

跟踪评级公告

联合[2017] 307 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持北京首都旅游集团有限责任公司有限责任公司的信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“16首旅CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年二月二十八日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

北京首都旅游集团有限责任公司

短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定
上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用

名称	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16首旅 CP001	21 亿元	2016/09/01-2017/09/01	A-1	A-1

跟踪评级时间：2017 年 2 月 28 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
现金类资产(亿元)	86.21	58.27	68.89	87.52
资产总额(亿元)	417.46	459.12	526.81	705.25
所有者权益(亿元)	128.67	157.84	183.45	231.85
短期债务(亿元)	83.12	152.10	160.88	183.34
长期债务(亿元)	42.64	38.80	59.85	141.95
全部债务(亿元)	125.76	190.90	220.73	325.29
营业总收入(亿元)	392.46	383.23	385.17	316.85
利润总额(亿元)	15.63	15.80	6.28	8.26
EBITDA(亿元)	34.71	38.08	32.52	--
经营性净现金流(亿元)	5.24	19.32	26.46	33.95
营业利润率(%)	25.31	23.99	24.77	34.56
净资产收益率(%)	8.23	6.18	0.45	--
资产负债率(%)	69.18	65.62	65.18	67.12
全部债务资本化比率(%)	49.43	54.74	54.61	60.56
流动比率(%)	80.60	59.05	65.03	58.34
经营现金流流动负债比(%)	2.19	7.57	9.67	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.62	5.01	6.79	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.00	3.83	2.89	--

注：1. 2016 年三季度财务数据未经审计；2. 短期债务计算时已包含计入其他流动负债的短期融资券；3. 现金类资产已剔除使用受限的货币资金；4. 20 亿元永续中票未纳入全部债务，包含在 2015 年权益中。

分析师

杨学慧 李明

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

北京首都旅游集团有限责任公司（以下简称“公司”）作为北京市属综合性大型旅游企业集团，在区域行业地位、经营规模、产业布局、品牌知名度、政府支持等方面具有显著优势。跟踪期内，公司下属北京首旅酒店（集团）股份有限公司（以下简称“首旅酒店”）完成收购如家酒店集团并成功募得配套资金，公司经营产业链进一步完善，资产与权益规模稳步增长，现金类资产充沛。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司管理链条较长、债务规模持续增长以及未来投资规模大等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

未来，伴随着国民人均收入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，经营规模有望继续保持增长，进而对其信用基本面形成良好支撑。

综合考虑，联合资信确定维持公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16 首旅 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司是北京市属综合性旅游企业集团，其经营发展受到政府的高度重视，区域行业地位突出。
2. 公司资产质量优良，2016 年以来收入及利润规模保持增长。
3. 2016 年，控股子公司首旅酒店完成收购如家酒店集团并成功募得配套资金，资本实力得以增强，并有效提升了公司酒店业务在全国的影响力。
4. 跟踪期内，公司现金类资产和经营活动现金流入量对“16 首旅 CP001”的保障能力强。

关注

1. 公司下属企业数量众多，产业整合和内部管理面临一定压力。
2. 跟踪期内，公司有息债务规模大幅增长，整体债务负担加重，短期偿债压力较大。
3. 公司未来投资规模大，对外筹资压力大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与北京首都旅游集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与北京首都旅游集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因北京首都旅游集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由北京首都旅游集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“16首旅 CP001”到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

北京首都旅游集团有限责任公司

短期融资券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于北京首都旅游集团有限责任公司主体长期信用及“16首旅CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

北京首都旅游集团有限责任公司（以下简称“公司”）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”）等原北京市旅游局所属的33家全资、控股和参股企业划转组建成立。其后，公司先后接收了康辉旅行社集团、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入公司。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2016年9月底，公司注册资本44.25亿元，实收资本48.59¹亿元，北京市国资委为公司唯一出资人。

公司经营范围包括：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2016年9月底，公司设战略发展部、股权管理部、不动产管理部、品牌管理部等9个业务职能部门，同时设6个党群综合部室和5个集团公司（总部）企业。

截至2015年底，公司（合并）资产总额526.81亿元，所有者权益合计183.45亿元（含少数股东权益72.39亿元）；2015年公司实现营业收入385.17亿元，利润总额6.28亿元。

截至2016年9月底，公司（合并）资产总额705.25亿元，所有者权益合计231.85亿元（含少数股东权益120.24亿元）；2016年1~9月公司实现营业收入316.85亿元，利润总额8.26亿元。

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。

¹ 注册资本和实收资本的差别系2014年后财政拨款入国有资本金，公司未做工商变更所致。

三、债券与募集资金使用情况

公司于2016年8月发行了2016年度第一期短期融资券“16首旅CP001”，发行额度为21亿元，期限365天，募集资金用途为偿还银行贷款。截至目前，公司募集资金已全部按规定用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，中国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016年前三季度，中国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的

财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016年前三季度，中国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016年前三季度，中国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016年前三季度，中国固定资产投资完成额同比增长8.2%，增速较上半年回落0.8个百分点，较1-8月回升0.1个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长3.1%、2.5%，较去年同期分别下降5.2、7.9个百分点，但较今年1-8月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016年前三季度，中国社会消费品零售

总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，中国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，中国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度中国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度中国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，中国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

五、行业及区域经济环境

旅游行业分析

1. 行业概况

2015 年以来，中国旅游经济总体运行良好，从国家旅游局发布数据显示，2015 年中国国内旅游突破 40 亿人次，出境旅游 1.2 亿人次。中国国内旅游、出境旅游人次和国内旅游消费、境外旅游消费均列世界第一。2016 年前三季度，中国国内旅游人数 33.6 亿人次，入出境旅游总人数 1.94 亿人次，同比分别增长 11% 和 3.70%。

2015 年中国旅游业呈现自由行占主流市场的态势。在 40 亿人次国内游的人群中，自由行人群高达 32 亿人次，人均消费 937.5 元；1.2 亿人次出境游旅客中，有 2/3 游客选择自由行，达到了 8000 万人次；2015 年中国出境旅游购物市场规模已达 6841 亿元，其中自由行游客的消费占比超过 80%。主要原因为：随着 80 后、90 后消费能力逐渐提高，日趋成为旅游大军的中间力量，这使得游客群体呈现出年轻化的特点，旅游市场散客化自由行趋势更加明显。

图1 2005~2015年GDP与国内旅游收入



数据来源：国家旅游局和国家统计局

从旅游业的发展规律看，GDP 的增长和人均可支配收入的增加是旅游业发展的根本动力。近年来，随着国民经济的持续增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场收入规模呈现不断增长态势。

2013~2015年，国内旅游收入分别为2.63万亿元、3.38万亿元和4.00万亿元，年均复合增长23.33%。2016年前三季度，国内旅游收入达到2.9万亿元，同比增长13.50%。

从旅游行业投资情况看，根据国家旅游局数据显示，2015年全国旅游投资达到10072亿元，同比增长42%，比全社会固定资产投资增速高32个百分点，较房地产投资增速高41个百分点；2016年前三季度，全国旅游业实际完成投资7972.3亿元，同比增长43.80%，远高于全国固定资产投资8.2%的投资增速。

总体看，在经济发展新常态下，中国旅游行业呈现平稳较快发展态势，旅游投资规模逐年快速增长，预计未来旅游市场散客化自由行趋势会越来越明显，可带动相关产业协同发展。

2. 政策环境

中国旅游业作为第三产业的主要支柱产业，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。

2014年8月9日，国务院以国发【2014】31号印发《关于促进旅游业改革发展的若干意见》（以下简称《意见》），部署进一步促进旅游业改革发展，提出到2020年，境内旅游总消费额达到5.5万亿元，城乡居民年人均出游4.5次，旅游业增加值占国内生产总值的比重超过5%。

2015年8月11日，国务院办公厅发表《国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》（国办发【2015】62号），提出实施旅游基础提升计划、旅游投资促进计划、旅游消费促进计划、乡村旅游提升计划、优化休假安排、加大改革创新力度等措施，以改善旅游消费环境、开辟旅游消费市场、培育新的消费热点、开拓旅游消费空间、激发

旅游消费需求以及促进旅游投资消费持续增长。

2015年9月8日，国家发展改革委、国家旅游局发布开展景区门票价格专项整治工作的通知（发改价格【2015】2005号），通过开展门票价格专项整治工作、规范经营者价格行为、严格执行定价规则、程序、加强市场监管、建立景区质量等级评定与门票价格水平惩戒联动机制等措施，进一步营造良好旅游消费环境。

总体看，近年来国家政策对旅游行业的支持力度很大，旅游业外部政策环境良好。目前国内游依然是我国旅游行业中占比最大且发展趋势最好的市场，短期内在旅游细分市场中的支柱地位将不会被动摇；未来，随着我国中高收入人群的扩大，出境游市场将具备较大的发展空间。

3. 市场竞争

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，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、营业收入规模、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，到2015年末，全国A股上市公司共2855家，其中旅游行业上市公司仅有24家，占比不到1%。旅游行业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太相称，也在一定程度上说明目前旅游行业企业的整体实力偏弱。

整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间即是相互依存的合作伙伴，又为相互排斥的竞争对手，旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。从长

远看，国家政策的出台有利于产业整合和市场规模，行业内劣势企业将在竞争中被淘汰，从而为优势企业进一步控制市场资源、提高市场占有率提供了机遇，行业长期竞争格局有望得到改善。

