事会负责检查公司财务、对董事及高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。公司监事会由6名监事组成，其中市国资委委派4人，任期三年；职工监事2人，通过职工代表大会选举产生，任期三年；监事会主席由北京市国资委从监事会人员中指定。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，公司设总经理1人，由董事会根据市国资委建议人选聘任或者解聘，董事长和总经理分设，其他董事会成员可以兼任除总经理之外的其他高级管理人员，但兼任人数不得超过董事会成员的三分之一；公司设副总经理6~8人，财务负责人1人。总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议。

公司建立了以资本为纽带的治理体制，公司享有出资者投资形成的全部法人财产权，统一决定授权范围内国有资产的配置、经营和管理方式，以及企业的设立和企业领导体制。近年来，公司已逐步理顺了产权关系，初步形成了以“专业化分工、集约化经营、规范化管理”为特征的三级企业管理架构，本部为第一级管理架构，作为公司的财务管理、资本运作、人力资源管理开发和形象宣传推广的中心；主业比较突出的下属公司、直属企业为第二级管理架构，行使专业化管理职能；以二级企业管理架构管理的子公司和分公司作为第三级管理架构，行使经营和创利的职能。

总体看，公司作为国有独资公司，由北京市国资委行使出资人职权，未设股东会，其法人治理结构符合《公司法》规定，能够满足公司经营需求。

2. 管理体制

根据控股经营的特点，公司制定了一套较为完善的企业内部制度，以制度来规范企业的各项经营管理活动。为强化内部集约化、信息化管理，公司全面推进“5+1”集约化综合信息平台建设。“5+1”信息平台包括：资金归集、集中采购、客源共享、物业资产管理、人力资源开发平台以及综合信息管理平台。目前资金归集、集中采购和客源共享已投入正常使用；物业资产管理、人力资源开发平台以及综合信息管理平台建设正在全面推进。

资金管理方面，各个成员企业的资金进行统一管理、统一调度、统一配置和统一使用，公司建立了资金归集平台；在中国银监会、市委、市政府以及市国资委、市银监局的支持下，公司下属财务公司于2013年4月取得了营业执照。财务公司作为公司独资设立的非银行金融机构，资金来源于公司，用于公司；接受人民银行监管；坚持金融管理服务与资金使用效益相结合和服务优先的经营原则。

担保管理方面，公司严格限制各下属公司对外提供担保，规定所属公司不得向公司以外的其他企业提供任何形式的贷款担保。对于公司内部之间的担保，公司规定在相关授权机构批准后，公司本部和下属子公司可以为其他公司下属子公司提供贷款担保。

在投资管理方面，重大投资决策管理由控股企业董事会负责，企业经营层负责实施。针对不同的下属企业分别核定预算额度，在该额度范围内履行各企业自身的审批程序后实施，对于超过年度投资预算额度的项目、单个投资超过一定金额的项目、在中国境外投资的项目以及新创立品牌或其他类别的投资项目，仍按照集团现行有效的审批程序，获批后方可实施。

安全管理方面，针对食品安全，公司制定了《食品卫生管理制度》，对原材料采购及贮存卫生、厨房操作卫生、外卖食品卫生、重点宴会卫生、餐饮具卫生、从业人员卫生、卫生检查等各环节工作进行了规范。针对景区安全，公司制定了《景区安全管理制度》，对景区安全运行条件、景区安全检查、景区防盗管理、景区防火安全管理、景区防破坏管理、景区预防自然灾害事故管理等进行了规范。

子公司管理方面，公司重新界定公司与子公司之间的管控关系，尤其对重大决策类事务从侧重“管”转变为侧重“控”。公司制定了《企业管理制度》、《企业管理制度控股企业实施细则》，修订了《派出董事管理办法》、《派出监事管理办法》以规范对所属子公司的管理。对全资企业，日常运营由企业经营层负责；对控股企业，公司派出董事根据该企业的法人治理结构，按照董事会的议事规则，实现公司的战略意图和管理决策；对公司有派出董事的参股企业，参照控股企业管理执行。

总体看，公司建立了较为完善的治理结构和良好的管理机制，内部管理制度不断健全、规范；但公司下属公司众多，管理链条较长，在管理的科学化和制度化方面仍有一定改进空间。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为旅游及相关配套服务。2014~2016年，公司营业收入年均复合增长率为6.74%，呈逐年增长态势；2016年，公司营业收入为436.61亿元，同比增长13.36%，主要系公司于2016年4月将如家纳入合并报表范围所致。2014~2016年，公司营业利润分别为14.85亿元、5.89亿元和12.69亿元，年均复合增长率为-7.59%，主要系商业零售景气度持续下行、首汽约车业务处于新业务培育期暂时亏损以及2016年4月收购如家其成本主要计入期间费用的共同影响所致。

从收入细分板块看，近三年，公司酒店及餐饮板块收入分别为56.00亿元、65.38亿元和119.34亿元，年均复合增长率为45.98%，其中，2016年增幅较大主要系子公司首旅酒店于2016年4月收购如家所致；商品销售板块收入分别为158.17亿元、162.62亿元和151.02亿元，年均复合增长率为-2.29%，呈波动下降态势，主要系近年来互联网电子商务发展对公司实体商业形成一定冲击所致；旅行社板块业务收入分别为126.02亿元、105.33亿元和102.11亿元，年均复合增长率为-9.99%，呈逐年下降态势，主要系传统旅行社业务受自由行旅游及在线旅游的冲击所致；汽车客运、修理、租赁业务收入分别为13.97亿元、17.44亿元和28.64亿元，年均复合增长率为43.18%，呈逐年增长态势，主要系首汽约车等业务快速增长所致；物业销售、租赁业务收入分别为18.61亿元、21.58亿元和19.91亿元，基本保持稳定，略有波动主要系租金上涨以及2016年房地产销售结转规模下降的共同影响所致，具体情况如下表所示。

表3 2014~2016年公司主营业务收入及毛利率（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
酒店及餐饮	56.00	14.84	81.05	65.38	17.23	84.52	119.34	27.45	90.83

商品销售	158.17	41.92	15.64	162.62	42.85	10.01	151.02	34.73	9.38
旅行社	126.02	33.40	4.25	105.33	27.76	4.18	102.11	23.48	4.60
汽车客运、修理、租赁	13.97	3.70	25.98	17.44	4.60	18.35	28.64	6.59	8.03
物业销售、租赁	18.61	4.93	63.51	21.58	5.69	72.52	19.91	4.58	78.75
文化娱乐业	1.56	0.41	59.62	1.25	0.33	36.00	1.87	0.43	31.55
其他	2.97	0.79	65.32	5.87	1.55	77.17	11.94	2.75	78.31
合计	377.30	100.00	24.86	379.47	100.00	26.29	434.83	100.00	35.69

资料来源：公司提供

毛利率方面，2014~2016年，公司酒店及餐饮板块的毛利率最高且变动较小，均在80%以上，2016年为90.83%，较2015年有所提高，主要系酒店及餐饮板块成本核算仅包括原材料成本及燃料成本，将人工、房租、折旧等成本计入销售费用以及管理费用所致；公司商品销售板块毛利率分别为15.64%、10.01%和9.38%，呈逐年下降态势，主要系公司下属商场及百货店为维持市场份额展开大规模打折促销所致；旅行社板块由于行业竞争激烈及进入门槛较低，近三年该板块毛利率基本维持在4.00%左右；汽车客运、修理、租赁板块毛利率分别为25.98%、18.35%和8.03%，呈逐年下降态势，主要系公司为扩大市场占有率不断增加投入、首汽约车处于市场培育期暂时亏损以及行业竞争加剧的共同影响所致；物业销售、租赁板块毛利率分别为63.51%、72.52%和78.75%，均处于较高水平，主要系自持物业租赁业务毛利率水平较高所致；此外，虽然文化娱乐业务板块和其他业务板块毛利率较高，但由于占比较低，对公司利润贡献有限。受上述因素的共同影响，近三年公司主营业务毛利率分别为24.86%、26.29%和35.69%。

2017年1~3月，公司实现营业收入104.56亿元，同比增长20.77%，主要系如家酒店集团业绩纳入合并报表范围所致；净利润由上年同期的-0.72亿元变为-0.86亿元，主要系首汽约车服务处于培育期以及公司对北京首寰北京环球影城主题公园项目投资持续增加使得财务费用扩大的共同影响所致。

总体看，受2016年4月收购如家的影响，公司营业收入规模得到了明显提升。受实体零售行业不景气以及首汽约车业务处于培育期等因素的影响，公司商品销售和汽车客运、修理、租赁业务的毛利率水平出现了明显下滑；同时，考虑到如家酒店集团运营业务大部分成本计入期间费用，公司主营业务毛利率同比变动的参考性一般。

2. 酒店及餐饮业务

公司酒店及餐饮板块主要包括酒店经营、管理和餐饮管理两大类业务。其中，收入核算仅包含客房、公寓、写字楼、餐饮收入；商品部、健身娱乐、洗衣、商务中心、电话等服务计入商品销售等其他收入板块。

