

信用等级公告

联合〔2019〕1722号

联合资信评估有限公司通过对北京首都旅游集团有限责任公司及其拟发行的 2019 年度第二期中期票据的信用状况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，北京首都旅游集团有限责任公司 2019 年度第二期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十六日



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

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<http://www.lhratings.com>

北京首都旅游集团有限责任公司 2019年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA
本期中期票据信用等级: AAA
评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行额度: 20 亿元(品种一预设 10 亿元、品种二预设 10 亿元, 双向回拨, 回拨比例不受限制)
本期中期票据期限: 品种一: 3 年; 品种二: 5 年
偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金一起兑付
发行目的: 偿还有息债务

评级时间: 2019 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	73.73	93.81	173.23	218.47
资产总额(亿元)	729.62	798.08	1172.99	1224.07
所有者权益(亿元)	276.72	344.04	495.97	499.73
短期债务(亿元)	143.96	92.07	100.39	114.63
长期债务(亿元)	126.33	189.48	276.13	302.90
全部债务(亿元)	270.29	281.55	376.52	417.53
营业总收入(亿元)	436.61	491.69	757.99	187.94
利润总额(亿元)	11.96	12.05	27.06	5.58
EBITDA(亿元)	48.88	56.81	82.99	--
经营性净现金流(亿元)	44.24	42.68	63.51	2.47
营业利润率(%)	33.84	35.14	30.05	28.96
净资产收益率(%)	2.42	0.98	2.65	--
资产负债率(%)	62.07	56.89	57.72	59.18
全部债务资本化比率(%)	49.41	45.01	43.15	45.52
流动比率(%)	62.54	98.73	105.86	114.18
经营现金流流动负债比(%)	14.84	18.31	18.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.53	5.00	4.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.08	3.73	4.60	--

注: 1. 2019 年一季度财务数据未经审计; 2. 其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务, 长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务; 3. 现金类资产已剔除使用受限的货币资金; 4. 2015 年发行的 20 亿元永续中票、2017 年发行的 30 亿元永续公司债和 10 亿元永续中票、2018 年发行的 20 亿元永续中票未纳入全部债务, 包含在权益中; 5. 公司发行的 20 亿元中期票据“19 首旅 MTN001”实际募集到账时间为 2019 年 4 月, 故资产负债表日未予确认

分析师

杨学慧 李明 杨晓丽

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”)作为北京市综合性大型旅游企业集团, 业务涵盖了旅游主业“吃、住、行、游、购、娱”六大要素, 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。2016 年, 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集配套资金, 公司酒店板块经营实力显著提升, 资产、权益、收入及利润规模稳步增长, 现金类资产充沛。2018 年, 北京王府井东安集团有限责任公司(以下简称“王府井东安”)以无偿划转的形式并入公司, 公司经营规模和竞争实力得到进一步提升。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司债务规模较快增长、权益稳定性较弱、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。公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度强。

未来, 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。联合资信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中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司主体偿债风险极小, 本期中期票据的偿还能力极强, 违约风险极低。

优势

1. 中国国民经济的持续增长以及人均收入水平的提高, 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高度重视, 获得了在项目资源、资产划转和资金注入等

方面的有力支持，区域行业地位突出。

3. 公司经营规模较大，资产质量优良，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。
4. 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集配套资金，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。
5. 2018年1月，北京市国资委决定对公司与王府井东安实施合并重组，将王府井东安的国有资产无偿划转给公司。王府井东安纳入合并范围后，公司资本实力、主业经营规模及盈利能力得到进一步提升。
6. 公司经营活动现金流量净额和EBITDA对本期中期票据覆盖程度强。

关注

1. 公司环球主题公园项目未来投资规模大，存在较大资金需求。近年来，随着在建项目和出行板块的持续投入，公司有息债务规模较快增长。
2. 2015年以来，公司大力发展汽车服务业，规模扩张速度较快，网约车业务尚处于培育期，目前呈亏损状态。截至2018年底，公司对首约科技（北京）有限公司提供融资担保余额15亿元，对其应收账款为5.69亿元，其他应收款账面余额为25.55亿元，存在一定代偿及回收风险。
3. 2017年以来，公司归属于母公司所有者的净利润持续为负；此外，受发行永续期公司债券和少数股东权益增加影响，公司权益稳定性偏弱。

声 明

一、本报告引用的资料主要由北京首都旅游集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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

2019 年度第二期中期票据信用评级报告

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（集团）股份有限公司（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。之后，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。2018年1月，北京市国资委决定对公司与北京王府井东安集团有限责任公司（以下简称“王府井东安”）实施合并重组，将王府井东安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2019年3月底，公司注册资本为44.25亿元，实收资本49.68¹亿元，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2019年3月底，公司（总部）部门按三个工作体系构建，设置十七个中心或部室。截至2019年3月底，公司拥有4家下属上市公司，分别为北京首旅酒店（集团）股份有限公司（以下简称“首旅酒店”）、中国全聚德（集团）股份有限公司（以下简称“全聚德集团”）、北京首商集团股份有限公司（以下简称“首商股份”）和王府井集团股份有限公司（以下简称“王府井”）。

截至2018年底，公司（合并）资产总额为1172.99亿元，所有者权益合计495.97亿元（含少数股东权益287.97亿元）；2018年，公司实现营业总收入757.99亿元，利润总额27.06亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额为1224.07亿元，所有者权益合计499.73亿元（含少数股东权益293.36亿元）；2019年1-3月，公司实现营业总收入187.94亿元，利润总额5.58亿元。

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。

二、本期中期票据概况

公司2019年注册额度为40亿元的中期票据，并于2019年4月发行额度为20亿元的“19首旅MTN001”（5年期）。本次拟发行2019年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据发行金额为20亿元（品种一预设发行规模10亿元、品种二预设发行规模10亿元），公司与簿记管理人有权根据簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整，即减少其中一个品种发行规模，同时将另一个品种发行规模增加相同金额；两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制。品种一的期限为3年，品种二的期限为5年。本期中期票据采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起兑付。本期中期票据所募集资金将全部用于偿还有息债务。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业

形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于

2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施,并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式,使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看,全国房地产开发投资 12.0 万亿元,同比增长 9.5%,增速较 2017 年(7.0%)加快 2.5 个百分点,全年呈现平稳走势;受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响,全国基础设施建设投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)14.5 万亿元,同比增长 3.8%,增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点;制造业投资增速(9.5%)持续提高,主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大,消费结构不断优化升级。2018 年,全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元,同比增长 9.0%,增速较 2017 年回落 1.2 个百分点,扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年,全国居民人均可支配收入 28228 元,同比名义增长 8.7%,扣除价格因素实际增长 6.5%,增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看,生活日常类消费如日用品类,粮油食品、饮料烟酒类,服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长;升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长,汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高;旅游、文化、信息等服务类消费较快增长;网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓,贸易顺差持续收窄。2018 年,国际环境错综复杂,金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行,国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年,中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元,同比增加 9.7%,增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看,出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元,同比增速分别为 7.1%和 12.9%,较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元,较 2017 年有所减少。从贸易方

式来看,2018 年,一般贸易进出口占中国进出口总额的比重(57.8%)较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看,2018 年,中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%,对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元,同比增长 13.3%,中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放,成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看,机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力,进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度,受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响,全球经济增长动能继续减弱,经济复苏压力加大。在此背景下,中国积极的财政政策继续加力增效,稳健的货币政策加强逆周期调节,保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度,中国经济展现出较强的韧性,延续了近年来平稳增长的态势,国内生产总值(GDP)21.3 万亿元,同比实际增长 6.4%,增速与上季度持平,较上年同期有所下降;物价水平温和上涨;PPI、PPIRM 企稳回升;就业形势总体稳定。从三大产业来看,农业生产略有放缓;工业生产总体平稳,工业企业利润增速有所回落;服务业增速也有所放缓,但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看,固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中,房地产投资增速环比和同比均有所提高;基础设施建设投资增速企稳回升,但较上年同期仍明显回落;制造业投资增速环比明显下降,同比仍有所上升。居民消费环比有所回升,同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年,国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下,中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策,通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑,同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育

壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将持续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

四、行业分析

1. 旅游行业分析

(1) 行业概况

改革开放以来，中国实现了从旅游短缺型国家到旅游大国的历史性跨越。“十三五”期间，旅游业的发展首次被纳入国家重点专项规划，走向国民经济建设的前沿，成为国民经济战略性新兴产业。

2018年，国内旅游市场持续高速增长，入

境旅游市场稳步进入缓慢回升通道，出境旅游市场平稳发展；其中，国内旅游人数55.39亿人次，比上年同期增长10.8%；入出境旅游总人数2.91亿人次，同比增长7.8%；全年实现旅游总收入5.97万亿元，同比增长10.5%；全国旅游业对GDP的综合贡献为9.94万亿元，占GDP总量的11.04%；旅游直接就业2826万人，旅游直接和间接就业7991万人，占全国就业总人口的10.29%。

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，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。

2016年11月28日，国务院办公厅发表《国务院办公厅关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见》（国办发[2016]85号），提出加速升级旅游消费、创新发展文化消费、大力促进体育消费等以推进幸福产业服务消费提质扩容、大力促进传统实物消费扩大升级、持续优化消费市场环境。

2016年12月，国务院发布《“十三五”旅游业发展规划》，明确了未来5年中国旅游行业发展的总目标；旅游业的发展也首次被纳入国家重点专项规划。

2017年8月，国家旅游局发布《2017年全域旅游发展报告》，报告中指出，旅游已成为中国民众生活的必需品。全域旅游因此应运而生，将成为一项中长期国家战略和国策，国家各部委将加大对全域旅游的政策和资金支持力度。全面小康社会必然伴随着大众旅游的兴起。

总体看，近年来国家政策对旅游行业的支持力度很大，各项引导政策可平抑因外部经济等环境波动而带来的不利影响，保障旅游产业

平稳发展。

(3) 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。

酒店业

酒店是旅游行业的重要基础设施，其数量和服务质量是旅游行业发展水平的衡量标准之一，在国民经济中的地位日益显现。

酒店行业销售收入总体呈下降趋势，2018年中国星级酒店数量持续下降，客房收入仍然为收入的主要来源；中端酒店占据主流，三星级酒店占比接近50%；高端酒店数量保持稳定，营业收入增速高于行业增速。在国内酒店行业中，市场集中度呈逐年上升趋势，首旅集团、锦江集团和华住集团为三大龙头，合计占比接近50%。