4. 主要子行业

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，旅游业的发展带动了酒店、旅行社等细分子行业的发展。

(1) 酒店业

随着中国居民可支配收入持续增长，酒店业成为社会消费品零售业中增幅较大的子行业之一。2004~2015年，中国星级酒店年营业收入从1239亿元增长到2100亿元。根据《2015年度全国星级饭店统计公报》数据显示，截至2015年底，全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计12327家，其中有10550家经营情况数据通过省级旅游行政管理部门审核，完成率为85.58%。根据填报的财务数据显示：2015年度，全国10550家星级饭店营业收入总计2106.75亿元，同比下降2.08%。其中餐饮收入为870.30亿元，占营业收入的41.31%；客房收入为934.98亿元，占营业收入的44.38%。在10550家星级饭店中：五星级饭店789家；四星级饭店2375家；三星级饭店5098家，二星级饭店2197家，一星级饭店91家。全国2015年度星级饭店平均房价为336.65元/间夜，同比提高0.55%，平均出租率为54.00%，同比上升0.19个百分点。根据《2016年第三季度全国星级饭店统计公报》数据显示，2016年第三季度，国家旅游局星级饭店统计管理系统中有12619家星级饭店，其中10488家经营情况数据通过省级旅游主管部门审核，完成率为83.11%。2016年第三季度，星级饭店平均房价为327.16元/间夜，平均出租率为58.53%，出租率有所回升。

酒店业对外部宏观经济以及突发事件敏

感，波动性较大。2013年上半年开始，受政府抑制“三公消费”等因素的影响，全国星级酒店平均房价和出租率同比均有所下滑，尤以四星级以上酒店收入下降最为明显。经济型酒店受影响相对较小，由于定位于低端消费，并且受益于星级酒店客人转入经济型酒店带来的增量效应，其指标降幅略低。传统低星级酒店目前正面临来自经济型酒店越来越大的竞争压力，酒店效益呈现分化局面。

总体看，由于前些年的快速扩张，目前中国酒店行业处于供大于求的状态。面对行业竞争，单体酒店受制于营销渠道与品牌影响力，竞争力日趋下降，未来酒店业将呈现品牌化、规模化和集团化的趋势。短期内，公务消费政策等因素使得以政府接待为主的高星级酒店面临转型挑战；从中长期看，旅游产业政策推动和旅游需求拉动将成为驱动中国旅游业长期高速增长的基本动力，随着中国旅游业的持续发展，酒店行业仍面临良好的发展机遇。

(2) 旅行社业

伴随着中国旅游业的高速发展，中国旅行社行业也发生了巨大的变化，近二十年来行业规模不断扩大，从业人员不断增加，旅行社行业已经成为中国拉动经济增长、扩大就业渠道的重要的服务行业之一。

中国旅行社行业发展带有较为明显的行政烙印。1987年以前，旅行社行业一直处于垄断经营状态，尤其是一类旅行社，一直到1988年全国一类社总数才有17家。1992年，国务院发布了《关于加快发展第三产业的决定》。各地区掀起发展旅游业的热潮，旅行社逐渐放开，数量明显突破。1996年10月15日出台了《旅行社管理条例》，1996年至1997年国家旅游局开始依据《旅行社管理条例》重新审核所有已设立旅行社的业务经营资格，实现一、二、三类旅行社向国际旅行社和国内旅行社的类别转变。在这一阶段，暂不受理和审批新的国际旅行社，国际旅行社数量

增长受到一定的遏制，但是国内旅行社增长较快。根据《2015年第四季度全国旅行社统计调查情况公报》数据显示，截至2015年底，全国旅行社总数为27621家。

从行业竞争格局来看，目前中国的旅行社行业仍呈现过度竞争特征，表现为旅行社进入门槛低、数量多、产业集中度低、产品同质性强、长期利润水平低等特点。众多企业为了争夺市场份额，不得不进行恶性价格竞争，导致整个行业在总收入不断增加的同时，利润率却不断下降，甚至出现负利润的现象。这种情况下，不仅消费者不能从旅游中获得高质量的服务，旅行社企业也不能从中获得发展的足够利润，直接影响了产业的发展。

未来，产业融合和业态创新将是中国旅行社业发展的核心增长点。产业融合包括旅行服务业与信息产业、供应链上游产业或下游产业融合；业态创新主要以旅游者的需求变化为导向。

区域经济环境分析

公司经营的业务主要集中在北京市。根据《北京市2015年国民经济和社会发展统计公报》，2015年北京市全年实现地区生产总值22968.60亿元，比上年增长6.9%。其中，第一产业增加值140.2亿元，下降9.6%；第二产业增加值4526.4亿元，增长3.3%；第三产业增加值18302亿元，增长8.1%。三次产业结构由2010年的0.9：23.6：75.5，调整为0.6：19.6：79.8。按常住人口计算，北京市人均地区生产总值达到10.6万元（按年平均汇率折合17064美元）。2015年，全市居民人均可支配收入48458元，同比增长8.9%，扣除价格因素，实际增长7%。按常住地分，城镇居民人均可支配收入52859元；农村居民人均可支配收入20569元。

零售业方面，2015年北京市实现市场消费总额18646亿元，比上年增长8.7%。其中，实现服务性消费额8308亿元，增长10.5%；实

现社会消费品零售总额10338亿元，增长7.3%。限额以上批发和零售企业中，汽车类实现零售额1751亿元，下降4.7%；通讯器材类实现零售额1217.4亿元，增长31.1%；中西药品类实现零售额843.8亿元，增长5.6%；文化办公用品类实现零售额582.8亿元，增长10.4%；家用电器和音像器材类实现零售额432.9亿元，增长15.6%。限额以上批发和零售企业实现网上零售额2016.90亿元，增长40.2%。

旅游业方面，2015年，北京市全年接待入境旅游者420万人次，比上年下降1.8%。其中，外国人357.6万人次，下降2.2%；港、澳、台同胞62.4万人次，增长0.7%。旅游外汇收入46亿美元，下降0.1%。全年接待国内旅游者2.7亿人次，增长4.4%。国内旅游收入4320.3亿元，增长8.1%。国内外旅游总收入为4607.1亿元，增长7.6%。全年经旅行社组织的出境游人数533.1万人次，增长30.0%。

行业政策方面，经国务院批准，北京市于2013年1月起对45个国家持有第三国签证和机票的外籍人士在北京口岸实行72小时过境免签政策（以下简称“72小时过境免签政策”）。72小时过境免签政策是指外籍人士从一国经转某国前往第三国，不必申请过境国签证即可过境，并可停留不超过72小时。该项政策实施将促进北京市旅游业和相关行业的发展，带动旅游交通、餐饮、购物、住宿、休闲等消费以及会议、会展、会奖、商务、航空业发展。

总体看，北京市经济平稳运行，产业结构不断优化，第三产业占比逐步提升，财政实力稳步加强。零售业、出境游和国内旅游市场发展态势良好。72小时过境免签政策的实施将促进旅游、零售以及酒店等相关行业的发展，旅游及相关行业面临较好的外部发展环境。

六、基础素质分析

1. 产权状况

北京市国资委持有公司100%股权，为公司唯一股东及实际控制人，截至2016年9月底，公司实收资本为48.59亿元。

2. 企业规模与竞争力

规模较大、竞争力较强

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。截至2016年9月底，公司拥有纳入合并报表范围的二级全资及控股子公司共46家。目前，公司已经确立了酒店管理、商业管理、餐饮管理、旅游旅行服务和汽车服务五大板块，下属企业在相关领域具有较强的竞争优势。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，公司也承担着北京主要大型活动的接待和服务任务，在一定程度上代表着首都形象，北京市政府对公司的态度高度重视。总体看，公司规模较大，外部发展环境良好，竞争实力较强。

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“首商集团”）、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，产业链得以进一步完善，业务涵盖了旅游主业“吃、住、行、游、购、娱”六大要素，形成了较为完整的经营产业链条，规模优势进一步增强。为了更好的实现产业链条各环节的有机结合，公司对现有的五大业务板块进行关联性的业务整合，实现了整体业务流程再造；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

公司旗下拥有众多知名品牌和企业，并形成了五大经营板块的多个主导品牌：

(1) 酒店管理业品牌：“建国”和“首旅酒店管理”两大品牌。“建国”品牌是定位于商务人士的精品商务酒店品牌，是中国最著名的酒店管理品牌之一，在全国控股、管理着七十余家酒店，客房两万间。在经济型酒店方面，公司还拥有“如家”、“欣燕都”品牌。

(2) 餐饮管理业品牌：中华老字号“全聚德”和“东来顺”两大品牌。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”。

(3) 商业管理品牌：“燕莎”、“贵友大厦”、“西单商场”和“古玩城”等主打品牌。“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。其中，下属北京古玩城是中国久负盛名的经营古玩的品牌企业。

(4) 旅游旅行服务品牌：“康辉”是公司旅游服务的品牌，经营实体中国康辉旅行

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。目前公司业务均已形成批发、区域性分中心和零售网络体系，其整体综合实力均在国内外旅行社业中名列前茅。

（5）汽车服务业品牌：“首汽”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，是集汽车运营、租赁、销售与维修、油品供应等为一体的股份制企业。旗下首汽租赁是京城最早从事专业性汽车租赁服务的公司之一。首汽租赁与国内汽车租赁企业共同创建了“中国旅游汽车租赁网”，目前已在二十几个主要城市开通。首汽国宾车队成立50年来，共接待了一千多位（次）外国国家元首。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度、管理层等方面无重大变化。

八、重大事项

1. 如家酒店私有化

首旅酒店2016年4月5日发布的《北京首旅酒店（集团）股份有限公司关于重大现金购买交易完成交割的公告》披露：2015年12月6日，首旅酒店、首旅酒店集团（香港）控股有限公司、首旅酒店集团（开曼）控股有限公司及如家酒店集团共同签署了《合并协议》，首旅酒店拟通过合并方式向如家酒店集团非主要股东支付现金对价，实现如家酒店集团的私有化。

根据重大现金购买交易方案，首旅酒店在香港设立全资子公司首旅酒店（香港），并由首旅酒店（香港）在开曼设立全资子公司首旅酒店（开曼）作为收购主体，由其与如家酒店合并。2016年4月1日，如家酒店与首

