

信用等级公告

联合〔2020〕1403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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持北京首都旅游集团有限责任公司主体长期信用等级为AAA，“15首旅MTN002”“16首旅MTN001”“17首旅MTN001A”“17首旅MTN001B”“17首旅MTN002”“18首旅MTN001A”“18首旅MTN001B”“18首旅债01/18首旅01”“18首旅债02/18首旅02”“19首旅MTN001”“19首旅债01/19首旅01”和“19首旅债02/19首旅02”“19首旅MTN002A”“19首旅MTN002B”“19首旅MTN003A”“19首旅MTN003B”“20首旅MTN001A”“20首旅MTN001B”“20首旅MTN002”“20首旅MTN003”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二日

北京首都旅游集团有限责任公司跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
北京首都旅游集团有限责任公司	AAA	稳定	AAA	稳定
*15 首旅 MTN002 ¹	AAA	稳定	AAA	稳定
16 首旅 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
17 首旅 MTN001A	AAA	稳定	AAA	稳定
17 首旅 MTN001B	AAA	稳定	AAA	稳定
*17 首旅 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
*18 首旅 MTN001A	AAA	稳定	AAA	稳定
*18 首旅 MTN001B	AAA	稳定	AAA	稳定
18 首旅债 01/18 首旅 01	AAA	稳定	AAA	稳定
18 首旅债 02/18 首旅 02	AAA	稳定	AAA	稳定
19 首旅 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 首旅债 01/19 首旅 01	AAA	稳定	AAA	稳定
19 首旅债 02/19 首旅 02	AAA	稳定	AAA	稳定
19 首旅 MTN002A	AAA	稳定	AAA	稳定
19 首旅 MTN002B	AAA	稳定	AAA	稳定
19 首旅 MTN003A	AAA	稳定	AAA	稳定
19 首旅 MTN003B	AAA	稳定	AAA	稳定
20 首旅 MTN001A	AAA	稳定	AAA	稳定
20 首旅 MTN001B	AAA	稳定	AAA	稳定
20 首旅 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20 首旅 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定

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、品牌知名度等方面具有显著优势。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，带动经营规模和主业竞争实力得到进一步提升；跟踪期内，王府井东安将其持有的上市公司王府井集团股份有限公司（以下简称“王府井”）的 26.73% 股份无偿划转至公司，公司成为王府井的直接控股股东。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增长较快、权益稳定性较弱、未来投资规模大及 2020 年以来业绩受疫情影响大等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
*15 首旅 MTN002 ¹	20 亿元	20 亿元	2020/09/23
16 首旅 MTN001	40 亿元	40 亿元	2021/04/20
17 首旅 MTN001A	6 亿元	6 亿元	2020/07/20
17 首旅 MTN001B	13 亿元	13 亿元	2020/07/20
*17 首旅 MTN002	10 亿元	10 亿元	2022/11/01
*18 首旅 MTN001A	14 亿元	14 亿元	2021/04/24
*18 首旅 MTN001B	6 亿元	6 亿元	2023/04/24
18 首旅债 01/18 首旅 01	25 亿元	25 亿元	2027/08/20
18 首旅债 02/18 首旅 02	15 亿元	15 亿元	2028/08/20
19 首旅 MTN001	20 亿元	20 亿元	2024/04/02
19 首旅债 01/19 首旅 01	12 亿元	12 亿元	2028/02/28
19 首旅债 02/19 首旅 02	8 亿元	8 亿元	2029/02/28
19 首旅 MTN002A	6 亿元	6 亿元	2022/07/22
19 首旅 MTN002B	14 亿元	14 亿元	2022/07/22
19 首旅 MTN003A	15 亿元	15 亿元	2024/10/25
19 首旅 MTN003B	5 亿元	5 亿元	2029/10/25
20 首旅 MTN001A	7 亿元	7 亿元	2025/04/10
20 首旅 MTN001B	3 亿元	3 亿元	2027/04/10
20 首旅 MTN002	10 亿元	10 亿元	2025/04/28
20 首旅 MTN003	20 亿元	20 亿元	2023/04/30

注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日

评级时间：2020 年 6 月 2 日

公司现金类资产对一年内到期的债券余额保障程度较强；经营现金流入量对存续债券的保障能力较强，对未来单一年度债券偿付最高额保障能力强。

未来，随着中国国内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。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，“15 首旅 MTN002”“16 首旅 MTN001”“17 首旅 MTN001A”“17 首旅 MTN001B”“17 首旅 MTN002”“18 首旅 MTN001A”“18 首旅 MTN001B”“18 首旅债 01/18 首旅 01”“18 首旅债 02/18 首旅 02”“19 首旅 MTN001”“19 首旅债 01/19 首旅 01”和“19 首旅债 02/19 首旅 02”“19 首旅 MTN002A”“19 首旅 MTN002B”“19 首旅 MTN003A”“19 首旅 MTN003B”“20 首旅 MTN001A”“20 首旅 MTN001B”“20 首旅 MTN002”“20 首旅 MTN003”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
旅游企业信用评级方法	V3.0.201907
旅游企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：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

优势

1. 跟踪期内，公司保持显著的行业地位，政府支持力度大。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。2019年5月，王府井东安将其持有的王府井26.73%股份无偿划转至公司，公司成为王府井的直接控股股东。

2. 跟踪期内，公司保持完整的旅游服务产业链和全面的配套能力，整体竞争优势显著。公司业务涵盖了旅游主业“吃、住、行、游、购、娱”六大要素，形成了完整的经营产业链条，规模竞争优势显著。

3. 公司现金类资产充足，对一年内到期债券保障能力较强。截至2020年3月底，公司剔除受限后现金类资产是一年内到期债券余额的0.82倍。

关注

1. 公司资本支出规模大，推升债务规模。跟踪期内，公司环球主题公园项目和出行板块持续投入，有息债务规模较快增长。考虑到在建项目未来投资规模大，公司存在较大资金需求。

2. 网约车业务持续亏损，公司存在往来款回收风险。跟踪期内，公司持续发展汽车服务业，网约车业务尚处于培育期，目前呈亏损状态。截至2019年底，公司对首约科技（北京）有限公司其他应收款账面余额为62.85亿元，累计计提坏账准备4.76亿元。

3. 归母净利润持续为负，权益稳定性偏弱。跟踪期内，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。

4. 2020年以来业绩受新冠肺炎疫情影响大。2020年初，国内爆发新冠疫情，公司下属的商业、餐饮、酒店、旅行社及景区等企业均出现了不同程度的关闭和暂停营业情况，对公司业绩影响大。2020年1-3月，公司实现营业总收入62.11亿元，同比下降66.95%，净利润为-21.36亿元（上年同期为2.47亿元）。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
现金类资产(亿元)	93.81	173.23	212.42	168.44
资产总额(亿元)	798.08	1172.99	1318.10	1454.63
所有者权益(亿元)	344.04	495.97	506.95	483.29
短期债务(亿元)	92.07	100.39	85.08	258.59
长期债务(亿元)	189.48	276.13	413.82	415.06
全部债务(亿元)	281.55	376.52	498.90	673.65
营业总收入(亿元)	491.69	757.99	773.58	62.11
利润总额(亿元)	12.05	27.06	21.50	-21.94
EBITDA(亿元)	56.26	82.99	79.87	--
经营性净现金流(亿元)	42.68	63.51	49.56	-22.43
营业利润率(%)	35.14	30.05	28.90	11.77
净资产收益率(%)	0.98	2.65	1.43	--
资产负债率(%)	56.89	57.72	61.54	66.78
全部债务资本化比率	45.01	43.15	49.60	58.23
流动比率(%)	98.73	105.86	129.34	116.87
经营现金流动负债比	18.31	18.00	14.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.73	4.60	3.53	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.00	4.54	6.25	--

公司本部(母公司)				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	345.88	437.08	483.94	669.44
所有者权益(亿元)	151.74	203.66	204.09	203.92
全部债务(亿元)	164.95	209.64	261.96	258.23
营业收入(亿元)	1.30	1.86	1.31	0.04
利润总额(亿元)	3.03	3.56	0.14	-1.43
资产负债率(%)	56.13	53.41	57.83	69.54
全部债务资本化比率(%)	52.09	50.72	56.21	55.88
流动比率(%)	145.67	244.62	372.59	151.40
经营现金流动负债比(%)	0.13	3.38	-2.31	--

注: 1.其他流动负债中的短期债券已计入短期债务, 长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务; 2. 合并口径现金类资产已剔除使用受限的货币资金; 3. 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

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于北京首都旅游集团有限责任公司跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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。此后，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，根据京国资产（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》（京国资产（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2020年3月底，公司注册资本为44.25亿元，实收资本为51.46¹亿元，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2020年3月底，公司拥有4家上市公司，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”，持股比例33.93%，无质押）、中国全聚德（集团）股份有限公司（以下简称“全聚德集团”，截至2020年5月11日公司持股42.67%，无质押）、北京首商集团股份有限公司（以下简称“首商股份”，持股比例57.89%，未质押）和王府井集团股份有限公司（以下简称“王府井”，持股比例26.83%，未质押）。

截至2019年底，公司（合并）资产总额1318.10亿元，所有者权益合计506.95亿元（含少数股东权益307.24亿元）；2019年，公司实现营业收入773.58亿元，利润总额21.50亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额1454.63亿元，所有者权益合计483.29亿元（含少数股东权益298.87亿元）；2020年1-3月，公司实现营业收入62.11亿元，利润总额-21.94亿元。

公司注册地址：北京市通州区萧太后河北岸5号A栋A001；法定代表人：宋宇。

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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2020 年 3 月底,除未到付息日的债券外,公司其他债券均已按照募集资金用途使用完毕并正常付息。

表 1 公司存续债券情况(单位:亿元)