根据中国文化和旅游部公布数据显示，近年来中国星级酒店数量总体呈下降趋势，2012年全国星级饭店统计管理系统中共有星级饭店13304家，至2017年下降至10645家。2018年第三季度，全国星级饭店统计管理系统中共有星级饭店10667家，完成填报的为10256家，填报率为96.15%。2018年第三季度，共有9230家星级饭店通过省级文化和旅游行政部门审核，包括其中一星级59家，二星级1567家，三星级4434家，四星级2351家，五星级819家。三星级酒店占据目前星级酒店的主流地位，为中国酒店行业结构调整，市场需求导向所致，三星级酒店数量占比达到48.08%。2018年前三季度，全国星级酒店实现营业收入1501.9亿元，其中餐饮收入599.69亿元，占比39.93%；客房收入仍占主流，收入698.77亿元，占比46.53%。2018年第三季度，高端酒店受益于平均房价及出租率较高等原因，整体收入占比较高，其中五星级酒店营业收入198.87亿元，占2018年第三季度全部星级酒店收入的38.60%，餐饮收入的38.59%，客房收入的48.44%；四星级酒店营业

收入180.19亿元，占2018年第三季度全部星级酒店收入的34.97%，餐饮收入的37.86%，客房收入的47.50%。

在酒店客源结构细分市场中，酒店客源可以分为商务客源、旅游散客客源、会议团体、会奖旅游客源等种类。其中，商务客源为酒店主要客源，以国内商务客源为主，国外商务客源次之。

中国酒店行业集中度逐年提升，根据市占率的大小大致可以分为四个梯队。市场份额占比超过10%的分别为首旅集团、锦江集团和华住集团，市场占有率分别为11.86%、20.95%和11.70%，三大龙头为中国酒店行业的第一梯队，行业集中度CR3达到了44.51%。位于第二梯队的有海航集团和格美酒店集团，两家酒店集团市占率，分别为6.74%和5.88%，行业集中度CR5为57.13%。位于第三梯队的酒店为尚美生活、东呈酒店集团、住友酒店集团等，市占率在1%-5%之间。总体上看，中国酒店行业市场集中度较高，CR10达到了67.19%。从2018年中国连锁酒店品牌的排行榜来看，首旅如家酒店集团旗下品牌如家酒店客房数位居榜首，全国共有2319家门店，客房数为24.12万间。华住酒店集团旗下汉庭酒店共2244家门店，共计客房数22.31万间，排名第二。锦江国际酒店集团的7天酒店客房数全国第三，全国共有2468家门店，21.37万间客房。根据发达国家酒店行业发展经验，未来中国酒店行业集中度将进一步提升，中小酒店集团缺乏足够的力量自建会员体系，客源依赖OTA，独立生存非常艰难。因此可以看到近年来行业整合的事件频频发生，大型酒店集团正不断并购中小型酒店集团，进一步提升龙头集团的市场竞争力。从酒店门店数和客房数来看，美国六大酒店的酒店数均在四千家以上，而中国三大龙头酒店数量较美国差距很大，落后约50%。未来酒店龙头集团在不断兼并中小企业的同时，也将继续加大城市酒店数量布局，拓展获客渠道，使中国酒店行业市场集中度进一步提升。

中国酒店行业景气度呈现地域分化，以北上深为代表的供给扩张受限城市，新增酒店供给逐年减少，区域内行业景气度持续上升，而其他城市不存在供给扩张受限，新增供给充裕，景气度维持紧平衡状态。

从酒店盈利能力来看，2016年以来全国住宿业平均利润增速回升至10-12%的高位水平，但从收入增长、利润率和EBITDA率看回升并不明显，其中16年和17年EBITDA率相比14-15年低点4.6%分别回升至7.8%和6.2%水平，销售利润率甚至低于2002-2003年水平，表明酒店行业仅有结构性回升，整体盈利仍较差。近年来受到规模扩张，并购整合影响加大，三大龙头酒店收入、净利润和净利率表现远高于行业水平。2015年以来龙头酒店集团营收和净利润水平高速增长，2015-2017年三大龙头营业收入合计增速分别为18.8%、87.0%和27.3%，净利润增速分别为40.9%、73.1%和87.9%。首旅和华住净利率在最近一轮下行周期（2014-2015年）中不降反升，并未受到明显冲击。2018年前三季度锦江、华住和首旅净利率分别为9.0%、13.1%和15.5%。

总体看，由于以前年度的快速扩张，目前中国酒店行业处于供大于求的状态。从历史数据看，住宿业固定资产投资完成额增速（供给端）逐年下降，铁路及民航客运量（需求端）增速基本保持在10%左右，供给波动性明显大于需求端，因此供给是决定行业景气程度的主要因素。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。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。未来，中端酒店市场前景较为广阔，主要体现在二三线城市中端商务酒店市场空间巨大。中端酒店通过对资源的整合，将陆续实现并购重组，激烈的竞争格局也将诞生酒店行业的龙头。从高端酒店的供给

与需求来看，中国高星级酒店的市场需求规模仍将保持增长趋势，但增长幅度将低于整个酒店行业供给的增长。

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。

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。

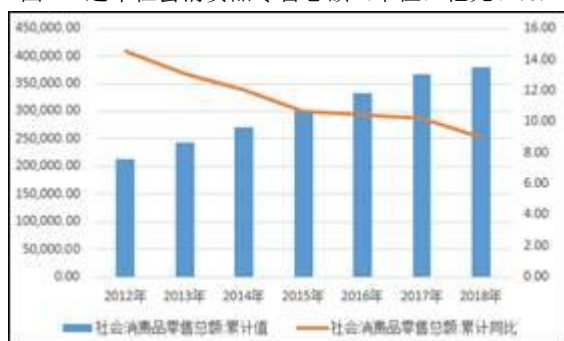
2. 商业零售业

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。同时，零售业也是中国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。

2018年，中国居民生活水平稳步提升，居民收入与经济增长基本同步。全国居民人均可支配收入28228元，比上年增长8.7%，扣除价格因素，实际增长6.5%，较人均GDP增速快0.4个百分点。消费品市场总量继续扩大，消费升级持续推进，市场供给方式不断创新。国内消费对经济增长的拉动作用进一步增强，全年消费

支出对经济增长的贡献率为76.2%，比上年提高18.6个百分点，消费成为经济增长的第一驱动力。全年社会消费品零售总额38.10万亿元，比上年增长9.0%。其中：城镇消费品零售额32.56万亿元，增长8.8%；乡村消费品零售额5.54万亿元，增长10.1%。商品零售额33.83万亿元，增长8.9%，增速进一步放缓。

图1 近年社会消费品零售总额（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

根据中华全国商业信息中心统计，2018年全国百家重点大型零售企业零售额同比增长0.7%，增速较1-11月份放缓0.3个百分点。12月全国百家重点大型零售企业零售额同比下降2.4%，降幅较上月略扩大0.1个百分点。整体经营环境景气度下降。

2018年，全国网上零售额90065亿元，比上年增长23.9%，增速较上年同期的32.2%进一步放缓。其中，实物商品网上零售额70198亿元，增长25.4%，较上年同期的28.0%进一步放缓，对社会消费品零售总额增长的贡献率为45.2%，占社会消费品零售总额的比重达到18.4%；实体店消费品零售额增长5.9%。网上销售增速依然快于实体店，实体店经营继续承压。

虽然2018年实体店零售额增速再度回落，但2017年下半年以来，零售市场景气度步入复苏阶段，整体消费市场结构升级，实体零售企业加快转型升级，具体体现在开拓新零售新业态、发展农村消费品市场、提升供应链、增强消费者体验等多个方面，线上、线下消费品市场更加协同发展，零售企业效益得到提高。

总体看，零售行业作为关乎民生的基础性

行业，多年来发展形成了百货、超市、专业店等丰富的业态形式，从商品、体验、购买、支付等各个环节满足城乡居民不同的生活需求。近年来，随着国民经济的增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段，不得不适应城乡居民对消费体验和商品品类不断提高的要求。国家和各地市不断通过立法、颁布规章制度和行业法规促进和规范零售业的发展，同时零售行业也在其他相关政策的影响下波动前行。如今网络销售快速占领市场，对传统零售形成一定的冲击和压力，实体零售企业通过开拓新零售新业态、发展农村消费品市场、提升供应链、增强消费者体验等进行转型升级和改革创新，实现线上、线下消费品市场协同发展。从长期来看，传统零售和网络零售作为整体，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，将会呈现良好的发展态势。

五、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2019年3月底，公司实收资本为49.68亿元。

2. 企业规模与竞争力

（1）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。经过多年的发展，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。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。

（2）产业链完整、经营专业化

公司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。

（3）品牌众多、知名度高

公司旗下拥有众多知名品牌和企业，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。在经济型酒店方面，公司还拥有“如家”、“欣燕都”等品牌。

②餐饮管理业品牌：中华老字号“全聚德”和“东来顺”两大品牌。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”、“古玩城”、“王府井百货”、“王府井奥莱”、“王府井购物中心”、“赛特奥莱”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。

④旅游旅行服务品牌：“康辉”和“神舟”两大品牌。两大旅行社均为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。目前这两家旅行社已在全国开设上百个分支机构，建立起了较为完善的营销网络系统。

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，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。首汽国宾车队成立50多年来，共接待了一千多位（次）外国国家元首。2016年以来首汽股份确立了“实业+互联网+资本”的发展模式，形成了以“首汽租车”、“首汽约车”、“GOFUN新能源分时租车”三个平台为主体的首汽移动出行产业格局，更好的满足社会个性化出行需求。

3. 人员素质

公司现有董事8人，高级管理人员6人，高级管理人员的管理经验丰富。

公司董事长段强，男，汉族，1956年6月生。清华大学经济学博士。中国旅游协会副会长。历任北京市通县农业局干部，北京市密云第三中学教师，密云县团县委副书记、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月担任公司党委书记、董事长。

公司常务副总经理魏红涛，女，汉族，1967年5月生。法学学士，毕业于中国人民大学新闻学专业。曾任北京首都旅游集团有限责任公司党办副主任、北京首都旅游集团有限责任公司办公室副主任、北京首都旅游集团有限责任公司办公室主任、首旅培训中心校长、党委书记。北京首都旅游集团有限责任公司党委常委，首旅培训中心校长、党委书记。现任公司党委副书记、董事、常务副总经理。

截至2018年底，公司员工共计73148人，学历构成方面，研究生及以上占1.40%，本科学历占15.20%，专科占22.20%，中专及以下学历占61.20%。从年龄结构来看，30岁以下的占

23.74%，30至50岁之间的占57.58%，50岁以上的占18.69%。

总体看来，公司高管管理经验丰富，公司员工素质及年龄结构能满足经营需求。

六、管理分析

1. 治理结构

按照《公司法》的规定，公司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、监事会和经理层，不设股东会，由董事会行使部分股东会的职权。董事会由8名董事组成，设董事长1人；监事会由2名职工监事组成²。公司设总经理1人³，副总经理6人。董事会是公司的经营决策机构，对出资者负责；公司总经理对董事会负责。