旅酒店（开曼）完成合并。如家酒店集团作为合并后的存续主体，已成为首旅酒店的控股子公司。同时，如家酒店集团的美国存托股份（ADS）已停止在Nasdaq Global Market进行交易。首旅酒店从2016年4月开始将如家酒店纳入合并范围（持有其66.14%的股权）。

本次重大现金购买的交易价格为每股普通股17.90美元及每股ADS（每股ADS为两股普通股）35.80美元，交易总对价为11.24亿美元，约合71.78亿元人民币。资金来源为自筹资金，工行纽约分行已向首旅酒店（香港）发放贷款11.6亿美元，用于支付现金购买对价。首旅酒店（香港）已于交割日将本次重大现金购买交易对价划入支付代理人账户。据HomeinnsHotelGroup(NASDAQ: HMIN)公布数据，截至2015年底，如家酒店资产规模94.92亿元，所有者权益55.10亿元，2015年营业收入62.76亿元，除税前利润3.50亿元。

2. 首旅酒店发行股份购买资产并募集配套资金，取得如家酒店100%股权

2016年7月28日，中国证券监督管理委员会核发《关于核准北京首旅酒店（集团）股份有限公司向北京首都旅游集团有限责任公司等非公开发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2016]1677号），核准控股子公司首旅酒店非公开发行不超过249245400股新股募集本次发行股份购买资产的配套资金。

发行股份购买资产：首旅酒店2017年1月10日发布公告称，已向首旅集团等8名交易对方发行股份购买Poly Victory100%股权和如家酒店集团19.03%股权，包括向首旅集团发行股份购买其持有的Poly Victory100%股权，以及向携程上海、Wise Kingdom、沈南鹏等首旅集团外的其他发行对象购买其合计持有的如家酒店集团19.03%的股权（发行股票数量2.47亿股，发行价格15.69元/股），该标的资产已于2016年10月14日完成过户。由于Poly

Victory主要资产为如家酒店集团14.83%的股权，本次发行股份购买资产交易直接和间接获得如家酒店集团剩余33.86%的股权，至此，首旅酒店已合计持有如家酒店集团100%股权，截至2016年底，公司持有首旅酒店36.74%的股份。

发行股份募集配套资金：首旅酒店于2016年12月27日以19.22元/股的价格发行2.02亿股股票，募集资金总额38.73亿元，扣除承销费用后，实际收到38.04亿元，并由致同会计师事务所（特殊普通合伙）出具了验资报告，本次所募集的配套资金将用于置换此次重大现金购买预先投入的部分银行贷款。

综合看，本次交易完成后，下属子公司首旅酒店将在国内300余城市运营3000余家酒店，形成覆盖“豪华”、“高档”、“中档”、“经济型”全系列酒店业务，影响力将覆盖全国，大幅提升首旅酒店品牌形象和盈利能力。

九、经营分析

1. 经营现状

2015年公司实现营业总收入385.17亿元，同比增长0.51%；其中主营业务收入379.47亿元（占营业总收入比重为98.52%），从主营业务收入来看，除旅行社和文娱娱乐业板块外，其他各板块收入均有不同程度增长。

从主营业务收入构成来看，跟踪期内公司业务仍以酒店餐饮、商品销售和旅行社三大业务板块为主，2015年，上述三大板块收入合计比重为87.24%。酒店餐饮和商品销售板块业务收入分别同比增长16.75%和2.81%，酒店餐饮板块的收入增长受益于公司根据市

场情况从消费群体及价格方面不断的进行调整；旅行社收入和文化娱乐业收入分别同比下降16.42%和19.87%，旅行社业务下降主要系2015年以来传统旅行社业务受自由行旅游及在线旅游的冲击所致。

从业务盈利水平看，跟踪期内，公司主营业务综合毛利率为26.29%，同比上升1.43个百分点。分板块看，酒店、餐饮板块2015年毛利率84.52%，同比增长3.47个百分点，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，未将大量人工、房租、折旧等支出计入营业费用以及管理费用所致；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，该板块毛利率基本维持在4%左右；汽车客运、修理、租赁板块的毛利率呈下降趋势，2015年为18.35%，同比减少7.63个百分点，主要系公司为扩大市场占有率不断增加投入同时行业竞争加剧所致；物业销售、租赁板块毛利率上升幅度较大，2015年升至72.52%，收入占比较小的文化娱乐业务板块和其他业务板块毛利率较高，但对公司利润贡献较小。受上述因素影响，公司主营业务毛利率同比有所增长。

2016年1-9月，公司实现营业总收入316.85亿元，同比增长15.12%，主要受益于公司完成重大现金购买如家酒店，并于2016年4月将如家酒店纳入合并使得酒店餐饮板块收入大幅提升；收入构成中，酒店餐饮、商品销售和旅行社业务占比合计87.41%；主营业务毛利率为35.58%，同比增加9.68个百分点。

表1 2014~2016年9月底公司业务构成及毛利率

项目	2014年			2015年			2016年1-9月		
	业务收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	业务收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	业务收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)

酒店、餐饮	56.00	14.84	81.05	65.38	17.23	84.52	88.62	27.97	90.65
商品销售	158.17	41.92	15.64	162.62	42.85	10.01	112.63	35.55	9.30
旅行社	126.02	33.40	4.25	105.33	27.76	4.18	75.70	23.89	4.36
汽车客运、修理、租赁	13.97	3.70	25.98	17.44	4.60	18.35	18.89	5.96	12.97
物业销售、租赁	18.61	4.93	63.51	21.58	5.69	72.52	11.03	3.48	77.70
文化娱乐业	1.56	0.41	59.62	1.25	0.33	36.00	1.24	0.39	38.71
其他	2.97	0.78	65.32	5.87	1.54	77.17	8.74	2.76	81.81
合计	377.30	100.00	24.86	379.47	100.00	26.29	316.85	100.00	35.58

资料来源：公司提供

2. 酒店、餐饮业务

2015年公司酒店、餐饮业务收入同比提高16.57%至65.38亿元，毛利率增长3.47个百分点至84.52%。2016年1-9月，受益于合并如家酒店，公司酒店、餐饮业务实现收入88.62亿元，同比增长88.11%，毛利率为90.65%，同比提升6.13个百分点。

餐饮、酒店板块收入核算时仅包含客房、公寓、写字楼、餐饮收入。酒店、餐饮企业经营的商品部、健身娱乐、洗衣、商务中心、电话等收入计入商品销售等板块。

(1) 酒店业

酒店业是公司重要的支柱产业之一，近年来保持着相对持续、稳定的经营状况，是公司利润的重要来源。公司酒店业务主要首旅酒店负责运营。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）。2015年，公司酒店板块实现收入42.47亿元，同上年持平；2016年1-9月，酒店业务实现收入64.52亿元，同比大幅提升。

公司酒店业的运营模式分为自主经营、委托托管以及受托管理三种，以自主经营为主。委托托管业务方面，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，委托其代为管理了部分公司的产权酒店，公司支付管理费用；受托管理方面，首旅建国作为集团的酒店管理品牌，受托管理了国内多家酒店，公司通过向委托方收取服务费的方式盈利。权属关系方面，公司自

主经营和委托他方代管的酒店均为公司自有产权酒店，不存在租入的酒店资产。

公司星级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，且经营历史较长，折旧摊销成本较低，因此酒店业务保持了较高的盈利水平。截至2016年9月底，公司拥有36家三星级以上（包括三星级）酒店企业，其中包括16家五星级饭店（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）、11家四星级饭店（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、南苑温泉酒店、南苑五龙潭）、9家三星级饭店（永安饭店、谭阁美新源里店、新北纬饭店、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）。

2015年，在公司从消费群体及酒店价格方面不断调整下，酒店子板块逐渐走出金融危机对酒店业务的影响，无论在酒店均价还是出租率方面都有增长趋势。价格方面，2015年酒店均价有所提高，为498.95元/间（2014年497.17元/间），其中四星级、五星级酒店平均房价均呈逐年下降趋势，三星级酒店均价有所提高；从出租率来看，2015年，公司酒店平均出租率提高0.63个百分点至66.69%，各

星级酒店出租率均有不同程度提高。2016年1-9月，公司各酒店平均客房出租率66.94%，

同比增长0.27个百分点；平均房价502.26元/间，同比增加9.32元，增幅近1.89%。

表2 公司酒店经营指标

酒店星级	出租率 (%)			出租价格 (元/间)		
	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年
五星级	56.78	59.13	60.53	747.38	701.24	676.62
四星级	68.73	67.18	68.42	599.97	563.88	534.31
三星级	69.97	69.98	71.77	379.63	372.92	379.50
平均	66.23	66.06	66.69	521.57	497.17	498.95

资料来源：公司提供

经济型酒店方面，公司原有经济型酒店品牌“欣燕都”不断增开新店，2015年欣燕都新签项目2家，房间数净增148间，签约及管理酒店达到30家，客房数增长到2622间，保持持续稳定的发展。2016年，公司新合并如家酒店，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。截至2016年底，首旅酒店成员酒店数量达到3470家，客房数量38.8万间，其中：如家旗下多品牌成员酒店3238家，客房34.4万间；首旅酒店原有多品牌成员酒店232家，客房数量4.4万间。截至2015年底，首旅酒店合并资产总额39.61亿元，所有者权益14.06亿元，2015年首旅酒店实现营业收入13.33亿元，利润总额1.47亿元；截至2016年9月底，首旅酒店合并资产总额173.02亿元，所有者权益31.67亿元，2016年1-9月，首旅酒店实现营业收入45.03亿元，利润总额4.32亿元。

总体看，跟踪期内，公司酒店业经营状况发展良好，2016年成功并购如家酒店后，公司完成了全国范围内各个档次酒店的布局，充实完善了公司酒店业务的全品牌概念，盈利能力和品牌影响力都大幅提升。

（2）餐饮业

2009年公司对下属餐饮企业进行了重新整合，使得公司的餐饮企业规模、经济效益和品牌影响力得到极大提高。目前，公司旗下有两大餐饮品牌集团，分别为全聚德集团和东来顺集团。