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
*15 首旅 MTN002	20.00	20.00	2015/09/23	2020/09/23
16 首旅 MTN001	40.00	40.00	2016/04/20	2021/04/20
17 首旅 MTN001A	6.00	6.00	2017/07/20	2020/07/20
17 首旅 MTN001B	13.00	13.00	2017/07/20	2020/07/20
*17 首旅 MTN002	10.00	10.00	2017/11/01	2022/11/01
*18 首旅 MTN001A	14.00	14.00	2018/04/24	2021/04/24
*18 首旅 MTN001B	6.00	6.00	2018/04/24	2023/04/24
18 首旅债 01/18 首旅 01	25.00	25.00	2018/08/20	2027/08/20
18 首旅债 02/18 首旅 02	15.00	15.00	2018/08/20	2028/08/20
19 首旅 MTN001	20.00	20.00	2019/04/02	2024/04/02
19 首旅债 01/19 首旅 01	12.00	12.00	2019/02/28	2028/02/28
19 首旅债 02/19 首旅 02	8.00	8.00	2019/02/28	2029/02/28
19 首旅 MTN002A	6.00	6.00	2019/07/22	2022/07/22
19 首旅 MTN002B	14.00	14.00	2019/07/22	2024/07/22
19 首旅 MTN003A	15.00	15.00	2019/10/25	2024/10/25
19 首旅 MTN003B	5.00	5.00	2019/10/25	2029/10/25
20 首旅 MTN001A	7.00	7.00	2020/04/10	2025/04/10
20 首旅 MTN001B	3.00	3.00	2020/04/10	2027/04/10
20 首旅 MTN002	10.00	10.00	2020/04/28	2025/04/28
20 首旅 MTN003	20.00	20.00	2020/04/30	2023/04/30
合计	269.00	269.00	--	--

注:存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据,所列兑付日为首次赎回权行权日

资料来源:联合资信整理

公司存续期债券中,“15 首旅 MTN002”“17 首旅 MTN002”“18 首旅 MTN001A”和“18 首旅 MTN001B”于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续,并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

基于上述债券的条款,可得出以下结论:

(1) 上述债券的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析,上述债券与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 上述债券如不赎回,从第 4 或 6 个计息年开始每 3 或 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析,上述债券公司在赎回日具有赎回权,重置票面利率调整幅度较大,公司选择赎回的可能性较大。

(3) 上述债券在除公司(合并范围)发生普通股股份分红和公司减少注册资本事件时,可递延利息支付且递延利息次数不受限制。跟踪期内,公司合并范围控股子公司首旅酒店、首商股份和全聚德连续分红。从历史分红角度分析,公司分红意愿明显,未来逐年持续分红可能性大,递延利息支付可能性小,与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析,上述债券具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,联合资信通过对相关条款的分析,认为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。

公司于 2019 年 5 月 14 日发布公告,因 2017 年度、2018 年度归属于母公司所有者的净利润连续亏损,根据《证券法》第六十条、《上海证券交易所公司债券上市规则》第 5.1 条等规定,“16 首旅 01”“16 首旅 02”“17 首旅 Y1”“17 首旅 Y2”“17 首旅 Y3”“17 首旅 Y4”债券暂停上市交易。

根据 2020 年 3 月 1 日起实施的《证券法》《关于上海证券交易所公开发行公司债券实施注册制相关业务安排的通知》等相关规定,2020 年 3 月 3 日,公司上述债券已恢复上市。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济与政策环境分析

(1) 宏观经济环境

2019 年以来,在世界大变局加速演变更趋明显,国际动荡源和风险点显著增多,全球经济增长放缓的背景下,中国经济增速进一步下滑,消费价格上涨结构性特征明显,财政收支缺口扩大,就业形势基本稳定。

经济增速继续下行

2019 年以来中国经济增速继续下行,全年 GDP 同比增长 6.1%(见下表),为 2008 年国际金融危机以来之最低增速;其中一季度累计同比增长 6.4%,前二季度累计同比增长 6.3%,前三季度累计同比增长均为 6.2%,逐季下滑态势明显。2020

年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表22016—2020年一季度中国主要经济数据（单位：万亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年 一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1.增速及增幅均为同比增长情况。2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价。3.GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模。4.城镇失业率统计中，2016-2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数。

资料来源：国家统计局、Wind、联合资信整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩

2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅

收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降

2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降

2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降，收支缺口更趋扩大

2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增

长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1

万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有的，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短期内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较

大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

1. 旅游行业分析

(1) 行业概况

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。

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支柱产业。

经文化和旅游部批准，中国旅游研究院（文化和旅游部数据中心）受权发布《2019年旅游市场基本情况》。2019年，旅游经济继续保持高于GDP增速的较快增长态势。国内旅游市场和出境旅游市场稳步增长，入境旅游市场基础更加稳固。全年，国内旅游人数60.06亿人次，比上年同期增长8.4%；入出境旅游总人数3.0亿人次，同比增长3.1%；全年实现旅游总收入6.63万亿元，同比增长11%。旅游业对GDP的综合贡献为10.94万亿元，占GDP总量的11.05%。旅游直接就业2825万人，旅游直接和间接就业7987万人，占全国就业总人口的10.31%。

(2) 政策环境

跟踪期内，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。同时，为提高行业整体服务质量，主管部门实施了一系列监管措施，规范各业态发展。

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。

2019年，在旅游行业蓬勃发展的同时，为了提升各业态服务品质，国家和地方均出台了新政并实施了强监管。对于酒店行业，自星级酒店发生“抹布擦杯子”等一系列卫生事件之后，行业也陷入了卫生信任危机。在此情况下，文旅部多次暗访调查，2019年2月、4月、8月，文旅部公布了针对星级酒店的暗访调查结果，全国20家五星级饭店被摘星，其中包括北京长安大饭店、重庆希尔顿等知名酒店，此外26家饭店或被责令要求整改。从文化和旅游部到行业协会，都在加强酒店卫生、服务质量方面的建设。2019年7月19日，文化和旅游部官网发布公告，宣布新版《旅

游民宿基本要求与评价》已经通过批准，其中新版民宿标准中，还首次对民宿建立了评星机制，同时加强了对民宿行业卫生、安全、消防等方面的要求，对于有私设摄像头侵犯游客隐私等行为的，还将取消该旅游民宿的评定星级。2019年10月8日，文旅部就《在线旅游经营服务管理暂行规定（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）面向社会公开征求意见。根据《征求意见稿》，中国拟禁止在线旅游经营者（OTA）利用大数据进行“价格歧视”、进行虚假预订，或者替代、强制旅游者对平台上的产品服务做出评价等行为。

（3）疫情对旅游行业的影响

疫情防控期内，居民出行意愿大幅降低，旅游行业需求端已受到明显冲击，考虑到本次疫情的预计持续时间及需求复苏存在滞后，景区类、酒店类、餐饮类企业全年经营业绩下滑的可能性很大。中长期看，旅游行业仍将在疫情结束后迎来需求的反弹。

2020年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，旅游业中多种业态进入“停摆”状态。旅游平台经历了前所未有的千万级的“退单潮”，酒店业不仅面临现金流的收缩，还承受着巨大的资金压力，包括房租成本、企业间的应收账款风险以及人力成本。在境外疫情持续蔓延影响下，许多国家采取限制入境、减少人员流动等非常措施，对国内旅游市场冲击持续加剧。

疫情在全球范围内的流行和控制，运力的减少或暂停，不只是切断了人们出游的可能性。叠加人们对未来旅行安全的疑惑和担忧，以及经济波动对收入的影响，都会对年内的旅游消费产生抑制。中国旅游研究院测算，受疫情影响，2020年一季度及全年，国内旅游人次将分别下降56%和15.5%，国内旅游收入分别下降69%和20.6%；预计全年同比减少旅游人次9.32亿，减收达1.18万亿元。

针对文旅行业面临的实际困难，从国家到地方政府都陆续推出了相关补贴和扶持政策。国家层面发布了《关于积极应对疫情影响保持导游队伍稳定相关工作事项的通知》《关于暂退部分旅游服务质量保证金支持旅行社应对经营困难的通知》《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南》等政策，

各地也分别围绕资金支持、金融扶持、税费优惠、社会保障、物业租金等多个方面对涉旅企业给予帮助。平台方之间、品牌方与加盟商、行业之间的互助增加。飞猪、去哪儿、同程艺龙、马蜂窝等平台企业均采取不同措施扶持上游供应商。首旅如家、锦江、华住、开元、亚朵等在内的多家连锁酒店集团也推出并实施了针对加盟商、合作伙伴的加盟管理费减免政策；锦江国际筹措35亿资金，支持旗下存在流动性困难的酒店渡过难关。

根据国家文旅部发布的数据，2020年5月1日—5日，全国共计接待国内游客1.15亿人次，实现国内旅游收入475.6亿元。2019年“五一”假期的数据则是1.95亿人次和1176.7亿元。与去年相比，今年“五一”假期出游人次近六成，旅游收入约四成，虽然还有差距，但可以看出明显的复苏迹象。出于安全和舒适的考虑，游客们对高端星级酒店的选择意向更加明显。携程发布的《“五一”旅游市场复苏大数据报告》显示，在携程的酒店预售中，5星级酒店的间夜占比达到了50%，选择1000元以上酒店产品的订单比例也在全部订单中占比最高。

2. 商业零售业

中国零售行业总体保持持续增长态势，但受宏观经济下行压力加大等因素影响，行业增速有所放缓，行业企业仍面临经营成本上升及升级改造成本高等压力，加之2020年以来疫情影响，加速了行业的转型升级。

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。

2019年，中国社会消费品零售总额41.16万亿元，比上年增长8.00%。其中：城镇消费品零售额35.13万亿元，同比增长7.90%；乡村消费品零售额6.03万亿元，同比增长9.00%。全国商品零售额36.49万亿元，同比增长7.90%，增速较上年同期回落1.02个百分点。

从零售企业经营业绩来看，根据国家统计局

数据和商务部典型零售企业统计数据测算，截至2018年底，中国零售业经营单位共有2080万个，同比增长7.8%，增速较上年加快0.9个百分点。商务部零售业典型统计调查数据显示，2018年典型零售企业销售额同比增长4.2%。多数企业经营效益改善，其中限额以上大中型法人企业销售额同比增长3.1%；三项费用合计同比增长2.3%，增速比上年放缓1.7个百分点；净利润同比增长5.5%。从上市公司看，85家沪深上市零售企业销售毛利率18.2%，比上年加快0.7个百分点。超过半数的企业净利润实现增长，10家企业净利润增长1倍以上。

当前，零售行业普遍面临经营成本持续上升的客观现状，包括租金成本、人工成本、融资成本。此外，转型升级所需进行的硬件改造与技术应用带来的新的成本的上升，一些零售企业基础配套及商业设施老化陈旧，存在较高的改造成本和技术难度，客流采集、数据分析、营销引流等前研技术更迭快速，企业面临创新研发和技术投入成本压力的同时，还要承受技术迭代所带来的风险。

