

信用评级公告

联合〔2021〕475号

联合资信评估股份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 2021 年度第三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 2021 年度第三期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告



北京首都旅游集团有限责任公司

2021 年度第三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：

本期中期票据发行规模：发行基础规模 5 亿元；发行金额上限 10 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还有息债务及补充流动资金

评级时间：2021 年 1 月 21 日

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 (打分表)	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

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，公司经营规模和竞争实力得到进一步提升。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到近年来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。

公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票据拟发行金额上限的覆盖程度高。

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. 外部环境有利于行业长期健康发展。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. 政府支持力度大，行业地位突出。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。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，专业化运营程度高，规模竞争优势显著。

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		1
		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

4. 随着与王府井东安完成重组，公司资本实力、经营规模及主业利润贡献度得到进一步提升。2018 年 1 月，北京市人民政府国有资产监督管理委员会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，有效提升了公司商业板块综合竞争能力。

5. 公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票据本金覆盖程度高。2019 年公司经营活动现金净流量及 EBITDA 分别为本期中期票据拟发行金额上限的 4.96 倍和 7.99 倍。

关注

1. 资本支出规模大，推升公司债务规模。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. 网约车业务持续亏损，公司存在往来款回收风险。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 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。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，公司权益稳定性较弱。

4. 2020 年以来受新冠肺炎疫情影响，公司业绩同比下滑幅度大。2020 年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，公司下属商业、餐饮、酒店、旅行社及景区等公司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	--
现金短期债务比(倍)	1.07	1.83	2.61	0.69
全部债务/EBITDA(倍)	5.00	4.54	6.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.73	4.60	3.53	--

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；4. 2020 年一季度财务数据未经审计

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/1/13	李明 杨晓丽	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（打分表） （V3.0.201907）	阅读全文
AAA	稳定	2012/7/10	张成 王珂	企业主体评级方法（2009 年）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2009/7/6	谢凌艳 李志博	企业主体评级方法（2009 年）	阅读全文
AA	稳定	2006/10/23	刘强 朱海峰	债券资信评级方法（2003 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

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，联合资信评估股份有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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

2021 年度第三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。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〔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17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。

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

公司于2019年8月注册DFI（中市协注（2019）DFI24号），本期拟发行的2021年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行基础规模为5亿元，发行金额上限为10亿元，采取发行金额动态调整机制，发行期限为3年。公司计划将募集资金用于偿还有息债务及补充流动资金。本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020年三季度，中国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有

所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于中国疫情控制迅速，经济在2020年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP累计同比增长0.7%，其中一季度同比下降6.8%、二季度同比增长3.2%、三季度同比增长4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长2.3%、0.9%和0.4%，全面实现正增长。

表1 2017-2019年及2020年前三季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年前三季度
GDP（万亿元）	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP增速（%）	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI增幅（%）	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，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；4. 城镇失业率统计中，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

数据来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020年三季度，消费支出对GDP增速拉动由二季度的-2.35%回升4.06个百分点至1.71%，净出口对GDP增速拉动由二季度的0.53%上升至0.64%，投资对GDP增速拉动由二季度的5.01%下降至2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020

年前三季度，社会消费品零售总额同比下降7.2%，降幅比上年收窄4.2个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。**固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。**2020年前三季度，全国固定资产投资同比增长0.8%，实现年内首次转正，而1—8月份、上半年和一季度投资分别同比下降0.3%、3.1%和16.1%。从

三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。**进出口逐季回稳，出口韧性较强。**2020 年前三季度中国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，中国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均

呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为 -0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别

为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前中国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度中国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方

债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及GDP增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑中国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑中国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%，较三季度收窄4个百分点；从主要发达经济体制造业PMI来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业分析

1. 旅游行业分析

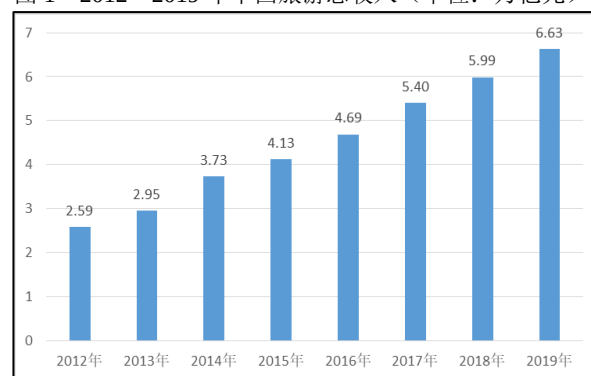
(1) 行业概况

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）授权发布《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%。

图1 2012—2019年中国旅游总收入（单位：万亿元）



资料来源：联合资信整理

(2) 政策环境

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。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。

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。

2018年3月，国务院办公厅发布《关于促进全域旅游发展的指导意见》（国办发〔2018〕15号），着力推动旅游业从门票经济向产业经济转变，从粗放低效方式向精细高效方式转变，从封闭的旅游自循环向开放的“旅游+”转变，从企业单打独享向社会共建共享转变，从景区内部管理向全面依法治理转变，从部门行为向政府统筹推进转变，从单一景点景区建设向综合目的地服务转变。