（1）酒店业

酒店业是公司重要的支柱产业之一，近年来保持着相对稳定的经营状况，是公司利润的重要来源。公司酒店业务主要由下属的首旅酒店、北京饭店、首旅建国、燕莎中心等子公司运营；其中，首旅酒店于2000年6月1日在上海证券交易所上市（股票代码：600258.SH，公司持股比例为36.79%）。

公司酒店业的运营模式包括自主经营、委托代管以及受托管理，以自主经营为主；其中，自主经营和委托他方代管的酒店均为公司自有产权酒店。在委托代管方面，公司与凯宾斯基、喜来登、悦榕庄、安曼等国际知名酒店管理品牌合作，将部分产权酒店交由其代为管理，公司支付管理费用；对于受托管理的酒店，公司主要通过向委托方收取服务费的方式获得盈利，首旅建国作为公司的酒店管理品牌受托管理了国内多家酒店。

为加强对下属酒店资产的有效整合，公司不断将相关的酒店类资产的所有权整合至子公司北京

首旅置业集团有限公司（以下简称“首旅置业”），将酒店的经营管理权交给首旅酒店，实现所有权和经营权分离。另外，公司通过收购外地酒店等方式，将酒店空间布局逐步扩大至全国范围，如子公司首旅酒店完成收购浙江南苑控股集团（以下简称“南苑股份”）进入了南方酒店市场。经资产整合和重组后，截至2017年3月底，首旅酒店合计拥有3,403家酒店（含产权酒店及受托管理酒店）、371,279间客房。

星级酒店

公司所经营的酒店主要集中在长安街沿线、燕莎商圈等繁华地段，定位高端，以星级酒店为主。截至2017年3月底，公司所经营的酒店中有35家三星级以上（包括三星级）酒店企业，其中包括17家五星级饭店、10家四星级饭店、8家三星级饭店，具体情况如下表所示。

表4 公司星级酒店情况

星级	酒店企业名称
五星级	北京饭店、贵宾楼饭店、长富宫饭店、长城饭店、新世纪饭店、国际饭店、西苑饭店、兆龙饭店、北京凯宾斯基饭店、广州建国饭店、河南建国饭店、西安建国饭店、颐和园宾馆、海南三亚国宾馆、南苑饭店、南苑环球酒店、北京诺金酒店
四星级	香山饭店、民族饭店、京伦饭店、和平宾馆、新侨饭店、亮马河大厦、北京建国饭店、前门饭店、南苑新城、南苑五龙潭
三星级	永安饭店、谭阁美新源里店、北展饭店、东方饭店、宣武门商务饭店、崇文门饭店、和平里饭店、上园饭店

资料来源：公司提供

近年来，得益于公司酒店地理位置优越、定位高端、经营历史长和摊销成本低等因素，酒店业务盈利一直保持较高水平。2014~2016年，酒店平均房价分别为497.17元/间、498.95元/间和504.06元/间，基本保持稳定；从出租率来看，2014~2016年，公司四星级酒店和五星级酒店出租率呈逐年上升趋势；三星级酒店出租率基本保持稳定，具体情况如下表所示。

表5 公司星级酒店经营指标（单位：%、元/间）

酒店星级	出租率				平均价格			
	2014年	2015年	2016年	2017年1~3月	2014年	2015年	2016年	2017年1~3月
五星级	59.13	60.53	61.42	52.30	701.24	676.62	681.15	653.22
四星级	67.18	68.42	70.70	62.58	563.88	534.31	512.17	503.22
三星级	69.98	71.77	71.10	63.21	372.92	379.50	374.53	388.22
平均	66.06	66.69	66.99	59.54	497.17	498.95	504.06	487.86

资料来源：公司提供

经济型酒店

2016年4月，首旅酒店以每股普通股17.90美元及每股ADS（每股ADS为两股普通股）35.80美元的价格向如家酒店集团非主要股东及主要股东（就其非转换股份）支付74.73亿元人民币作为现金购买对价，获得如家酒店集团66.14%股权。2016年10月，首旅酒店向8名交易对手发行股份2.47亿股，购买宝利投资有限公司100%股权和如家酒店集团19.03%股权，首旅酒店增持如家酒店集团33.86%的股权，至此共持有如家酒店集团100%股权。

如家酒店集团自创立以来，拥有遍及全国200多座城市的1,800多家连锁酒店；目前，如家旗下拥有的如家快捷酒店（经济型连锁酒店和中高端商务酒店品牌“和颐”）及莫泰酒店两大品牌，形成了业内最大的连锁酒店网络体系。此外，公司自有的经济型酒店品牌“欣燕都”也不断增开新店，截至2016年底，公司自有经济型酒店品牌“欣燕都”签约及管理酒店达到25家，客房数增长到2,140

间。

目前，公司正在加快探索预订渠道、会员管理体系、PMS 系统、收益管理系统和培训体系全面整合的解决方案，以持续推进公司原有酒店业务和如家酒店集团的业务整合。

总体看，虽然国内高端商务市场的争夺较激烈、政府严控“三公消费”，但公司星级酒店业经营状况依旧相对稳定；受收购如家酒店集团的影响，公司经济型酒店业务规模迅速扩张。此外，公司对酒店资产的不断整合持续优化了酒店板块资产和收入结构，提升了公司品牌影响力和竞争实力。

（2）餐饮业

公司餐饮业营业主体主要为全聚德和东来顺。

全聚德

2007年11月20日，全聚德作为首只餐饮概念的中小板股，在深圳证券交易所挂牌上市（股票代码：002186.SZ，公司持股46.48%）。全聚德定位为新型综合餐饮产业集团，主营业务为餐饮服务及食品加工销售等，餐饮服务方面主要提供以“全聚德”烤鸭系列菜品为主的高档餐饮服务，同时经营“满汉全席”为特色的仿膳饭庄、高档鲁菜的丰泽园饭店和特色川菜的四川饭店等中高档饭店，餐饮服务的经营模式为连锁经营；食品加工销售主要以北京鸭生、熟制品、荷叶饼和甜面酱等烤鸭辅料以及月饼、元宵、仿膳宫廷糕点等传统面食品为主。2016年，全聚德集团实现营业收入18.47亿元，同比略有下降；利润总额1.90亿元，同比增长3.68%，主要系全聚德通过加强成本管理、提高集采比率、规范自采供应商等方式控制成本所致。

近年来，为扩大经营规模和提升盈利水平，全聚德不断扩展门店数量，主要以直营店和特许加盟店为主；2014~2016年，全聚德新增8家直营店、7家特许加盟店。截至2017年3月底，全聚德在北京、上海、重庆、长春、青岛、郑州、杭州、新疆、沈阳、合肥等全国21个省、市、自治区、直辖市共有108家门店，其中直营店38家（包括“全聚德”品牌直营店35家，“仿膳”品牌直营店1家，“丰泽园”品牌直营店1家，“四川饭店”品牌直营店1家）；特许加盟店70家；海外“全聚德”特许加盟店5家。

2014~2016年，全聚德经营呈小幅波动，全聚德通过调整产品类型及价格以适应更多消费群体需求。2014~2016年，全聚德集团接待宾客次数分别为704.61万人次、726.82万人次和770.57万人次，呈不断增长态势；人均消费分别为169.10元、165.48元和158.06元，呈逐年下降态势；上座率分别为69.91%、73.18%和71.54%，基本保持稳定。

2014~2016年，全聚德营业收入分别为18.46亿元、18.53亿元和18.47亿元，净利润分别为1.38亿元、1.43亿元和1.50亿元，经营较为稳健。

另外，在品牌建设与行业影响力方面，目前公司以“全聚德·食王府”品牌走向高端化，全聚德品牌的知名度和美誉度已进一步获得市场的认可；在食品安全方面，公司通过加大集中采购力度，确保食品来源的安全性，近三年未出现食品安全问题。

东来顺

东来顺以清真餐饮主业，扩展了清真食品、特许加盟、肉业加工、物流配送等业务。2016年，东来顺集团实现营业收入4.51亿元，同比增长4.88%；利润总额0.33亿元，同比增长120.00%。

在拓展门店方面，东来顺集团在巩固北京市场占有率的基础上，按照低租金、长租期、免装修，开店后低成本运行的开发原则，实现门店数量快速增长。目前，东来顺包含直营门店26余家，覆盖北京、武汉、青岛、上海等城市；特许加盟门店135余家，地区分布较为均衡，覆盖到26个省、市、自治区及特别行政区；已形成了北京直营店为骨干、外埠直营连锁协调发展的局面。