2020年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，国家和各地政府采取多项防控措施，包括国务院发布延长春节假期的通知，各地企业采取延期复工安排，对进出城市的交通进行限制，对高危人群进行严格筛查和监控，促进公众减少聚会、减少出行、居家隔离、佩戴口罩等措施。此次疫情爆发处于春节假期，对零售业造成一定影响，超市作为民生物资重要供应方，疫情期间各地政府积极部署保障生活必需品供应，做好生活必需品市场保供工作，受交通物流限制，大中城市生活必需品需求不断增加，消费者对粮油蔬菜、防护用品、日用品为主的必需品进行囤积，一定程度提升企业销售规模，同时也是对零售企业供应链能力的考验；居家隔离措施使得消费者对生鲜到家等线上业务需求增加，对于线上线下融合发展的超市业务可一定程度降低此次疫情带来的负面影响。百货板块，疫情期间国内部分百货店、购物中心等线下实体门店按照各地政府疫情防护安排采取春节假期暂停营业、延迟开店等措施，且当前客流量显著减少，将会对企业收入带来较大

压力。

2020年2月6日，商务部发布了《商务部办公厅关于组织做好商贸企业复工营业工作的通知》，为做好生活必需品市场保供工作，积极支持具备疫情防控条件的商贸企业（包括：批发市场、超市、便利店、社区菜店等）尽快恢复营业。同时，国家发展改革委、商务部指导中国连锁经营协会号召全行业共同发起“保障供应，稳定物价，持续开业”倡议，华润万家、大润发、沃尔玛、家乐福、永辉、天虹、步步高、家家悦等近300家零售企业20万个门店积极响应，覆盖全国主要地级以上城市。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年3月底，公司实收资本为51.46亿元，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。

2. 企业规模及竞争力

公司旅游产业链完整，专业化运营程度高，旗下拥有众多知名品牌，竞争实力显著。

（1）规模较大、竞争优势显著

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发 展高度重视。

（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，规模优势显著。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——北京首汽股份（集团）有限公司（以下简称“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. 企业信用记录

根据公司提供的《中国人民银行征信中心企业信用报告（授信机构版）》（中征码：1101000001867921），截至2020年5月8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

七、管理分析

跟踪期内，公司董事长由段强（退休）变更为宋宇，总经理变更为白凡。

公司董事长宋宇，男，汉族，1961年7月生，全日制本科学历，工学学士学位，高级工程师。曾任北京东方化工厂研究所干部；北京市计划委员会工业处副处长、处长；北京市发展计划委员会工业处处长、投资处处长；北京市发展和改革委员会固定资产投资处处长、委员、党组成员、副主任；北京市旅游发展委员会党组副书记、副主任、党组书记、主任；北京市文化和旅游局党组副书记、局长。现任北京首都旅游集团有限责任公司党委书记、董事长。

白凡，男，汉族，1969年7月生，安徽六安人，1994年12月入党，1992年8月参加工作，全日制本科学历，毕业于安徽财贸学院会计学系会计学专业，经济学学士学位，正高级会计师，高级管理人员，工商管理硕士学位，毕业于北京大学中国经济研究中心高级管理人员工商管理专业。曾任北京印染厂申奥设备动力公司财务经理，北京印染厂厂长助理、副厂长、总会计师，北人印刷机械股份有限公司副总会计师、财务部长、财务负责人，北京京城机电控股有限责任公司总会计师，北京首都旅游集团有限责任公司财务总监、党委常委、副总经理，北京城乡商业（集团）股份有限公司党委副书记、董事、总经理。现任北京首都旅游集团有限责任公司党委副书记、董事、总

经理。

除此之外，跟踪期内，公司在治理结构、管理制度和其他高级管理人员等方面均无重大变化。

八、重大事项

公司与王府井东安实施合并重组，并将其下属公司王府井纳入合并范围，王府井资产优良，业绩良好。重组后，公司资本实力和营收规模大幅提升。

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26.73%的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2019年底，王府井资产总额为241.06亿元，所有者权益为120.66亿元，2019年，王府井实现营业收入267.89亿元，利润总额为14.45亿元。

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。

九、经营分析

1. 经营现状

酒店业、商业、汽车和旅行社四大业务为公司最主要的收入来源。2019年，公司各板块稳定运行，收入规模小幅增长，受酒店业务、商业和餐饮业务收入占比和毛利率下滑影响，公司综合

毛利率小幅下降，但仍保持较高水平。受新冠疫情影响，公司2020年一季度业绩同比下滑幅度大；自2020年1月1日起公司执行新收入准则，改变商业板块部分业务的收入确认方式，对该板块销售规模产生较大影响。

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。

2019年，公司各板块稳定运行，实现营业收入773.58亿元，同比增长2.06%。从收入构成来看，酒店业、商业、汽车和旅行社四大业务为公司最主要的收入来源，2019年上述板块收入合计占比为94.79%。分板块来看，2019年公司酒店业务实现收入119.70亿元，同比下降1.62%；商业板块受益于合并王府井，带动2018年收入同比大幅增长242.05%至385.35亿元，2019年同比下降1.47%至379.69亿元；餐饮和景区收入保持稳定；汽车业务受益于汽车和油品销售收入增长，2019年实现收入117.29亿元，同比增长20.22%；旅行社业务规模稳定增长，2019年实现收入116.56亿元，同比增长1.39%；房地产业务受项目结转影响收入波动较大，2019年实现收入9.89亿元。

从业务盈利水平看，酒店业和商业为公司毛利润的主要来源，2019年占比为82.87%。受酒店业务、商业和餐饮业务收入占比和毛利率下滑影响，公司综合毛利率小幅下降，但仍维持在较高水平，2019年为29.99%。分板块来看，公司酒店业2019年受餐饮及商品成本增加影响，酒店业毛利率同比下降1.24个百分点至90.75%；商业板块毛利率2018年受王府井并表影响同比下降3.77个百分点，2019年保持稳定；受餐饮行业竞争激烈影响，公司餐饮板块毛利率逐年下降，2019年为54.26%，同比下降2.81个百分点；汽车板块由于汽车和油品销售占比提升导致毛利率持续下降，2019年为7.03%，同比下降1.40个百分点；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；景区板块毛利率保持较高水平，2019年达到94.70%；房地产板块毛利率水平取决于当期项目结转情况，波动较大，2019

年为65.31%。

2020年初，国内爆发新冠疫情，公司下属商业、餐饮、酒店、旅行社及景区等企业均出现了不同程度的关闭和暂停营业情况，对公司业绩影

响大。2020年1—3月，公司实现营业总收入62.11亿元，同比下降66.95%，净利润为-21.36亿元（上年同期为2.47亿元）。

表3 近年来公司营业总收入构成及毛利率（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020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
酒店业	120.25	24.46	91.79	121.66	16.05	91.99	119.70	15.47	90.75	11.79	19.07	1.01
商业	112.66	22.91	25.95	385.35	50.84	22.18	379.69	49.08	22.02	22.26	36.00	27.43
餐饮业	23.63	4.81	59.37	23.98	3.16	57.07	22.27	2.88	54.26	2.69	4.35	0.15
汽车	96.30	19.58	9.06	97.56	12.87	8.43	117.29	15.16	7.03	16.09	26.02	4.55
旅行社	108.58	22.08	4.58	114.96	15.17	4.56	116.56	15.07	4.67	7.73	12.50	4.67
景区业	7.12	1.45	93.22	7.64	1.01	94.01	7.33	0.95	94.70	0.49	0.79	61.85
房地产	19.61	3.99	19.14	4.57	0.60	62.10	9.89	1.28	65.31	0.00	0.00	0.00
其他	3.55	0.72	70.00	2.26	0.30	66.00	0.85	0.11	68.00	0.78	1.27	89.80
合计	491.69	100.00	36.65	757.99	100.00	31.14	773.58	100.00	29.99	61.83	100.00	13.47

资料来源：公司提供

2. 酒店业

酒店业是公司重要的支柱产业之一，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”）运营。

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，如家酒店集团和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。

公司自持物业的酒店资产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。截至2020年3月底，公司拥有32家三星级及以上酒店企业，其中包括16家五星级酒店（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），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），6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）。上述酒店中，南苑系、民族饭店、京伦饭店和前门饭店的产权在首旅酒店旗下，其他的产权大部分在首旅置业旗下。

首旅酒店

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2019年底，首旅酒店资产总额为171.10亿元，所有者权益合计92.97亿元；2019年，首旅酒店实现营业收入83.11亿元，同比下降2.67%，主要系关店及停业升级改造使得直营店在营业平均房量下降，同时RevPAR略有下滑导致酒店运营收入下滑所致，利润总额为12.77亿元，同比下降0.68%。截至2020年3月底，首旅酒店资产总额为163.50亿元，所有者权益为87.74亿元；2020年1—3月，首旅酒店实现营业收入8.01亿元，利润总额-6.42亿元（上年同期收入和利润总额分别为19.44亿元和1.58亿元）。2020年第一季度，受疫情影响，首旅酒店收入和利润同比大幅下降。

在品牌拓展方面，2019年，首旅酒店新开店数量为829家，其中直营店27家，特许加盟店802家。经济型酒店新开店数量为108家；中高端酒店

新开店数量为289家；云酒店240家；其他192家，其中管理输出酒店192家。Airhotel专业酒店在线运营聚合服务平台是2019年首旅酒店以软品牌授权（云品牌）+菜单式在线运营教练模式，赋能多元化的中国中小单体及小型连锁酒店的新运营模式。截至2019年底，Airhotel平台上，累计开业酒店达到510家，签约143家，会员发展趋势良好。

截至2019年底，首旅酒店酒店数量达到4450家（含境外1家），客房间数414952间，其中中高

端酒店数量945家，占21.24%，客房间数108462间，占26.14%。从分布来看，北京、上海、苏浙皖、津鲁冀、珠三角和川渝地区的酒店总数2643家，客房间数246967间，占总数的59.5%。

从经营情况来看，2019年，首旅酒店RevPAR持续增长，但经济型酒店和中高端酒店RevPAR均呈下降趋势；平均房价持续增长；客房出租率持续下降。在发展会员方面，截至2019年底，首旅酒店会员总数已达1.18亿。