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，自高星级酒店发生“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，文旅部公布了针对高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）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、旅行社等细分分子行业的发展。

酒店业

作为旅游业的传统业态，近年来酒店业迅速扩容，导致景气度下行，行业竞争激烈；同时，行业集中度较高且近年来不断提升，大型酒店集团具备一定行业垄断竞争优势。未来，管理模式、特色及技术创新将促进行业转型升级。

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。

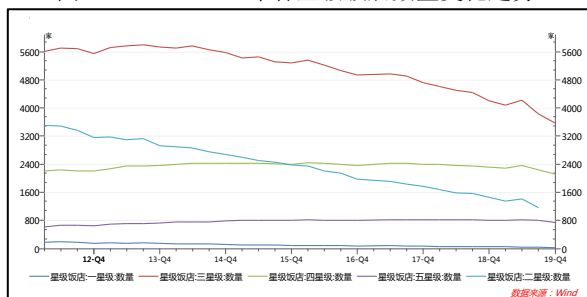
国家旅游局制定的《旅游饭店星级的划分与评定》（GB/T14308-2010）中将酒店分为五星级、四星级、三星级、二星级和一星级5个等级。中国饭店协会发布的《2018中国酒店连锁发展与投资报告》中，将STRGlobal的等级标准与《旅游饭店星级的划分与评定》（GB/T14308-2010）的等级标准大致进行了对应，高端以上为五星级，高端和中端偏上为四星级，中端为三星级，经济型为二星级及以下。

2013年以来，受三公消费限制以及宏观经济放缓影响，中国酒店市场整体不景气。根据国家旅游局公布的数据，2016年中国星级饭店营业收入总额为2027.26亿元，同比下降3.77%，为近十年来最低。2017年，中国星级饭店营业收入为2083.93亿元，摆脱了连续4年的负增长趋势，同比增长了2.80%。2018年星级饭店营业收入略有增长，为2090.97亿元；2019年星级饭店营业收入同比下降8.76%至1907.77亿元。

从收入结构来看，客房收入仍为最主要的收入来源。2019年，全国星级饭店营业收入中，餐饮收入占38.19%，客房收入占42.49%。

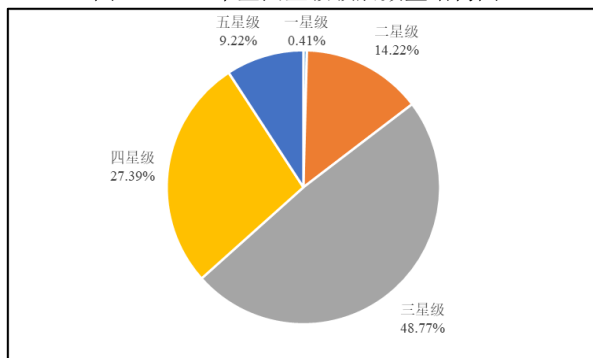
根据国家统计局公布数据，近年来中国星级酒店数量总体呈下降趋势，2012年全国星级饭店数为12807家。截至2019年底，全国星级饭店总数为10130家。其中，三星级占比最高。

图2 2012—2019年各星级饭店数量变化趋势



资料来源：Wind

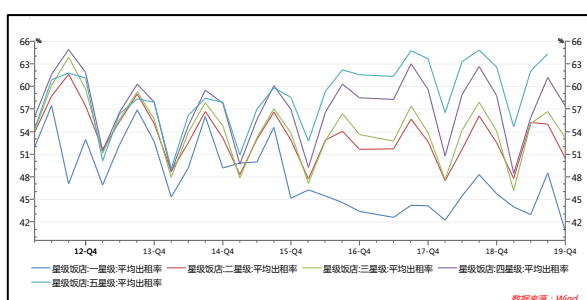
图3 2019年全国星级饭店数量结构图



资料来源：联合资信根据文化和旅游部数据整理

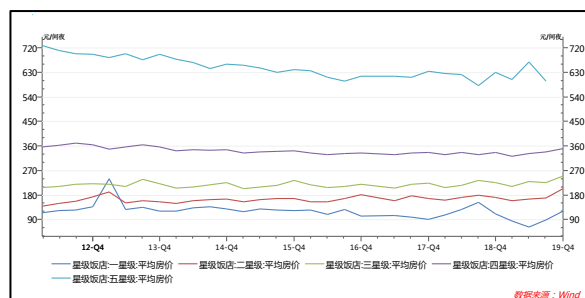
从经营情况看，各星级饭店出租率逐渐分化，四星级和五星级饭店出租率呈上升趋势。各星级饭店平均房价整体较为稳定，五星级饭店房价呈下行趋势，三星级房价呈小幅上扬态势。根据中国文化旅游部公布数据，2019年，全国星级饭店平均房价为353.00元，同比下降0.86%；平均出租率为55.18%，同比减少1.00个百分点；每间可供出租客房收入为194.79元/间夜，同比下降2.61%；每间客房平摊营业收入为158.48千元/间，同比增长3.49%。分地区来看，上海和北京各项指标均排名前三位。