东来顺清真食品业务以自有品牌冷速冻定型包装产品为主产品，以零售商超为主渠道，拥有20

余家产品经销商，覆盖19个省市、自治区，拥有4,000家销售网点及30家联营渠道，经营品种包括牛羊肉系列、调料系列、面点系列等产品多达50余种。

总体看，全聚德主打高端特色餐饮，综合竞争力较强；东来顺则定位清真特色餐饮，经营规模不断扩大，盈利能力不断增强，品牌与行业地位较为突出。

3. 商品销售业务

公司商品销售业务包括：商场商品零售和汽车油品销售。2014~2016年，公司商品销售板块收入分别为158.17亿元、162.62亿元和151.02亿元，呈波动下降趋势，主要系受电商冲击所致；毛利率分别为15.64%、10.01%和9.38%，呈不断下降态势，主要系在商场百货业企业同质化竞争激烈及电商冲击的市场环境下，公司商场百货业企业为维持市场份额展开大规模促销所致。此外，需要说明的是，计入公司商品销售板块的收入主要包括下属商场商品销售收入和汽车及油品销售收入；商铺租赁收入计入物业销售、租赁板块。

(1) 商品销售

公司商场业务的核心经营主体为首商股份，前身为北京市西单商场股份有限公司，于1996年7月16日在上海证券交易所上市，股票代码：600723.SH。2016年，首商股份实现营业收入100.77亿元，同比下降7.85%；利润总额5.63亿元，同比下降17.67%，主要系电商冲击较大且实体零售竞争激烈所致。

首商股份是国内著名的大型商业零售企业之一，目前主要运营“燕莎”、“贵友”、“燕莎奥特莱斯”、“燕莎MALL”、“西单商场”商业品牌。从运营模式看，90%以上为店铺租赁和联营，剩余部分为商品代销和自营。公司通过对入驻品牌商家收取租金+利润分成的方式实现盈利，即对商场入驻商家部分采取直接收取租金的方式，部分采取联营的方式（即入驻品牌商家的所有商品销售收入均归公司所有，公司将收入的一部分作为分成留存并将其余归还各商家）。

从经营业态来看，首商股份有百货、奥特莱斯、购物中心和专营专卖等多种零售业态，以满足不同消费群体的需求，“燕莎”、“贵友”、“燕莎奥特莱斯”、“燕莎MALL”、“西单商场”等品牌均已运作多年，具有一定的市场知名度和影响力。

总体看，公司商场零售业态丰富，品牌知名度高，但受电商冲击影响以及实体零售竞争加剧的影响，盈利水平有所下降。

(2) 汽车、油品销售

汽车销售和油品销售分别由北京首汽汽车修理有限公司和中油首汽石油销售公司运营。北京首汽汽车修理有限公司拥有一汽奥迪、一汽大众、一汽丰田、一汽马自达、上海大众、东风雪铁龙、北京现代、江淮瑞风、上汽汇众等汽车销售服务店10余家；中油首汽石油销售公司共有连锁参股加油站20家。

公司汽车销售定价原则按照厂家的零售指导价，不得低于此价格；油品的价格按照国家规定的价格确定。销售的结算原则是：汽车销售个人、企业客户均为现金结算；油品销售结算主要有预收、现收和合同应收方式。

2016年，公司汽车销售收入23.46亿元，同比增长34.44%，主要系汽车行业景气度较高所致；油品销售收入为34.57亿元，同比下降16.49%，主要系油品批发业务量下降所致。

总体看，公司汽车油品销售业务经营规模较小，对公司主营业务收入的贡献有限，但对公司收入来源形成了一定的有益补充。

4. 旅行社业务

公司旅行社板块主要包括下属各旅行社业务和景区景点管理业务。受行业整体利润水平较低的特点所限，公司旅行社业务处于微利状态；但该业务又具有聚拢客户资源的优势，可以为公司其他业务提供重要的客源支持。2014~2016年，公司旅行社业务收入分别为126.01亿元、105.33亿元和102.11亿元，呈不断下降趋势，主要系传统旅行社业务受自由行旅游及在线旅游的冲击所致；其中2015年收入下降明显，除上述原因外还受到了人民币贬值的影响。2014~2016年，公司旅行社业务毛利率基本稳定在4.00%左右，符合行业特点，具体经营指标详见下表。

表6 近三年一期公司旅行社板块经营指标（单位：万元、人次）

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~3月
入境游收入	44,831	32,081	28,403	3,437
出境游收入	675,584	550,924	568,724	110,219
国内游收入	539,778	470,317	423,958	66,531
入境游人数	548,907	334,665	360,292	42,315
出境游人数	1,378,196	1,205,625	1,329,050	294,675
国内游人数	6,540,338	3,533,689	4,465,111	645,655

资料来源：公司提供

（1）旅行社业务

公司旅行社板块经营主体主要为康辉旅行社和神舟国旅等。

康辉旅行社是国家特许经营中国公民出境旅游的组团社，经过三十几年的发展，目前已成为中国大型旅行社集团企业之一，全国控股分子公司发展到300余家，营业收入总额多年排在全国百强旅行社的前三名。近年来，康辉旅行社充分整合地方政府资源，借助政府优势提升自身品牌优势，先后与黄山、山东、东莞和成都等旅游目的地政府签订了战略合作协议，获得当地政府的奖励，提升了康辉的品牌知名度。同时，康辉旅行社首创以旅行社托管景区模式，于2011年4月份与秦皇岛祖山景区签定委托管理合同并全面接管祖山景区，为康辉旅行社走向景区管理市场打下了良好基础。2016年，康辉旅行社实现营业收入89.99亿元，同比增长0.57%；实现利润-0.05亿元，由正转负。

神舟国旅是由原北京中国国际旅行社、北京市中国旅行社、北京海外旅游公司、北京市旅行社、神州国际旅游公司、方舟旅行社等旅行社及相关企业重新组建而成，主要从事入境业务、国内旅游业务和出境旅游业务。近年来，神舟国旅连续入选中国旅行社100强排名前十位。2016年，神舟国旅实现营业收入13.62亿元，同比下降13.69%，利润总额-224.82万元。

（2）景区景点管理业务

公司景区景点管理业务的经营主体为首旅酒店。近年来，公司向旅游目的地实施业务拓展，先后投资并参与管理了海南南山文化旅游区（以下简称“南山景区”）、北京野生动物园、宁夏沙湖生态景区、长春影视城等重点景区景点项目。

公司景区景点业务的主要经营模式为：以景区+酒店+餐饮为主的实体经营模式，盈利模式为以收取门票为主、带动客房、餐饮、电瓶车等二次消费的盈利方式，结算模式为以现金结算为主，兼有预收和应付的结算方式。

公司景区业务中以海南南山景区业务为主，南山景区以独特的山景、海景和佛教文化为依托，拥有国内最大的素食餐厅，是国家著名AAAA级风景区。2014~2016年，南山景区的入园人数分别为361.53万人、352.63万人和374.32万人，基本保持稳定；2016年，南山景区实现收入3.72亿元，利润总额0.98亿元，南山景区门票对公司收入和利润的贡献较小。

总体看，公司旅行社品牌知名度较高，但由于行业特征，其盈利能力较低且容易受到汇率波动的影响；景区景点管理业务经营规模较小，对公司利润贡献较小。

5. 汽车服务业

公司汽车服务业板块业务主要包括汽车客运、修理和租赁业务。2014~2016年，公司汽车服务业收入分别为13.97亿元、17.44亿元和28.64亿元，呈逐年增长态势，主要系首汽租车车辆规模扩大和业务量增加所致；毛利率逐年下降，主要系汽车保有量上升带来的经营成本上升以及首汽约车平台处于业务培育期的共同影响所致。

公司汽车服务业经营实体是首汽股份。首汽股份集汽车出租、汽车租赁、汽车销售和维修服务、汽车油品供应于一体，目前形成了首汽租车、首汽约车和首汽新能源三位一体的发展模式；拥有全国唯一的国宾车队，是全国接待能力最强的汽车公司之一，在全国行业排名位居前三位。近年来，首汽股份的制度创新和技术创新初步完成了内控体系的搭建，实现了企业的闭环管理、授权管理和职责管理的管理体系，使管理者在安全管理、服务质量管理和资产质量管理方面形成了统一的评价标准。经过有关部门认定，首汽股份的服务规范已经转化成为了北京市地方标准（DB），为城市出租车行业标准的建设做出了重要贡献，企业的社会效益得到进一步提高。

截至2016年底，首汽租车车辆规模达到3.5万辆，覆盖城市72个，服务网点557个，行业排名稳居前三名。为提升租车业务竞争力，公司增加了新置汽车的投入，投资支出2016年增幅较大；但公司积极拓宽融资渠道，2016年完成了“A+轮股权转让”，预计2017年完成“B轮融资”。

首汽约车开通业务的城市33个，线下服务车队规模18,442部；截至2017年4月，全国注册用户660万，日均订单量超过9万单，行业排名全国第四位。但由于首汽约车平台处于业务培育期，为扩大市场占有率，目前该业务略有亏损；2017年，该业务预计亏损额为7~8亿元左右。此外，首汽新能源业务处于研发期，尚未产生收入。

