

信用等级公告

联合[2015] 467 号

联合资信评估有限公司通过对北京首都旅游集团有限责任公司及其拟发行的 2015 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

北京首都旅游集团有限责任公司

主体长期信用等级为

AAA

北京首都旅游集团有限责任公司

2015 年度第二期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年五月二十二日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679228

邮编: 100022

网址: www.lhratings.com

北京首都旅游集团有限责任公司

2015 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 20 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 5 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 项目资金

评级时间: 2015年5月22日

财务数据

项 目	2012年	2013年	2014年	15年3月
资产总额(亿元)	364.22	417.46	459.12	480.22
所有者权益(亿元)	121.98	128.67	157.84	158.36
长期债务(亿元)	51.17	42.64	38.80	57.33
全部债务(亿元)	97.56	125.76	190.90	208.07
营业总收入(亿元)	368.31	392.46	383.23	87.49
利润总额(亿元)	14.55	15.63	15.80	1.09
EBITDA(亿元)	32.68	34.71	38.08	--
经营性净现金流(亿元)	14.61	5.24	19.32	0.03
营业利润率(%)	25.34	25.31	23.99	25.24
净资产收益率(%)	7.47	8.23	6.18	--
资产负债率(%)	66.51	69.18	65.62	67.02
全部债务资本化比率(%)	44.44	49.43	54.74	56.78
流动比率(%)	97.82	80.60	59.05	56.82
全部债务/EBITDA(倍)	2.98	3.62	5.01	--
EBITDA利息倍数(倍)	5.35	5.31	4.11	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.63	1.74	1.90	--

注: 1. 2015年一季度财务数据未经审计;

2. 短期债务计算时已包含计入其他流动负债的短期融资券。

分析师

刘晓濛 徐 璨

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对北京首都旅游集团有限责任公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为北京市属综合性大型旅游企业集团,在区域行业中的领导地位,以及在经营规模、产业布局、品牌知名度等方面的显著优势。同时联合资信也关注到公司管理链条较长、政府抑制“三公消费”政策、委托贷款规模快速增长对资金有一定占用、债务规模快速增长及未来投资规模大等因素可能对其信用水平带来不利影响。

近年来,公司对下属主要经营主体进行了战略重组,业务涵盖了旅游主业“吃、住、行、游、购、娱”六大要素,形成了较为完整的经营产业链,规模优势进一步增强,营业总收入稳定增长。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,进而对其信用基本面形成良好支撑。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期中期票据属债券创新品种,具有发行人可赎回权、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,认为本期中期票据在清偿顺序、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。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

优势

1. 中国国民经济的持续增长以及人均收入水平的提高,为旅游业的长期健康发展提供了良好的外部环境。

2. 公司是北京市属综合性旅游企业集团，其经营发展受到政府的高度重视，区域行业地位突出。
3. 公司经营规模较大，并拥有完整的旅游服务产业链和全面的配套能力，整体竞争优势明显。
4. 公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 公司下属企业数量众多，产业整合和内部管理面临一定压力。
2. 2013年以来政府抑制“三公消费”的政策对公司酒店、餐饮和商品销售业务产生较大冲击。
3. 公司委托贷款规模快速增长，对资金有一定占用；投资收益波动大，非经营性损益占利润总额比重较大。
4. 近年来，公司短期债务大幅增长，整体债务负担有所加重；未来投资规模大，对外筹资压力大。
5. 本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

信用评级报告声明

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

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、北京首都旅游集团有限责任公司 2015 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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”）前身系1998年成立的北京旅游集团有限责任公司，是经北京市人民政府（以下简称“北京市政府”）京政函[1998]3号文件批准，由北京市北京饭店（以下简称“北京饭店”）、北京首汽股份（集团）公司（以下简称“首汽股份”）和北京市北京展览馆（以下简称“北京展览馆”）等原北京市旅游局所属的33家全资、控股和参股企业划转组建成立。其后，公司先后接收了康辉旅行社集团、中国民族旅行社和海洋国际旅行社等中央脱钩企业，并于2000年变更为现名。2004年，经北京市人民政府京政函[2004]28号文等相关文件批复，公司与北京古玩城市场集团有限责任公司（以下简称“古玩城集团”）、北京新燕莎控股（集团）有限责任公司（以下简称“新燕莎集团”）、中国北京全聚德集团有限责任公司（以下简称“全聚德集团”）和北京东来顺集团有限责任公司（以下简称“东来顺集团”）进行战略重组，北京市政府将上述四家集团整体划转入公司。2007年，根据北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）《关于同意将北京东方饭店的资产无偿划入北京首都旅游有限责任公司的批复》（京国资产权字[2007]97号）文件，北京市人民政府国有资产监督管理委员会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，北京市人民政府国有资产监督管理委员会同意将北农集团划转给公司，公司对北农集团行使出资人职责，北农集团保留独立法人地位。2010年，根据北京市国资委《关于北京首都旅游集团有限责任公司与北京西单友谊集团实施重组的通知》（京国资[2010]186号），北京西单友谊集团（以下简称“西友集团”）的国有资产无偿划转给公司。2011年以来，公司多次收到北京市国资委拨付的国家资本金；截至2015年3月底，公司实收资本472723.23万