图4 2012—2019年各星级饭店出租率变化趋势



资料来源：Wind

图5 2012—2019年各星级饭店平均房价变化趋势

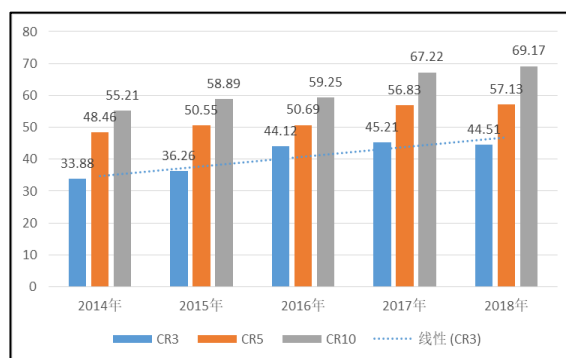


资料来源：Wind

从酒店行业总体竞争格局来看，近年来行业供给和行业需求增速相对接近，行业总体竞争格局呈现充分竞争的局面。目前，酒店集团占据了酒店行业主要份额，且集中度不断提升，以中国饭店协会公布的已开业酒店房间数这一市场规模指标来看，国内酒店集团前10强占据了超过65%的市场份额，特别是锦江国际、首旅如家、华住等行业龙头企业已经具备一定行业垄断竞争地位。上述三大酒店集团在管理方式上均以加盟模式为主，近几年，由于中高端酒店的需求不断增长，且不断扩张的加盟店数量使得上述酒店集团能够迅速获利，三大酒店集团均进行了快速扩张。加之OYO、H等酒店集团不断争抢单体酒店，使得三大酒店集团在2019年加速扩张。截至2019年底，上述国内三大酒店集团旗下酒店总数达到18582家，当年新开酒店数超过4000家。

图6 2014—2018年中国酒店行业品牌市场集中度

(单位：%)



资料来源：前瞻产业研究院，联合资信整理

从细分行业来看，经济型酒店由于近十年的投资高峰和经济型需求萎缩，已经处于竞争过剩和“行业洗牌”的阶段，目前经济型酒店正面临

行业规模和结构重整双重挑战的竞争局面，行业集中度不断提升，以如家（首旅如家旗下）、汉庭（华住旗下）、7天（锦江旗下）、格林豪泰、锦江之星等为代表的细分品牌龙头已经具备较高的垄断地位。豪华型酒店在规模上竞争格局已经相对均衡稳定，在内部结构竞争上，国内豪华酒店品牌如开元酒店、金陵饭店、锦江国际等逐渐超过外资品牌取得竞争地位上的优势。

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，随着国家出台一系列“去杠杆”调控措施，酒店业轻资产化经营模式逐渐兴起。同时，随着中产阶级的崛起，目前市场主体经济型酒店“标准化、规范化、程序化”的产品及服务很难适应当前消费者的需求，中高端酒店将成为行业结构主体，对产品、文化与服务的精选将逐渐成为酒店行业下一阶段的发展趋势。

旅行社业

竞争趋于白热化，旅行社业整体盈利能力弱。

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。

近年来，携程、途牛、同程艺龙等在线旅游企业不断加强在产业链上下游的延伸和布局，阿里巴巴、腾讯、百度、京东对旅游行业持续发力，通过参股投资的形式，以资本进入旅游行业，同时适时推出自营业务；而今日头条、美团、滴滴凭借各自的优势切入旅游市场中的垂直领域；抖音、小红书等内容社区，也都成了旅游行业的强有力的参与者，搅动行业；加之，行业本身特点，中小企业聚集，在多方参与下，行业竞争更加白热化。

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。

（4）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

年全年，国内旅游人次将下降15.5%，国内旅游收入下降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。

回顾SARS对旅游行业的影响，2003年SARS从爆发初期到疫情结束，历时约9个月（2002.11-2003.7）。根据国家旅游局数据统计，受疫情影响，2003年旅游业出现十多年以来首次下降，全年旅游行业总收入增速为-12.3%，同比减少23.73个百分点；国内旅游人次同比下降0.9%，增速同比减少12.91个百分点。2003年7月，疫情进入衰退期，但其对消费者出行意愿的影响仍未解除，旅游业虽有反弹但未出现大幅增长。2004年，得益于疫情影响消散及居民旅游需求的释放，旅游业收入及旅游人次均呈现大幅反弹，根据国家旅游局数据统计，旅游业总收入同比增长40.1%，国内旅游人次同比增长26.6%，均高于2003年以前行业增速。因此，疫情作为突发事件，对旅游业短期影响很大，但该类危机事件属于一次性影响，疫情及需求复苏滞后期过后，旅游业将恢复增长。

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。与上年相比，2020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。综合各地旅游部门、通讯运营商、线上旅行服务商的数据，经中国旅游研究院（文化和旅游部数据中心）测算，国庆中秋八天长假期间，全国共接待国内游客6.37亿人次，按可比口径同比恢复79.0%；实现国内旅游收入4665.6亿元，按可比口径同比恢复69.9%。