全聚德集团

2007年11月20日，全聚德集团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，公司持股42.67%）。

近年来，为扩大经营规模和提升盈利水平，公司不断扩展全聚德门店数量，门店主要以直营店和特许加盟店为主。截至2015年底，公司在北京、上海、重庆、长春、青岛、郑州、杭州、新疆、沈阳、合肥等全国20个省、市、自治区、直辖市共有107家门店，其中直营店31家（包括“全聚德”品牌直营店27家，“仿膳”品牌直营店1家，“丰泽园”品牌直营店2家，“四川饭店”品牌直营店1家）；特许加盟店71家；海外“全聚德”特许加盟店5家，“丰泽园”品牌特许加盟店1家。

跟踪期内，全聚德集团通过调整产品类型及价格以适应更多消费群体，当年接待宾客726.82万人次，同比增长3.15%；人均消费同比下降2.14%；上座率同比上升4.95%。2015年，全聚德集团实现营业收入18.53亿元，同

比增长0.4%，利润总额1.90亿元，同比增长6.74%；2016年1-9月，全聚德集团实现营业收入13.99亿元，同比变化不大，利润总额1.77亿元，同比增长6.63%，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。总体看，全聚德集团主营业务收入基本稳定，利润保持持续增长，受政策影响较小。

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，跟踪期内未出现食品安全问题。

东来顺集团

东来顺集团是以伊斯兰餐饮为基础，按照“保持自身传统，尊重当地饮食文化、挖掘当地菜品特色，注重菜品风味结构、坚持炒涮结合”的经营思路，组建发展的餐饮连锁企业。近几年，东来顺集团通过品牌经营，发展包括全国及世界主要旅游城市和穆斯林国家和地区在内的连锁店，形成清真食品、特许加盟、肉业加工、物流配送等业务板块。

在直营店开发方面，东来顺集团继续巩固在北京市场的占有率，按照低租金、长租期、免装修，开店后低成本运行的开发原则，实现连锁店由数量型到质量型的转变。2015年，东来顺新开直营店、合资店5家，新开连锁加盟门店15家，主要集中在北京、河北、山东及山西等地区。在130余家餐饮门店，包含直营门店20余家，覆盖北京、武汉、青岛、上海等城市；特许加盟门店110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。东来顺集团形成了北京直营店为骨干、外埠直营连锁协调发展的局面。

东来顺集团清真食品业务板块以自有品牌冷冻速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4000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。

2015年，东来顺集团实现营业收入4.30亿元，同比增长9.51%，利润总额0.15亿元，同比保持稳定。

总体看，全聚德集团主打高端特色餐饮，综合竞争力较强，东来顺集团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）。2015年公司商品销售板块收入为162.62亿元，同比增长2.81%；毛利率为10.01%，同比下滑5.63个百分点，主要由于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，公司为维持市场份额展开大规模促销，导致毛利率有所下降。2016年1-9月，商品销售业务实现收入112.63亿元，同比下降8.51%；毛利率为9.30%，同比增加1.40个百分点。

（1）商品销售

首商股份是公司商场业务的核心经营主体，是北京市商业零售业的传统优势企业，国内著名的大型商业零售企业之一。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）。

首商股份商场的运营模式有90%以上为店铺租赁和联营，另有较少部分为商品代销和商品自营。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，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，而且各业态均有知名的商业品牌，主要包括“燕莎”、“贵友”、“燕莎奥特莱斯”、“燕莎MALL”、“西单商场”5大品牌，每个品牌都已运作多年，具有一定的市场知名度和影响力。

2015年，首商股份实现营业收入109.36亿元，同比下降7.40%；利润总额6.84亿元，同比下降2.40%；2016年1~9月，首商股份实现营业收入74.03亿元，同比下降9.44%；利润总额4.19亿元，同比下降15.52%，主要系电商冲击较大、面临同业激烈竞争采取大规模促销所致。

总体看，公司商场零售业态丰富，品牌知名度高，但近两年受电商冲击影响，盈利水平持续下降。

(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。

2015年，汽车销售收入17.45亿元，同比下降25.65%，主要系限购政策影响所致；油品销售收入为41.90亿元，同比增长58.71%，主要系受国际油价波动影响，公司增加了油品批发业务量所致。2016年1-9月，汽车、油品销售收入分别为17.72亿元和28.36亿元，油品销售同比大幅回落。

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。

4. 旅行社板块

公司计入旅行社板块的收入主要包括下属各旅行社业务收入以及景区景点管理业务

中的门票收入。

(1) 旅行社业务

公司下属旅行社主要为中国康辉旅行社有限责任公司（下称“康辉旅行社”）和北京神舟国际旅行社集团有限公司（下称“神舟旅行社”），均为经国家旅游局批准、从事入境旅游及相关服务、国内旅游及相关服务、特许经营中国公民出境游业务的全资质大型旅行社集团公司。旅行社收入是公司重要的收入来源之一，但受行业特点所限，旅行社行业利润很薄，基本是零利润经营，但为公司其他业务提供了重要的客源支持。

表3 近年来公司旅行社板块经营指标

(单位：万元、人次)

项目	2013年	2014年	2015年
入境游收入	34701	44831	32081
出境游收入	494711	675584	550924
国内游收入	455312	539778	470317
入境游人数	424758	548907	334665
出境游人数	1020571	1378196	1205625
国内游人数	6540338	6540338	3533689

资料来源：公司提供

2015年，公司旅行社业务实现收入105.33亿元，较2014年下降16.42%，主要系2015年传统旅行社业务受自由行旅游及在线旅游的冲击所致。公司旅行社业务毛利率稳定在4%以上，毛利率水平较低，符合行业特点。2016年1-9月，公司旅行社业务实现收入75.70亿元，毛利润3.30亿元。

公司旅行社业务的经营模式：传统旅行社组团和接待为主的模式；盈利模式：收取客人团费和代客人支付房、餐、车费等，从中赚取差价；结算方式主要以现收现付、预收预付为主。

公司其他旅行社品牌还包括北京星晨方舟国际旅行社和北京首旅雅高旅行社等。

(2) 景区景点管理业

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。2015年南山景区实现收入3.55亿元，利润总额0.83亿元。总体来说，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，但盈利能力较低。目前公司景区景点管理业务经营规模较小，对公司利润贡献较小，但随着公司全力打造“首旅海南第二产业集群”等发展战略的实施，未来景区景点管理业务将会成为公司新的利润增长点。

5. 汽车服务业

公司汽车服务业板块业务收入仅包括首汽股份的汽车客运、修理、租赁；汽车及油品销售收入计入公司商品销售板块。

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，拥有全国唯一的国宾车队。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2015年底，首汽租车在全国经营网点数为219家，较2014年（159家）新增60家，分布在全国27个省份的56座城市，车队规模达到1.80万辆，较2014年增长33%。同时，首汽股份去年7月份引入新浪投资共同组建首约科技公司，并于2016年底前完成对首汽约车2.2亿元人民币的A轮融资，首汽约车的估值也达到了13亿元人民币。截至2016年底，首汽约车已布局进入北京、南京、武汉、厦门、成都、杭州等6座城市，线下运营车辆规模约2300部，仅用三个多月时间，发展会员（全国）超过52万人。

2015年，公司汽车服务业实现收入17.44亿元，较2014年增长24.84%，主要系首汽租车车辆规模扩大、业务量增加所致；2015年该板块毛利率逐年下降，主要受汽车保有量上升带来的经营成本上升影响。2016年1-9月，该板块实现收入18.89亿元，毛利润2.45亿元。

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。

6. 物业销售、租赁业务

表4 公司物业销售、租赁业务收入情况

(单位: 亿元)

业务划分	2014年	2015年	2016年1-9月
房地产销售	6.57	7.50	0.47
物业租赁	12.04	14.07	10.56
合计	18.61	21.58	11.03

资料来源：公司提供

公司物业板块收入主要由房地产开发销售以及租赁业务构成。2015年，公司物业销售、租赁业务收入21.58亿元（2014年为18.61亿元），跟踪期内该板块营业收入有所增长主要系租赁业务租金上涨所致。2016年1-9月，

物业租赁收入10.56亿元，房地产销售收入仅0.47亿元。

(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。2015年，公司房地产销售收入7.50亿元（2014年为6.56亿元），同比保持稳定。

截至2016年9月底，公司在建项目（见下表）包括华龙美珏、天天家园、于家务乡次中心一期项目、北京饭店二期扩建项目（含E5霞公府高级公寓），计划总投资88.31亿元，截至2015年底，已完成投资79.23亿元。其中，

霞公府项目体量较大，隶属于公司下属紫金置业（公司持股76%）。该项目为集商业、酒店和服务式公寓、会议中心、高档公寓、停车场以及综合配套设施等为一体的高档综合类物业，位于天安门正东300米，北京饭店南侧，整体为由东向西相连的E3、E4、E5三块地块组成，其中E5为霞公府高级公寓，由南、北两栋7层楼座组成，主力户型为440~590平方米的三居室和四居室。霞公府高级公寓共74套，面积约35073平方米，截至2015年底，该公寓已销售33套，销售面积为15577平方米，销售均价9.89万元/平方米。以预计均价为13.7万元/平方米基础，预计该项目未来总收入约为26.53亿元。