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2014年底，公司本部设计划财务部、运营管理部、人力资源部、投资发展部、法律事务部等14个职能部门。

截至2014年底，公司（合并）资产总额459.12亿元，所有者权益合计157.84亿元（含少数股东权益67.60亿元）；2014年公司实现营业收入383.23亿元，利润总额15.80亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额480.22亿元，所有者权益合计158.36亿元（含少数股东权益68.81亿元）；2015年1~3月公司实现营业总收入87.49亿元，利润总额1.09亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区雅宝路10号3层；法定代表人：段强。

二、本期中期票据及票据筹资项目概况

1. 本期中期票据概况

公司拟于2015年注册并发行中期票据20亿元（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据无担保。公司计划将募集资金全部用于项目资金。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据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。公司在本期中期票据发行第5年及之后的每年均具有可赎回权。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，在本期中期票据第5个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。本期中期票据采用固定利率计息，前5个计息

年度利率保持不变，自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率。其中前 5 个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差¹，如公司在第 5 年不行使赎回权，从第 6~10 个计息年度票面利率调整为当期基准利率加上初始利差加上 300 个基点，此后每 5 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据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。

在递延利息支付方面，本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司（合并范围）向普通股股东分红或公司减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。且在有递延支付利息情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司（合并范围）不得从事向普通股股东分红行为、公司不得从事减少注册资本行为。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据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，本期中期票据

与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 5 个计息年开始每 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，本期中期票据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）本期中期票据在除公司（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。公司旗下拥有首旅酒店、首商股份和全聚德等 3 家上市公司，首旅酒店自 2000 年上市以来，分别于 2000-2014 年连续十四年进行分红；全聚德自 2007 年上市以来，分别于 2007-2014 年连续七年进行分红。从历史分红角度分析，公司旗下上市公司分红意愿明显。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，亏损可能性小，这为其持续分红提供了业绩基础。总体看，公司未来逐年持续分红可能性大，递延利息支付可能性小。

综合以上分析，本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、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，认为本期中期票据在清偿顺序、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。

2. 本期中期票据用途

本期中期票据募集资金用于北京环球主题公园及度假区项目（一期），该项目的主体实施主体为控股子公司北京首寰文化旅游投资有限公司。北京环球主题公园及度假区项目（一期）旨在通过引进国际知名的“环球影城主题公园”品牌，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。先期建设的主题公园包括众多娱乐景点以及驻

¹初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

场演出、彩车巡游和烟火表演等表演节目，同时配套餐饮、商业、游客服务、停车场等相关设施。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。一期核心区项目建成后，预计年均接待游客1000万人次，年营业收入超过68亿元，包括门票收入、商业、酒店及停车服务收入等。

北京环球主题公园及度假区项目（一期）总投资规模297亿元，其中自有资金占40%，银行借款占53.27%，本期中期票据募集资金占6.73%；截至目前已投资规模48.40亿元。项目计划建设期6年，自2013年开始启动前期工作，2015年开始动工，2018年建成，2019年开始试营业。目前，该项目处于前期规划设计阶段，预计2015年4季度动工。项目审批方面，2014年4月，项目已取得国家环境保护部出具的编号为环审[2014]80号的《关于北京国际旅游度假区核心区项目环境影响报告书的批复》；2014年9月，取得国家发展和改革委员会出具的编号为发改社会[2014]2171号的《国家发展改革委关于北京环球影城主题公园核准的批复》。此外，该项目预计于2015年9月份取得土地证。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生

产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2. 政策环境

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增

8900 亿元; 全年社会融资规模为 16.46 万亿元; 12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%, 比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年, 中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出, 2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右, 居民消费价格涨幅 3% 左右, 城镇新增就业 1000 万人以上, 城镇登记失业率 4.5% 以内, 进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年, 稳增长为 2015 年经济工作首要任务, 将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间, 并将带动基础设施建设等投资, 从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