2. 商业零售业

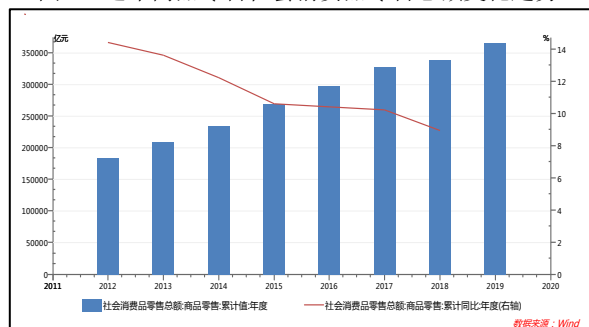
近年来，中国零售行业总体保持持续增长态势，但受宏观经济下行压力加大等因素影响，行业增速有所放缓。分业态看，百货行业继续回暖，购物中心增势良好。但行业企业仍面临经营成本上升及升级改造成本高等压力，加之疫情影响，加速了行业的转型升级。

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。

近年来，中国零售行业总体保持持续增长态势，但受宏观经济景气度下行等因素影响，行业增速有所放缓。零售行业总体保持平稳发展，消费市场总量继续扩大，消费升级持续推进，市场供给方式不断创新，消费仍是经济增长的第一驱动力。此外，随着互联网技术迅速发展，零售业态结构不断优化，线上线下展现高度融合的趋势。

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。

图7 近年商品零售社会消费品零售总额变化趋势



资料来源：Wind

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。

分业态看，百货行业继续回暖。根据中国百货商业协会调查，2018年90家样本企业销售额同比增长4.2%，利润总额同比增长6.4%，经营面积同比增长2.1%，费用总额同比下降3.7%。百货龙头正在成为多业态聚合的载体平台，数字化应用进一步拉近企业与消费者间的距离。购物中心依托丰富多彩的购物主题场景，整合零售、餐饮、服务等多种经营功能于一体，已成为实体零售企业销售增长的重要拉动力。据联商网&搜铺网数据，2018年国内新开购物中心（单体商业建筑面积2万平方米及以上）533家，同比增长6%，新增商业建筑面积近4811.4万方，主要分布在华东、华南和华中地区。商务部数据显示，2018年中国购物中心销售额同比增长6%，比重点零售企业平均增速高1.7个百分点。

近年来国内“互联网+”快速发展，淘宝、京东等一批大型电商迅速挤占消费品市场，国内

居民消费主力和消费模式的转变，以及国内物流、电子支付系统的不断完善，电商凭借其便捷性、品类选择多样性及价格等方面的优势，吸引了大量消费群体，行业发展取得了显著的成长，并对实体零售业经营造成了明显的冲击，尤其对于物流体系相对完善的一、二线城市而言，冲击更易显现。自2016年出现“新零售”概念开始，线上电商开始对传统线下零售商的收购和整合，传统零售开始试水线上业务，数字化建设加速推进，线上线下开始呈现深度融合。如阿里巴巴、腾讯等积极投资百联、银泰、华联、永辉等百货或超市实体零售企业，同时电子商务企业在全国广泛铺设实体门店，实体零售企业如永辉、苏宁、人人乐、天虹等基于线下门店积极发展社区拼团业务，通过微信群、小程序等工具实现购买动作和订单管理，大幅提升交易效率。线下实体零售仍然是消费者购物的主要场所，多业态融合成为必然趋势，以顾客为中心提升运营体验，加强经营模式创新，扩大智慧零售应用场景，将不断增强综合服务能力。

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。2018年，85家沪深上市零售企业中有30家管理费用涨幅超过两位数，一线城市商铺平均租金上涨幅度超过40%，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，还要承受技术迭代更新所带来的风险。

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控安排采取春节假期暂停营业、延迟开店等措施,客流量迅速下滑,对企业收入带来较大压力。二季度以来,随着疫情逐步得到控制,多地下调疫情防控等级,部分被推迟的消费逐渐恢复。

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,覆盖全国大部分主要地级以上城市。

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。

近期,国内疫情蔓延,零售业部分经营门店受到暂停营业、客流量和收入减少、安全和维护成本上升等不利因素影响,短期内存在一定经营压力。

五、基础素质分析

1. 股权状况

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. 人员素质

公司高管管理经验丰富，员工素质及年龄结构能满足经营需求。

公司现有董事9人，监事2人，高级管理人员6人，高级管理人员的管理经验丰富。

公司董事长宋宇，男，汉族，1961年7月生，山东烟台人，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。现任公司党委书记、董事长。

公司总经理白凡先生，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。

截至2019年底，公司员工共计69290人，学历构成方面，研究生及以上占1.68%，本科学历占16.81%，专科占22.89%，中专及以下学历占58.62%。从年龄结构来看，30岁以下的占24.03%，30至50岁之间的占59.11%，50岁以上的占16.86%。

4. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告（授信机构版）》（统一社会信用代码：

91110000633690259W),截至2021年1月7日,公司本部无不良信贷信息记录,过往债务履约情况良好。

六、管理分析

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。

1. 法人治理结构

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9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,副总经理5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2019年底,集采平台上线品种达到103大类,337分类,17116个单品规模,集采供应商和采购商分别达到141家和356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。

七、重大事项

王府井东安无偿划转至公司,原下属上市公司王府井资产优良,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

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。

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。

八、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。近年来，随着王府井东安纳入合并范围及各板块自身发展，公司经营规模大幅增长，主业盈利能力受业务机构变化及细分板块毛利率下滑影响呈小幅下降趋势，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，对该板块收入规模产生较大影响。