表5 目前公司在建房地产开发项目情况

项目	开发主体	项目简介	项目进展
华龙美珏项目	华龙总公司	项目位于宣武区右安门内半步桥街60号，共3栋楼，其中1、3号为住宅楼，2号为综合楼。总建筑面积约91422 m ² ，住宅总面积约为5.85万m ² ，住房总套数627套。	该项目2008年10月施工建设，预计项目总投资105384万元，预计总收入221519万元。截至2016年9月底，已完成投资97191万元。目前该项目已完工并办理了竣工备案手续，支付的资金为项目合同余款。
天天家园项目	华龙实业	北京市东城区沙子口路甲48号院，规划建筑总面积约3万平方米，为普通住宅项目。	该项目2012年12月施工建设，采用项目公司管理模式，由专门的人员进行财务核算。预计项目总投资46948万元。截至2016年9月底，已完成投资33919万元。目前项目已销售完毕。
通州区于家务乡次中心一期项目	北京紫峰房地产开发有限公司	北京紫峰房地产开发有限公司2013年11月4日以81000万元摘得通州区于家务乡次中心一期地块，该地块供地方式为“七通一平”，具体四至范围是：东至渠头东路，南至大德路，西至张风路，北至永东路。具体规划技术指标如下：总用地面积233057平方米，其中：建设用地面积129786平方米；代征	截至目前已取得五证。营销方面已完成首次自住型商品房开盘及网签工作，累计签约客户407组，签约额为41757.61万元，已收首付款15464.5万元，签约率为35.12%。目前，公司正在积极筹备自住型商品房二次开盘事项及经济适用房推广工作。工程建设方面，项目施工总承包已签订施工合同并进场开展工作。目前一标段（A09、A10等地块）现场三通一平全部完成，施工道路硬化、场地硬化3500 m ² ，7台塔吊安装完毕。清槽土方6000立方米，CFG桩检测2341根，褥垫层1766立方米，地基钎探10000平方米。二标段（A22、A24、A28地块）现场三通一平全部完成，防水施工20,000平米左右，混凝土浇筑9000m ³ ，钢筋绑扎2000t，其中A22地块的2#、6#已出±0一层顶板钢筋开始绑扎。预计年底前A09、A10地块15栋楼结构全部封顶，A22地块5栋楼结构封顶，除A06、A11地块外其他全部达到±0以上。

		城市公共用地面积 103271 平方米。建筑控制规模 231222 平方米，其中：居住用途规模中 78000 平方米用于建设经济适用房，销售限价为 5000 元/平方米；剩余居住用途的商品住房销售限价为 10000 元/平方米。	
北京饭店二期扩建项目	紫金置业	项目系北京饭店二期改扩建工程，预计开发建设项目总投资为55.52亿元，基坑总承包方为中国建筑第八工程局，地上地下结构工程总承包方为北京城建集团，精装修工程总承包方为北京建工集团。该项目包含一部分豪华公寓商品房项目。	项目总投资为 55.52 亿元，分为三部分：其中 E5 霞公府公寓、地下整体已于 2011 年 12 月 31 日完工，并办理了竣工验收备案手续，该公寓共 74 套，面积约 35073 m ² ，目前已销售 33 套，面积为 15577 m ² ，均价 98915 元/m ² 。以预计均价为 13.7 万元/m ² 基础，预计该项目未来总收入约为 26.53 亿元。E4 万豪行政公寓及会展中心已全面完工并于 2012 年 10 月开业。E3 商业已竣工验收并交由首商集团经营管理，已于 2014 年 5 月开业。

资料来源：公司提供

表 6 公司房地产在建项目投资情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金筹措方案		截至 2015 年底已投资	2016 年 1-9 月	2016 年 4-12 月	2017 年以后
		自筹	贷款				
华龙美钰	105384	105384	--	96958	233	985	7208
天天家园	46948	46948	--	30752	7506	595	8095
通州区于家务乡次中心一期项目	175642	125642	50000	109374	25202	9497	31569
北京饭店二期扩建项目	555174	490174	65000	555174	--	--	--
合计	883148	768148	115000	792258	32941	11077	46872

资料来源：公司提供

总体看，公司房地产业务基本已到收尾阶段，未来投资规模不大，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（首商集团），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。2015 年实现物业租赁收入 14.07 亿元，收入同比增长 16.86%，主要系物业租金普遍上涨所致。

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业务的商户的收入；凯威大厦、燕京大厦以自由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，2015 年，公司商场（不含写字楼）租金

收入7.61亿元，同时支付租赁费合计3.89亿元。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. 文化娱乐业务

公司文化娱乐业务包括文化娱乐业和会展业务。2015年实现收入1.25亿元，同比下降19.87%；毛利率36.00%，同比减少23.62个百分点。公司文化娱乐业务板块盈利水平下滑，主要由于展会市场较为低迷，公司通过价格营销手段吸引客流。

在文化娱乐方面，公司拥有北京梨园剧场、北京歌剧舞剧院和北展剧场等剧院，其中北京市政府外办等外事部门已将北京之夜列为重要的外事接待场所。

公司经营会展业的主体是北京展览馆。北京展览馆位于北京西直门繁华商业区，场馆总面积3万平方米，其中室内展馆面积2.2万平方米，室外展场面积1万平方米，由12个展厅组成，是以展览、会议业务为核心，餐饮、娱乐、旅游、酒店多元化发展的综合性、现代化会展中心。北京展览馆是北京第一座大型综合性的展览馆，也是北京的三大著名展馆之一，目前承接的展览业务约占北京市场的四分之一。

8. 其他业务

公司其他业务收入包括括首付通卡手续费收入、输出管理、物业管理、景区景点的管理费、财务公司收入等。2015年公司实现其他业务收入5.87亿元。2016年1-9月，实现其他业务收入8.74亿元，主要受益于景区景点运行良好，管理费收入的增长以及物业管理费用的增长。

9. 经营效率

从资产运营效率看，受行业经营特点影响，公司应收账款和存货规模相对较小。2015年公司销售债权周转次数和存货周转次数分别为46.58次和6.96次，2014年两项指标分别为43.97次和7.13次。总资产周转率略有下降，2015年为0.78次（2014年0.87次）。总体看，公司经营效率正常。

10. 未来发展

(1) 未来发展战略和规划

根据公司发展规划，未来公司将坚持“中国服务”理念，以“品牌+资本”为核心，以“调整结构、创新经营、强化管理”为主题的经营管理方针。具体来看，未来公司将对主要板块进行统筹安排，促使其协调发展，以形成更加明显的市场优势。酒店服务板块重点完善品牌体系与布局，积极引进国际知名管理品牌，努力打造自主管理品牌，形成高档、中档、经济型酒店三级运营体系和覆盖全国的经营网络。零售商业板块在大力推动在国内重要城市奥特莱斯直营店的连锁发展的同时，还要发展都市高档百货、购物中心，主题专营店以及国际一线品牌代理分销等业务，初步形成不同业态的连锁体系。餐饮板块，全聚德集团继续推动在全国店面网点布局，同时推动仿膳、丰泽园、四川饭店等品牌的升级策划，实现多元品牌发展；东来顺集团要进行品牌细分，建立规范的连锁管理系统，清理低效店面，迅速拓展高效益店面网络。旅游旅行板块抓住现代旅游服务业迅猛发展的机遇，运用差异化策略，建立能够赖以加速发展的新型核心业务。汽车服务板块的投资重点是汽车租赁业务的全国拓展和汽车4S店、出租运营车辆规模的扩张；旅行及景区板块主要构建以休闲度假目的地为核心业务、以旅游地产开发为主盈利点的大型综合性项目。

(2) 在建及拟建投资项目分析

未来公司投资项目主要包括酒店建设（海南悦榕庄）、环球主题公园及度假区建设开发、旅游景区开发、汽车服务业等。目前

公司主要在建和拟建项目计划总投资合计约370.07亿元，截至2016年底，在建和拟建项目已完成投资102.92亿元，2017年公司预计投资支出总计66.91亿元。

表7 截至2016年底公司主要拟建在建工程情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金筹措方案		截至2016年底已投资	2017年	2018年及以后
		自筹	贷款			
南山景区升级开发项目（在建）	68830	35830	33000	9559	1780	57491
海南悦榕庄二期项目（在建）	257790	257790	--	43732	80326	133732
北京环球主题公园及度假区项目（在建）	2346686	1058674	1288012	819666	240000	1287020
首汽租车固定资产购置项目（拟建）	156292	156292	--	156292	--	--
华龙地产二级开发项目（拟建）	871100	348440	522660	--	347006	524094
合计	3700698	1857026	1843672	1029249	669112	2002337

资料来源：公司提供

南山景区升级项目总投资6.88亿元，分三部分实施：第一部分是景区发展提供强力后劲的“固基础”系列七大开发项目，包括员工集体宿舍、综合办公楼、供水工程、缘起楼及会馆大堂升级改造、监控系统等项目。第二部分是以“四大区域、四大佛教核心景点”为重点的“建核心、树门面”六大系列项目，包括竹林别墅、慈航普渡园、光明广场、藏传佛教“观音山”、藏传佛教“妙佛山”、大门景观区等升级项目。第三部分为“谋长远”的三大升级开发项目，包括南山风情旅游小镇、海上旅游项目、与观音苑公司合作的佛教研究中心及世界佛教论坛等项目。

海南悦榕庄二期项目是一期项目的继续，通过与一期的整合，进一步完善配套功能和产品类型，使之成为集国宾接待和旅游度假为一体的花园式热带休闲度假区。项目用地面积约为177亩（不含一期会议中心占地），总建筑面积约9万平方米，其中地上建筑面积约7.6万平方米，地下半地下建筑面积约1.4万平方米。建设内容包括别墅36栋、一栋100至120套客房的酒店（楼高7—9层）、四栋7至9层的酒店式产权公寓。

北京环球主题公园及度假区项目位于通

州文化旅游区。公司与其它三家企业共同出资设立北京首寰投资（公司持股比例50%，纳入合并报告范围），由北京首寰负责项目建设。环球影城旨在通过引进国际知名的“环球影城主题公园”品牌，突出中国文化特色、融合世界多元文化，将世界先进的主题公园设计理念和游乐技术与中国文化元素相融合，引进、创意、设计并建设一座国际最高水平的大型主题公园。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234.67亿元。一期核心区项目建成后，预计年均接待游客1000万人次，年营业收入超过68亿元，包括门票收入、商业、酒店及停车服务收入等。