旅游行业

1. 行业概况

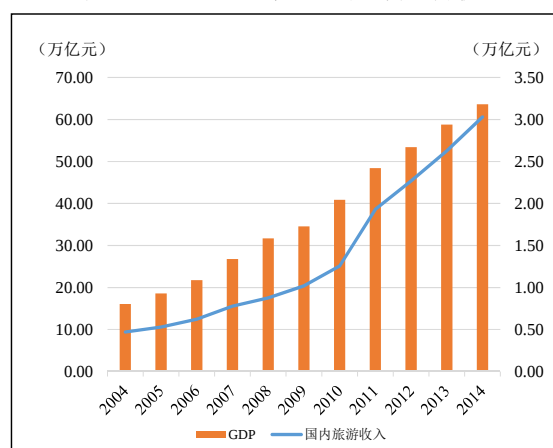
中国旅游业自 1978 年作为一个经济产业起步以来, 经过 30 多年的发展, 产业形象日益鲜明, 规模不断壮大, 已成为国民经济中发展速度最快、最具国际竞争优势的产业之一。

“十一五”期间, 中国旅游业保持了平稳较快发展的良好势头, 国内旅游人数平均增长 12%, 入境过夜旅游人数年均增长 3.5%, 出境旅游人数年均增长 19%, 全国旅游业总收入年均增长 15%。中国跃居全球第四大入境旅游接待国和亚洲第一大出境旅游客源国, 居民人均出游率达 1.5 次, 旅游直接就业达 1350 万人, 旅游消费对社会消费的贡献超过 10%, 旅游业对中国经济发展的积极作用更加明显。2012 年国内旅游收入 2.27 万亿元, 同比增长 17.6%; 2013 年, 受政府抑制“三公消费”等政策影响, 国内旅游收入增速较 2012 年有所放缓, 为 2.63 万亿元, 同比增长 15.7%; 2014 年国内旅游收入 3.38 万亿元, 同比增长 14.7%。

近十年, 随着国民经济健康快速的增长、

人均可支配收入的提高以及假期的增多, 国内旅游市场呈逐步放大趋势。从旅游业的发展规律看, GDP 的增长和人均可支配收入的增加是旅游业发展的根本动力。近年来, 中国 GDP 及城乡居民收入的稳定、快速增长直接推动了旅游行业的快速启动, 国内出游人数和旅游总收入总体保持稳步增长趋势。但需要注意的是, 2003 年由于受到 SARS 的影响, 中国国内旅游人数以及旅游收入同期呈现负增, 显现出行业对外部环境存在较强的敏感性, 容易受到各种突发事件影响。从其后几年的恢复情况看, 旅游行业又体现出一定的韧性, 在受到各类突发事件和自然灾害冲击后, 能够在较短时间内得以恢复。

图1 2004~2014年GDP与国内旅游收入



数据来源：国家旅游局和国家统计局

近几年, 中国自然灾害和突发事件频发, 全球金融危机也在 2008 年下半年逐渐传导到国内, 但中国国内旅游市场依然保持了较为平稳的发展态势。2012 年, 国际环境严峻, 全球经济复苏受阻, 但中国国内经济企稳回升, 旅游经济继续保持平稳较快增长; 2013 年, 受政府抑制“三公消费”政策影响, 公务旅游消费急剧下降, 商务旅游消费明显放缓, 而国民休闲旅游消费则表现出强劲的增长势头。2012~2014 年, 中国国内游客分别为 29.57 亿人次、32.6 亿人次和 36.1 亿人次, 同比分别增长 12.1%、10.3% 和 10.7%。2014 年, 国内旅游收入 3.03 万亿元,

同比增长15.4%，中国国内旅游业增速较上年小幅增长。

2. 政策环境

中国旅游业作为第三产业的主要支柱产业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。

2011年3月公布的《中国国民经济和社会发展规划十二五规划纲要》把推动现代服务业大发展作为产业结构优化升级的战略重点，提出要全面发展国内旅游，积极发展入境旅游，有序发展出境旅游；坚持旅游资源保护和开发并重，加强旅游基础设施建设，推进重点旅游区、旅游线路建设；推动旅游业特色化发展和旅游产品多样化发展，全面推动生态旅游，深度开发文化旅游，大力发展红色旅游；完善旅游服务体系，加强行业自律和诚信建设，提高旅游服务质量。

2011年12月公布的《中国旅游业“十二五”发展规划纲要》提出要通过推展消费需求，全面发展国内旅游，提升发展质量，积极发展入境旅游，同辉加强服务引导，有序发展出境旅游，力争到2020年中国旅游产业规模、质量、效益基本达到世界旅游强国水平，同时使旅游服务质量明显提高，市场秩序明显好转，可持续发展能力明显增强。

2012年2月国务院七部委联合发布的《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》（银发【2012】32号）文件，以加强和改进对旅游业的金融服务，完善金融支持政策，促进旅游业加快发展。