2. 内部管理制度

公司逐步完善内控体系建设，构建了一系列管理制度和办法。

投资管理方面，公司调整了对所属企业投融资管理的模式，从集团总部、二级企业及所属企业的功能定位出发，本着“适度放权、提高效率、事前备案、事中跟踪、事后考核”的原则，重新捋顺各级企业在投融资预算工作中的职能和权限。针对不同的二级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。

担保管理方面，公司严格限制各下属公司对外提供担保的条件和审批手续，通过制定并实施《担保管理细则》等制度，规定集团各企业对外、外部企业提供担保需要履行集团审批

手续。

成本管控方面，为进一步发挥公司整体规模效应，协助所属企业降低成本，公司集中采购平台于2008年1月正式运行。截至2018年底，集采平台上线品种达到93大类，327分类，14983个单品规模，集采供应商和采购商分别达到120家和333家。实现了集约化管控下食品安全工作的新突破，使规模化食品加工类产品的食品安全得到了有效把控。

资产处置管理方面，按照公司规定，公司下属各企业进行公司制、股份制改造，以及合资、合作兴办企业等经济活动，其资产必须经具有资产评估资格的机构进行评估，并经国有资产管理部门确认后方可进行；对发生产权变动、资产转移的，下属企业应及时进行财务处理。

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与规范。

七、重大事项

1. 北京王府井东安集团有限责任公司无偿划转给公司

2018年1月30日，北京市国资委下发《北京市人民政府国有资产监督管理委员会关于北京首都旅游集团有限责任公司、北京王府井东安集团有限责任公司合并重组的通知》，决定对公司与王府井东安实施合并重组，将王府井东安的国有资产无偿划转给公司，王府井东安保留独立法人地位。2018年11月23日，王府井东安已完成工商变更登记，公司直接持有其100%股权，并于2018年底将其纳入合并范围。

2019年3月，根据公司安排，将王府井东安持有王府井的26.73%股份无偿划转至公司。2019年5月22日，本次无偿划转的股份过户登记手续已办理完毕。本次无偿划转后，公司直接持有王府井207473227股股份，占王府井总股本的26.73%，公司成为王府井的控股股东。

截至2018年底，王府井资产总额为217.05

² 2018年12月18日，中共北京市委办公厅、北京市人民政府办公厅联合下发《关于调整北京市国资委职责机构编制的通知》，北京市国资委撤回派出监事，公司监事会成员由5名监事（3名派出监事和2名职工监事）变更为2名职工监事。

³ 2018年12月31日，公司党委副书记、副董事长、总经理刘毅先生因病逝世，公司决定暂由董事长段强先生代为履行职责。

亿元，所有者权益为114.79亿元，2018年，王府井实现营业收入267.11亿元，利润总额为17.03亿元。王府井主要业务为商品零售和商业物业出租业务，覆盖传统百货、购物中心、奥特莱斯及超市四大主力业态，形成了处于不同发展阶段的门店梯次，同时拥有线上自建零售渠道和加速扩张的便利店品牌。

总体看，王府井资产优良，业绩良好，并表后，公司资本实力和营收规模大幅提升。

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2019年3月底，公司持有首旅酒店33.99%的股份，质押比例为0.98%。

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/股的价格向嘉实基金管理有限公司、光大保德信基金管理有限公司等8名投资者发行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，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，首旅酒店收购如家酒店后，完成了“豪华”、“高档”、“中档”、“经济型”全系列酒店业务的布局，影响力覆盖至全国，大幅提升了首旅酒店品牌形象和盈利能力。

八、经营分析

1. 经营现状

公司作为北京市大型旅游企业集团，经过多年的发展，已经确立了以酒店及餐饮、旅游商业、旅行社、汽车服务及景区景点为主的业务板块，覆盖了吃、住、行、游、购、娱等旅游主业六大要素。

近三年，公司主营业务收入增长较快。2018年，受益于王府井东安纳入合并，公司实现主营业务收入730.82亿元，同比大幅增长49.10%。从收入构成来看，酒店及餐饮、商品销售和旅行社三大业务为公司最主要的收入来源，2018年上述三大板块收入合计占比87.73%。酒店餐饮板块经营平稳，2018年实现收入121.37亿元，同比略增0.43%；商品销售业务受益于合并王府井东安，带动2018年收入同比大幅增长163.54%至408.78亿元；旅行社业务随着居民消费能力的提升以及中国居民旅游潜力持续释放，近年来收入保持增长态势，2018年公司旅行社实现收入111.00亿元，同比增长6.06%；汽车服务业2017年以前处于规模扩张期，2018年公司调整经营策略，注重运营质量的提升，当年实现收入46.38亿元，同比小幅下降；物业销售、租赁业务实现收入18.84亿元，同比下降41.03%，主要系房地产项目结转较少所致。

从业务盈利水平看，近三年，公司主营业务毛利率有所波动，但仍维持在较高水平。2016-2018年，公司综合毛利率分别为35.69%、36.65%和32.03%。2018年，公司毛利率有所下降，主要系毛利率相对较低的商品销售业务占比大幅提升所致。分板块来看，公司酒店及餐

饮板块的毛利率最高，近两年保持在90%以上；商品销售业务业态丰富，品牌知名度高，毛利率水平呈稳定增长态势，2018年为13.31%，较上年提升3.32个百分点；汽车客运、修理、租赁板块毛利率为19.55%，较2017年提高5.92个百分点，主要系公司主动放慢扩张速度，提升运营质量及租赁效率所致；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；物业板块的毛利率水平较高

但波动较大，2018年度有所下降，主要系毛利率相对较低的房地产开发收入增长所致。

2019年1-3月，公司实现主营业务收入182.61亿元，同比保持增长，商品销售板块收入占比进一步提升至60.72%，成为公司最主要的收入来源，其余各板块平稳发展。同期，公司主营业务毛利率为29.07%，同比提高1.07个百分点，公司盈利能力保持稳定。

表1 近年来公司主营业务构成及毛利率（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年			2019年1-3月		
	收入	占比	毛利率	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	119.34	27.45	90.83	120.85	24.66	91.40	121.37	16.61	90.02	26.34	14.43	91.59
商品销售	151.02	34.73	9.38	155.11	31.65	9.99	408.78	55.93	13.31	110.88	60.72	15.88
旅行社	102.11	23.48	4.60	104.66	21.35	4.01	111.00	15.19	4.38	22.03	12.07	3.68
汽车服务业	28.64	6.59	8.03	47.77	9.75	13.63	46.38	6.35	19.55	11.11	6.09	14.73
物业销售、租赁	19.91	4.58	78.75	31.95	6.52	40.72	18.84	2.58	79.35	4.02	2.20	73.43
文化娱乐业	1.87	0.43	31.55	3.11	0.63	12.86	4.61	0.63	28.88	0.96	0.52	31.88
其他	11.94	2.75	78.31	26.70	5.45	91.09	19.85	2.72	83.25	7.26	3.97	51.22
合计	434.83	100.00	35.69	490.15	100.00	36.65	730.82	100.00	32.03	182.61	100.00	29.07

资料来源：公司提供

注：1.酒店及餐饮板块收入核算时仅包含客房、公寓、写字楼、餐饮收入；商品部、健身娱乐、洗衣、商务中心、电话等收入计入商品销售等板块；2.汽车服务业务板块收入仅包括汽车客运、修理和租赁，汽车及油品销售业务收入计入商品销售板块

2. 酒店及餐饮业务

（1）酒店业

酒店业是公司重要的支柱产业之一，近三年经营持续稳定增长，是公司利润的重要来源。公司酒店业务主要由首旅酒店和北京首旅置业集团有限公司（以下简称“首旅置业”）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）。截至2018年底，首旅酒店资产总额168.24亿元，所有者权益84.53亿元；2018年，首旅酒店实现营业收入85.39亿元，利润总额12.86亿元。截至2019年3月底，首旅酒店资产总额为167.13亿元，所有者权益为85.61亿元；2019年1-3月，首旅酒店实现营业收入19.44亿元，利润总额1.58亿元。

首旅置业于1999年成立，截至2018年底，注册资本28.13亿元，公司100%持股。经过多年的

发展，公司将旗下相关的酒店类资产整合至首旅置业，并将部分酒店的经营管理权交给首旅酒店，基本形成了产权与经营相分离的模式。截至2018年底，首旅置业资产总额63.81亿元，所有者权益10.35亿元；2018年，实现营业收入20.37亿元，净利润-1.87亿元。截至2019年3月底，首旅置业资产总额61.59亿元，所有者权益9.51亿元；2019年1-3月，实现营业收入4.86亿元，利润总额-0.81亿元；亏损主要由于燕翔饭店改造后折旧、摊销及因改造提取贷款的利息支出综合推升成本及费用所致。

公司酒店业的运营模式分为自主经营、委托代管以及受托管理三种，以自主经营为主。委托代管业务方面，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。截至2019年3月底，首旅酒店酒店数量达到4061家（含境外1家），客房间数398357间，其中中高端酒店数量741家，客房间数89404间；经济型酒店2993家，客房间数290522间；其他非标酒店327家，客房间数18431间。

星级酒店

公司星级酒店主要集中在北京长安街沿线、燕莎商圈等繁华地段，定位高端，地理位置优越，全部为自持物业。截至2019年3月底，公司拥有35家三星级及以上酒店企业，其中17家五星级酒店（包括北京饭店、国际饭店、长城饭店、新世纪饭店、西苑饭店、长富宫中心、贵宾楼饭店、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、诺金酒店、兆龙饭店）；10家四星级酒店（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、南苑五龙潭）；8家三星级饭店（北展宾馆、东方饭店、宣武门商务饭店、崇文门饭店、和平里大酒店、上园饭店、谭阁美新源里店、永安宾馆）。

从出租率和价格来看，近三年有所波动，但整体变化不大。2017年四星级酒店出租率为73.51%，较上年增长2.81个百分点；三星级和五星级酒店出租率分别为69.78%和58.47%，同比分别下降1.32个百分点和2.95个百分点。2017年星级酒店客房平均价格均有所上涨，四星级酒店和五星级酒店由于价格已经较高，涨幅较小，三星级酒店涨幅最大，同比增长8.18%。2018年四星级酒店出租率73.85%，较上年微幅增长；三星级和五星级酒店出租率分别为74.55%和62.29%，分别较上年增长4.77个百分点和3.82个百分点。2018年星级酒店客房平均价格均有所上涨，三星级酒店涨幅最大，同比上涨11.93%。

表2 公司酒店经营指标

酒店星级	客房出租率（%）				平均房价（元/间）			
	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
五星级	61.42	58.47	62.29	56.02	681.15	691.63	710.21	686.54
四星级	70.70	73.51	73.85	63.58	512.17	526.33	550.74	545.84
三星级	71.10	69.78	74.55	65.36	374.53	405.15	453.49	461.6