总体看，公司汽车服务业务资源充足，接待能力较强，行业地位较高；但受新置汽车支出增加以及首汽约车平台处于业务培育期的共同影响，业务毛利率下滑明显。

6. 物业销售及租赁业务

公司物业板块主要由房地产开发销售以及租赁业务构成，以物业租赁为主。2014~2016年，公司物业销售、租赁业务收入波动上升，分别为18.61亿元、21.58亿元和19.91亿元。其中，2015年公司物业销售、租赁业务板块收入较2014小幅增长，主要系租赁业务租金上涨所致；2016年公司物业销售、租赁业务板块收入较2015有所下降，主要系房地产结转收入减少所致。

表7 近三年一期公司物业销售与租赁业务收入情况（单位：万元）

业务划分	2014年	2015年	2016年	2017年1~3月
房地产销售	65,652.43	75,046.11	58,065.72	3,809.52
物业租赁	120,405.14	140,707.91	141,041.85	33,658.16
合计	186,057.57	215,754.02	199,107.57	37,467.69

资料来源：公司提供

（1）房地产开发销售

公司房地产销售板块经营主体包括：北京紫金世纪置业有限责任公司（紫金置业）、华龙旅游实业发展总公司（华龙实业）、北农集团等。2014~2016年，公司房地产销售收入分别为6.56亿元、7.50亿元和5.81亿元，收入规模有所波动主要系项目结转规模波动所致。

截至2017年3月底，公司在建项目包括天天家园和于家务乡次中心一期项目，计划总投资23.76亿元，已完成投资20.66亿元，尚需投资3.09亿元，投资规模不大。

表8 截至2017年3月底公司房地产在建项目投资计划（单位：万元）

项目名称	总投资	资金筹措方案		截至2017年3月底已投资	2017年4~12月拟投资	2018年以后拟投资
		自筹	贷款			
北京天天家园	46,948	46,948	--	42,544	4,361	43
通州区于家务乡次中心一期项目	190,607	140,607	50,000	164,074	21,238	5295
合计	237,555	187,555	50,000	206,618	25,599	5,338

资料来源：公司提供

总体看，公司房地产销售业务收入规模较小，但对公司收入形成有益补充；公司目前在建房地产项目较少，未来资金支出压力较小。

（2）物业租赁

公司物业租赁业务主要是由下属商业企业（首商股份）、物业出租企业（古玩城集团）、写字楼出租企业（凯威大厦、燕京大厦等）、饭店企业（共涉及20余家饭店）经营。2014~2016年，公司物业租赁业务收入逐年增长，主要系物业租金水平略有上涨所致。

商业企业房屋场地租赁收入主要来自新燕莎控股、西单商场的转租收入；古玩城集团房屋场地租赁收入为古玩城集团自有物业或租入物业经装修改造后出租给经营古玩玉器等业务的商户的收入；凯威大厦、燕京大厦以自有物业作为写字楼出租；饭店企业房屋场地租赁收入为饭店将自有经营场所如餐厅、商品部、健身场所等出租取得的收入。

公司全部租金收入均体现在租赁业务板块，公司租赁的门店只部分用于对外转租，另一部分用于与厂家采用联营销售、代销等方式经营，销售部分取得的收入体现在公司商品销售的板块中，不计入公司租赁业务板块。

总体看，公司物业租赁业务运营良好，业务收入逐年增长，但现阶段收入规模较小。

7. 重大投资项目

未来公司投资项目主要包括三亚国宾馆二期项目、北京野生动物园步行游览区升级改造（一期）建设项目、北京八达岭龙湾国际汽车露营地和北京环球主题公园及度假区项目一期。目前公司主要项目计划总投资合计约417.58亿元，其中自筹资金比例为44.77%。截至2017年3月底，项目已完成投资135.43亿元，2017年4~12月预计投资72.60亿元，2018年预计投资103.41亿元，2019年及以后尚需投资金额103.14亿元，资金需求较大，具体情况如下表所示。

表9 截至2017年3月底公司投资项目进展情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		截至2017年3月底完成投资情况	预计投资情况		
			贷款	自筹		2017年4~12月	2018年	2019年以后
三亚国宾馆二期项目	建造住宅及经营用房	257,790	--	257,790	43,732	80,326	66,866	66,866
北京野生动物园步行游览区升级改造（一期）建设项目	原有场馆的改造修缮及新场馆的建设	51,183	--	51,183	3,689	44,757	2,737	--
北京八达岭龙	房车营位的建设、	20,804	--	20,804	18,095	2,709	--	--

湾国际汽车露营地	解决主会场区域冬季入住问题供暖地源热泵、湖面污水处理工程							
北京环球主题公园及度假区项目一期	由北京首寰文化旅游投资有限公司与美国环球主题公园及度假区集团共同投资开发建	3,816,000	2,289,600	1,526,400	1,288,736	598,172	964,546	964,546
合计		4,145,777	2,289,600	1,856,177	1,354,252	725,964	1,034,149	1,031,412

资料来源：公司提供

公司主要的投资项目为北京环球主题公园及度假区项目，该项目位于通州文化旅游区，引入了“环球影城主题公园”品牌。公司与其它四家企业共同出资设立北京首寰文化旅游投资有限公司（公司持股比例50%，纳入合并报表范围，以下简称“首寰投资”），由首寰投资负责项目建设。北京环球主题公园及度假区总占地约400公顷，其中主题公园占地约100公顷，包括20多个娱乐景点以及驻场演出、彩车巡游和烟火表演等表演节目，同时配套餐饮、商业、游客服务、停车场等相关设施。项目计划建设期6年，自2013年开始启动前期工作，预计2020年开始试营业。一期核心区项目预计总投资381.6亿元。该项目已于2014年取得国家发展和改革委员会出具的【2014】2171号《国家发展改革委关于北京环球影城主题公园核准的批复》，确定该项目由中方公司和美方公司共同投资建设，中方公司为公司控股子公司首寰投资，美方公司为美国环球城市影城有限责任公司。截至2017年3月底，该项目已累计投资128.87亿元；其中，2016年年度投资为90.78亿元，资金来源均为股东资本金投入。

总体看，公司重大投资项目投资规模较大，主要为北京环球主题公园及度假区项目，有一定的资金压力。

8. 经营效率

从资产运营效率看，受行业经营特点影响，公司应收账款相对较小，近三年应收账款周转次数分别为41.98次、43.94次和43.16次，保持在较高水平；随着房地产业务的开发，存货余额有所波动，近三年存货周转次数分别为7.12次、6.94次和6.50次。近三年，公司发展较快，升级和建设项目较多以及收购如家导致总资产规模增长较快，近三年公司总资产周转率小幅下降，三年分别为0.87次、0.78次和0.70次。

总体看，公司经营效率较高。

9. 经营关注

多元化经营及管理风险

公司业务领域涉及酒店及餐饮、商品销售、旅行社、汽车服务、物业销售及租赁、文化娱乐业等，虽然均系旅游业的相关产业且公司不断对上述业务板块进行关联性整合，但各业务板块经营模式仍存在一定差异，公司面临一定的多元化经营风险。此外，公司下属公司较多，管理链条较长，可能出现监督管理失控、管理成本增加等潜在管理风险。

互联网电商冲击实体零售，盈利水平下滑明显

随着互联网电子商务的发展以及实体零售竞争加剧的影响，公司经营的实体商业规模及盈利水平有所下降。具体来看，2016年，子公司首商股份实现营业收入100.77亿元，同比下降7.85%；利润总额5.63亿元，同比下降17.67%。

旅行社业务毛利率较低且易受到汇率波动影响

近年来，旅游产业逐步对外资开放，行业竞争较为激烈，行业整体盈利能力处于较低水平；同时，出境游规模受汇率波动的影响较大。

汽车购置需求较大，首汽约车处于业务培育期暂时亏损

受汽车购买支出增加的影响，公司投资支出较大，折旧成本等增幅较大；首汽约车平台处于业务培育期，为扩大市场占有率，培养消费习惯，该业务暂时亏损。2017年，预计亏损额为7~8亿元左右。

北京环球主题公园及度假区项目投资需求较大，未来公司面临较大的资本支出压力

截至2017年3月底，北京环球主题公园及度假区项目已投资135.43亿元，尚需投资279.15亿元，公司面临较大的资本支出压力；同时，该项目预计于2020年才开始正式运营，投资回报期较长，现金流回笼速度较慢。

10. 未来发展

“十三五”期间，公司将持续推进改革创新，全面落实转型发展，加大成本管控的运作控制力度，把握好供给侧改革、国资国企改革、京津冀协同发展等重大举措给公司发展所创造的有力机遇，将公司发展成为知名的旅游品牌，创建和运营服务的综合供应商。

具体来看，酒店板块，公司将找准目标客群市场，全面打造满足消费者需求出发、适销对路的餐饮、住宿产品和服务；餐饮板块，公司将巩固现有的市场格局，深耕“小而精”的开店模式，加大品牌食品研发力度，满足大众化消费需求；商业板块，公司将加大调整力度，全面推进体验式、个性化场景打造，引领生活方式转换，提升聚客能力；旅行社板块，公司将全面进行线上线下深度融合，加快建立客源营销组织体系；景区板块，公司将加强规范管理，不断丰富园区内旅游要素，增强游客的体验感与互动性。此外，公司在推动创新发展的同时，将严控经营成本费用，依托集中采购平台、财务公司等降本增效。