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。

近年来，公司营业总收入规模增长较快。2018年，受益于王府井东安纳入合并范围，公司实现营业总收入757.99亿元，同比大幅增长54.16%。2019年，公司各板块稳定运行，实现营业总收入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，2017—2019年，公司酒店业经营平稳，2019年实现收入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；汽车业务收入在汽车和油品销售收入增长的带动下保持增长，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%。2017—2019年，受商业收入占比提升及各板块毛利率小幅下降影响，公司综合毛利率持续下降，但仍维持在较高水平，2019年综合毛利率为29.99%。分板块来看，公司酒店业毛利率一直在90%以上，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%；2018年商业板块毛利率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%，除疫情影响外，商业业务由于收入确认方式调整导致收入大幅下调；当期公司净利润为-21.36亿元（上年同期为2.47亿元）。

表2 近年来公司主营业务构成及毛利率（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，近年来业绩保持稳定，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。

公司酒店业的运营模式分为自主经营、委托托管以及受托管理三种，以自主经营为主。委托托管业务方面，公司与凯宾斯基、喜来登、悦榕庄、安曼等国际知名酒店管理品牌合作，委托其代为管理了部分公司的产权酒店，公司支付管理费用；受托管理方面，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16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）；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

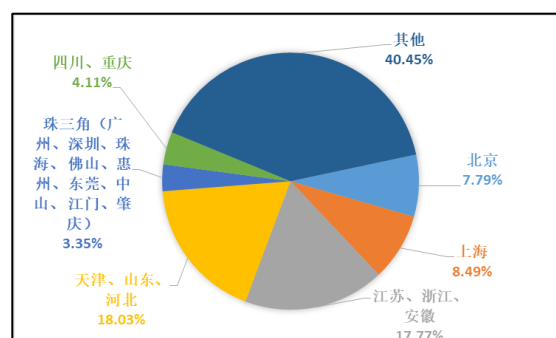
首旅酒店于2000年6月1日在上海证券交易所上市（股票代码：600258.SH）。截至2019年底，首旅酒店资产总额为171.10亿元，所有者权益合计92.97亿元；2019年，首旅酒店实现营业收入83.11亿元，同比下降2.67%，主要系关店及停业升级改造使得直营店在营业平均房量下降，同时RevPAR略有下滑导致酒店运营收入下滑所致，利润总额为12.77亿元，同比下降0.68%。截至2020年3月底，首旅酒店资产总额为163.50亿元，所有者权益为87.74亿元；2020年1—3月，首旅酒店实现营业收入8.01亿元，利润总额-6.42亿元（上年同期收入和利润总额分别为19.44亿元和1.58亿元）。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。Airhotel平台以首旅如家酒店集团成熟的专业品牌管理经验和100+城区、4000+门店的落地管理效能为基础，以技术为主导，深度、专业提炼酒店管理与运营大数据转化为酒店在线运营工具，有效提升中小单体酒店自管能力与效率，保障酒店运营品质与宾客体验；在全面保障酒店收益权益的同时，还可共享首旅如家丰富资源，持续提升酒店收益能力。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%。

图8 首旅酒店下属酒店分布情况



资料来源：根据首旅酒店年报整理

从经营情况来看，2017—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3 首旅酒店经营指标

酒店类型	RevPAR（元）			平均房价（元/间）			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：根据首旅酒店年报整理

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

公司商业板块业态丰富，品牌知名度高，王府井重组并入后，有效提升了公司商业板块综合竞争能力。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年初新冠肺炎疫情影响，公司商业板块2020年一季度业绩同比大幅下降。

公司旗下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

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年度以来盈利能力出现下滑；东来顺集团则定位清真特色餐饮，经营规模不断扩大，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人次同比减少，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、“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（含海外特许加盟开业门店7家），另有食品加工企业2家。

2019年，全聚德集团接待宾客次数658.92万人次，同比下降14.48%。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。2017—2019年，公司汽车和油品销售分别取得收入32.12亿元、51.10亿元和62.13亿元。

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。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

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、首汽智行、首汽约车三位一体的发展模式。2017—2019年，公司汽车服务业分别实现收入47.77亿元、46.38亿元和39.74亿元，2019年同比下降16.71%，主要系租赁收入下降所致。

租车方面，2015年1月，公司完成对首汽股份下属子公司首汽租赁有限责任公司（以下简称“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

运作，总交易额达到21.79亿元人民币。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。Gofun出行于2016年2月正式上线，先后进驻北京、上海、厦门、青岛、武汉等城市，建立自营网点6164个、加盟网点979个，车队规模3.31万辆，注册会员1361.17万人，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，未将其纳入合并范围。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4 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

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—2019年，入境游、出境游和国内游人数及收入均呈增长趋势。

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。

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。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。2017—2019年，南山景区收入持续上升，2019年为4.50亿元，同比小幅增长，利润总额1.70亿元，同比小幅下降。野生动物园近年来业绩逐年提升，2019年实现收入2.50亿元，同比增长25%，实现利润总额1亿元，同比增长25%。