资料来源：公司提供

经济型酒店

经济型酒店方面，公司拥有“如家快捷”、“如家精选”、“如家商旅”、“莫泰”、“云上四季”、“蓝牌驿居”、“派柏云”、“睿柏云”、“欣燕都”、“雅客怡家”等多个子品牌，经济型酒店以特许经营为主。2018年，公司新开经济型酒店数为208家，经济型酒店平均房价162元，比上年同期增长3.0%；出租率75.2%，比上年同期增长2.4个百分点。

2018年，公司酒店业务迎合消费升级趋势，以中高端产品发展为主轴，对和颐至尊、如家精选、如家商旅等中高端产品进行了重点发展；

同时，公司通过改造存量酒店，结合“互联网+”思路，先后完成了柏丽艾尚酒店、如家精选酒店（升级版）、YUNIK HOTEL、如家商旅酒店（金标）、如家酒店3.0NEO等新产品的研发、落地和推广，在酒店智能设备、灯光设计、社交场景等方面加入了新的元素。在探索新市场、新模式方面，公司推出了“如家小镇”、“漫空间”、“满次元”、“YUNIK HOTEL社交酒店”；在品牌合作方面，首旅酒店与国际知名凯悦酒店集团合作，并于2019年2月25日正式签署协议成立合资酒店管理公司。合资公司的注册资本为18000万元，如家酒店连锁（中国）有限公司

投资9180万元，占总股本的51%。合资公司预计2020年上半年在北京、上海先行开业直营店，加盟店发展目标也将在几年内达到百家规模。此合作对公司未来中端酒店规模的快速发展具有十分重要的意义；在发展会员方面，截至2018年底首旅酒店会员总量达1.1亿，全年公司自有渠道入住间夜数占比近80%。

总体看，公司酒店业务经营状况良好，虽然国内高端商务市场的竞争较激烈、政府严控“三公消费”，但公司星级酒店业务经营平稳向好；经济型酒店方面，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，充实了酒店业务的全品牌概念，盈利能力和品牌影响力均大幅提升，未来发展前景较好。

（2）餐饮业

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

全聚德集团作为中华老字号，历经多年发展，已经成为北京传统文化的标志之一。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.SZ，截至2019年3月底公司持股42.67%，无质押）。截至2018年底，全聚德集团资产总额20.20亿元，所有者权益16.01亿元，2018年，全聚德集团实现营业收入17.77亿元，同比下降4.48%，利润总额1.20亿元，同比下降41.34%，主要系受餐饮行业竞争加剧影响，全聚德集团年度接待人次同比减少，导致2018年度营业收入和利润同比出现下滑。

全聚德集团主营业务为中式餐饮服务和食品加工销售两大板块：中式餐饮服务主要为以“全聚德”烤鸭、“全鸭席”系列菜品为主的全聚德烤鸭店，以经营“满汉全席”为特色的仿膳饭庄，以经营“葱烧海参”为代表的丰泽园饭店和经营特色川菜的四川饭店；食品加工板块主要有真空烤鸭、仿膳糕点等食品，外部市场化销售渠道日益成熟。

截至2018年底，全聚德集团在北京、上海、重庆、长春、青岛、郑州、杭州、新疆、沈阳、合肥等全国23个省、市、自治区、直辖市共有121家门店，其中直营店46家（包括“全聚德”品牌直营店43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）；特许加盟店家68家；海外“全聚德”特许加盟店7家。

2018年，全聚德集团接待宾客次数770.47万人次，同比下降4.18%（2017年为804.07万人次），人均消费150.37元，上座率62.67%，较上年下降7.29个百分点。

东来顺集团

东来顺集团是以经营“东来顺”品牌为主的清真老字号企业。近几年，公司通过品牌经营，发展包括全国及世界主要旅游城市、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。截至2018年底，东来顺集团资产总额4.52亿元，所有者权益1.74亿元；2018年，东来顺集团实现营业收入6.21亿元，同比增长23.58%，利润总额0.33亿元（2017年为0.37亿元），同比下降10.81%，主要系羊肉单价上涨及新开店前期费用大等因素综合作用所致。

东来顺集团清真食品业务板块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。

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。2016年新开直营店、合资店4家，新开连锁加盟门店18家；2017年新开直营店、合资店8家，新开连锁加盟门店12家；2018年新开直营店、合资店12家，新开连锁加盟门店13家。截至2019年3月底，东来顺共计147家餐饮门店，其中直营门店11家，

覆盖北京、武汉、青岛、上海、海口等城市；特许加盟门店131家，地区分布较为均衡，覆盖到19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。

总体看，全聚德集团主打高端特色餐饮，品牌与行业地位较为突出，但受餐饮行业竞争加剧影响，公司年度接待人次同比减少，导致2018年度盈利能力出现下滑；东来顺集团则定位清真特色餐饮，经营规模不断扩大，盈利能力受原材料及开店成本影响，同比有所下降。

3. 商品销售业务

公司商品销售业务主要包括商场收入和汽车及油品销售收入。2016-2018年，公司商品销售板块收入分别为151.02亿元、155.11亿元和408.78亿元，2018年公司商场百货零售业务新增王府井，带动当年商品销售收入大幅增长。

(1) 商场业务

公司旗下百货零售业务主要由首商股份和王府井经营。

首商股份

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，截至2019年3月底公司持股57.82%，无质押），是北京市商业零售业的传统优势企业。截至2018年底，首商股份资产总额69.31亿元，所有者权益43.10亿元；2018年，首商股份实现营业收入100.71亿元，利润总额6.61亿元。截至2019年3月底，首商股份资产总额为69.03亿元，所有者权益为44.44亿元，2019年1-3月，首商股份实现营业收入26.73亿元，利润总额1.82亿元。

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，具有较高的市场知名度和影响力。

王府井

王府井是一家专注于百货业态的全国性连锁零售企业，前身是享誉中外的新中国第一店“王府井百货大楼”，创立于1955年；1993年4月王府井百货大楼改组后成立王府井，后在上海证券交易所上市（股票代码“600859.SH”）。2018年，王府井东安整体并入首旅集团；2019年5月，为实现首旅集团整体发展战略，经首旅集团研究决定，将王府井东安持有的王府井26.73%股份无偿划转至首旅集团。本次无偿划转完成后，王府井的控股股东由王府井东安变更为首旅集团。

截至2018年底，王府井资产总额217.05亿元，所有者权益114.79亿元；2018年，王府井实现营业收入267.11亿元，利润总额17.03亿元。截至2019年3月底，王府井资产总额215.39亿元，所有者权益119.12亿元；2019年1-3月，王府井实现营业收入71.65亿元，利润总额5.57亿元。

王府井主要业务为商品零售和商业物业出租业务，覆盖百货、购物中心、奥特莱斯及超市四大主力业态，形成了处于不同发展阶段的门店梯次，同时拥有线上自建零售渠道。截至2018年底，王府井在全国范围共运营51家大型综合零售门店，总经营建筑面积264.6万平方米，涉及东北、华北、华中、华南、华东、西南、西北七大经济区域，21个省、市、自治区，31个城市；其中租赁经营场所的面积合计约为155.50万平方米，占总经营面积的58.77%；王府井自有经营场所的面积合计为109.10万平方

米，占总经营建筑面积的41.23%。

总体看，公司商场零售业态丰富，品牌知名度高，王府井与首旅集团实施战略重组后，随着企业文化和制度建设的不断有效融合，借助双方资源优势，公司积极打造生活方式服务业产业集团的新定位，加强各业态业务互动，提高资源配置效率，形成强大的发展合力，有效提升公司商业板块综合竞争能力。

（2）汽车、油品销售

汽车销售和油品销售分别由首汽股份下属子公司北京首汽汽车修理有限公司（以下简称“首汽修理”）和中油首汽石油销售公司（以下简称“首汽石油”）运营。首汽修理拥有一汽奥迪、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。首汽石油共有连锁参股加油站20家。2017年，公司汽车销售和油品共取得收入32.12亿元，实现利润总额0.78亿元，较上年基本持平。2018年，公司汽车销售和油品共取得收入51.10亿元，实现利润总额0.59亿元。

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有中国康辉旅行社有限责任公司（以下简称“康辉旅行社”）和北京神舟国际旅行社集团有限公司（以下简称“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，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 公司旅行社板块经营指标（单位：万元、人次）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 1-3月
入境游收入	28403	24500	26238	4252
出境游收入	568724	615600	665955	142063
国内游收入	423958	406500	417799	74006
入境游人数	360292	283249	351152	48952
出境游人数	1329050	1384928	1427580	322346
国内游人数	4465111	4193800	4513144	705510

资料来源：公司提供

近年来，中国居民收入不断增长，旅游已经成为人民生活必不可少的一部分。2017年，公司旅行社业务实现收入104.66亿元，同比增长2.50%，主要系出境游收入增长所致。2017年，公司出境游人数增长，主要系出境游市场回暖所致；入境游人数大幅下降，主要系人民币升值、市场竞争激烈等因素所致；受国内自助游兴起影响，旅行社接待国内游人数和营收均出现下滑。2018年，公司旅行社业务实现收入111.00亿元，同比增长6.06%，主要系出境游收入增长所致。公司旅行社业务毛利率水平较低，符合行业特点。

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，规模较小。

（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”）、宁夏沙湖生态景区、北京野生动物园等重点景区景点项目。

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。近三年，南山景区入园人数持续上升，2018年为498万人次，实现收入4.5亿元，同比小幅增长，利润总额1.80亿元，同比增长20%。野生动物园近年来业绩逐年提升，2018年实现收入2.24亿元，同比增长40%，实现利润总额0.84亿元，同比增长40%。

总体看，公司旅行社品牌知名度较高，但受行业特点制约，盈利能力有限；景区业务受制于经营规模较小，对公司利润贡献不大。

5. 汽车服务业

公司汽车服务业经营实体是首汽股份（截至2019年3月底持股比例87.73%）及其下属子公司。首汽股份是国内领先的汽车服务提供商，集汽车客运、销售与维修、汽车租赁、油品供应于一体，拥有全国唯一的国宾车队，长期为国家重要活动提供高标准的交通服务保障。截至2018年底，首汽股份资产总额140.17亿元，所有者权益24.11亿元；2018年，首汽股份实现营业收入97.56⁴亿元，净利润-3.79亿元。截至2019年3月底，首汽股份资产总额164.30亿元，所有者权益22.99亿元；2019年1-3月，首汽股份实现营业收入24.59亿元，净利润-1.07亿元。

近年来，首汽股份依托互联网思维，引入市场机制，打造网络信息平台，大力发展汽车租赁业务，形成首汽租车、首汽新能源、首汽约车三位一体的发展模式。

租车方面，2015年1月，公司完成对首汽租赁9亿元增资，2015年3月启动A轮融资，成功引入嘉实投资融资1.2亿美元；2016年，首汽租赁完成A+及B轮融资，总交易额达到21.79亿元人民币；目前启动C轮融资。截至2019年3月底，首汽租赁车辆规模达到7.08万辆，覆盖城市74个，服务网点1133个，行业排名稳居前三名。