表4 首旅酒店经营指标

酒店类型	RevPAR（元）			平均房价（元）			客房出租率（%）		
	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年
经济型酒店	140	143	137	163	170	167	85.9	84.0	82.3
中高端酒店	250	238	230	313	308	319	79.9	77.1	72.2
云酒店	--	--	109	--	--	165	--	--	66.3
小计	150	156	158	175	188	200	85.5	83.0	79.1

资料来源：公司提供

首旅置业

首旅置业成立于1999年，为公司全资子公司。经过多年的发展，公司将旗下大部分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2019年底，首旅置业资产总额为59.81亿元，所有者权益为9.92亿元；2019年，实现营业收入21.02亿元，同比增长3.19%，净利润为-0.36亿元，同比减亏1.51亿元。

2020年5月，公司将旗下属控股子公司海南三亚国宾馆有限责任公司（以下简称“三亚国宾馆”，公司间接持股99.967%）100%股权及相关债权挂牌转让。转让底价为16.49亿元。截至2019年底，三亚国宾馆资产总额8.61亿元，所有者权益-6.52亿元；2019年实现收入0.40亿元，净利润-0.91亿元。

3. 商业

公司自2020年1月1日起执行新收入准则，改变商业板块部分业务的收入确认方式，对该板块收入规模产生较大影响，同时，受2020年初新冠肺炎疫情疫情影响，公司商业板块2020年一季度业绩同比大幅下降。

公司商业板块主要由首商股份和王府井经营。

（1）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），是北京市商业零售业的传统优势企业。截至2019年底，首商股份资产总额为69.76亿元，所有者权益为45.90亿元；2019年，首商股份实现营业收入99.44亿元，同比下降1.26%，利润总额6.70亿元，同比增长1.31%。截至2020年3月底，首商股份资产总额为64.21亿元，所有者权益为44.82亿元，2020年1—3月，首商股份实现营业收入6.28亿元，同比下降76.52%，利润总额0.96亿元，同比减少2.78亿元，主要系受新冠肺炎疫情影响销售大幅下降和新收入准则的实施部分业务的收入确认方式产生变化所致。

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。

(2) 王府井

王府井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）。

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。2019年，王府井实现营业收入267.89亿元，同比变动不大；利润总额为14.45亿元，同比下降15.15%，主要系主业毛利率下降、财务费用增加及其他不可比因素共同影响所致。受新冠肺炎疫情影响及新收入准则下收入确认方式变化影响，2020年1—3月，王府井实现收入15.20亿元，同比大幅下降78.79%；利润总额为-2.07亿元（上年同期为5.57亿元），同比减少7.64亿元。截至2019年底，王府井在全国范围共运营54家大型综合零售门店，总经营建筑面积302.8万平方米，涉及华北、东北、华中、华东、华南、西南、西北七大经济区域33个城市。其中，租赁物业门店36家，建筑面积合计189万平方米；自有物业门店18家，建筑面积合计114万平方米。

4. 餐饮业

2019年，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，盈利能力出现下滑；东来顺集团2019年受客流下降及旺季门店装修影响，盈利能力同比有所下降。公司餐饮业2020年一季度业绩受疫情影响严重。

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。

(1) 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年底，全聚德集团资产总额为19.98亿元，所有者权益合计15.75亿元。受餐饮行业，尤其是中式正餐竞争加剧影响，2019年全聚德集团年度接待宾客次数658.92万人次，同比下降14.48%，全年实现营业收入15.66亿元，同比下降11.87%，利润总额0.70亿元，同比下降41.43%。截至2020年3月底，全聚德集团资产总额为19.53亿元，所有者权益合计14.79亿元；2020年1—3月，全聚德集团实现营业收入1.80亿元，同比下降55.03%，利润总额为-0.94亿元，同比大幅减少1.13亿元，主要系疫情影响所致。

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店、仿膳饭庄、丰泽园饭店和四川饭店；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2019年底，全聚德集团在北京、上海、杭州、长春等地拥有餐饮门店共计118家，其中全聚德品牌门店110家，仿膳品牌门店1家，丰泽园品牌门店5家，四川饭店品牌门店2家。餐饮门店包括直营门店48家，加盟门店70家（含海外特许经营开业门店7家），另有食品加工企业2家。

全聚德集团作为老字号企业，2019年，参与了各项国家重大活动，所属企业丰泽园饭店为第二届“一带一路”高峰论坛圆桌峰会午宴提供鲁菜经典菜肴。全聚德、仿膳饭庄等在京门店接待了埃及总统、智利总统、塔吉克斯坦总统、亚美尼亚总理等近200名贵宾。2019年国庆节期间，为配合大庆活动，核心区门店停业。

(2) 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。近年来，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2019年底，东来顺集团资产总额为4.16亿元，所有者权益为1.10亿元；2019年，东来顺集团实现营业收入6.61亿元，同比增长6.37%，利润总额-0.48亿元（2018年为0.33亿元），同比转亏，主要系客流下降，旺季国庆阅兵，部分门店装修所致。

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。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；2019年新开直营店、合资店9家，新开连锁加盟门店10家。截至2020年3月底，东来顺共计197家餐饮门店，其中直营门店63家，覆盖北京、武汉、青岛、上海、海口、长春等城市；特许加盟门店134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。

5. 汽车

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，目前仍处于培育期，呈亏损状态。

公司汽车板块经营实体为首汽股份（截至2020年3月底，公司持股比例为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2019年底，首汽股份资产总额为162.10亿元，所有者权益为13.70亿元；2019年，首汽股份实现营业收入117.30亿元，同比增长20.23%，净利润为-10.20亿元（2018年为-3.79亿元），亏损主要系分时租赁业务市场保有量不足，运营效率尚处于较低水平，加之提前清退低续航里程的初始车辆，造成部分损失。2020年，首汽股份开始转变分时租赁业务经营模式，不再租赁车辆，转为轻资产运营，计划实现扭亏。截至2020年3月底，首汽股份资产总额154.36亿元，所有者权益1.37亿元；2020年1—3月，首汽股份实现营业收入16.09亿元，同比下降36.89%，主要系受疫情影响所致；净利润为-3.07

亿元。

（1）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。

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。结算方式上，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。

（2）汽车服务业

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、首汽智行、首汽约车三位一体的发展模式。2019年，公司汽车服务业分别实现收入39.74亿元，同比下降16.71%，主要系租赁收入下降所致。

租车方面，截至2020年3月底，首汽租赁车辆规模达到6.58万辆，覆盖城市75个，服务网点24个，凭借长租业务优势，行业排名稳居前三。

分时租赁方面，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。

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，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，未将其纳入合并范围。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2020年3月底，首汽约车开通业务的城市158个，线下服务车队规模103万部。全国注册用户9301万，日均订单量超过14万单，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。

6. 旅行社

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。

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，但为公司其他业务提供了重要的客源支持。

表5 公司旅行社板块经营指标（单位：万元、人次）

项目	2017年	2018年	2019年
入境游收入	24500.00	26238.00	27547.23
出境游收入	615600.00	665955.00	657454.28
国内游收入	406500.00	417799.00	418943.78
入境游人数	283249	351152	339971
出境游人数	1384928	1427580	1457929
国内游人数	4193800	4513144	4719754

资料来源：公司提供

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。

7. 景区

景区业务受制于经营规模较小，对公司利润贡献不大。

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。其中，南山景区在首

旅酒店旗下。

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。2019年，南山景区实现收入4.50亿元，同比小幅增长，利润总额1.70亿元，同比小幅下降。跟踪期内，野生动物园业绩持续提升，2019年实现收入2.50亿元，实现利润总额约1亿元，同比增长保持在25%左右。

8. 房地产

公司房地产业务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。2019年，公司房地产销售实现收入8.51亿元，同比增加5.16亿元，物业租赁收入稳定增长，2019年为16.22亿元。

表6 公司物业销售、租赁业务收入情况（单位：亿元）

业务划分	2017年	2018年	2019年
房地产销售	17.94	3.35	8.51
物业租赁	14.01	15.49	16.22
合计	31.95	18.84	24.73

资料来源：公司提供

（1）房地产开发销售

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。

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（以下简称“紫金置业”）、华龙旅游实业发展总公司（以下简称“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32.76亿元，截至2020年3月底，已投资26.95亿元，尚需投资5.81亿元。

表7 截至2020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	已完成投资	2020年4-12月计划投资	2021年及以后计划投资
紫峰·九院城	275587.00	225189.85	22933.30	27463.86
天天家园12、13号楼	52025.00	44328.00	7697.00	--

合计	327612.00	269517.85	30630.30	27463.86
----	-----------	-----------	----------	----------

资料来源：公司提供

(2) 物业租赁

跟踪期内，公司物业租赁业务运营良好，业务收入稳定增长。

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。

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收入。

9. 经营效率

跟踪期内，公司经营效率有所下降。

2019年，公司存货周转次数、总资产周转次数和销售债权周转次数分别为12.92次、0.62次和26.74次，同比均有所下降。

10 未来发展

(1) 疫情防控

新冠肺炎疫情对公司业绩影响大，考虑到当前疫情仍处防控阶段，联合资信将持续关注公司经营情况变动及其信用水平可能带来的影响。

2020年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，对社会多方面造成影响。公司下属的商业、餐饮、酒店、旅行社及景区等企业均出现了不同程度的关闭和暂停营业情况，对公司业绩影响大。2020年1—3月，公司实现营业总收入62.11亿元，同比下降66.95%，净利润为-21.36亿元（上年同期为2.47亿元）。其中，首旅酒店亏损5.41亿元，首旅置业亏损2.31亿元，首汽股份亏损3.07亿元，王府井亏损2.22亿元，首商股份亏损1.08亿元，全聚德集团亏损0.94亿元，东来顺集团亏损0.32亿元，康辉旅行社亏损0.38亿元。公司

重要投资项目北京环球主题公园一期已于2020年2月10日复工，公司管理层会按原计划全力推进项目进度。随着国内疫情逐渐得到控制，公司各板块业务有望得到不同程度的恢复，考虑到当前疫情仍处防控阶段，联合资信将持续关注公司经营情况变动及其信用水平可能带来的影响。