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。2017—2019年，公司房地产销售业务收入波动较大，物业租赁收入稳定增长。

表5 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 6 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	截至 2020 年 3 月底已投资	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

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。

9. 经营效率

公司经营效率良好。

从资产运营效率看，近三年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数均波动下降，存货周转次数波动上升，上述指标近三年加权平均值分别为 28.50 次、0.67 次和 12.97 次，2019 年分别为 26.74 次、0.62 次和 12.92 次。

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，公司各板块业务均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工复产各项工作：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，着力培养航空、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。项目计划总投资518.03亿元，截至2020年3月底已完成投资210.59亿元。

表7 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	截至2020年3月底已投资	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³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。

³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%。

九、 财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019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2020年一季度财务数据未经审计。

从合并范围看,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)。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家二级子公司,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。整体看,公司财务数据可比性较强。

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产生一定影响。

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。

2. 资产质量

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。考虑到公司现金类资产充裕，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。

2017—2019年，公司资产总额持续增长，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；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

2017—2019年，公司流动资产快速增长。

截至2019年底，公司流动资产为438.78亿元，较上年底增长17.47%，主要系货币资金、交易性金融资产、其他应收款等增长及其他流动资产下降综合所致；构成以货币资金（占43.15%）、其他应收款（其他）（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。

2017—2019年，公司货币资金快速增长。截至2019年底，公司货币资金为189.35亿元，较上年底增长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。

2017—2019年，公司交易性金融资产快速增长。截至2019年底，公司交易性金融资产为32.91亿元，较上年底大幅增加24.16亿元，主要系结构性存款等理财产品增加所致。

2017—2019年，公司应收账款快速增长。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%，主要系对首约科技应收账款增加所致；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合计金额的55.30%，集中度较高。

表8 截至2019年底前五名客户应收账款情况

（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。2017—2019年，公司其他应收款（合计）快速增长。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9 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。2017—2019年，公司存货快速增长。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

2017—2019年，公司非流动资产快速增长。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。

2017—2019年，公司长期股权投资波动增长。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。2017—2019年，公司投资性房地产快速增长。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。

2017—2019年，公司固定资产波动增长。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。

2017—2019年，公司在建工程快速增长。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。

2017—2019年，公司无形资产波动增长。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%）。

2017—2019年，公司商誉波动增长。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。

2017—2019年，公司其他非流动资产波动增长。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 10 截至 2019 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	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。

2017—2019年，公司所有者权益分别为344.04亿元、495.97亿元和506.95亿元，年均复合增长率为21.39%。公司所有者权益快速增长，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永续中期票据。

表11 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

2017—2019年，公司资本公积波动增长。其中，截至2018年底，公司资本公积为67.06

亿元，较2017年底增加14.64亿元，主要系王府井东安纳入合并范围所致。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。

2017—2019年，少数股东权益快速增长。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

随着环球主题公园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，整体债务负担加重。

2017—2019年，公司负债总额快速增长。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。

2017—2019年，公司流动负债波动增长。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。

2017—2019年，公司短期借款快速下降。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）。

2017—2019年，公司应付账款快速增长。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。

2017—2019年，公司预收款项波动增长。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。2017—2019年，公司其他应付款波动增长。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。

2017—2019年，公司其他流动负债快速增长。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。

2017—2019年，公司非流动负债快速增长。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。

2017—2019年，公司长期借款快速增长。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。

2017—2019年，公司应付债券快速增长。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。

2017—2019年，公司长期应付款（合计）快速增长。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。

近年来，公司有息债务规模较快增长。截至2019年底，公司全部债务为498.90亿元，较上年底增长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。公司债券（“16首旅01”“16首旅02”“17首旅Y1”“17首旅Y2”“17首旅Y3”“17首旅Y4”）因归属于母公司所有者的净利润连续两年（2017年度和2018年度）亏损于2019年被暂停上市交易，后根据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，于2020年3月3日，公司上述债券已恢复上市。

从债务指标来看，2017—2019年，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均呈增长态势，截至2019年底分别为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，截至2019年底公司调整后全部债务为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。

表12 截至2020年底公司本部存续债券概况

（单位：亿元）

债券简称	余额	到期日	行权日
19首旅 MTN003B	5.00	2029-10-25	--
19首旅 02	8.00	2029-02-28	2024-02-28
18首旅债 02	15.00	2028-08-20	2023-08-20
19首旅 01	12.00	2028-02-28	2022-02-28
18首旅债 01	25.00	2027-08-20	2021-08-20
20首旅 MTN001B	3.00	2027-04-10	--
16首旅 02	15.00	2026-08-02	2021-08-02
20首旅 MTN002	10.00	2025-04-28	--
20首旅 MTN001A	7.00	2025-04-10	--
19首旅 MTN003A	15.00	2024-10-25	--
19首旅 MTN002B	14.00	2024-07-22	--
19首旅 MTN001	20.00	2024-04-02	--
20首旅 MTN005	5.00	2023-11-04	2023-11-04
20首旅 MTN004	5.00	2023-08-25	2023-08-25
16首旅 01	5.00	2023-08-02	2021-08-02
20首旅 MTN003	20.00	2023-04-30	2023-04-30
18首旅 MTN001B	6.00	2023-04-24	2023-04-24
17首旅 MTN002	10.00	2022-11-01	2022-11-01
17首旅 Y4	10.00	2022-08-07	2022-08-07
19首旅 MTN002A	6.00	2022-07-22	--
17首旅 MTN001B	13.00	2022-07-20	--
17首旅 Y2	5.50	2022-07-10	2022-07-10
20首旅 SCP033	10.00	2021-05-24	--
18首旅 MTN001A	14.00	2021-04-24	2021-04-25
16首旅 MTN001	40.00	2021-04-20	--
20首旅 SCP034	7.00	2021-01-16	--
合计	305.50	--	--