总体看，公司未来发展思路明确，规划切实可行。

七、财务分析**1. 财务概况**

公司提供的2014~2016年财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见审计报告，公司报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定编制。由于公司2015年审计报告对前期差错更正，因此2014~2016年财务数据分别采用2015年审计报告的期初数、2015年审计报告的期末数以及2016年审计报告的期末数；2017年一季度财务报表未经审计。

从合并范围看，2015年，公司因股权处置合并范围减少3家子公司，并通过投资新设增加1家一级子公司；2016年，公司因清算减少1家一级子公司。考虑如家酒店集团于2016年4月成为公司的二级控股子公司，公司财务变动较大，可比性一般，下文将重点分析2016年的财务数据。

截至2016年底，公司资产总额729.62亿元，负债合计452.89亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计276.72亿元，其中归属于母公司的所有者权益为122.64亿元。2016年，公司实现营业收入436.61亿元，净利润（含少数股东损益）6.68亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为4.09亿元；经营活动产生的现金流量净额44.24亿元，现金及现金等价物增加额1.14亿元。

截至2017年3月底，公司资产总额755.66亿元，负债合计473.43亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计282.23亿元，其中归属于母公司的所有者权益为126.18亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入104.56亿元，净利润（含少数股东损益）-0.86亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-1.15亿元；经营活动产生的现金流量净额10.32亿元，现金及现金等价物增加额22.02亿元。

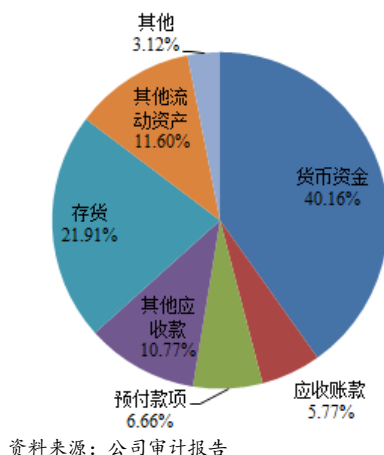
2. 资产质量

2014~2016年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率为26.10%。截至2016年底，公司资产总额729.62亿元，较上年底增长38.50%，主要系非流动资产的大幅增加所致；其中，流动资产占25.55%，非流动资产占74.45%，资产构成以非流动资产为主。

流动资产

2014~2016年，公司流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长11.63%。截至2016年底，公司流动资产为186.44亿元，较上年底增长4.78%，主要系一年内到期的非流动资产减少和其他流动资产增加的共同影响所致；主要由货币资金（占比40.16%）、应收账款（占比5.77%）、预付款项（占比6.66%）、其他应收款（占比10.77%）、存货（占比21.91%）和其他流动资产（占比11.60%）构成，具体情况见下图。

图4 截至2016年底公司流动资产构成情况



2014~2016年，公司货币资金呈逐年增长态势，年均复合增长率为7.22%，主要系公司经营性现金流保持较大规模以及借款规模较大所致。截至2016年底，公司货币资金为74.88亿元，较上年底增长2.58%，基本保持稳定；其中，银行存款占比97.00%，使用受限的货币资金为5.19亿元（占6.94%），主要为存出保证金、存放中央银行法定准备金、单用途商业预付卡存管资金等，受限资金占比较小。

2014~2016年，公司应收账款呈波动增长态势，年均复合增长率为13.91%。截至2016年底，公司应收账款净额为10.76亿元，较上年底增长30.75%，主要系将如家纳入合并范围所致；从计提坏账准备的情况来看，按照账龄组合的应收账款占比60.20%（其中1年以内的占比80.04%）、预计损失率组合占比30.72%、信用卡组合占比5.15%、单项计提坏账准备占比3.93%，合计计提坏账准备0.74亿元，计提比例较为合理。

2014~2016年，公司预付款项呈逐年增长态势，年均复合增长率为10.96%。截至2016年底，公司预付款项为12.43亿元，较上年底增长1.77%，基本保持稳定，主要为公司为旅游团预付的团费、机票费等；公司预付款项主要为账龄在一年以内的预付款项（占比为87.23%），预付款项超过一年未结转的主要为预付门票分成款等。

公司其他应收款主要为向联营企业提供的短期借款、股权转让款和项目保证金等，2014~2016年，公司其他应收款呈波动增长态势，年均复合增长率为0.68%。截至2015年底，公司其他应收款13.36亿元，较年初下降32.54%，主要系公司收回部分向联营企业提供的短期借款及委托贷款所致。截至2016年底，公司其他应收款20.08亿元，较上年底增长50.28%，主要系公司借款及往来款增加所致，其中非经营性往来占款合计3.95亿元；合计计提坏账准备1.56亿元，计提比例较为合理；前五名合计占比48.40%，具体情况见下表。

表10 截至2016年底按欠款方归集的其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

债务人名称	款项性质	账龄	账面余额	占比
北京钟鼓楼京苑置业有限公司	借款	2~3年	3.25	15.01
中信资本比勤有限公司	股权转让款	1年以内	2.82	13.04
上海昭格财务咨询有限公司	借款	1年以内	2.06	9.50
首约科技（北京）有限公司	往来款	1年以内	1.56	7.20
Computer Share	股权交易保证金	1年以内	0.79	3.65
合计	--	--	10.47	48.40

资料来源：公司审计报告

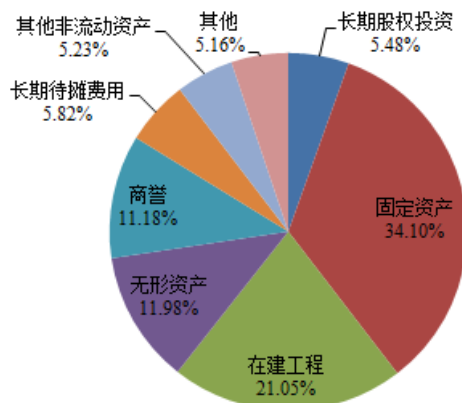
2014~2016年，受公司房地产项目开发进度影响，存货呈波动增长态势，年均复合增长率为2.72%。截至2016年底，公司存货40.86亿元，较上年底减少3.04%；从构成来看，房地产开发成本、开发产品和库存商品分别占61.46%、17.49%和16.31%，计提存货跌价准备余额3.03亿元，计提比例较为充足。

2014~2016年，公司其他流动资产分别为7.23亿元、6.80亿元和21.63亿元，年均复合增长率为72.92%。其中，2016年增幅较大主要系公司保本理财产品和结构性存款等的增加所致。

非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长32.53%。截至2016年底，公司非流动资产543.18亿元，较年初增长55.69%，主要系在建工程和商誉的增长所致；主要由长期股权投资（占比5.48%）、固定资产（占比34.10%）、在建工程（占比21.05%）、无形资产（占比11.98%）、商誉（占比11.18%）、长期待摊费用（占比5.82%）和其他非流动资产（占比5.23%）构成，具体情况如下图所示。

图5 截至2016年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司长期股权投资呈波动下降态势，年均复合增长率为-8.98%。截至2016年底，公司长期股权投资为29.75亿元，较上年底减少22.08%，主要系公司将如家纳入合并范围所致。公司长期股权投资主要系公司为业务拓展对酒店、旅行社、房地产等与旅游相关板块的投资，长期股权投资中公允价值前五名的主要有尼泊尔馆、上海古胤置业有限公司、中国民生信托有限公司、嘉云酒店（集团）有限公司和北京华都饭店有限责任公司。

2014~2016年，公司固定资产呈增长态势，年均复合增长率为22.39%。截至2016年底，公司固定资产账面价值为185.21亿元，较上年底增长11.25%，主要系公司汽车租赁业务购置汽车所致。公司固定资产主要为下属酒店的房产及配套设施，主要由房屋及建筑物（占比62.05%）和交通运输设备（占比21.80%）构成；截至2016年底，公司固定资产累计计提折旧136.10亿元、计提减值准备3.16亿元，固定资产成新率为57.08%，成新率较低。考虑到公司多数酒店房产取得时间早，按照历史实际成本入账，大部分酒店地处北京市核心区域，地理位置优越，因此，公司固定资产资产质量较好。

2014~2016年，公司在建工程呈波动增长态势，年均复合增长率为61.84%。截至2016年底，公司在建工程为114.36亿元，较上年底增长378.72%，主要系北京首寰北京环球影城主题公园投资增加90.78亿元所致。

2014~2016年，公司无形资产呈逐年增长态势，年均复合增长率为54.39%。截至2016年底，公司无形资产为65.07亿元，较上年底增长101.60%，主要系收购如家酒店集团后商标权的增加所致。