新能源方面，主要由下属子公司北京首汽

智行科技有限公司（简称“首汽智行”）负责运营。公司推出了Gofun出行，主打新能源分时租赁业务，致力于为用户提供便捷、绿色、智能、经济、时尚的城市公共交通出行服务解决方案。Gofun出行于2016年2月正式上线，先后进驻北京、上海、厦门、青岛、武汉等84个城市，截至2019年3月底，Gofun出行建立网点6748个，车队规模2.68万辆，注册会员900多万人，B轮融资也已完成。

网约车方面，主要由参股企业首约科技（北京）有限公司（以下简称“首约科技”）负责运营，首约科技成立于2015年，2016~2017年完成A、B及B+两轮融资，引入百度、泛海系、蔚来资本、丝路华创等多名投资人，完成上述融资后，首汽股份通过下属子公司北京首汽约车投资管理有限公司持有首约科技35.23%的股权，为第一大股东，但董事会席位不具有控制权，公司未纳入合并范围。2015年9月16日，“首汽约车”APP正式推出，与市面现有专车不同，首汽约车车辆全部为政府许可的出租运营车辆，挂有北京出租车特有的“京B”牌照，司机持有从业许可证件。2017年2月8日，首汽约车在北京获得首张《网络预约出租车经营许可证》。截至2019年3月底，首汽约车开通业务的城市84个，线下服务车队规模57万部。全国注册用户5462万，日均订单量超过57万单，行业排名全国第二位。网约车业务尚处于培育期，目前呈亏损状态。

2017年，公司汽车服务业实现收入47.77亿元，同比增长66.79%，主要系首汽租车车辆规模扩大、业务量增加所致。2018年，公司汽车服务业实现收入46.38亿元，同比下降2.91%，主要系公司调整经营策略，不再大规模扩张。2019年1-3月，公司汽车服务业务实现收入11.11亿元，同比变动不大。

综上，公司汽车服务业务资源充足，接待能力强，近年来紧跟行业步伐，大力发展汽车租赁和网约车业务，规模扩张速度较快，业绩尚处于培育期，目前处于亏损状态。

⁴ 由于首汽股份收入中还包含油品销售收入（已计入商品销售板块），所以首汽股份收入大于汽车服务业板块收入。

6. 物业销售、租赁业务

公司物业板块主要由房地产开发销售和物业租赁构成。根据北京市国资委对公司战略职能的定位，公司未来将逐渐退出房地产开发业务，目前的销售收入主要是存量房的销售。近三年，公司该业务板块收入波动较大；2017年，公司物业板块实现收入31.95亿元，同比增长60.47%，主要系房地产项目结转增加所致；2018年，公司物业板块实现收入18.84亿元，同比下降41.03%，主要是房地产项目可售部分减少所致。

表4 公司物业销售、租赁业务收入情况

(单位：亿元)

业务划分	2016年	2017年	2018年	2019年 1-3月
房地产销售	5.81	17.94	3.35	0.00

表5 截至2019年3月底公司房地产在建项目投资情况(单位：万元)

项目名称	总投资	截至2019年3月底已投资	2019年4-12月计划投资	2020年及以后计划投资
紫峰·九院城	257810	208629	16869	32312
天天家园12、13号楼	51097	44328	2261	4508
合计	308907	252957	19130	36820

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。2018年实现物业租赁收入15.49亿元，收入比较稳定。

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和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。

物业租赁	14.10	14.01	15.49	4.02
合计	19.91	31.95	18.84	4.02

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”）等。

根据北京市国资委的战略规划，公司未来将不再新投资房地产项目，现阶段开发项目均为前期规划或投资项目。目前，公司在建房地产项目为紫峰·九院城和天天家园12、13号楼，计划总投资为30.89亿元，截至2019年3月底，已投资25.30亿元，尚需投资5.59亿元。

总体看，公司物业租赁业务运营良好，业务收入比较平稳。

7. 文化娱乐业务

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；会展业务的经营主体是北京展览馆。2017年，该业务板块实现收入3.11亿元，同比增长66.31%。2018年，该业务板块实现收入4.61亿元，同比增长48.23%。

8. 其他业务

公司其他业务收入包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。2017年，公司实现其他业务收入26.70亿元，同比增加14.76亿元。2018年，

公司实现其他业务收入19.85亿元，同比下降27.48%。

9. 经营效率

从资产运营效率看，近三年，公司销售债权周转次数波动下降，总资产周转次数波动上升，存货周转次数不断上升，上述指标近三年加权平均值分别为37.21次、0.72次和11.90次，2018年分别为36.52次、0.77次和15.69次。总体看，公司经营效率良好。

10. 未来发展

(1) 未来发展战略和规划

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。

(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改扩建、环球主题公园及度假区建设开发、旅游景区升级改造等。项目计划总投资486.82亿元，截至2019年3月底已完成投资218.03亿元。

表6 截至2019年3月底公司主要投资项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至2019年3月底已投资	2019年4-12月计划投资	2020年及以后计划投资
贵宾楼项目	4.73	0.96	2.79	0.98
北京野生动物园步行游览区升级改造(一期)建设项目	5.11	1.55	1.01	2.55
北京环球主题公园一期	442.80	206.50	121.74	114.56
首寰度假酒店	27.53	8.69	5.85	12.99
北京饭店	6.65	0.33	1.42	4.90
合计	486.82	218.03	132.81	135.98

资料来源：公司提供

北京环球主题公园及度假区项目位于通州文化旅游区，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。

一期项目预计总投资548.36亿元（包括土地支出和项目建设支出），其中土地支出（约105亿元）由首旅集团控股子公司北京首寰文化旅游投资有限公司（以下简称“北京首寰”）承担，项目建设及运营由合资公司北京国际度假区有

限公司⁵负责；项目建设预计投资442.80亿元，资金来源为：资本金占40%（由北京首寰和环球北京按股权比例出资），银团贷款占60%。

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2021年年初开始试营业。

总体看，公司近年来通过对下属各大业务

⁵北京国际度假区有限公司由北京首寰和美方公司环球北京业主控股有限责任公司（以下简称“环球北京”）合资成立，注册资本177.12亿元人民币，其中北京首寰持股70%，环球北京持股30%。

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未来投资规模大，对外融资需求大。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2016-2018年合并财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司2019年1-3月财务数据未经审计。

从合并范围看，2016年，因清算合并范围减少1家二级子公司；2017年，公司投资2.40亿元设立北京首旅景区投资管理有限公司（以下简称“首旅景区”，持股60%，注册资本4.01亿元）；2018年，公司注销1家二级子公司（北京首旅鸟巢餐饮服务有限公司），新合并1家二级子公司（王府井东安）。截至2018年底，公司纳入合并范围二级子公司共计41家。截至2019年3月底，二级子公司层面合并企业较2018年底无变化。总体看，王府井东安纳入合并对公司财务数据可比性影响较大，故以下基于公司2018年财务数据进行分析。

截至2018年底，公司（合并）资产总额1172.99亿元，所有者权益合计495.97亿元（含少数股东权益287.97亿元）；2018年，公司实现营业总收入757.99亿元，利润总额27.06亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额1224.07亿元，所有者权益合计499.73亿元（含少数股东权益293.36亿元）；2019年1-3月，公司实现营业总收入187.94亿元，利润总额5.58亿元。

2. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额1172.99亿元，较上年增长46.98%，主要系王府井东安纳入合并及在建工程持续投入综合带动所致；其中，流动资产占31.85%，非流动资产占68.15%，

资产构成以非流动资产为主。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产为373.54亿元，较上年底增长62.29%，主要系货币资金、其他应收款、存货及其他流动资产增长所致；构成以货币资金（占46.43%）、其他应收款（占12.90%）、存货（占10.25%）和其他流动资产（占14.46%）为主。

截至2018年底，公司货币资金为173.42亿元，同比大幅增长90.10%，主要系合并王府井东安所致；公司货币资金构成以银行存款（占98.00%）为主，使用受限的货币资金占5.85%，主要为存放央行的法定准备金、单用途商业预付卡存管资金、质押存单等。

截至2018年底，公司应收账款账面价值为22.38亿元，较上年底增长24.93%，主要系合并范围增加王府井东安以及应收首约科技租车费用增加所致；公司按账龄计提坏账准备的应收账款账面余额共15.62亿元，其中账龄在1年内的占90.31%，3年以上的占5.88%，账龄较短。计提坏账准备1.67亿元，计提比例为6.96%。从集中度来看，按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款占应收账款合计金额的33.98%，集中度一般。

表7 截至2018年底前五名应收账款（单位：亿元、%）

债务人名称	账面余额	占比	坏账准备
首约科技	5.69	23.64	0.28
财付通支付科技有限公司	0.74	3.07	--
北京市土地整理储备中心通州区分中心	0.69	2.85	--
中国银行股份有限公司	0.65	2.69	--
支付宝（中国）网络技术有限公司	0.42	1.73	--
合计	8.17	33.98	0.28

资料来源：公司审计报告

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2018年底，公司其他应收款为48.18亿元，较上年底增长54.83%，主要系北京首汽（集团）新增对首约科技（北京）的借款增加所致，计提坏账准备4.16亿元，计提比例为7.95%，计提比例尚可。

从集中度来看，按欠款方归集的期末余额前五名占比为65.04%，集中度高。

表8 截至2018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	账龄	占比	坏账准备
首约科技	往来款	25.55	1年以内,1-2年	48.82	1.73
触网（北京）股份有限公司	货款	3.99	1-2年	7.62	0.24
北京钟鼓楼京苑置业有限公司	借款	3.25	4-5年	6.21	--
北京永安兴业房地产开发有限公司	往来款	0.65	3年以上	1.24	--
遵义宏达房地产开发有限公司	保证金	0.60	3年以内	1.15	--
合 计	--	34.04	--	65.04	1.97

资料来源：公司审计报告

公司存货主要构成为下属房地产企业的开发成本和各类库存商品。截至2018年底，公司存货为38.30亿元，同比增长35.73%，主要系合并范围增加王府井东安所致；从构成来看，库存商品（产成品）、房地产开发成本、开发产品和分别占48.99%、28.70%和17.13%，计提存货跌价准备余额1.03亿元，计提跌价准备合理。

截至2018年底，公司其他流动资产为54.03亿元，较上年底增长73.74%，主要系公司持有的理财产品金额增加所致。主要构成为保本理财产品25.10亿元、结构性存款8.80亿元、进项税额10.20亿元、非保本浮动收益理财产品7.10亿元。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产799.45亿元，较上年底增长40.77%；主要由固定资产（占32.55%）、在建工程（占22.11%）、无形资产（占11.95%）构成。