资料来源：联合资信整理

4. 盈利能力

近年来，随着王府井东安纳入合并以及

各板块自身发展，公司营收规模大幅增长，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。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，对该板块收入规模产生较大影响。

2017—2019年，公司营业总收入快速增长。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，公司营业成本为541.57亿元，同比增长3.76%；受酒店业务、商业和餐饮业收入占比和毛利率下滑影响，公司营业利润率持续下降，近三年加权平均值为30.49%，2019年为28.90%，同比减少1.15个百分点。

期间费用方面，2017—2019年，公司期间费用率有所下降，2019年为25.91%。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。近三年公司管理费用波动增长，2019年为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，2017—2019年，公司其他收益（政府补助）有所波动，2019年为1.75亿元，同比增长20.43%；投资收益保持增长，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；营业外收入（收到的赔偿款、补偿款等）波动增长，2019年为2.28亿元，同比增加0.32亿元；同期营业外支出为1.89亿元。

2017—2019年，公司资产减值损失快速

增长。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。

2017—2019年，公司利润总额波动增长，分别为12.05亿元、27.06亿元和21.50亿元。2017—2019年，公司实现净利润分别为3.38亿元、13.12亿元和7.23亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为分别为-4.03亿元、-3.20亿元和-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，近年来公司总资本收益率即净资产收益率有所波动；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及商业板块收入确认方式调整，收入大幅下滑所致。

5. 现金流分析

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，近三年，公司经营活动现金流入、流出及净额均波动增长。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，近年来公司投资活动现金流入持续增长；2019年为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。

近年来，公司酒店升级改造，环球影城项目及出行板块的资本支出规模大，经营活动产生的净现金流无法满足当期投资需求；2019年，公司筹资活动前现金流量净额为-81.14亿元，对外融资需求大。

从筹资活动情况来看，近年来，公司筹资活动现金流入及净额持续增长。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2.47亿元），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，主要为购买的结构型理财产品；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

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，2017—2019年，公司流动比率和速动比率持续上升，三年平均值分别为116.17%和103.79%，2019年底上述两项指标分别为129.34%和115.92%，分别同比增加23.47个百分点和20.91个百分点。2017—2019年，公司经营现金流动负债比不断下降，2019年为14.61%，同比减少3.39个百分点。2017—2019年，公司现金类资产/短期债务分别为1.02倍、1.73倍和2.50倍。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%；现金短期债务比为0.65倍。考虑到公司现金类资产较为充裕，对短期债务保障能力强，短期偿债能力极强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA利息倍数有所波动，三年平均值为3.89倍，2019年为3.53倍；同期，全部债务/EBITDA波动增长，三年平均值为5.48倍；2019年为6.25倍。整体看，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%。

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。

表13 截至2019年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位名称	担保事项	金额	起始日	到期日
上海古胤	上海马桥养云安缦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。上海古胤投资管理有限公司（以下简称“古胤投资”）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；古胤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，古胤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。

7. 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 13 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	51.88
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

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、 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司债务规模影响很小。公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票据本金覆盖程度高。

1. 本期中期票据对公司现有债务影响

公司本期中期票据发行金额上限为 10 亿元, 占公司 2020 年 3 月底全部债务的 1.48%, 占长期债务的 2.41%, 本期中期票据的发行对公司债务规模影响很小。

截至 2020 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 66.78%、58.23%和 46.20%。预计本期中期票据发行后, 上述三项指标将分别上升至 67.00%、58.58%和 46.79%。考虑到本期中期票据的部分募集资金将用于偿还有息债

务, 中期票据发行后, 公司实际债务指标可能低于前述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019年, 公司经营活动的现金流入量分别为570.24亿元、887.93亿元和872.21亿元, 分别为本期中期票据发行金额上限的57.02倍、88.79倍和87.22倍。同期, 经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据发行金额上限的4.27倍、6.35倍和4.96倍。2017—2019年, 公司EBITDA分别为56.26亿元、82.99亿元和79.87亿元, 分别为本期中期票据发行金额上限的5.63倍、8.30倍和7.99倍。

考虑到公司分别于2019年3月、7月和10月发行了5年期20亿元的“19首旅MTN001”、14亿元的“19首旅MTN002B”及15亿元的“19首旅MTN003A”, 于2021年1月发行了3年期5亿元的“21首旅MTN001”, 同时, 拟发行3年期2021年度第二期中期票据, 发行金额上限为10亿元, 上述债券均将于2024年到期。若本期中期票据于2021年内顺利发行, 同样将于2024年到期, 则公司2024年待偿付最高额为74亿元。2017—2019年, 公司经营活动的现金流入量分别为2024年待偿付最高额的7.71倍、12.00倍和11.79倍; 经营活动产生的现金流净额分别为2024年待偿付最高额的0.58倍、0.86倍和0.67倍; 公司EBITDA分别为2024年待偿付最高额的0.76倍、1.12倍和1.08倍。公司经营活动现金流入量对测算额度的保障程度高。