公司积极统筹推进疫情防控和复产复工各项工作：①计划增持4家上市公司股份，向市场释放积极信号；王府井启动实施股权激励，激发管理团队及核心骨干的积极性和创造性；全聚德开展募集资金回补及股份回购计划，缓解现金流压力；首寰和度假区全力推进环球主题公园项目施工建设，确保工期；“首客首享”平台推出3000余家“放心住”酒店，以减少经营损失；王府井转变思路，开辟线上业务，实现一季度线上销售过亿元；②公司及下属企业全力做好疫情防控住宿服务保障工作，在全国为防疫提供住宿服务的酒店累计528家，提供客房53514间，累计接待各类人员18539人；提供安全出行基础保障，在武汉集结千辆首汽约车组成“应急保障车队”；王府井、首商股份的多家商场在疫情期间坚持开门营业，加大并保证超市生活必需品供应，坚决做好“保供稳价”；全聚德集团、东来顺丰富市民居家饮食选择，为周边居民供应蔬菜及冻品，圆满完成新国展集散点服务保障任务，首汽集团旅游车公司配备保障车辆35部，出车共计511次；亮马河大厦、北京和颐及首旅如家昌平体育馆店接待入境客人和新国展集散点志愿者共计4308人次，用房3560间夜；全聚德集团王府井店、奥运村店为志愿者提供餐饮服务，送餐近3000份；③疫情期间，公司召开专题会议，部署工作重点，大力抓运营，最大程度减少经济损失。目前公司正在积极参与商务部“双品购物节”及筹备参加北京市商务局推出的促销费活动，为市场回暖做好准备。

(2) 未来发展战略和规划

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。公司未来发展思路明确，规划切实可行。

公司坚持以资本为导向，不断优化完善产业布局和资源要素配置，坚持市场化运作，做强做优做大六大核心主业，着力培养航旅、文旅两大新兴板块，形成“6+2”的产业格局。

餐饮板块：集聚整合北京乃至全国餐饮食品品牌企业，激发全聚德、东来顺等老字号活力，体现传承与创新，全面提升餐饮品牌价值和市場影响力。

酒店板块：以“首旅如家”为载体，进一步整合内外部资源，同时加大并购力度，塑造成为结构合理、业态齐全、体系健全、扩张快速的中国最具影响力的国际化酒店管理集团；首旅置业定位为以提供服务产品为目的的物业资产供应商和运营商；依据北京饭店、贵宾楼等物业资产的集聚程度、区位优势，深度挖掘、充分实现城市核心区域内在价值。

汽车出行板块：以首汽集团为依托，不断扩大首汽租车、约车、新能源汽车分时租赁的品牌影响力。进一步充分利用资本市场加大投融资力度，推进汽车后市场资源整合与升级，发展汽车金融、汽车交易、汽车租赁等高端服务，不断引领和满足未来汽车经济高端化、个性化服务需求，打造成为中国顶级的汽车后市场供应商。

旅游旅行板块：以康辉旅行社、神舟旅行社为载体，充分发挥品牌影响力和遍布全国的分销渠道优势，积极推行“旅游+互联网”战略，持续提高对客服务质量，在增强传统旅游业务竞争力的同时向旅游产业上下游延伸，构建更加完善的旅游产业链，成为中国最具实力的全渠道旅行综合运营商之一。

商业板块：以极具品牌影响力的王府井集团为重要载体，充分发挥首商集团旗下多品牌集合优势，集聚首旅集团旗下相关商业零售企业，成为北京商业零售企业的整合和发展平台，广泛应用信息化、互联网技术，全面提升经营商品和经营顾客的能力及便民服务的能カ，突出“商品+服务”理念，打造线上线下互动的全渠道商业零售平台，构建现代商业新模式。

景区板块：以首旅景区公司为载体，规划设计、开发建设、投资整合集团旅游景区相关资源，同时将其打造为代表中国景区运营管理水平标杆企业；以北京野生动物园为依托，打造中国北方最具规模的动物园休闲度假产业园；健全完善首旅海南产业集群，打造首旅集团在海南旅游度假领域的新名片。

文旅板块：以首寰投资为依托，结合通州城市副中心战略定位，积极打造“高精尖”新兴文创产业，丰富和完善文旅产品的内涵与价值，促进地区经济结构的转型发展，高质量、高水平打造北京环球主题公园及度假区，实现“一个项目带动一个产业的发展，一个项目推动一个区域发展”的目标，使之成为文创研发平台，增强其核心竞争力、独特吸引力、辐射带动力和国际影响力，形成竞争优势突出、中国特色鲜明、世界级的主题公园和文旅创意新区。

(3) 在建及拟建投资项目

公司拟建及在建项目未来投资规模大，对外融资需求大。

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。截至2020年3月底，主要投资项目计划总投资为518.03亿元，已完成投资210.59亿元。

表8 截至2020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	已完成投资	2020年4-12月计划投资	2021年及以后计划投资
贵宾楼项目	4.73	2.81	1.32	0.6
北京野生动物园步行游览区升级改造(一期)建设项目	5.11	1.96	0.55	2.6
北京环球主题公园一期	473.81	188.93	195.51	89.37
首寰度假酒店	27.73	15.68	8.44	3.61
北京饭店	6.65	1.21	1.11	4.33
合计	518.03	210.59	206.93	100.51

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578.81亿元(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(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，截至2020年3月底，注册资本为177.12亿元人民币，实收资本为90.27亿元，其中北京首寰持股70%，环球北京持股30%)负责；项目建设预计投资473.81亿元，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年营业。

十、财务分析

公司提供了2019年财务报表，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2020年1—3月财务数据未经审计。

从合并范围看，2019年，公司注销2家子公司，分别为深圳京凯怡实业有限责任公司和北京金长城酒店管理有限责任公司，新增2家子公司，分别为北京首旅慧联科技有限责任公司和王府井。截至2019年底，公司纳入合并范围内二级子公司共计41家。截至2020年3月底，合并范围较2019年底无变化。

公司自2020年1月1日起执行新收入准则。根

据新收入准则规定，在境内外同时上市的企业以及在境外上市并采用国际财务报告准则或会计准则编制财务报表的企业，自2018年1月1日起施行；其他境内上市企业，自2020年1月1日起施行；执行企业会计准则的非上市企业，自2021年1月1日起施行。同时，允许企业提前执行。2020年1月1日，公司依据新收入准则相关特定事项或交易的具体规定调整了相关会计政策。根据新收入准则中衔接规定的要求，对可比期间信息不予调整。本次会计政策变更后，公司商业板块百货业态、奥莱业态主要经营模式——联营模式的销售收入采用净额法核算，对利润表中营业收入及营业成本金额影响较大，使营业收入和营业成本同时下调。整体看，会计政策变更对公司财务数据可比性有一定影响。

截至2019年底，公司(合并)资产总额1318.10亿元，所有者权益合计506.95亿元(含少数股东权益307.24亿元)；2019年，公司实现营业总收入773.58亿元，利润总额21.50亿元。

截至2020年3月底，公司(合并)资产总额1454.63亿元，所有者权益合计483.29亿元(含少数股东权益298.87亿元)；2020年1-3月，公司实现营业总收入62.11亿元，利润总额-21.94亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产构成以非流动资产为主。考虑到公司现金类资产充裕，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。

截至2019年底，公司资产总额为1318.10亿元，较上年底增长12.37%，主要系货币资金、交易性金融资产、其他应收款及在建工程增长所致；其中，流动资产占33.29%，非流动资产占66.71%，资产构成以非流动资产为主。

(1) 流动资产

截至2019年底，公司流动资产为438.78亿元，较上年底增长17.47%，主要系交易性金融资产和其他流动资产在新准则下重新划分所致；构成以货币资金(占43.15%)、其他应收款(合计)(占

19.04%)、存货(占10.37%)、交易性金融资产(占7.50%)和应收账款(占6.58%)为主。

截至2019年底,公司货币资金为189.35亿元,同比增长9.18%,主要系借款增加所致;公司货币资金构成以银行存款(占98.53%)为主,使用受限的货币资金为9.88亿元,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、银行承兑汇票保证金等。

截至2019年底,公司交易性金融资产为32.91亿元,较2018年底大幅增加24.16亿元,主要系结构性存款等理财产品增加所致。

截至2019年底,公司应收账款账面价值为28.89亿元,较上年底增长29.10%,主要系对首汽约车应收账款增加所致;公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额为20.80亿元,其中账龄在1年内(含1年)的占78.42%,1~2年的占19.36%,2年以上的占2.22%,账龄偏长。累计计提坏账准备2.37亿元,计提比例为7.60%。从集中度来看,按欠款方归集的期末余额前五名的应

收账款占应收账款余额的55.30%,集中度较高。

表9 截至2019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
法人1	15.57	49.79	0.97
法人2	0.69	2.19	--
法人3	0.47	1.50	0.02
法人4	0.28	0.90	0.01
法人5	0.29	0.92	--
合计	17.29	55.30	1.00

资料来源:公司审计报告

公司其他应收款(合计)(包括应收利息、应收股利及其他应收款项)主要为往来款。截至2019年底,公司其他应收款(合计)账面价值为83.56亿元,较上年底大幅增长73.02%,主要系北京首汽(集团)对首约科技(北京)的借款增加所致,累计计提坏账准备9.55亿元,计提比例为10.27%。从集中度来看,按欠款方归集的期末余额前五名占比为82.06%,集中度高。考虑到公司网约车业务仍处于培育阶段,经营持续亏损,公司对其往来款存在回收风险。

表10 截至2019年底前五名客户其他应收款情况(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	62.85	1年以内、1~2年、2~3年	67.56	4.76
郑州枫华商业管理有限公司	借款及利息	5.21	1年以内	5.60	--
触网(北京)股份有限公司	货款	3.98	2~3年年	4.28	1.99
上海昭格	借款及利息	2.42	1年以内、1~2年、2~3年、3~4年	2.60	0.02
上海古胤	借款及利息	1.88	1年以内、1~2年、2~3年	2.02	0.02
合计	--	76.35	--	82.06	6.79

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2019年底,公司存货为45.52亿元,较2018年底增长18.84%,主要系库存商品(产成品)增加所致;从构成来看,房地产开发成本、库存商品(产成品)、开发产品分别占24.97%、60.91%和10.14%,累计计提存货跌价准备余额1.27亿元。