截至2018年底，公司可供出售金额资产16.35亿元，较上年底增长19.85%，主要系合并王府井东安所致。期末公司按公允价值计量的权益工具成本/债务工具摊余成本10.58亿元，公允价值6.38亿元，累计计入其他综合收益的公允价值变动金额-4.21亿元，主要系持有北京北辰实业股份有限公司3.72%的股票公允价值变

动影响所致。

截至2018年底，公司长期股权投资为35.98亿元，较上年底增长22.39%，主要系合并范围增加王府井东安所致。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，期末余额前五名主要有上海古胤（余额6.95亿元）、中国民生信托有限公司（余额6.92亿元）、嘉云酒店（集团）有限公司（余额3.99亿元）、西安王府井商业运用管理有限公司（余额3.85亿元）和北京华都饭店有限责任公司（余额2.35亿元）。

公司投资性房地产主要构成为房屋、建筑物，后续以成本模式计量。截至2018年底，公司投资性房地产账面价值29.86亿元，较上年底增加22.13亿元，主要系王府井东安并表所致。

截至2018年底，公司固定资产账面价值为260.21亿元，较上年底增长32.46%，主要系公司新购置经营用车增加所致；累计计提折旧182.11亿元、计提减值准备4.57亿元；公司多数酒店房产取得时间早，按照历史成本入账，大部分酒店地处北京市核心区域，地理位置优越，固定资产质量较高。

截至2018年，公司在建工程分别176.80亿元，较上年底增长48.53%，主要系本期增加对首寰文化环球北京度假区项目投资所致。

表9 截至2018年底公司预算数前五名重大在建项目投资情况（单位：亿元、%）

项目名称	预算数	工程累计投入占预算比例
首寰文化环球北京度假区项目	550.42	24.44
首寰文化北京环球影城主题公园	114.53	97.05
首寰文化度假酒店	27.53	27.76
丰盛世纪诺金改造工程	5.50	3.63
丰盛世纪贵宾楼饭店装饰装修工程	4.73	12.75

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司无形资产95.52亿元，较上年底增加31.63亿元，主要系：一方面，合并范围增加使得无形资产增加9.57亿元；另一方面，北京首寰文化旅游投资有限公司为投建北京环球影城主题乐园购买主题IP，使得特许

权增加23.30亿元。公司无形资产主要构成土地使用权（占39.11%）、商标权（占29.55%）和特许权（占26.32%）。

截至2018年底，公司商誉为68.74亿元，较上年底增加8.16亿元，主要系合并王府井东安所致。截至2018年底，商誉减值准备为1.42亿元，主要系新疆全聚德餐饮有限公司商誉发生减值金额为0.23亿元，收购宁波南苑集团股份有限公司产生的商誉发生减值0.82亿元，收购滦平金亿矿业有限公司商誉发生减值金额为0.13亿元；其他商誉无新增减值情况，如未来被收购公司经营不善，仍存在一定减值风险。

截至2018年底，公司其他非流动资产为58.68亿元，较上年底增长63.59%，主要系合并范围增加以及新增待抵扣进项税所致。

截至2019年3月底，公司资产总额为1224.07亿元，较2018年底增长4.35%。从结构上来看，流动资产占33.94%，非流动资产占66.06%，流动资产比重较上年底略有上升。截至2019年3月底，公司货币资金为156.30亿元，较上年底减少17.12亿元；交易性金融资产为33.86亿元，较2018年底增加25.11亿元，主要系公司执行新金融工具准则所致；预付款项为20.98亿元，较2018年底增加3.21亿元，主要系子公司北京首寰预付工程款项所致；公司其他应收款为56.46亿元，较上年底增加8.16亿元，主要系首汽股份新增对首约科技借款所致；其他流动资产为67.04亿元，较上年底增加13.01亿元，主要系理财产品、结构性存款增加所致；在建工程为192.79亿元，较上年底增加11.19亿元，主要系北京环球主题公园及度假区项目投入所致。其他科目变动不大。

表 10 截至 2018 年底公司使用受限资产情况

(单位: 亿元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	10.14	存放中央银行法定准备金、单用途商业预付卡存管资金等
存货	0.07	银行承兑汇票动产抵押
投资性房地产	34.02	借款抵押、融资租赁
固定资产	2.41	借款抵押

无形资产	14.20	借款抵押、质押
合计	60.84	-

资料来源：公司提供

2019年3月底，公司所有权受到限制的资产账面价值较2018年底变动不大。

总体看，近年来公司资产规模不断增长，资产构成以非流动资产为主。考虑到公司货币资金充裕，资产流动性较强，且大部分历史成本入账的酒店资产地处北京市核心区域，升值潜力强，公司整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益合计495.97亿元，较上年底增长44.16%，主要系其他权益工具、资本公积和少数股东权益大幅增加所致。其中，归属于母公司所有者权益208.00亿元（占比为41.94%）；归属于母公司所有者权益中，实收资本占23.75%、其他权益工具占16.07%、资本公积占32.24%、盈余公积占4.70%、未分配利润占1.27%。

截至2018年底，实收资本49.40亿元，较上年底增加0.50亿元，主要系2018年5月，根据北京市国资委《关于拨付2018年国有资本经营预算资金的通知》，公司增加国家资本金0.50亿元所致。

截至2018年底，其他权益工具为79.71亿元，较上年底增加18.57亿元，主要系2018年公司发行14亿元和6亿元永续中票所致。

截至2018年底，公司资本公积为67.06亿元，同比增加14.64亿元，主要系王府井东安纳入合并范围所致。

截至2018年底，公司少数股东权益为287.97亿元，较上年底增长13.34%，主要系合并范围增加及首汽股份向少数股东融资增加所致。

截至2019年3月底，公司所有者权益为499.73亿元，较2018年底略有增加，主要系北京首寰、北京国际度假区有限公司少数股东增

资导致少数股东权益增加所致。

表11 截至2019年3月底公司计入其他权益工具的
债券明细（单位：亿元）

债券名称	发行规模	票面利率	起息日期	下一行权日
15首旅MTN002	20	4.69%	2015-09-23	2020-09-23
17首旅Y1	9.5	4.99%	2017-07-10	2020-07-10
17首旅Y2	5.5	5.20%	2017-07-10	2022-07-10
17首旅Y3	5	4.95%	2017-08-07	2020-08-07
17首旅Y4	10	5.20%	2017-08-07	2022-08-07
17首旅MTN002	10	5.45%	2017-11-01	2022-11-01
18首旅MTN001A	14	5.00%	2018-04-24	2021-04-24
18首旅MTN001B	6	5.49%	2018-04-24	2023-04-24
合 计	80	--	--	--

资料来源：Wind资讯

公司所有者权益中少数股权占比较高，且永续债规模较大，公司权益稳定性较弱。

负债

截至2018年底，公司负债合计677.02亿元，较上年底增长49.11%；其中流动负债占52.12%，非流动负债占47.88%，两者占比相近。

截至2018年底，公司流动负债合计352.85亿元，较上年底增长51.35%，主要系合并王府井东安引起应付账款、预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债及其他流动负债增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占14.60%）、应付账款（占17.77%）、预收款项（占12.91%）、其他应付款（占31.19%）和一年内到期的非流动负债（占10.73%）构成。

截至2018年底，公司短期借款为51.52亿元，较上年底下降36.23%，主要系到期兑付所致；公司短期借款构成为质押借款（2.00亿元）、抵押借款（2.29亿元）、保证借款（17.16亿元）和信用借款（30.08亿元）。

截至2018年底，公司应付账款为62.69亿元，较上年底大幅增长154.56%，主要为商品销售货款、旅行社应付机票款及团费等。

截至2018年底，公司预收款项为45.55亿元，较上年底增长67.75%，主要系合并范围增加所致。

公司其他应付款主要为应付的土地出让

金、预收的拆迁补偿款、保证金等款项。截至2018年底，公司其他应付款为110.05亿元，较上年底增长74.61%，主要系王府井东安纳入合并导致往来款及押金、保证金等增长。

截至2018年底，公司其他流动负债较上年底增加11.00亿元，主要系王府井新发行10亿元超短融“18王府井集SCP001”所致。

截至2018年底，公司非流动负债为324.17亿元，较上年底增长46.74%，主要系长期借款、应付债券及长期应付款增长所致；主要由长期借款（占39.13%）和应付债券（占42.56%）构成。

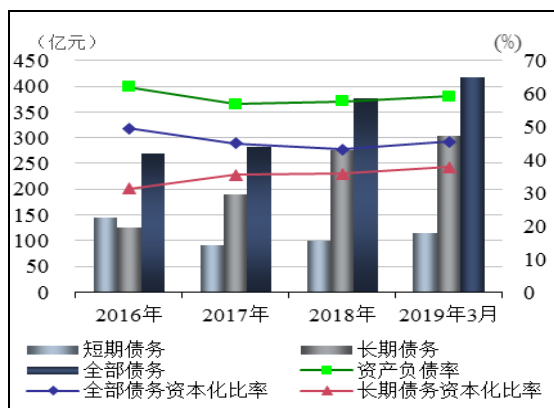
截至2018年底，公司长期借款为126.86亿元，较上年底增长35.21%，主要系经营及投资需求增加增加质押借款所致；公司长期借款主要为质押借款（39.52亿元）、抵押借款（23.33亿元）、保证借款（19.57亿元）及保证借款（62.90亿元）。从期限分布来看，2020年到期的占3.86%，2021年到期的占16.63%，2022年到期的占39.05%，2022年以后到期的占40.46%，2022年长期借款有一定的集中偿付压力。

截至2018年底，公司应付债券为137.96亿元，较上年底增长44.24%。公司应付债券期限较长，一般为3~10年，到期期限主要分布在2020年以后，其中2021年到期40亿元，短期内集中兑付压力较小。

截至2018年底，公司长期应付款为28.89亿元，较上年底增加23.72亿元，主要系北京首寰为投建北京环球影城主题乐园购买主题IP及首汽租赁融资租赁业务增加所致。

截至2019年3月底，公司负债合计724.35亿元，较2018年底增长6.99%，主要来自于长期借款、应付债券和长期应付款的增加；其中，长期应付款增加主要系首汽租赁融资租赁业务导致。其中流动负债占比进一步下降至50.24%。

图2 公司债务结构



资料来源：公司财务报表

截至2018年底，公司全部债务为376.52亿元，同比增长33.73%，其中短期债务占26.66%，同比减少6.04个百分点，公司债务结构随着中长期债券的发行得以改善。