2014~2016年，公司商誉呈逐年增长态势，年均复合增长率为524.00%。截至2016年底，公司商誉为60.72亿元，较上年底大幅增长1,530.23%，主要系2016年公司非同一控制下收购的如家酒店集团股权与公司原来持有的如家酒店集团股权在购买日重新计量共同形成商誉55.15亿元所致。根据公司的商誉减值测试结果，公司发生的减值金额合计为638.29万元，若如家经营不善，公司将面临一定的商誉减值风险。

2014~2016年，公司长期待摊费用呈逐年增长态势，年均复合增长率为142.08%。截至2016年底，公司长期待摊费用为31.63亿元，较上年底增长416.04%，主要系公司固定资产改良支出大幅增加所致。

2014~2016年，公司其他非流动资产呈波动下降态势，年均复合增长率为-6.99%。截至2016年底，公司其他非流动资产为28.41亿元，较上年底增长84.13%，主要系预付工程款及预付的其他长期资产款项的增加所致。

截至2016年底，公司所有权和使用权受到限制的资产为34.46亿元，占资产总额的4.72%，受限比例低。

截至2017年3月底，公司资产总额为755.66亿元，较年初增长3.57%，变动不大；其中，流动资产占28.03%，非流动资产占71.97%，较年初变化不大。

总体看，近年来公司资产总额快速增长，受限资产占比较低但往来款存在一定的资金占用。流动资产中货币资金及存货规模大，流动性较好；非流动资产中固定资产和在建工程占比较大，同时考虑到公司大部分酒店资产处北京市核心区域，升值潜力强，公司整体资产质量较好。

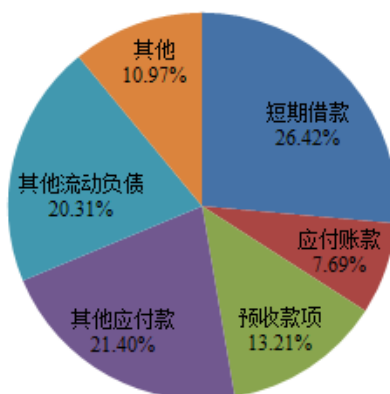
3. 负债及所有者权益

2014~2016年，公司负债规模呈持续增长趋势，年均复合增长22.61%，主要系非流动负债的增加所致。截至2016年底，公司负债合计452.89亿元，较上年底增长31.90%；其中流动负债占65.82%，非流动负债占34.18%，以流动负债为主。

流动负债

2014~2016年，公司流动负债呈逐年增长趋势，年均复合增长率为8.07%。截至2016年底，公司流动负债合计298.09亿元，较上年底增长8.95%，主要系短期借款和其他应付款的增加所致；主要由短期借款（占26.42%）、应付账款（占7.69%）、预收款项（占13.21%）、其他应付款（占21.40%）和其他流动负债（占20.31%）构成，具体情况如下图所示。

图6 截至2016年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司短期借款呈波动增长趋势，年均复合增长率为9.45%。截至2016年底，公司短期借款78.76亿元，较上年底增长72.47%，主要系为满足经营业务需求，公司增加短期借款所致，以保证借款（占比79.03%）和信用借款（占比18.18%）为主。

2014~2016年，公司应付账款呈波动下降态势，年均复合增长率为-1.19%。截至2016年底，公司应付账款为22.91亿元，较上年底增长1.57%，基本保持稳定，主要为商品销售货款、旅行社应付机票款及团费等；账龄在1年以内的应付账款占91.22%。

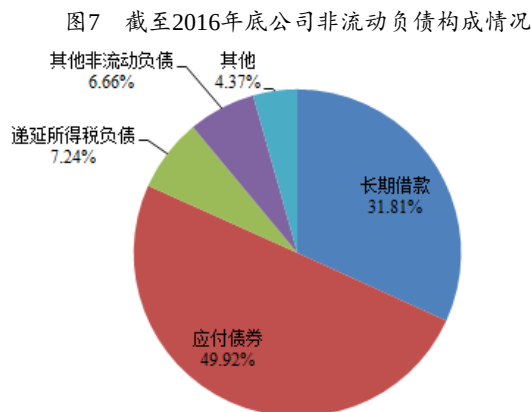
2014~2016年，公司预收款项呈持续增长态势，年均复合增长率为36.06%。截至2016年底，公司预收款项为39.37亿元，较上年底增长29.04%，主要系预收房费、团款、定押金等增加所致，账龄在1年以内的占89.42%。

2014~2016年，公司其他应付款呈持续增长态势，年均复合增长率为19.78%。截至2016年底，公司其他应付款为63.79亿元，较上年底增长42.96%，主要系应费用和应付工程及设备款的增加所致。

2014~2016年，公司其他流动负债呈波动下降态势，年均复合增长率为-1.02%。截至2016年底，公司其他流动负债为60.56亿元，较上年底减少35.51%，主要系公司存续期内的短期债券减少所致；其中短期债券为57.00亿元，央行再贴现票据为0.61亿元，已计入短期债务。

非流动负债

2014~2016年，公司非流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长率为83.37%。截至2016年底，公司非流动负债为154.80亿元，较上年底增长121.90%，主要系应付债券的增长所致；主要由长期借款（占31.76%）、应付债券（占49.85%）、递延所得税负债（占7.23%）和其他非流动负债（占6.65%）构成，具体情况如下图所示。



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司长期借款呈逐年增长态势，年均复合增长率为87.74%。截至2016年底，公司长期借款为49.17亿元，较年初增长14.84%，主要系公司经营及投资需求增加所致；从期限结构来看，公司长期借款到期时间较分散，2020年以后到期的部分占比在60%以上，集中偿付压力较小。

2014~2016年，公司应付债券呈波动增长态势，年均复合增长率为76.19%。截至2016年底，公司应付债券为77.16亿元，较上年底增长352.97%，主要系公司于2016年发行公司债20.00亿元以及中期票据40.00亿元的共同影响所致。考虑到公司债券到期时点多在2020年以后，因此短期内集中到期风险尚可，具体情况如下表所示。

表11 截至2016年底公司存续期内计入应付债券的债券明细（单位：亿元、%）

债券名称	金额	利率	发行日	期限
16 首旅 01	15.00	3.30	2016.08	10（5+5）年
16 首旅 01	5.00	3.20	2016.08	7（5+2）年
16 首旅 MTN001	40.00	3.64	2016.04	5 年
15 首旅 MTN001	14.00	4.38	2015.05	5 年
15 首旅 EB	3.16	0.095	2015.12	3 年

资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司递延所得税负债呈逐年增长态势，年均复合增长率为293.63%。截至2016年底，公司递延所得税负债为11.19亿元，较上年底增长317.95%，主要系收购如家酒店集团后商标权增加导致的暂时差异所致。

2014~2016年，公司其他非流动负债呈增长态势，年均复合增长率为609.65%。截至2016年底，公司其他非流动负债为10.30亿元，较上年底大幅增长4,935.97%，主要系公司收购如家酒店集团后产生了7.47亿元的租金直线法和实际支付金额之间的差异所致。

2014~2016年，公司全部债务年均复合增长率为19.22%，主要系公司合并报表范围变动、业务规模扩张使得外部融资需求较多以及北京首寰北京环球影城主题公园项目开工建设使得资金需求大幅增长的共同影响所致；截至2016年底，公司全部债务为273.90亿元，其中短期债务占比53.88%、长期债务占比46.12%，债务结构有待改善。2014~2016年，公司资产负债率分别为65.66%、65.18%和62.07%；全部债务资本化比率分别为55.01%、54.69%和49.74%，均呈现逐年下滑态势，主要系公司所有者权益规模增加所致。2014~2016年，公司长期债务资本化比率分别为19.76%、24.60%和31.34%，呈逐年增长态势，主要系公司发行公司债及中期票据所致。

2015~2016年，公司其他权益工具中包含19.88亿元的永续中票。若将该永续中票调整至长期债务，2014~2016年，公司全部债务年均复合增长率为23.47%；截至2016年底，公司全部债务为293.78亿元，其中短期债务占比50.23%、长期债务占比49.77%。2014~2016年，公司资产负债率分别为65.66%、68.95%和64.80%；全部债务资本化比率分别为55.01%、59.60%和53.35%；长期债务资本化比率分别为19.76%、32.77%和36.28%，公司实际债务负担有所加重。

截至2017年3月底，公司负债合计473.43亿元，较年初增长4.53%；其中流动负债占比66.24%，非流动负债占比33.76%，负债结构较年初变动不大。截至2017年3月底，公司全部债务为301.32亿元，较年初增长10.01%，其中短期债务占比56.01%、长期债务占比43.99%，短期债务占比略有增长。截至2017年3月底，公司资本负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为62.65%、51.64%和31.96%，分别较年初增长0.58个百分点、1.89个百分点和0.61个百分点。