公司其他流动资产主要为理财产品及进项税额。截至2019年底,公司其他流动资产为34.10亿元,较上年底下降36.88%,主要系重新划分至交易性金融资产所致;主要构成为理财产品21.63亿元、进项税额9.42亿元、预交所得税1.64亿元。

(2) 非流动资产

截至2019年底,公司非流动资产879.31亿元,较上年底增长9.99%,主要系在建工程增长所致;主要由固定资产(占27.95%)、在建工程(占32.18%)、无形资产(占10.57%)构成。

截至2019年底,公司长期股权投资为35.53亿元,较上年底变动不大。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7.06亿元)、中国民生信托有限公司(余额7.07亿元)、嘉云酒店(集团)有限公司(余额4.09亿元)、西安王府井商业运用管理有限公司(余额3.79亿元)和北京华都饭店有限责任公司(余额

2.39亿元)。

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2019年底,公司投资性房地产账面价值为29.89亿元,较上年底变动不大。

截至2019年底,公司固定资产账面价值为245.75亿元,较上年底下降5.56%,主要系经营用车减少所致;累计折旧合计190.59亿元、计提减值准备5.23亿元;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2019年,公司在建工程为282.96亿元,较上年底增长55.81%,主要系增加对首寰文化环球北京度假区项目投资所致。

截至2019年底,公司无形资产账面价值为92.99亿元,较上年底小幅下降。公司无形资产主要构成土地使用权(占52.73%)、商标权(占30.39%)和特许权(占27.53%)。

截至2019年底,公司商誉账面价值为67.87亿元,较上年底小幅下降1.26%,主要系注销下属公司所致。公司商誉主要系收购如家酒店、中国春天百货集团有限公司等形成,如未来被收购公司经营不善,将面临一定减值风险。

截至2019年底,公司其他非流动资产为52.22亿元,较上年底下降11.00%,主要系预付的其他长期资产款项及关联方借款等下降所致。公司其他非流动资产主要由预付的其他长期资产款、关联方借款、待抵扣进项税、股权分置流通权成本及土地出让金等构成。

截至2019年底,公司受限资产规模合计65.30亿元,占公司资产总额的4.95%。

表11 截至2019年底使用受限资产情况(单位:亿元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	9.88	交易保证金、存放央行的法定准备金、单用途商业预付卡存管资金等
存货	0.34	银行承兑汇票动产抵押
固定资产	39.06	借款抵押、融资租赁
无形资产	2.32	借款抵押
其他	13.70	借款抵押
合计	65.30	--

资料来源:公司提供

截至2020年3月底,公司资产总额为1454.63亿元,较2019年底增长10.36%;资产构成仍以非流动资产为主。截至2020年3月底,公司货币资金为128.90亿元,较2019年底下降31.92%,主要系经营亏损及支付其他与投资活动有关的现金大幅增加所致;公司其他应收款为98.89亿元,较2019年底增加15.33亿元,主要系首汽股份对首约科技借款增加所致;其他流动资产为186.88亿元,较2019年底大幅增加152.78亿元,主要系流动性储备款增加所致;在建工程为302.96亿元,较2019年底增加20.00亿元,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。

3. 所有者权益及负债

(1) 所有者权益

公司所有者权益中少数股东权益占比较高,且其他权益工具规模较大,公司所有者权益稳定性较弱。

截至2019年底,公司所有者权益为506.95亿元,较2018年底增长2.21%,主要系少数股东权益增长所致。截至2019年底,公司归属于母公司权益合计中实收资本占25.02%、资本公积占32.80%、其他权益工具占39.91%,其中归属于母公司所有者权益占39.39%,少数股东权益占60.61%。

截至2019年底,公司实收资本为49.96亿元,较上年底增加0.56亿元,主要系公司获得北京市财政局拨付的国有经营预算资金0.56亿元,用于支付明斯克北京饭店项目。

截至2019年底,其他权益工具为79.71亿元,较上年底无变化,主要构成为永续公司债及可续中期票据。

表12 截至2019年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	20.00	4.69%	2015-09-23	2020-09-23
17首旅Y1	9.50	4.99%	2017-07-10	2020-07-10
17首旅Y2	5.50	5.20%	2017-07-10	2022-07-10
17首旅Y3	5.00	4.95%	2017-08-07	2020-08-07
17首旅Y4	10.00	5.20%	2017-08-07	2022-08-07
17首旅MTN002	10.00	5.45%	2017-11-01	2022-11-01
18首旅MTN001A	14.00	5.00%	2018-04-24	2021-04-24
18首旅MTN001B	6.00	5.49%	2018-04-24	2023-04-24
合计	80.00	--	--	--

资料来源:公开资料整理

截至2019年底，公司资本公积为65.50亿元，较上年底小幅下降，主要系公司收购子公司首旅景区少数股东权益，支付的股权价款高于享有净资产部分冲减资本公积所致。

截至2019年底，公司少数股东权益为307.24亿元，较上年底增长6.69%，主要系北京首寰、北京国际度假区有限公司少数股东增资所致。

截至2020年3月底，公司所有者权益为483.29亿元，较2019年底下降4.67%，主要系一季度经营亏损导致未分配利润及少数股东权益下降所致。截至2020年3月底，公司实收资本增加1.50亿元至51.46亿元，主要系北京市财政局增资所致。公司所有者权益中股本占27.90%、资本公积占33.18%、未分配利润占-8.72%，所有者权益中归属于母公司所有者权益占38.16%，少数股东权益占61.84%。

(2) 负债

跟踪期内，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，债务结构合理，债务负担加重。

截至2019年底，公司负债合计811.15亿元，较上年底增长19.81%；其中流动负债占41.82%，非流动负债占58.18%，非流动负债占比有所上升。

截至2019年底，公司流动负债合计339.26亿元，较上年底下降3.85%，主要系偿还借款所致；主要由应付账款（占23.20%）、预收款项（占13.35%）、其他应付款（合计）（占30.48%）和一年内到期的非流动负债（占12.85%）构成。

截至2019年底，公司短期借款为18.76亿元，较上年底大幅下降63.59%，构成为抵押借款（2.40亿元）、保证借款（10.32亿元）和信用借款（6.04亿元）。

截至2019年底，公司应付账款为78.69亿元，较上年底增长25.53%，主要为商品销售货款、旅行社应付机票款及团费等。

截至2019年底，公司预收款项为45.28亿元，较上年底变化不大。

公司其他应付款（合计）主要为往来款、应付工程及设备款、各种押金、保证金等款项。截至2019年底，公司其他应付款（合计）为103.39亿元，较上年底下降10.11%，主要系往来款下降所致。

截至2019年底，公司其他流动负债为21.97亿元，较上年底增加8.23亿元，主要系发行超短期融资券所致。

截至2019年底，公司非流动负债为471.89亿元，较上年底增长45.57%，主要系长期借款及应付债券增长所致；主要由长期借款（占37.50%）和应付债券（占49.33%）构成。

截至2019年底，公司长期借款为176.97亿元，较上年底增长39.50%，主要系工程建设需要增加质押借款所致；公司长期借款主要为质押借款（89.77亿元，质押物为北京首寰持有的北京国际度假区有限公司70%股权）、抵押借款（14.53亿元）、保证借款（13.87亿元）及信用借款（70.39亿元）。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2019年底，公司应付债券为232.77亿元，较上年底增长68.72%。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2019年底，公司长期应付款（合计）为31.08亿元，较上年底增长7.49%。截至2019年底，公司期末余额前五名长期应付款分别为特许采购权（19.11亿元）、融资租赁款（12.42亿元）、特许加盟保证金（2.50亿元）、借款（1.58亿元）及其他（1.09亿元）。

截至2020年3月底，公司负债总额为971.34亿元，较2019年底增长19.75%，主要系发行超短期融资券所致。截至2020年3月底，公司负债总额中流动负债占49.26%，非流动负债占50.74%，流动负债占比较2019年底有所增长。截至2020年3月底，公司流动负债为478.45亿元，较2019年底增长41.03%，主要系发行超短期融资券所致。截至2020年3月底，公司非流动负债为471.89亿元，较2019年底增长4.45%，主要系长期应付款增加所致。

截至2019年底，公司全部债务为498.90亿元，同比增长32.50%，其中长期债务占82.95%，同比增加9.61个百分点，公司债务期限结构较为合理。

从债务指标来看，截至2019年底，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61.54%、49.60%和44.94%，较2018年底分别增加3.82个百分点、6.44个百分点和9.18个百分点；公司分别于2015年、2017年和2018年发行20亿元、40亿元和20亿元永续债券，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2019年底调整后全部债务为578.61亿元，其中短期债务占14.70%，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67.59%、57.52%和53.60%。

截至2020年3月底，公司全部债务为673.65亿元，较2019年底增长35.03%；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66.78%、58.23%和46.20%，较2019年底均有所增长。

4. 盈利能力

2019年，公司各板块稳定运行，收入规模小幅增长，受酒店业务、商业和餐饮业务收入占比和毛利率下滑影响，公司营业利润率小幅下降，但仍保持较高水平。受新冠肺炎疫情影响，公司2020年一季度业绩同比下滑幅度大；自2020年1月1日起公司执行新收入准则，改变商业板块部分业务的收入确认方式，对该板块销售规模产生较大影响。

2019年，公司营业总收入为773.58亿元，同比增长2.06%，主要系汽车和房地产业务收入增长所致；同期公司营业利润率为28.90%，同比减少1.15个百分点，主要系受商业收入占比提升及各板块毛利率小幅下降影响所致。

期间费用方面，2019年公司期间费用率为25.91%，同比有所下降。公司期间费用以销售费用和管理费用为主，2019年分别占营业收入的16.27%和7.74%。2019年，销售费用为125.83亿元，同比下降1.22%，构成上主要包括人工成本44.03亿元、租赁费31.14亿元、折旧摊销费15.78亿元、能源费8.88亿元和客房服务清洁费7.49亿元。2019年管理费用为59.86亿元，同比下降1.30%，主要包括人工成本38.55亿元、折旧及摊销费8.08亿元、