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、品牌知名重大度等方面具有显著

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，规模优势显著。

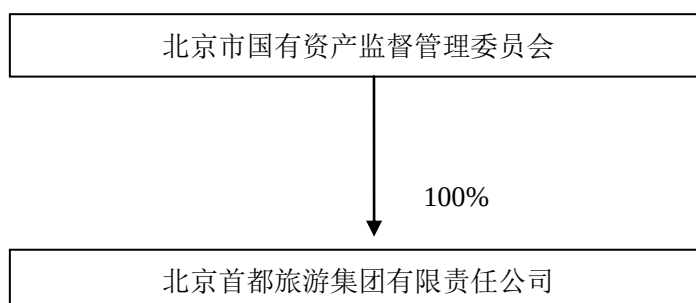
公司资产质量优良，主营业务突出且收入规模大，盈利能力很强；近年来下属酒店的集中改造扩建、收购如家酒店以及对环球主题公园及出行板块的投资导致公司债务规模较快增长，债务结构与资产结构匹配度较高，整体债务负担可控。

公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票据拟发行金额上限的覆盖程度高。

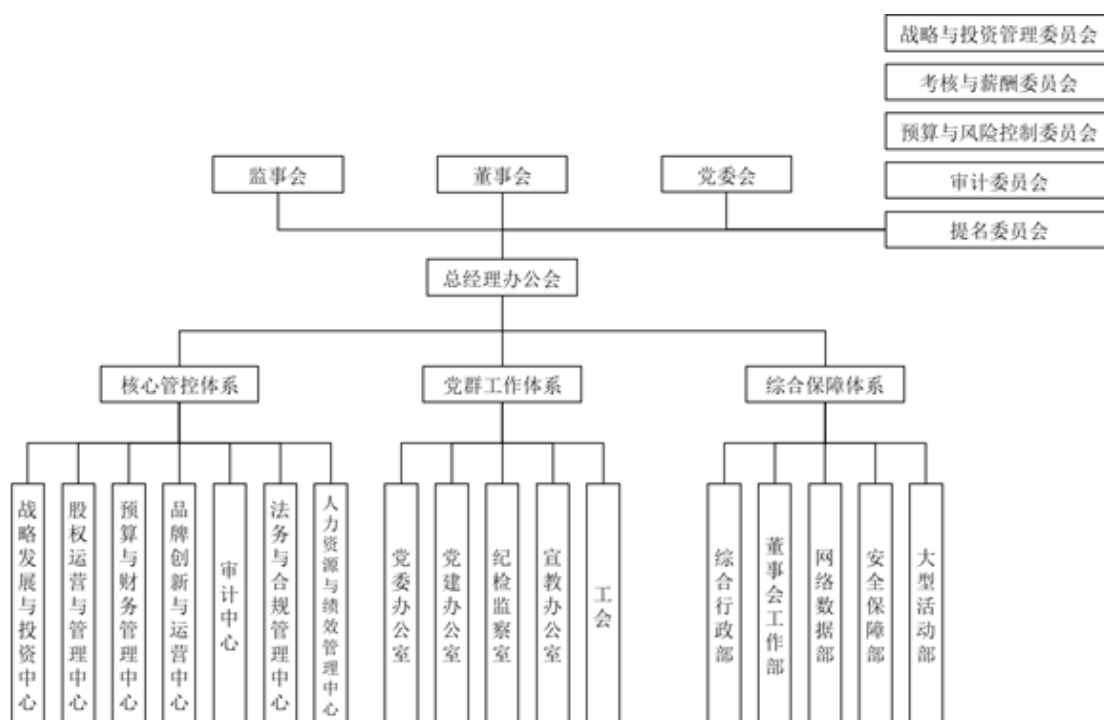
未来，伴随着国民人均收入增长和消费结构的升级，公司作为北京市唯一的综合性旅游企业集团，经营规模和盈利水平有望继续保持增长。

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。

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
经营现金流流动负债比(%)	18.31	18.00	14.61	--
现金短期债务比(倍)	1.07	1.83	2.61	0.69
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

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	--
现金短期债务比(倍)	0.12	0.48	0.60	0.15
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 3 同行业企业对比数据

发行人	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	AA+	AAA
企业性质	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)	0.33	0.21	0.62
财务数据时点	2019 年		
资产总额(亿元)	1065.73	223.27	1318.10
所有者权益(亿元)	347.00	148.39	506.95
营业总收入(亿元)	361.27	43.98	773.58
利润总额(亿元)	26.82	3.11	21.50
经营活动现金流净额(亿元)	37.73	19.95	49.56
资产负债率(%)	67.44	33.54	61.54

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%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

联合资信评估股份有限公司关于 北京首都旅游集团有限责任公司 2021 年度第三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。