总体看，随着业务规模的扩张，公司外部融资需求不断增加，债务结构有待改善，公司债务负担有所加重。

所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益呈逐年增长趋势，年均复合增长32.51%，主要系子公司首旅酒店收购如家酒店集团使得少数股东权益大幅增加所致。截至2016年底，公司所有者权益合计276.72亿元，其中归属于母公司的所有者权益122.64亿元（占比为44.32%）；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比39.82%、其他权益工具占比16.53%、资本公积占比32.09%、盈余公积7.42%、未分配利润占比3.53%。

2014~2016年，公司实收资本年均复合增长率为1.64%，主要系2015年公司收到国有经营预算资金0.82亿元和2016年公司收到国有经营预算资金0.75亿元所致；2014~2016年，公司资本公积年均复合增长率为24.73%，主要系2015年公司引入外部投资者以及权益法核算联营企业、2016年子公司首旅酒店收购如家酒店集团等综合影响所致；2015~2016年，公司其他权益工具均为20.28亿元，主要系2015年公司发行19.88亿元的永续中票和0.40亿元的可交换债券转股权所致。

截至2017年3月底，公司所有者权益为282.23亿元，较年初增长1.99%，主要系所有者投入的普通股增加使得资本公积增加所致；所有者结构较年初变化不大。

总体看，受子公司收购如家酒店集团的影响，公司所有者权益迅速扩张，同时公司可以获得北京市财政局的一定支持；但考虑到公司2015年新增永续中票规模较大，且少数股东权益占比2016年增幅较大，公司所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入年均复合增长率为6.74%，呈逐年增长态势；2016年，公司营业收入为436.61亿元，同比增长13.36%，主要系公司于2016年4月将如家酒店集团纳入合并报表范围所致。2014~2016年，公司营业成本年均复合增长率为-0.71%，呈现持续下降态势；2016年，公司营业成本为279.82亿元，同比下降0.52%，增幅变动趋势与营业收入不一致，主要系如家酒店集团的酒店运营业务毛利率在90%以上、营业成本极低所致。2014~2016年，公司营业利润分别为14.85亿元、5.89亿元和12.69亿元，年均复合增长率为-7.59%，主要系商业零售景气度持续下行、公司首汽约车业务处于新业务培育期暂时亏损以及2016年4月收购如家酒店集团的共同影响所致；净利润分别为9.76亿元、0.82亿元和6.68亿元，年均复合增长率为-17.23%，与营业利润的变动趋势基本保持一致。

从期间费用来看，2014~2016年，公司期间费用分别为84.27亿元、90.40亿元和140.96亿元，年均复合增长率为29.33%，主要系2016年合并范围新增如家酒店集团，而酒店运营业务大部分成本计

入销售费用和管理费用所致；其中，从2016年来看，销售费用占比为53.20%、管理费用占比为40.48%、财务费用占比为6.33%，符合服务业行业特点。2014~2016年，公司费用收入比呈逐年增长态势，分别为21.99%、23.47%和32.28%，费用控制能力持续下降。

2014~2016年，公司资产减值损失分别为0.69亿元、0.17亿元和5.05亿元，2016年增幅较大主要系房地产开发成本确认的存货跌价损失增加所致，对营业利润的影响较大；投资收益分别为7.75亿元、1.01亿元和11.05亿元，2014年，公司投资收益7.75亿元主要为处置世纪证券股权取得的投资收益；2016年增幅较大主要系子公司首旅酒店于2016年4月并购如家酒店集团，子公司宝利投资有限公司原持有的如家酒店集团部分股权按照购买日的公允价值进行重新计量确认投资收益12.11亿元所致，2014~2016年公司投资收益占公司营业利润的比例分别为52.19%、17.23%和87.09%，对营业利润的影响很大；2014~2016年，公司营业外收入分别为1.52亿元、1.22亿元和3.01亿元，2016年增幅较大主要系政府补助利得增加所致，近三年营业外收入占公司利润总额的比例分别为9.60%、19.35%和25.14%，对利润总额的影响较大。

从盈利指标来看，2014~2016年，公司总资本收益率分别为6.00%、2.94%和3.91%；总资产报酬率分别为5.56%、3.36%和3.81%；净资产收益率分别为6.81%、0.48%和2.90%，均呈现波动下降态势，主要系公司传统主业商业零售景气度下滑、首汽约车业务处于培育期以及2016年收购如家使得盈利能力提升的共同影响所致。

2017年1~3月，公司实现营业收入104.56亿元，同比增长20.77%，主要系如家酒店集团业绩纳入合并报表范围所致；净利润由上年同期的-0.72亿元变为-0.86亿元，主要系首汽约车服务处于培育期以及公司对北京首寰北京环球影城主题公园项目投资持续增加使得财务费用扩大的共同影响所致。

总体看，受2016年4月收购如家酒店集团的影响，公司收入规模迅速扩张，但受零售行业的不景气以及约车业务处于培育期等因素的影响，公司盈利指标处于较低水平；2016年，非经常性损益对公司利润水平影响较大，公司整体盈利能力有待提高、盈利稳定性有待观察。

5. 现金流

从经营活动情况来看，受公司原有业务规模扩大以及2016年公司收购如家酒店集团的共同影响所，2014~2016年，公司经营活动产生的现金流入分别为447.80亿元、477.81亿元和520.06亿元，年均复合增长率为7.77%；经营活动现金流出分别为428.48亿元、451.35亿元和475.82亿元，年均复合增长率为5.38%。受上述因素的影响，2014~2016年，公司经营活动现金流净额分别为19.32亿元、26.46亿元和44.24亿元，呈持续净流入状态。从收入实现质量来看，近三年公司现金收入比分别为105.63%、109.07%和107.48%，收入实现质量较好。

从投资活动情况来看，2014~2016年，公司投资活动现金流入分别为12.29亿元、26.31亿元和129.58亿元，2016年出现大幅增长主要系合并如家酒店集团以及收回长期应收款、赎回理财产品、结构性存款等款项的共同影响所致；投资活动现金流出分别为127.65亿元、71.43亿元和276.89亿元，2016年大幅增长主要系北京首寰北京环球影城主题公园项目购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付现金96.29亿元所致。近三年，公司投资活动现金分别净流出115.36亿元、45.12亿元和147.32亿元。

从筹资活动情况来看，2014~2016年，公司筹资活动现金流入分别为201.11亿元、295.55亿元和537.42亿元，年均复合增长率为63.47%，主要系发行债券以及增加借款所致；筹资活动现金流出分别为125.97亿元、266.47亿元和432.62亿元，年均复合增长率为85.32%，主要系偿还债务增加所致。近三年，公司筹资活动产生的现金流净额分别为75.14亿元、29.08亿元和104.80亿元。

2017年1~3月，公司经营活动产生的现金流净额为10.32亿元；投资活动产生的现金流净额为-12.67亿元；筹资活动产生的现金流净额为24.37亿元，现金及现金等价物净增加额为22.02亿元。

总体看，公司经营活动现金流规模较大，收入实现质量较高，经营活动产生的现金持续净流入；但环球影城项目的投资增加了公司的资本支出，公司经营活动难以满足投资需求，公司融资需求较强。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2014~2016年，公司流动比率分别为0.59倍、0.65倍和0.63倍；速动比率分别为0.43倍、0.50倍和0.49倍，均呈现波动增长态势，但均处于较低水平。近三年，现金短期债务比分别为0.43倍、0.45倍和0.53倍，呈逐年增长态势，2016年增幅较大主要系公司优化债务结构，短期债务占比下降所致，但现金类资产对短期债务的保障能力仍属一般。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2014~2016年，公司EBITDA呈波动增长态势，年均复合增长率为14.94%；2016年，公司EBITDA为49.41亿元，其中利润总额占比24.20%、计入财务费用的利息支出占比24.26%、折旧占比36.85%、摊销占比14.69%。2014~2016年，公司EBITDA利息倍数分别为4.04倍、2.98倍和3.95倍，公司EBITDA对利息保护能力尚可；EBITDA全部债务比分别为0.19倍、0.14倍和0.18倍，呈波动下降态势，公司EBITDA对全部债务的保障能力尚可。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2017年3月底，公司及下属子公司对外担保余额21.52万元，在公司净资产中占比极低，影响极小。

截至2017年3月底，公司有3起未决诉讼仲裁：（1）京港物业与公司按照合同租金总额作为诉讼标的额（超过1个亿）确认诉讼管辖权，目前已由北京市三中院移交至北京市高级人民法院，截至目前尚未接到开庭通知；（2）如家酒店集团子公司北京约泰酒店管理有限公司涉及的昆山长江中路店解除房屋租赁合同纠纷和上海驿居酒店管理有限公司涉及的莫泰宜昌发展大道店租赁合同纠纷，公司已计提了相应预计负债；（3）2016年4月1日，如家酒店集团在美国退市，首旅酒店香港取得如家酒店集团66.14%股权。退市时如家酒店集团的异议股东持股合计634,832股，根据开曼群岛当地法律，如家酒店集团和异议股东已向开曼群岛相关法院提出申请，由法院确定异议股东持有股份的公允价值，公司已就此事根据进展情况作出估计并确认相应的负债。