从债务指标来看，2018年，公司资产负债率和长期债务资本化比率均小幅增长，2018年底分别为57.72%和35.76%，同比分别增加0.83个百分点和0.24个百分点；公司全部债务资本化比率为43.15%，同比减少1.86个百分点。公司分别于2015年和2017年发行20亿元和40亿元永续债券，纳入所有者权益核算，考虑到上述债券在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，若将其纳入长期债务核算，公司截至2018年底调整后全部债务为436.52亿元，其中短期债务占23.00%，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为62.83%、50.03%和43.53%。

截至2019年3月底，公司全部债务为417.53亿元，其中短期债务占27.46%。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分别为59.18%、45.52%和37.74%。若考虑将计入其他权益工具的永续债券（账面价值79.71亿元）纳入长期债务核算，则公司调整后全部债务为497.24亿元，资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为65.69%、54.21%和47.67%。

总体看，随着在建工程及出行板块业务持续投入，公司外部融资需求不断增加，有息债

务规模较快增长，但整体债务负担仍属可控，债务结构合理。

4. 盈利能力

2018年，公司营业总收入为757.99亿元，同比增长54.16%，主要系王府井东安纳入合并，商品销售收入大幅增长所致；同期，公司营业成本为521.95亿元，同比增长67.57%，高于收入增速；从而导致公司营业利润率同比减少5.09个百分点至30.05%。

公司期间费用主要以销售费用和管理费用为主，2018年二者占期间费用比重分别为63.86%和30.40%，符合服务业的行业特点。2018年，公司销售费用同比增长32.63%至127.38亿元，主要系合并范围变化导致人工成本、租赁费、折旧摊销费、客房服务清洁费及能源费等增长所致；同期，公司管理费用同比增长19.18%至60.65亿元，主要系人工成本增长所致；2018年，公司财务费用为11.14亿元，同比增长9.49%，其中汇兑损失0.29亿元（2017年为汇兑损失0.26亿元）。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，2018年公司资产减值损失6.01亿元，同比增加2.74亿元，主要系房地产业务计提存货跌价损失增加、坏账损失及商誉减值损失增加所致。同期，公司其他收益（政府补助）为1.46亿元；投资收益为1.99亿元，同比增加4.46亿元，主要系联营、合营公司亏损减少及理财收益增长所致；营业外收入（收到的赔偿款、补偿款等）1.96亿元。2018年，公司非经营性损益（投资收益+营业外收入+其他收益）占当期利润总额的比重分别为19.99%，对利润总额贡献较小。2018年受益于王府井东安纳入合并，公司主业毛利润贡献率大幅提高。

2018年，公司实现净利润13.12亿元，同比大幅增加9.74亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-3.20亿元，亏损主要系公司持股比例较高的子公司如首汽股份等亏损所致。

从盈利指标看，2018年，公司净利润增长

带动总资本收益率和净资产收益率分别增长至3.57%和2.65%，分别同比增加0.62个百分点和1.67个百分点。

2019年1-3月，公司实现营业总收入187.94亿元，同比增长67.30%，主要系商品销售业务收入上升所致；净利润由上年同期的-0.05亿元增至2.47亿元。

总体看，受益于王府井东安纳入合并，公司营收及利润规模大幅增长，主营业务利润贡献度明显提升；但期间费用对利润侵蚀严重，控制能力有待加强。

5. 现金流分析

2018年，公司经营活动现金流入为887.93亿元，同比增长55.71%，经营活动现金流出为824.42亿元，同比增长56.27%，主要系合并王府井东安所致。公司经营活动现金净流入63.51亿元。此外，公司收到/支付的其他与经营活动有关的现金主要为旅行社团款、预付款、保证金等；集中采购的往来款项、资金集中管理平台的往来款项。2018年，公司收到其他与经营活动有关的现金为73.81亿元，同比变化不大；支付其他与经营活动有关的现金同比增加41.66亿元，主要系王府井东安并表所致。2018年公司现金收入比为107.21%，同比增加6.35个百分点，经营获现能力强。

从投资活动情况来看，2018年公司投资活动现金流入量125.14亿元，同比增长49.72%，主要系赎回理财产品、结构性存款等款项所致；同期，公司投资活动现金流出量为256.62亿元，同比增长55.73%，主要系环球主题公园及度假区建设开发和首汽购车等投入较大所致。综上，2018年，公司投资活动现金净流量表现为净流出131.49亿元。

2018年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-67.98亿元，近年来，公司酒店升级改造项目较多，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。

从筹资活动情况来看，2018年，公司筹资

活动现金流入量为241.88亿元，融资方式主要为吸收投资和借款；公司筹资活动现金流出量为157.70亿元，主要为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金。综上，2018年，公司筹资活动产生的现金流净额为84.17亿元，基本与公司资金需求相匹配。

2019年1-3月，公司经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为2.47亿元、-87.31亿元和64.14亿元。其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金为26.44亿元，主要系主题公园项目及其他在建工程支出；投资支付的现金为4.97亿元，主要系财务公司各种金融产品投资支出；支付其他与投资活动有关的现金为100.97亿元，主要系保本理财产品投资。

总体看，公司经营活动获现能力强；但近年来对环球影城项目和出行板块持续投资导致资本性支出维持较高水平，公司经营活动产生的现金难以满足投资资金需求，公司外部融资需求大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016-2018年，公司流动比率和速动比率持续上升，三年平均值分别为95.06%和83.26%，2018年底上述两项指标分别为105.86%和95.01%，分别同比增加7.13个百分点和8.39个百分点。2016-2018年，公司经营现金流动负债比波动增长，2018年为18.00%，同比减少0.31个百分点。截至2019年3月底，公司流动比率和速动比率均有所上升，分别为114.18%和103.33%。总体看，公司现金类资产较为充裕，短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2016-2018年，公司EBITDA利息倍数波动上升，三年平均值为4.23倍，2018年为4.60倍，公司EBITDA对利息保障能力强；同期，全部债务/EBITDA三年平均值为4.88倍；2018年为4.54倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2019年3月底，公司及下属子公司对外

担保余额为50.01亿元，占公司净资产比例10.01%，占比不大。其中，对联营企业担保4笔，担保金额合计50.00亿元，对其他公司担保1笔，担保金额137.26万元。公司对联营企业首约科技（网约车平台，持股35.23%）提供融资担保（2笔）余额合计15亿元。截至2018年底，首约科技资产总额5.16亿元，净资产-57.03亿元，2018年实现收入29.06亿元，净利润-35.32亿元。截至2018年底，公司对首约科技的其他应收款为25.55亿元（占其他应收款合计48.82%），计提坏账准备1.73亿元。对联营企业上海古胤的担保2笔：①上海马桥养云安缦项目开发建设融资借款的担保金额为21.50亿元，担保期限自2016年6月至2022年6月。上海古杉投资管理有限公司（以下简称“古杉投资”）以其持有上海古胤的全部股权以及上海昭格财务咨询有限公司（以下简称“上海昭格”）的全部股权向公司提供质押担保；古杉投资的法定代表人以其所有的财产向公司提供保证担保；②平安-上海马桥项目债权投资计划的担保金额为13.50亿元，担保期限自2018年2月至2021年2月，古杉投资及其法定代表人分别以公司及个人所有财产为公司提供保证担保。上海古胤业务性质为房地产开发经营，公司持股比例为49.20%，截至2018年底，上海古胤的资产总额为70.80亿元，净资产为27.57亿元，2018年收入为1.53亿元，净利润为-0.11亿元。截至2018年底，公司对上海古胤的其他应收款为1.73亿元，计提坏账准备172.84万元。截至2018年底，公司对上海昭格的其他应收款为2.30亿元，计提坏账准备229.93万元。

截至2019年3月底，各商业银行对公司总部及各子公司的贷款授信总额度为1385.51亿元，其中未使用授信额度1221.47亿元，公司间接融资渠道畅通。公司旗下拥有首旅酒店、首商股份、全聚德和王府井4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。

7. 母公司财务分析

资产及负债方面，截至2018年底，公司本部资产总额为437.08亿元；其中流动资产占比为39.67%。流动资产主要由其他应收款构成。非流动资产以长期股权投资为主，主要为对子公司和联营企业的投资。截至2018年底，公司本部负债总额233.43亿元，构成主要为短期借款、其他应付款、长期借款和应付债券。所有者权益方面，截至2018年底，公司本部所有者权益为203.66亿元，主要由实收资本（49.40亿元）和其他权益工具（79.71亿元）构成。

盈利能力方面，2018年，公司本部实现营业收入1.86亿元，同比增加0.56亿元；财务费用3.10亿元，同比增加0.59亿元；同期，公司本部实现利润总额3.56亿元，主要来自投资收益。

现金流量方面，2018年公司本部经营活动现金流入量为6.19亿元，经营活动现金流量净额为2.39亿元；投资活动现金流量净额为-42.99亿元，主要系母公司对子公司增资及借款增加所致；同期，公司筹资活动现金流量主要系取得借款和偿还债务产生的现金流量，筹资活动现金流量净额为57.20亿元。

全部债务方面，截至2019年3月底，公司本部全部债务为214.02亿元，其中短期债务23.76亿元。若考虑永续债，则本部有息债务合计293.73亿元。

综合分析，公司本部资产构成以往来款和对下属企业的长期股权投资为主，债务总量相对较高，考虑到公司可以通过下属财务公司对重要企业的资金进行有效归集和调度，公司本部短期偿债压力不大。

8. 过往债务履约情况

根据公司查询的《中国人民银行企业基本信用信息报告（银行版）》，截至2019年5月31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。

9. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及北京市国资委对于公司在政策及资金方面支持的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为20亿元，占公司2019年3月底全部债务的4.79%，占长期债务的6.60%，本期中期票据的发行对公司债务规模影响不大。

截至2019年3月底，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分别为59.18%、45.52%和37.74%。考虑到本期中票募集资金将用于偿还有息债务，预计本期中期票据发行后，对公司实际债务负担水平影响不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据发行金额为20亿元（品种一预设发行规模10亿元、品种二预设发行规模10亿元），公司与簿记管理人有权根据簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整，即减少其中一个品种发行规模，同时将另一个品种发行规模增加相同金额；两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制。品种一的期限为3年，品种二的期限为5年。

2016-2018年，公司经营活动的现金流入量分别为520.06亿元、570.24亿元和887.93亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的26.00倍、28.51倍和44.40倍。同期，经营活动产生的现金流净额分别为本期中期票据拟发行额度的2.21倍、2.13倍和3.18倍。2016-2018年，公司EBITDA分别48.88亿元、56.81亿元和82.99亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的2.44倍、2.84倍和4.15倍。

考虑到公司于2019年4月发行5年期20亿元的“19首旅MTN001”，本期中期票据品种二期

限为5年，最高发行额度为20亿元，未来单一年度待偿付最高额为40亿元。2016-2018年，公司经营活动的现金流入量分别为未来单一年度待偿付最高额的13.00倍、14.26倍和22.20倍；经营活动产生的现金流净额分别为未来单一年度待偿付最高额的1.11倍、1.07倍和1.59倍；公司EBITDA分别为未来单一年度待偿付最高额的1.22倍、1.42倍和2.07倍。