能源费2.62亿元、日常维修及维护费1.60亿元和顾问咨询费1.53亿元。公司期间费用规模大，对利润侵蚀严重。

非经营性损益方面，2019年，公司其他收益为1.75亿元，同比增长20.43%；投资收益持续增长，2019年为5.15亿元，其中处置长期股权投资产生的投资收益为1.28亿元，理财产品实现收益2.26亿元；公司营业外收入（收到的赔偿款、补偿款等）为2.28亿元，同比增加0.32亿元；同期营业外支出为1.89亿元。

2019年，公司资产减值损失8.57亿元，主要系公司按会计准则对往来款计提的坏账损失增加所致。公司资产减值损失主要构成为坏账损失6.19亿元和固定资产减值损失1.02亿元。2019年，公司发生资产处置亏损1.38亿元。

2019年，公司利润总额为21.50亿元，净利润为7.23亿元，分别同比减少5.56亿元和5.89亿元，其中归属于母公司所有者的净利润持续亏损，为-4.35亿元，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，2019年，公司净利润下降和少数股东权益增长导致总资本收益率和净资产收益率分别下降至2.59%和1.43%，分别同比减少0.88个百分点和1.22个百分点。

2020年1—3月，公司实现营业总收入62.11亿元，其中营业收入为61.84亿元，同比大幅下降67.05%；期间费用方面，销售费用费用同比大幅下降，管理费用同比保持稳定，财务费用同比增长30.89%至3.80亿元，主要系债券利息增加所致。同期，公司实现净利润-21.36亿元，同比大幅减少23.83亿元，主要系新冠疫情影响，收入大幅下滑所致。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司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，外部融资需求大。

经营活动方面，2019年，公司经营活动现金流入为872.21亿元，同比下降1.77%，主要系收到其他与经营活动有关的现金减少所致；经营活动

现金流出为822.65亿元，同比小幅下降。公司经营
活动现金净流入49.56亿元，经营获现能力强。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。2019
年，公司收到和支付其他与经营活动有关的现金
分别为58.17亿元和94.70亿元，分别同比下降21.20%
和15.92%。2019年公司现金收入比为105.08%，
同比减少2.13个百分点。

从投资活动情况来看，2019年公司投资活动
现金流入量300.20亿元，同比大幅增长139.90%，
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430.90亿元，
同比增长67.91%，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，2019
年，公司投资活动现金净流量表现为净流出130.70
亿元。

从筹资活动情况来看，2019年，公司筹资活
动现金流入量为346.26亿元，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248.88
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，2019年，公
司筹资活动产生的现金流净额为97.39亿元，基本
与公司资金需求相匹配。

2020年1—3月，公司经营活动现金流净额为
-22.43亿元(上年同期为2.47)，同比大幅减少24.90
亿元，主要系新冠疫情影响，公司收入规模大幅
下滑所致；投资活动现金流净额和筹资活动现金
流净额分别为-227.84亿元和167.34亿元。其中，
购建固定资产、无形资产等支付的现金为33.87
亿元，上年同期为26.44亿元，主要系主题公园项目
及其他在建工程支出；支付其他与投资活动有关
的现金为241.27亿元，主要为购买的结构性理
财产品；取得借款收到的现金为323.80亿元，
偿还债务支付的现金为146.96亿元。

6. 偿债能力

**跟踪期内，公司总体偿债能力极强，对外担
保风险可控，融资渠道畅通。**

从短期偿债能力指标看，2019年，公司流
动比率和速动比率分别为129.34%和115.92%，分

同比增加23.47个百分点和20.91个百分点。2019年
公司经营现金流动负债比为14.61%，同比减少
3.39个百分点。截至2020年3月底，公司流动比
率和速动比率较2019年底均有所下滑，分别为
116.87%和107.13%。考虑到，公司现金类资产
较为充裕，短期偿债能力极强。

从长期偿债能力指标看，2019年公司EBITDA
利息倍数为3.53倍，全部债务/EBITDA为6.25倍。
公司长期偿债能力强。

截至2019年底，公司及下属子公司对外担
保余额合计35.00亿元，担保比率为6.90%。

表13 截至2019年底公司对外担保情况(单位:亿元)

被担保方	担保事项	金额	起始日	到期日
上海古胤	上海马桥养云安缇项目 开发建设融资借款	21.50	2016.6	2022.6
上海古胤	平安—上海马桥项目 债权投资计划	13.50	2018.2	2021.2
合计	--	35.00	--	--

资料来源：公司审计报告

对联营企业上海古胤的担保2笔：①上海马
桥养云安缇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2019年底，上海古胤的资产总额为71.35
亿元，净资产为27.79亿元，2019年收入为
3.16亿元，净利润为0.22亿元。

未决诉讼方面，2017年6月，公司子公
司首汽租赁与触网（北京）股份有限公司（以
下简称“触网股份”）开展业务合作。首汽租
赁先行预付触网股份购车款，由其向整车厂
进行统一采购。截至2019年底，触网股份
采购的车辆未按照合同要求交付首汽租赁。
首汽租赁以触网股份、中鼎国际控股集团（
中国）有限公司（以下简称“中鼎国

际”)为被告向北京市高级人民法院提起诉讼,案由为“买卖合同纠纷”,请求判令解除与触网股份未履行的全部合同,并返还已付款未交付车辆的对应价款合计人民币4.11亿元。截至2019年底,本案正在审理中。中鼎国际以其持有的KAKIKO GROUP LTD(股票代码:2225.HK)公司价值人民币3.74亿元的股权向首汽租赁在协议项下的全部债权承担连带担保责任。2019年末首汽租车已对上述约3.98亿债权中无担保的部分累计计提坏账准备1.99亿元。

截至2020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1744.74亿元,其中未使用授信额度1547.71亿元,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。

2. 母公司(本部)财务分析

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。

截至2019年底,公司本部资产总额为483.94亿元;其中流动资产占比为43.54%。流动资产主要由货币资金23.53亿元、其他应收款176.04亿元和其他流动资产10.46亿元构成。非流动资产以长期股权投资(260.98亿元)为主,主要为对子公司和联营企业的投资。母公司持有的上市公司股权均未质押,对本部债务形成良好保障。截至2019年底,公司本部负债总额279.84亿元,构成主要为短期借款16.50亿元、其他应付款16.71亿元、一年内到期的非流动负债22.90亿元、长期借款29.56亿元和应付债券193.00亿元。本部有息债务261.96亿元,以长期债务为主(222.56亿元),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57.83%、56.21%和52.16%。所有者权益方面,截至2019年底,公司本部所有者权益为204.09亿元,主要由实收资本(49.96亿元)、其他权益工具(79.71亿元)和资本公积(53.27亿元)构成。

表14 截至2020年5月11日母公司持有上市公司股权情况(单位:%、亿元)

证券简称	持股比例	期末参考市值
王府井	26.83	30.01
首商股份	58.07	21.64
首旅酒店	33.93	51.88
全聚德	42.67	12.03

资料来源:Wind资讯

盈利能力方面,2019年,公司本部实现营业收入1.31亿元,同比减少0.55亿元;财务费用3.89亿元,同比增加0.79亿元;同期,公司本部实现利润总额0.14亿元,主要来自子公司分红。

现金流量方面,2019年公司本部经营活动现金流入量为5.01亿元,经营活动现金流量净额为-1.31亿元;投资活动现金流量净额为-33.91亿元,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35.59亿元。

十一、存续期内债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强。

截至2020年3月底,公司本部存续期内债券(含计入其他权益工具的永续中票和永续公司债)余额合计480.37亿元,其中,将于一年内到期的债券余额为205.00亿元。截至2020年3月底,公司剔除受限后的现金类资产对一年内到期的债券余额保障倍数为0.82倍。

2019年,公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额及EBITDA分别为872.21亿元、49.56亿元及79.87亿元,分别为公司本部存续债券余额的1.82倍、0.10倍及0.17倍。公司经营现金流入量对公司存续债券的保障能力较强。

公司未来单一年度债券偿付最高额为54亿元(2021年),经营活动现金流入量、经营活动现金流净额及EBITDA对其覆盖倍数分别为16.15倍、0.92和1.48倍,保障程度高。

表15 公司存续债券保障情况(单位:亿元、倍)

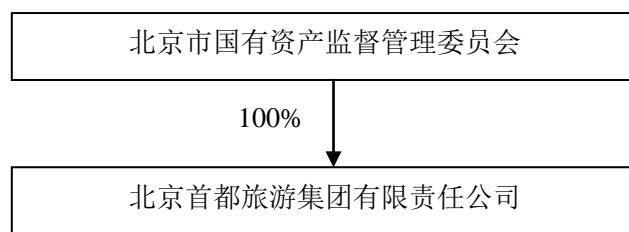
项目	2019年
一年内到期债券余额	205.00
剔除受限后现金类资产/一年内到期债券余额	0.82
经营活动现金流入量/存续债券余额	1.82
经营活动现金流净额/存续债券余额	0.10
EBITDA/存续债券余额	0.17