截至2017年3月底，公司银行授信总额约为738亿元，授信项下贷款余额约为162亿元，剩余授信额度较大，间接融资渠道畅通。公司拥有首旅酒店、首商股份和全聚德等3家主板上市公司，直接融资能力较强。

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告（银行版），截至2017年6月8日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，虽然公司偿债指标表现一般，但公司经营优势明显、政府支持明显，能够对整体债务形成很好的保障。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至2017年3月底，公司全部债务为301.32亿元（未包含永续中票），本次拟发行债券规模为30

亿元，占公司全部债务的9.96%，本次发行债券额度对公司现有债务影响较小。

以公司2017年3月底财务数据为基础，假设募集资金净额为30亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至64.08%、54.00%和36.54%，分别上升1.50个百分点、2.60个百分点和4.76个百分点，公司债务负担有所加重，但仍属可控。

截至2017年3月底，公司全部债务为301.32亿元（未包含永续中票），本期拟发行债券规模为15亿元，占公司全部债务的5.48%，本期发行债券额度对公司现有债务影响较小。

以公司2017年3月底财务数据为基础，假设募集资金净额为15亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至62.65%、51.64%和31.96%，分别上升0.73个百分点、1.21个百分点和2.37个百分点，公司债务负担有所加重，但仍属可控。

2. 本期债券偿债能力分析

以2016年的相关财务数据为基础，公司经营活动产生的现金流入量为520.06亿元，为本次公司债券发行额度的17.34倍，经营活动现金流入量对本次公司债券保障能力很强；公司经营性净现金流为44.24亿元，为本次公司债券发行额度的1.47倍，经营性净现金流对本次公司债券保障能力很强；公司2016年EBITDA为49.41亿元，为本次公司债券发行额度的1.65倍，EBITDA对本次公司债券保障能力强。

以2016年的相关财务数据为基础，公司经营活动产生的现金流入量为520.06亿元，为本期公司债券发行额度的34.67倍，经营活动现金流入量对本期公司债券保障能力很强；公司经营性净现金流为44.24亿元，为本次公司债券发行额度的2.95倍，经营性净现金流对本期公司债券保障能力很强；公司2016年EBITDA为49.41亿元，为本期公司债券发行额度的3.29倍，EBITDA对本期公司债券保障能力强。

综合以上分析，并考虑到公司作为北京市属综合性大型旅游企业集团，在区域内行业地位、经营规模、产业布局、品牌知名度等方面的显著优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

九、综合评价

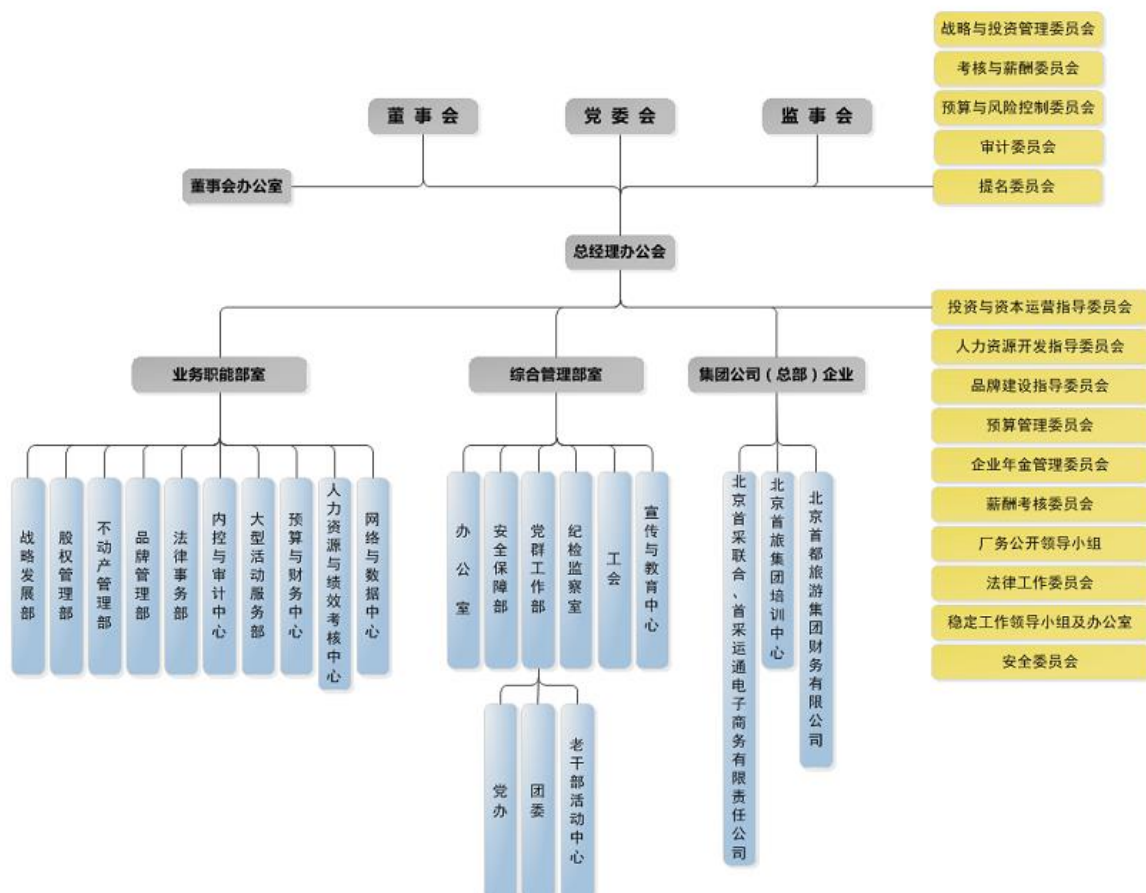
公司作为北京市属综合性大型旅游企业集团，在行业地位、经营规模、产业布局、品牌知名度以及政府支持等方面具有显著优势。同时，联合评级也关注到公司管理链条较长、盈利能力下滑、资本支出压力较大、债务结构有待改善等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

公司业务涵盖了旅游主业“吃、住、行、游、购、娱”六大要素，已形成较为完整的经营产业链。2016年，公司收购如家酒店集团使得业务规模迅速扩大，未来公司将进一步进行内部资源整合，提升公司的盈利能力和可持续发展能力。

伴随着居民收入的增长和消费结构的升级，公司作为北京市唯一的综合性旅游企业集团，其经营状况有望保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件1 北京首都旅游集团有限责任公司
组织结构图



附件2 北京首都旅游集团有限责任公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	458.87	526.81	729.62	755.66
所有者权益（亿元）	157.59	183.45	276.72	282.23
短期债务（亿元）	153.90	161.58	147.57	168.78
长期债务（亿元）	38.80	59.85	126.33	132.54
全部债务（亿元）	192.71	221.42	273.90	301.32
营业总收入（亿元）	383.23	385.17	436.61	104.56
净利润（亿元）	9.76	0.82	6.68	-0.86
EBITDA（亿元）	37.40	32.04	49.41	0.52
经营性净现金流（亿元）	19.32	26.46	44.24	10.32
应收账款周转次数（次）	41.98	43.94	43.16	--
存货周转次数（次）	7.12	6.94	6.50	--
总资产周转次数（次）	0.87	0.78	0.70	--
现金收入比率（%）	105.63	109.07	107.48	107.33
总资本收益率（%）	6.00	2.94	3.91	--
总资产报酬率（%）	5.56	3.36	3.81	--
净资产收益率（%）	6.81	0.48	2.90	--
营业利润率（%）	23.99	24.77	33.84	37.81
费用收入比（%）	21.99	23.47	32.28	36.12
资产负债率（%）	65.66	65.18	62.07	62.65
全部债务资本化比率（%）	55.01	54.69	49.74	51.64
长期债务资本化比率（%）	19.76	24.60	31.34	31.96
EBITDA 利息倍数（倍）	4.04	2.98	3.95	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.19	0.14	0.18	--
流动比率（倍）	0.59	0.65	0.63	0.68
速动比率（倍）	0.43	0.50	0.49	0.54
现金短期债务比（倍）	0.43	0.45	0.53	0.60
经营现金流动负债比率（%）	7.57	9.67	14.84	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.25	1.07	1.65	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.49	2.14	3.29	--

注：1、2017 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；

2、短期债务计算时已包含计入其他流动负债的付息部分以及吸收存款及同业存放。

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	
年均复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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+营业费用+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

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 北京首都旅游集团有限责任公司 2017 年公开发行可续期 公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年北京首都旅游集团有限责任公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

北京首都旅游集团有限责任公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。北京首都旅游集团有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注北京首都旅游集团有限责任公司的相关状况，以及包括递延支付利息权在内的可续期债券下设特殊条款，如发现北京首都旅游集团有限责任公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如北京首都旅游集团有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至北京首都旅游集团有限责任公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送北京首都旅游集团有限责任公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一七年六月二十九日