首汽租车固定资产购置项目总投资15.63亿元，主要包括车辆购置、相应GPS配置、基建装修和信息设备。2016年首汽租赁将提速扩展全国网络覆盖密度，迅速提高车队规模。

华龙地产二级开发项目位于北京市顺义

区，拟开发建设养生、养老综合性服务社区。项目计划总投资87亿元，该项目为拟建，尚未拿到相关手续。

总体看，公司近年来通过对下属各大业务板块进行资源整合，形成了完整的商贸旅游服务产业链和全面的配套能力，规模竞争实力逐步增强。公司拟建及在建项目投资规模大，未来面临的筹资压力大。

十、财务分析

公司2013~2015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；2016年1-9月份财务数据未经审计。

从合并范围看，2015年，因股权处置合并范围减少3家二级子公司，新设1家二级子公司，截至2015年底，公司纳入合并范围二级子公司46家；截至2016年9月底，二级子公司层面合并企业较2015年底无变化。总体看，合并范围变化对公司财务数据可比性有一定影响。

2015年公司对会计报表进行前期差错更正：公司2011年5月受北京市政府委派，出资2500万元、市政府援藏资金拨款2500万元共同出资设立拉萨市柳梧新区德吉罗布儿童游乐园有限公司，（以下简称“拉萨儿童乐园”），2013年8月，公司第7次董事会通过将持有的拉萨儿童乐园50%股权无偿转让给拉萨市梧桐新区城市投资建设发展有限公司，2013年9月5日完成工商变更手续。2015年，公司对该笔投资进行追溯调整，可供出售金融资产调减2500万元，资本公积调减2500万元。

截至2015年底，公司（合并）资产总额526.81亿元，所有者权益合计183.45亿元（含少数股东权益72.39亿元）；2015年公司实现营业收入385.17亿元，利润总额6.28亿元。

截至2016年9月底，公司（合并）资产总额705.25亿元，所有者权益合计231.85亿元

（含少数股东权益120.24亿元）；2016年1~9月公司实现营业总收入316.85亿元，利润总额8.26亿元。

1. 盈利能力

2015年公司营业总收入385.17亿元，同比增长0.51%，公司收入较为稳定。同期，公司营业成本呈小幅下降趋势，2015年公司营业成本281.29亿元，同比下降0.89%；从而导致公司营业利润率较2014年提高0.78个百分点至24.77%。

2015年公司期间费用90.40亿元，同比增长7.27%，占营业收入比重23.47%，费用增长主要系人工成本增长所致。公司期间费用仍然主要以管理费用（人工成本、折旧摊销费等）和销售费用为（人工成本、租赁费等）主，二者比重分别为49.59%和43.88%，符合服务业行业特点；两项费用同比2014年均不同程度增长。2015年财务费用较2014年底降低至5.91亿元（2014年6.61亿元）。公司期间费用对营业利润侵蚀严重，费用控制能力有待提高。

非经营性损益方面，2015年，公司投资收益1.01亿元，同比减少6.74亿元，2014年投资收益较高主要为处置世纪证券股权取得的投资收益。2015年公司营业外收入1.22亿元，其中政府补助利得0.62亿元（2014年为0.94亿元）；公司非经营性损益（投资收益+营业外收入）占当期利润总额比重为35.35%，同比减少23.30个百分点，非经营性损益对利润贡献较大。

从盈利指标看，受利润总额下降影响，2015年公司总资本收益率、净资产收益率较2014年同比减少2.59个百分点和5.73个百分点至2.86%和0.45%，公司盈利水平有所下滑。

2016年1~9月，公司实现营业总收入316.85亿元，同比增长15.12%；利润总额8.26亿元，同比增长17.66%；公司营业利润率34.56%，较年初提高9.79个百分点。

总体看，2015年，公司期间费用占比高，

对利润形成侵蚀，非经常性损益对利润贡献较大；2016年以来，受益于如家集团的收购完成，公司收入、利润水平均较上年有明显改善。

2. 现金流及保障

2015年，公司经营活动现金流入和现金流量净额分别为477.81亿元和26.46亿元，分别同比增长6.70%和36.94%；增长主要来自销售商品、提供劳务收到的现金增长。从收入实现质量看，2015年公司现金收入比为109.07%，同比增长3.44个百分点，经营获现能力较强。公司收到及支付其他与经营活动有关的现金主要为收到及支付往来款、政府补助、利息收入、保证金、金融机构手续费等款项。

2015年公司投资活动现金流入26.31亿元，同比提高114.11%，增长主要来自收到其他与投资活动有关的现金，同比增长114.91%至22.51亿元，主要为长期应收款收回、赎回理财产品、结构性存款等款项。2015年投资活动现金流出同比下降44.05%致使投资活动现金流量净额缺口较2014年有所减少，为-45.12亿元（2014年-115.36亿元）。公司支付其他与投资活动有关的现金35.03亿元，主要包括公司发放委托贷款、支付借款、购买理财产品、处置世纪证券损失款等。

2015年，公司筹资活动前现金流量净额-18.66亿元，缺口同比2014年有所下降（2014年为-96.04亿元）。近年来，公司酒店升级改造项目较多，未来环球影城项目陆续推进将增加资本支出，公司对外融资需求大。

2015年，公司筹资活动收到现金295.55亿元，2014年为201.11亿元，主要来自取得借款收到现金；筹资活动产生的现金流出266.47亿元，主要为偿还债务支付的现金。筹资活动产生的现金流净额29.08亿元，同比下降61.30%。

2016年1~9月，公司经营活动现金流量

净额、筹资活动现金流量净额和投资活动现金流量净额分别为33.95亿元、-145.49亿元和112.16亿元。

综合看，公司经营活动现金流规模较大，收入实现质量较好；跟踪期内收购如家酒店以及环球影院的投资加重了公司资本性支出。目前公司拟建及在建项目投资规模大，未来面临的筹资压力大。

3. 资本及债务结构

截至2015年底，公司资产总额526.81亿元，同比增长14.75%；其中流动资产合计占33.77%，非流动资产占66.23%，资产构成以非流动资产为主，构成较2014年底变化不大。

流动资产

截至2015年底，公司流动资产177.93亿元，同比上升18.06%，主要来自一年内到期的非流动资产增加。截至2015年底，公司流动资产以货币资金（占41.02%）和存货（占23.68%）为主。

截至2015年底，公司货币资金72.99亿元，同比上升12.07%，构成主要为银行存款（占98.51%）。同期，公司使用受限的货币资金为4.45亿元，占比6.10%。

截至2015年底，公司应收账款账面价值8.23亿元，同比下降0.77%。公司按账龄组合计提坏账准备的应收账款占54.16%，按余额百分比法计提坏账准备的应收账款占38.31%。按账龄计提坏账准备组合中，账龄为一年内的应收账款占比71.43%，三年以上的占比24.29%，账龄较短，公司应收账款中存在部分可能无法收回款项（占2.70%），公司已单独计提，公司应收账款坏账准备综合计提0.50亿元（占5.72%）。

截至2015年底，公司预付款项为12.21亿元，同比增长8.98%，主要是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84.05%），预付款项超过一年未结转的主要为

预付尚未结算的工程款、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和项目保证金等。截至2015年底，公司其他应收款13.36亿元，同比下降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等，其他应收款前五名占比38.59%，集中度较高。截至2015年底，公司按账龄组合计提坏账准备的其他应收款占比41.39%，账龄在一年内的其他应收占比59.79%；按余额百分比组合计提坏账准备的其他应收款占比17.90%；公司8.00%的其他应收款单独计提坏账准备，截至2015年底，公司其他应收款坏账准备累计计提1.52亿元（计提比例10.23%）。

表8 截至2015年底前五名其他应收款（单位：亿元）

债务人名称	款项性质	账面余额
达芬奇家居股份有限公司	短期借款	2.00
北京产权交易所有限公司	股权交易保证金	1.99
上海古胤置业有限公司	委托贷款的利息	0.71
南靖县土楼管理委员会	短期借款及利息	0.52
北京永安兴业房地产开发有限公司	往来款	0.52
合计	-	5.74

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司存货账面余额42.14亿元，同比增长8.83%，主要系房地产开发投入所致；从构成来看，房地产开发成本、开发产品和库存商品分别占60.87%、17.78%和16.71%。截至2015年底，公司计提存货跌价准备余额0.11亿元。

截至2015年底，公司新增21.83亿元一年内到期的非流动资产主要为向联营企业（达芬奇家居15.00亿元和上海古胤6.90亿元）提供的委托贷款即将到期由其他非流动资产转入所致。

截至2015年底，公司其他流动资产6.80亿元，同比下降6.06%。主要构成为对钟鼓楼

京苑置业有限公司的委托贷款3.25亿元。

非流动资产

截至2015年底，公司非流动资产348.89亿元，同比增长13.13%，主要系长期应收款和无形资产增长所致；公司非流动资产以长期应收款（占12.51%）、长期股权投资（占10.94%）、固定资产（占47.72%）为主。

截至2015年底，公司长期应收款43.66亿元，同比增长112.05%，主要为应收北京财富花园房地产开发有限公司（以下简称“财富房地产”）款项42.92亿元（占比97.93%）。2014年6月，以子公司东方信德为投资主体，以19.50亿元价格收购财富房地产开发有限公司的位于北京市朝阳区孙河乡康营中街的财富城堡南区的25栋（共计4.3万平方米）优质毛坯别墅。