资料来源:联合资信整理

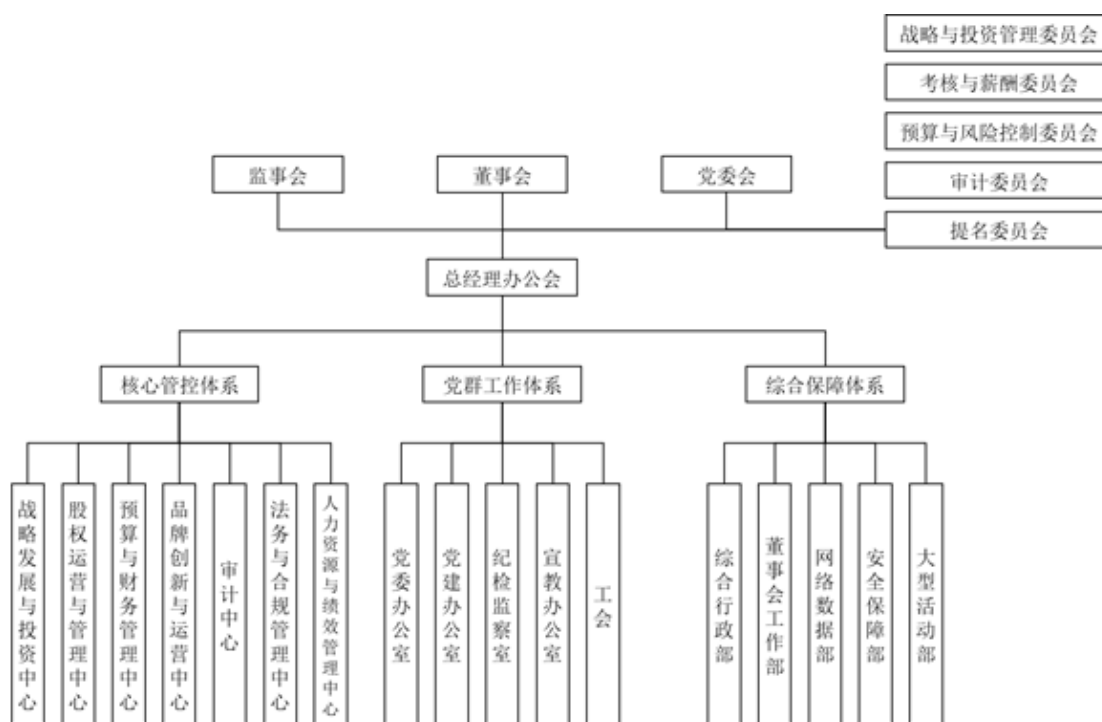
十二、结论

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA,“15首旅MTN002”“16首旅MTN001”“17首旅MTN001A”“17首旅MTN001B”“17首旅MTN002”“18首旅MTN001A”“18首旅MTN001B”“18首旅债01/18首旅01”“18首旅债02/18首旅02”“19首旅MTN001”“19首旅债01/19首旅01”和“19首旅债02/19首旅02”“19首旅MTN002A”“19首旅MTN002B”“19首旅MTN003A”“19首旅MTN003B”“20首旅MTN001A”“20首旅MTN001B”“20首旅MTN002”“20首旅MTN003”的信用等级为AAA,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司主要子公司情况

序号	企业名称	实收资本	持股比例 (%)	业务性质
1	首旅酒店	98772.30 万元	33.72	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	古玩城	17258 万元	100.00	投资管理
22	东来顺	11500 万元	100.00	餐饮
23	大运河俱乐部	1000 万元	97.00	娱乐
24	燕莎中心	33897.91 万元	40.64	物业出租
25	天伦万怡	20010 万元	100.00	酒店
26	颐和园宾馆	11050.54 万元	60.00	酒店
27	丰盛世纪	120000.00 万元	100.00	房地产开发经营
28	首采联合	10200 万元	100.00	商务服务
29	美国新斯维克	350 万美元	100.00	投资管理
30	法国新斯维克	33054 美元	100.00	投资管理
31	首商股份	65840.76 万元	57.82	商业
32	首采运通	4000 万元	100.00	电子商务
33	京诺投资	3000 万元	100.00	投资管理
34	京海航程	45000 万元	100.00	投资管理
35	安麓酒店	158 万美元	40.00	酒店
36	财务公司	200000 万元	100.00	财务公司
37	北京首寰	1628000 万元	50.00	投资管理
38	首旅景区	40058.59 万元	100.00	投资管理
39	王府井东安	14653.39 万元	100.00	商业
40	首旅慧科	10000 万元	90.00	电子商务
41	王府井股份	77625.04 万元	26.73	商业

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	93.81	173.23	212.42	168.44
资产总额(亿元)	798.08	1172.99	1318.10	1454.63
所有者权益(亿元)	344.04	495.97	506.95	483.29
短期债务(亿元)	92.07	100.39	85.08	258.59
长期债务(亿元)	189.48	276.13	413.82	415.06
全部债务(亿元)	281.55	376.52	498.90	673.65
营业总收入(亿元)	491.69	757.99	773.58	62.11
利润总额(亿元)	12.05	27.06	21.50	-21.94
EBITDA(亿元)	56.26	82.99	79.87	--
经营性净现金流(亿元)	42.68	63.51	49.56	-22.43
财务指标				
销售债权周转次数(次)	27.42	32.14	26.74	--
存货周转次数(次)	9.02	15.69	12.92	--
总资产周转次数(次)	0.64	0.77	0.62	--
现金收入比(%)	100.86	107.21	105.08	162.97
营业利润率(%)	35.14	30.05	28.90	11.77
总资本收益率(%)	2.87	3.47	2.59	--
净资产收益率(%)	0.98	2.65	1.43	--
长期债务资本化比率(%)	35.52	35.76	44.94	46.20
全部债务资本化比率(%)	45.01	43.15	49.60	58.23
资产负债率(%)	56.89	57.72	61.54	66.78
流动比率(%)	98.73	105.86	129.34	116.87
速动比率(%)	86.62	95.01	115.92	107.13
经营现金流动负债比(%)	18.31	18.00	14.61	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.00	4.54	6.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.73	4.60	3.53	--

注: 1. 2020 年一季度财务数据未经审计; 2. 其他流动负债中的短期债券已计入短期债务, 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

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.54	23.15	23.53	35.19
资产总额(亿元)	345.88	437.08	483.94	669.44
所有者权益(亿元)	151.74	203.66	204.09	203.92
短期债务(亿元)	53.00	47.76	39.40	240.19
长期债务(亿元)	111.95	161.88	222.56	203.04
全部债务(亿元)	164.95	209.64	261.96	443.23
营业收入(亿元)	1.30	1.86	1.31	0.04
利润总额(亿元)	3.03	3.56	0.14	-1.43
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	0.11	2.39	-1.31	0.00
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.52	4.60	2.30	--
存货周转次数(次)	10.38	279.70	117.98	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.01	0.00	--
现金收入比(%)	77.02	39.24	31.00	296.17
营业利润率(%)	83.67	75.16	79.93	64.18
总资本收益率(%)	1.76	1.65	0.92	--
净资产收益率(%)	2.02	1.82	0.18	--
长期债务资本化比率(%)	42.46	44.28	52.16	49.89
全部债务资本化比率(%)	52.09	50.72	56.21	55.88
资产负债率(%)	56.13	53.41	57.83	69.54
流动比率(%)	145.67	244.62	372.59	151.40
速动比率(%)	145.66	244.62	372.59	151.40
经营现金流动负债比(%)	0.13	3.38	-2.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债中的短期债券已计入短期债务

附件 2-3 公司存续债券评级历史

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 首旅 MTN003	AAA	AAA	稳定	2020/4/24	李明 杨晓丽	旅游行业企业信用评级方法 (V3.0.201907) 旅游行业企业信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
20 首旅 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/4/17	李明 杨晓丽	旅游行业企业信用评级方法 (V3.0.201907) 旅游行业企业信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
20 首旅 MTN001A/ 20 首旅 MTN001B	AAA	AAA	稳定	2020/3/17	李明 杨晓丽	旅游行业企业信用评级方法 (V3.0.201907) 旅游行业企业信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
19 首旅 MTN003A/ 19 首旅 MTN003B	AAA	AAA	稳定	2019/10/21	李明 杨晓丽	旅游行业企业信用评级方法 (V3.0.201907) 旅游行业企业信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
19 首旅 MTN002A/ 19 首旅 MTN002B	AAA	AAA	稳定	2019/6/26	杨学慧 李明 杨晓丽	联合资信工商企业评级方法 (2013 年)	阅读全文
19 首旅债 02/19 首旅 02 19 首旅债 01/19 首旅 01/ 19 首旅 MTN001/ 18 首旅债 02/18 首旅/02 18 首旅债 01/18 首旅 01/ 18 首旅 MTN001A/ 18 首旅 MTN001B/ 17 首旅 MTN002/ 17 首旅 MTN001A /17 首旅 MTN001B/ 16 首旅 MTN001/ 15 首旅 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/6/20	杨学慧 李明 杨晓丽	联合资信工商企业评级方法 (2013 年)	阅读全文
19 首旅债 02/ 19 首旅 02	AAA	AAA	稳定	2019/1/31	杨学慧 李明	联合资信工商企业评级方法 (2013 年)	阅读全文
19 首旅债 01/ 19 首旅 01	AAA	AAA	稳定	2019/1/31	杨学慧 李明	联合资信工商企业评级方法 (2013 年)	阅读全文
19 首旅 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/1/4	杨学慧 李明	联合资信工商企业评级方法 (2013 年)	阅读全文
18 首旅债 02/18 首旅 02	AAA	AAA	稳定	2018/8/7	杨学慧 李明	联合资信工商企业评级方法 (2013 年)	阅读全文
18 首旅债 01/18 首旅 01	AAA	AAA	稳定	2018/8/7	杨学慧 李明	联合资信工商企业评级方法 (2013 年)	阅读全文
18 首旅 MTN001A/ 18 首旅 MTN001B	AAA	AAA	稳定	2018/2/9	杨学慧 李明	联合资信工商企业评级方法 (2013 年)	阅读全文
17 首旅 MTN002	AAA	AAA	稳定	2017/7/7	杨学慧 李明	联合资信工商企业评级方法 (2013 年)	阅读全文
17 首旅 MTN001A /17 首旅 MTN001B	AAA	AAA	稳定	2017/7/7	杨学慧 李明	联合资信工商企业评级方法 (2013 年)	阅读全文
16 首旅 MTN001	AAA	AAA	稳定	2016/2/1	杨学慧 徐璨 刘晓濛	联合资信工商企业评级方法 (2013 年)	阅读全文
15 首旅 MTN002	AAA	AAA	稳定	2015/5/22	刘晓濛 徐璨	联合资信工商企业评级方法 (2013 年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

附件 3 同行业企业对比数据

发行人	中国旅游集团有限公司	锦江国际(集团)有限公司	云南世博旅游控股集团有限公司	北京首都旅游集团有限责任公司
主体级别	AAA	AAA	AA+	AAA
企业性质	中央国有企业	地方国有企业	中央国有企业	地方国有企业
总资产周转次数(次)	0.54	0.33	0.21	0.62
财务数据时点	2018年	2019年		
资产总额(亿元)	1008.16	1065.73	223.27	1318.10
所有者权益(亿元)	436.45	347.00	148.39	506.95
营业总收入(亿元)	669.39	361.27	43.98	773.58
利润总额(亿元)	64.73	26.82	3.11	21.50
经营活动现金流净额(亿元)	31.40	37.73	19.95	49.56
资产负债率(%)	56.71	67.44	33.54	61.54

注：中国旅游集团有限公司周转率指标及财务数据为 2018 年度
资料来源：联合资信根据公开资料整理

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-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+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