整体看，公司经营活动现金流量净额和EBITDA对本期中期票据覆盖程度强。

十一、结论

中国经济持续增长，人均可支配收入不断增加，中国旅游业面临的基本环境向好，行业内优势企业仍具备广阔的发展空间。

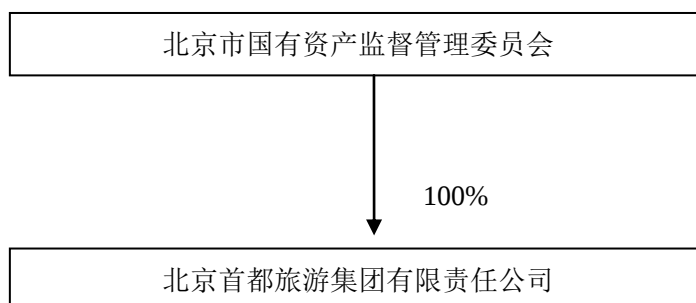
公司是由北京市人民政府授权经营的国有资产投资主体，作为北京市旅游业的“龙头企业”，公司在区域行业地位、经营规模、产业布局、品牌知名度等方面具有显著优势。近年来，公司对下属主要经营主体进行了战略重组，业务涵盖了旅游主业“吃、住、行、游、购、娱”六大要素，形成了较为完整的经营产业链，规模优势进一步增强。

公司资产质量优良，主营业务突出且收入规模大，盈利能力较强；近年来下属酒店的集中改造扩建、收购如家酒店以及对环球主题公园及出行板块的投资导致公司债务规模较快增长，债务结构与资产结构匹配度较高，整体债务负担可控。

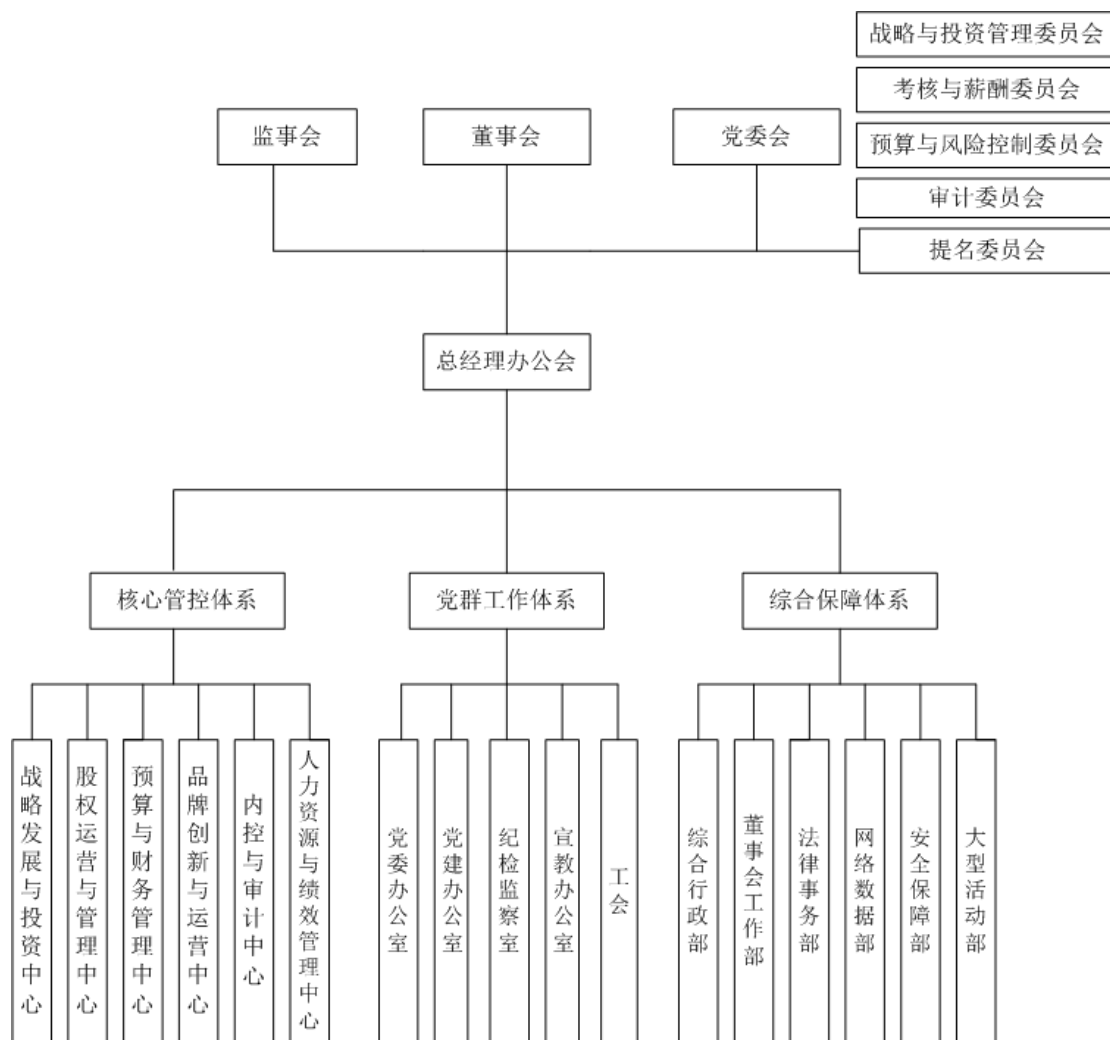
未来，伴随着国民人均收入增长和消费结构的升级，公司作为北京市唯一的综合性旅游企业集团，经营规模和盈利水平有望继续保持增长。

公司经营活动现金流量净额和EBITDA对本期中期票据覆盖程度强。综合分析，公司主体偿债风险极小，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

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2018年底公司下属二级子企业（按合并口径）

序号	企业名称	实收资本	持股比例（%）	业务性质
1	首旅酒店	81574.28 万元	34.03	旅游服务及酒店
2	首旅置业	281277.95 万元	100.00	酒店、旅游及房地产
3	首汽股份	34167.66 万元	88.32	汽车运营、修理及租赁
4	北京展览馆	14027.00 万元	100.00	承办展览、酒店
5	华龙实业	48022.11 万元	100.00	饭店及旅游
6	康辉集团	7000 万元	51.00	旅游服务
7	长富宫中心	3590 万美元	74.07	酒店及写字楼
8	亮马河大厦	2800 万美元	50.00	酒店及写字楼
9	新世纪饭店	1925 万美元	40.00	酒店及写字楼
10	凯威大厦	6744.81 万元	100.00	酒店及写字楼
11	西友集团	25450 万元	100.00	投资管理
12	斯博人才	200 万元	100.00	信息交流与咨询
13	上园饭店	3117.06 万元	100.00	酒店及写字楼
14	全聚德	30846.40 万元	42.67	餐饮
15	首旅香港	15600 万港币	100.00	投资
16	京港国际	400 万港币	87.50	投资
17	兆龙饭店	5000 万元	100.00	酒店
18	首旅培训中心	750 万元	100.00	培训
19	聚全	3076 万元	100.00	餐饮
20	建国饭店	2300 万美元	100.00	酒店
21	金长城	640 万元	100.00	饭店管理
22	古玩城	17258 万元	100.00	投资管理
23	东来顺	11500 万元	100.00	餐饮
24	京凯怡	30000 万元	100.00	酒店
25	大运河俱乐部	1000 万元	97.00	娱乐
26	燕莎中心	33897.91 万元	40.64	物业出租
27	天伦万怡	20010 万元	100.00	酒店
28	颐和园宾馆	11050.54 万元	60.00	酒店
29	丰盛世纪	120000.00 万元	100.00	房地产开发经营
30	首采联合	10200 万元	100.00	商务服务
31	美国新斯维克	350 万美元	100.00	投资管理
32	法国新斯维克	33054 美元	100.00	投资管理
33	首商股份	65840.76 万元	57.82	商业
34	首采运通	4000 万元	100.00	电子商务
35	京诺投资	3000 万元	100.00	投资管理
36	京海航程	45000 万元	100.00	投资管理
37	安麓酒店	158 万美元	40.00	酒店
38	财务公司	100000 万元	100.00	财务公司
39	北京首寰	1565000 万元	50.00	投资管理
40	首旅景区	40058.59 万元	60.00	投资管理
41	王府井东安	43842.49 万元	100.00	商业

资料来源：公司提供

附件3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	73.73	93.81	173.23	218.47
资产总额(亿元)	729.62	798.08	1172.99	1224.07
所有者权益(亿元)	276.72	344.04	495.97	499.73
短期债务(亿元)	143.96	92.07	100.39	114.63
长期债务(亿元)	126.33	189.48	276.13	302.90
全部债务(亿元)	270.29	281.55	376.52	417.53
营业总收入(亿元)	436.61	491.69	757.99	187.94
利润总额(亿元)	11.96	12.05	27.06	5.58
EBITDA(亿元)	48.88	56.81	82.99	--
经营性净现金流(亿元)	44.24	42.68	63.51	2.47
财务指标				
销售债权周转次数(次)	44.46	33.53	36.52	--
存货周转次数(次)	6.74	9.02	15.69	--
总资产周转次数(次)	0.70	0.64	0.77	--
现金收入比(%)	107.48	100.86	107.21	107.24
营业利润率(%)	33.84	35.14	30.05	28.96
总资本收益率(%)	3.41	2.95	3.57	--
净资产收益率(%)	2.42	0.98	2.65	--
长期债务资本化比率(%)	31.34	35.52	35.76	37.74
全部债务资本化比率(%)	49.41	45.01	43.15	45.52
资产负债率(%)	62.07	56.89	57.72	59.18
流动比率(%)	62.54	98.73	105.86	114.18
速动比率(%)	48.84	86.62	95.01	103.33
经营现金流流动负债比(%)	14.84	18.31	18.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.08	3.73	4.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.53	5.00	4.54	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务，长期债务中的融资租赁款已计入长期债务；3. 现金类资产已剔除使用受限的货币资金；4. 2015 年发行的 20 亿元永续中票、2017 年发行的 30 亿元永续公司债和 10 亿元永续中票、2018 年发行的 20 亿元永续中票未纳入全部债务，包含在权益中。5. 公司发行的 20 亿元中期票据“19 首旅 MTN001”实际募集到账时间为 2019 年 4 月，故资产负债表日未予确认

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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 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

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 2019 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

北京首都旅游集团有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

北京首都旅游集团有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对北京首都旅游集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，北京首都旅游集团有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注北京首都旅游有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现北京首都旅游集团有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对北京首都旅游集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如北京首都旅游集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对北京首都旅游集团有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与北京首都旅游集团有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。