合作内容：东方信德与财富公司、北京财富房地产开发集团有限公司（以下简称“财富集团”）和王喆共同签署了财富公馆项目《合作开发协议》。项目地块共计建设82套独栋房屋，财富房地产已合法取得财富公馆项目地块的开发建设权。东方信德投资19.5亿元，取得项目地块内规划建筑编号D57至D81号，共25栋房屋及其对应的土地使用权（建筑面积合计约为43342平方米，以下简称“分配物业”）全部权益，并就分配物业签署《北京市商品房现房买卖合同》。东方信德有权自持分配物业，也有权以财富房地产的名义对外销售分配物业的全部或部分。担保措施：财富房地产法定代表人王喆为其履行合作协议及相关交易文件项下义务向东方信德提供不可撤销的连带责任保证担保。财富房地产股东财富集团以其所持有的财富房地产55%的股权为其履行上述合作协议及相关交易文件项下义务向东方信德提供不可撤销的质押担保并已办妥相关质押登记手续。财富房地产承诺分配物业将于2015年11月30日之前竣工验收备案，并向东方信德交付全部符合约定标准的分配物业，在2016年1月31日之前取得产权初始登记。2015年10月30日，公司以23.88

亿元继续收购财富城堡南区的28栋共计4.75万平方米的优质物业的全部权益。

截至2015年底，公司长期股权投资为38.18亿元，同比增长6.32%，主要系联营企业其他权益增长2.32亿元导致长期股权投资期末余额增长所致。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，长期股权投资中投资成本前五名的主要有如家管理（开曼）公司、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，由于公司所投部分板块受宏观经济影响经营不佳，截至2015年底，公司已计提长期股权投资减值准备0.22亿元。

截至2015年底，公司固定资产账面价值166.47亿元，同比增长34.64%，主要系公司部分在建工程完工转入固定资产所致。公司固定资产主要为下属酒店的房产以及配套设施，房屋、建筑物占比71.41%。截至2015年底，公司固定资产累计折旧为113.24亿元（本年计提12.43亿元，因合并转入3.79亿元），计提减值准备2.39亿元（主要为对运输工具计提减值），固定资产成新率为57.84%，固定资产成新率一般。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，升值潜力强。

截至2015年底，公司在建工程为23.89亿元，同比大幅下降45.28%，主要系燕翔饭店改扩建工程完工转入固定资产所致。截至2015年底，计提减值准备0.99亿元。

截至2015年底，公司无形资产32.28亿元，同比增长18.24%，增长主要来自土地使用权的增加。公司无形资产主要为土地使用权（占93.73%）（按原值计算）。截至2015年底，公司无形资产累计摊销合计8.22亿元，计提减值准备92.08万元。

截至2015年底，公司其他非流动资产15.43亿元，同比降低50.97%，主要系公司部

分委托贷款（21.83亿元）即将到期转入一年内到期的非流动资产所致。由于相关委托贷款均设有抵质押物，公司委托贷款的回收风险较小。

截至2016年9月底，公司资产总额705.25亿元，较2015年底增长33.87%。其中交易性金融资产18.19亿元，主要系财务公司为提高资金使用效率，配置的保本理财和货币型基金；在建工程111.78亿元，较上年底增长367.90%，主要为环球影院项目开始建设，当年投入较大（余额约80亿元）；无形资产65.24亿元，较上年底增长102.12%，主要系首旅酒店并购如家酒店增加的土地使用权、特许权和商标权；商誉48.20亿元，主要为非同一控制下收购如家酒店，确认商誉44.48亿元所致。长期应收款较年初大幅下降，主要系公司将东方信德（主要负责北京财富花园房地产开发有限公司开发的位于北京市朝阳区孙河乡康营中街的财富城堡南区的25栋共计4.3万平方米的优质毛坯别墅项目）股权全部出售所致。从结构上来看，流动资产占比26.72%，非流动资产占比73.28%，非流动资产比重较上年底进一步提升。

总体看，近年来公司资产总额不断增长，资产构成以非流动资产为主。流动资产中货币资金及存货规模大；非流动资产中，固定资产、在建工程和无形资产占比较大。公司受限资产占比较低，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，公司整体资产质量良好。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益合计183.45亿元，同比增长16.22%，其中归属于母公司所有者权益111.07亿元，同比增长23.08%，主要系其他权益工具和资本公积增加所致。截至2015年底，公司所有者权益中，实收资本占26.22%，资本公积占16.93%，其他权益工具占11.05%，盈余公积占3.98%，少数股东权益占39.46%。

截至2015年底，公司实收资本为48.09亿元，同比增长1.73%，主要系2015年公司收到国有经营预算资金0.82亿元，用于支持公司项目建设（主要为对环球影城建设项目的支持）。截至2015年底，公司资本公积为31.05亿元，同比增长21.55%主要系公司引入外部投资者增加公司资本溢价和权益法核算联营企业增加资本公积所致。

截至2015年底，公司其他权益工具为20.28亿元，主要系2015年公司发行20亿元永续中票，利息率为4.69%，该中票采用固定利率计息；前5个计息年度的票面利率通过簿记建档、集中配售方式确定，前5个计息年度内保持不变，自第6个计息年度起，每5年重置一次票面利率，利率以当期基准利率加初始利差加300个基点确定。该永续中票设置递延支付利息条款：除非发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息以及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，每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。该永续中票设置赎回权：于票据第5个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回，无强制性赎回条款。该永续中票未纳入全部债务核算。

截至2016年9月底，公司所有者权益231.85亿元，较2015年底增长26.38%，主要来自少数股东权益的增长。

整体看，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占比不高，归属于母公司所有者权益中，实收资本和资本公积占比较大，且新增较大规模永续中票，所有者权益稳定性一般。

负债

截至2015年底，负债总额343.36亿元，同比增长13.97%，主要源自非流动负债的上升。从债务结构看，公司流动负债占比79.68%，债务结构仍以流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债合计273.60亿元，同比增长7.19%，主要为短期借款（占

16.69%）、预收款项（占11.15%）、其他应付款（占16.31%）、其他流动负债（占34.32%）等。

截至2015年底，公司短期借款45.67亿元，同比下降30.54%，其中信用借款占60.52%，保证借款占35.01%；公司应付账款22.56亿元，同比下降3.89%，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90.16%。

截至2015年底，公司预收款项30.51亿元，同比增长43.45%，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91.47%。

截至2015年底，公司其他应付款44.62亿元，同比微增0.36%，主要包括各种保险及其他费用、保证金、未结算项目款以及部分往来款。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债为24.48亿元，同比下降14.87%，主要为一年内到期的应付债券减少所致。

截至2015年底，公司其他流动负债为93.89亿元，同比增长51.92%，其中短期债券为90.00亿元，已计入公司短期债务。

截至2015年底，公司非流动负债69.76亿元，主要为长期借款（占61.37%）和应付债券（占24.42%）。

截至2015年底，公司长期借款为42.81亿元，同比增长206.92%，主要系公司经营及投资需求新增借款，长期借款到期时间较分散，集中偿付压力较小。

截至2015年底，公司应付债券为17.03亿元，同比下降31.47%，主要系公司发行的2010年企业债和2014第一期私募基金即将到期转出所致。考虑到公司债券额度不大，应付债券集中偿付压力一般。

表9 截至2015年底公司计入应付债券科目的债券明细
(单位: 亿元)

债券名称	金额	利率	到期日
2015年第一期中期票据	14.00	4.38%	2020.05

2015年可交换债券	3.43	4.28%	2018.12
合计	17.43	-	-

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司长期应付款3.34亿元，同比增长8.61%。从构成来看，主要为司机保证金（占59.28%）

截至2016年9月底，公司负债合计473.40亿元，较2015年底增长37.87%，主要来自于短期借款、应付债券等科目的增加；其中流动负债占比68.23%，非流动负债占比31.77%，流动负债占比较2015年底有所下降。

表10 截至2016年9月底，公司存续期内债券明细情况

名称	额度	存续期	期限	债券种类
15首旅MTN001	14亿元	2015/05/13-2020/05/13	5年	中期票据
15首旅MTN002	20亿元	2015/09/21-2020/09/21	5+N年	中期票据
16首旅CP001	21亿元	2016/09/01-2017/09/01	1年	短期融资券
16首旅MTN001	40亿元	2016/04/20-2021/04/20	5年	中期票据
16首旅01	5亿元	2016/08/01-2023/08/01	5+2年	公司债
16首旅02	15亿元	2016/08/01-2026/08/01	5+5年	公司债
合计	115亿元	--	--	--

资料来源：公开资料整理

注：统计不包含超短期融

有息债务方面，截至2015年底公司全部有息债务220.73亿元，同比增长15.62%，其中短期债务占比72.89%，同比下降6.78个百分点。考虑到公司2015年发行的永续中票20.00亿元，公司全部有息债务为240.73亿元，短期债务比重为66.81%，永续中票的发行对使得公司短期债务比重有所下降；但公司债务结构仍以短期债务为主，短期偿债压力较大，公司债务结构有待改善。

债务指标方面，跟踪期内，公司长期债务资本化率提高4.87个百分点至24.60%；全部债务资本化比率以及资产负债率同比均有小幅下降，分别为54.61%和65.18%；若将永续

中票20.00亿元计入长期债务，公司长期债务资本化比率与全部债务资本化比率分别提高至32.82%和59.56%。

截至2016年9月底，公司全部债务325.29亿元，其中短期债务占比56.36%。公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为40.12%、60.56%和67.12%。考虑到公司发行的永续中票20.00亿元具有长期债务性质，将其计算在内后公司全部债务为345.29亿元，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为43.33%和61.98%，资产负债率为69.96%。

跟踪期内，公司有息债务规模快速增长，短期债务占比有所下降，债务结构得到一定优化；总体看公司整体债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015年，公司流动比率和速动比率同比均有所提高，两项指标分别提高5.98个百分点和5.75个百分点至65.03%和49.63%，公司经营现金流动负债比提高至9.67%；截至2016年9月底，受短期借款大幅增长影响，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为58.34%和45.16%。总体看，公司短期偿债压力较大。

从长期偿债能力指标看，2015年，随着公司利润总额的下降，公司EBITDA同比下降14.62%至32.52亿元；EBITDA利息倍数随之下降至2.89倍；全部债务/EBITDA为6.79倍。总体看，跟踪期内，公司长期偿债能力有所下降。

截至2016年9月底，公司及下属子公司对外担保余额0.02亿元，公司对外担保比率低，公司或有负债风险低。

截至2016年9月底，公司总部及各子公司共获得贷款授信总额度为688亿元，贷款余额144.28亿元，尚可使用额度543.72亿元，间接融资渠道畅通。公司旗下拥有首旅酒店、首商股份和全聚德3家上市公司。总体看，公司

在资本市场具有较强的融资能力，直接融资渠道通畅。

持“16首旅CP001” A-1的信用等级。

5. 存续期内债券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内短期融资券为“16首旅CP001”，额度21亿元。

2015年公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为477.81亿元和33.95亿元，对本期短期融资券的保障倍数分别为22.75倍和1.62倍，公司经营活动现金流入量对本期短期融资券的保障能力好；截至2015年底以及2016年9月底，公司现金类资产分别为68.89亿元和87.52亿元（已剔除受限资金），对本期短期融资券的保障倍数分别为3.28倍和4.17倍，公司现金类资产对本期短期融资券保障能力好。

6. 过往债务履约情况

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1月12日，公司本部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。

7. 抗风险能力

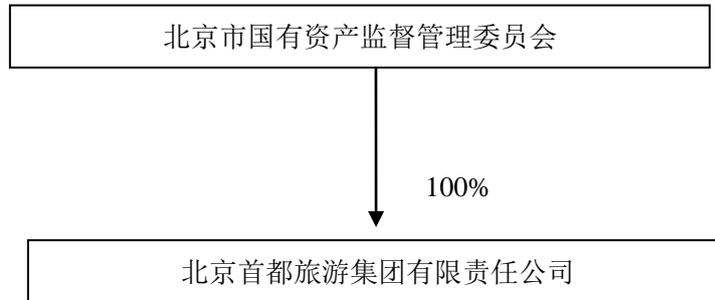
公司是由北京市人民政府授权经营的国有资产投资主体，作为北京市旅游业的“龙头”企业，公司的发展得到了地方政府的大力支持。近年来，公司通过兼并重组，经营规模不断扩大，对下属各业务板块进行资源整合，形成了完整的商贸旅游服务产业链和全面的配套能力。目前，公司资产质量优良，主营业务突出且收入规模大，整体偿债能力强。

总体看，公司整体抗风险能力极强。

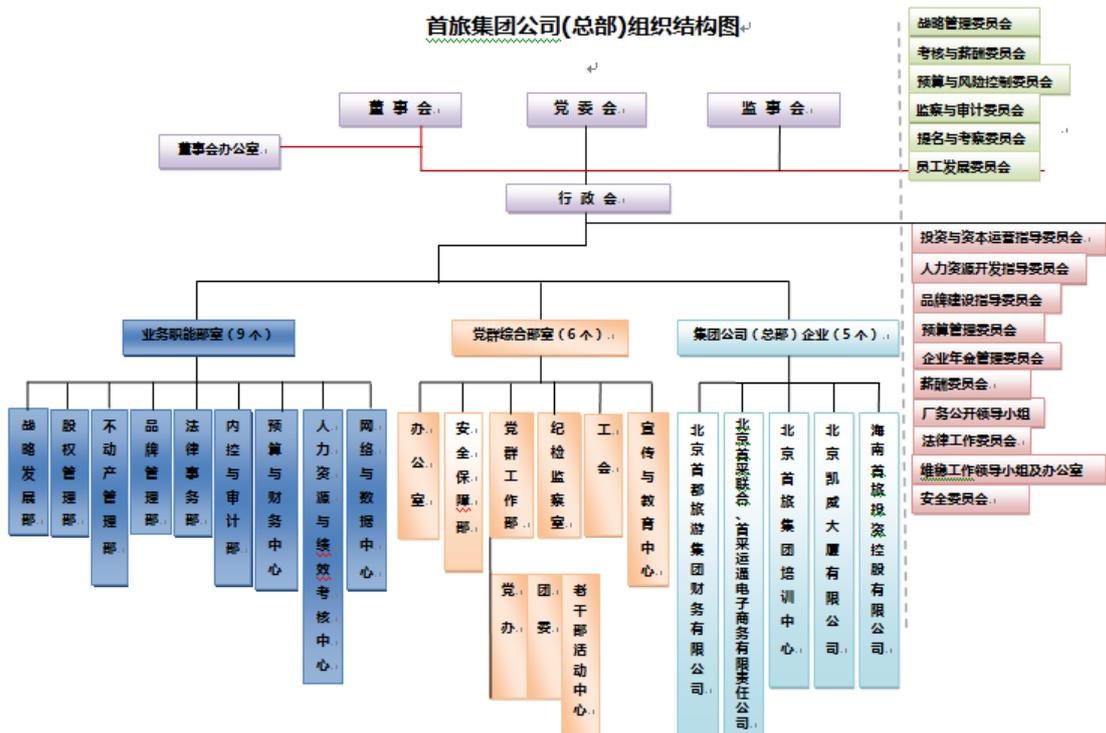
十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，维

附件1-1 公司股权结构图



附件1-2 公司组织结构图



附件2 截至2016年9月底公司下属二级子企业（按合并口径）

序号	企业名称	注册资本	持股比例 (%)	主营业务
1	首旅酒店	23140 万元	60.27	旅游服务及酒店
2	首旅置业	281277.95 万元	100	酒店、旅游及房地产
3	首汽股份	34167.66 万元	87.73	汽车运营、修理及租赁
4	北京展览馆	4655.91 万元	100	承办展览、酒店
5	华龙实业	10833.50 万元	100	饭店及旅游
6	康辉旅行社	7000 万元	51	旅游服务
7	北京饭店	70000 万元	100	酒店
8	长富宫中心	3590 万美元	74.07	酒店及写字楼
9	亮马河大厦	2800 万美元	50	酒店及写字楼
10	新世纪饭店	1925 万美元	40	酒店及写字楼
11	贵宾楼	1000 万美元	60	酒店
12	凯威大厦	1080 万美元	100	酒店及写字楼
13	西友集团	25450 万元	100	投资管理
14	斯博人才	200 万元	100	信息交流与咨询
15	上园饭店	638 万元	100	酒店及写字楼
16	全聚德	30846.40 万元	42.67	餐饮
17	首旅香港	15600 万港币	100	投资
18	京港国际	400 万港币	87.50	投资
19	兆龙饭店	5000 万元	100	酒店
20	首旅培训中心	200 万元	100	培训
21	聚全	3076 万元	100	餐饮
22	建国饭店	2300 万美元	100	酒店
23	金长城	640 万元	100	饭店管理
24	古玩城	17258 万元	100	投资管理
25	东来顺	6500 万元	100	餐饮
26	三亚国宾馆	10000 万元	100	旅游、餐饮服务
27	京凯怡	30000 万元	100	酒店
28	大运河俱乐部	1000 万元	97	娱乐
29	燕莎中心	46057.73 万元	40.64	物业出租
30	天伦万怡	20010 万元	100	酒店
31	颐和园宾馆	1465 万美元	60	酒店
32	鸟巢餐饮	500 万元	100	餐饮
33	利达汇通	4861.30 万元	100	房地产开发经营
34	丰盛世纪	30000 万元	100	房地产开发经营
35	北农集团	10000 万元	100	房地产开发经营
36	首采联合	10200 万元	100	商务服务
37	美国新斯维克	350 万美元	100	投资管理
38	法国新斯维克	33054 美元	100	投资管理
39	首商股份	65840.76 万元	57.82	商业
40	首采运通	4000 万元	100	电子商务
41	京诺投资	3000 万元	100	投资管理
42	京海航程	45000 万元	100	投资管理
43	安麓酒店	198 万美元	40	酒店
44	财务公司	100000 万元	100	财务公司
45	北京首寰	330000 万元	40	投资管理
46	宝利投资	50000 美元	100	投资管理

附件3 主要财务指标

项目	2013年	2014年	2015年	2016年9月
财务数据				
现金类资产(亿元)	86.21	58.27	68.89	87.52
资产总额(亿元)	417.46	459.12	526.81	705.25
所有者权益(亿元)	128.67	157.84	183.45	231.85
短期债务(亿元)	83.12	152.10	160.88	183.34
长期债务(亿元)	42.64	38.80	59.85	141.95
全部债务(亿元)	125.76	190.90	220.73	325.29
营业总收入(亿元)	392.46	383.23	385.17	316.85
利润总额(亿元)	15.63	15.80	6.28	8.26
EBITDA(亿元)	224.71	38.08	32.52	--
经营性净现金流(亿元)	5.24	19.32	26.46	33.95
财务指标				
销售债权周转次数(次)	45.25	43.97	46.58	--
存货周转次数(次)	5.79	7.13	6.96	--
总资产周转次数(次)	1.00	0.87	0.78	--
现金收入比(%)	101.44	105.63	109.07	107.07
营业利润率(%)	25.31	23.99	24.77	34.56
总资本收益率(%)	6.73	5.45	2.86	--
净资产收益率(%)	8.23	6.18	0.45	--
长期债务资本化比率(%)	24.89	19.73	24.60	40.12
全部债务资本化比率(%)	49.43	54.74	54.61	60.56
资产负债率(%)	69.18	65.62	65.18	67.12
流动比率(%)	80.60	59.05	65.03	58.34
速动比率(%)	63.53	43.88	49.63	45.16
经营现金流动负债比(%)	2.19	7.57	9.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.00	3.83	2.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.62	5.01	6.79	--

注：公司2016年三季度财务数据未经审计；销售债权周转次数(次)和总资产周转次数(次)计算时取值为营业总收入，存货周转次数(次)计算时取值为营业总成本；短期债务计算时已包含计入其他流动负债的短期融资券；现金类资产已剔除使用受限的货币资金；20亿元永续中票未纳入全部债务，包含在2015年权益中。

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
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)
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%
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-营业税金及附加)/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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信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 5-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息