2013年10月1日，由中华人民共和国第十二届全国人民代表大会常务委员第二次会议通过的《中华人民共和国旅游法》（以下简称《旅游法》）正式施行，这一举措力图保障旅游者和旅游经营者的合法权益，规范旅游市场秩序，保护和合理利用旅游资源，促进旅游业持续健康发展。该项法律明文禁止旅行社低团费、

零团费、强迫购物及参加自费项目等行为。2013年12月17日，《国家旅游局关于严格执行旅游法第三十五条有关规定的通知》明确了关于指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目、关于“以不合理的低价组织旅游活动”等条款的具体解释。如旅行社在旅游活动中指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目的，应当按照诚实信用、自愿平等、协商一致的原则，与旅游者订立书面合同，且不得以不合理的低价组织旅游活动，不得诱骗旅游者，不得通过指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目获取回扣等不正当利益，也不得影响其他不参加相关活动的旅游者的行程安排。《旅游法》实施后，旅游团费普遍上涨，相当部分游客对报团出游采取了观望态度，短期内造成跟团游客的减少，但自由行出游人数则明显增加。从中长期来看，《旅游法》的实施将对传统旅游经营模式的带来挑战，倒逼旅行社进行产品结构调整和创新，市场竞争亦将愈加激烈，一些规模较小的旅行社可能被淘汰，有利于行业进行整合。同时，规范的法律将提升旅游行业的规范性，保障旅游行业的发展质量。

2013年11月，中共中央、国务院印发《党政机关厉行节约反对浪费条例》（以下简称“《条例》”），并发出通知，要求各地区各部门认真贯彻执行。《条例》中明确列示“国内差旅和因公临时出国（境）”，对公务出行的费用标准进行严格把控，并且“严禁无明确公务目的的差旅活动，严禁以公务差旅为名变相旅游，严禁异地部门间无实质内容的学习交流和考察调研。”

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

总体看，中央和地方政府近年来推行的旅游刺激方案存在积极意义，能够平缓因外部不利经济环境而带来的负面影响，最大限度保持

中国旅游产业的相对平稳健康发展。虽然短期内限制“三公消费”、“八项规定”和“六项禁令”等中央政策对公务差旅的抑制一定程度上造成对旅游业的影响，但从中长期来看，随着人民收入水平的提升及旅游产业相关支持政策效应的显现，整体上将提振个人消费旅游及国内旅游市场，从而增强中国旅游行业的竞争力。

3. 市场竞争

从国内旅游市场的竞争格局看，虽然中国旅游业的总体规模已经位居世界前列，但发展模式单一，产业形态落后，产业集中度低，行业秩序混乱，产品质量不高，深层结构问题依然存在，中国旅游企业的实力和规模也相对弱小。与国外有竞争力的旅游企业相比，中国旅游企业无论从资产规模、营业收入规模、盈利能力角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，都还存在相当巨大的差距。仅从上市旅游公司的数量来看，截至2014年底中国共有约2500家A股上市公司，其中旅游类上市公司占比不足2%。旅游类上市公司比重较低的现象与旅游业在国民经济中的重要地位不太相称，在一定程度上也说明目前旅游类公司的整体实力偏弱。

整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间即是相互依存的合作伙伴，又为相互排斥的竞争对手，旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。宏观经济的不确定性短期内对国内旅游市场产生了一定冲击，但从长远看，近期政策的出台有利于产业整合和市场规范，行业内劣势企业将在竞争中加快得以淘汰，从而为优势企业进一步控制市场资源、提高市场占有率提供了机遇，行业长期竞争格局有望得到改善。

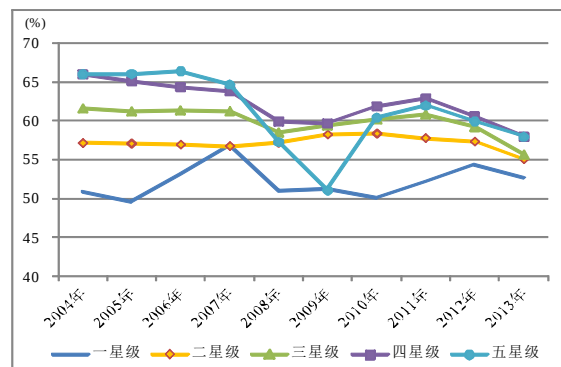
4. 主要子行业

酒店业

随着中国居民可支配收入持续增长，酒店业成为社会消费品零售业中增幅较大的子行业之一。2004~2012年，中国星级酒店年营业收

入从1239亿元增长到2400亿元。根据《2014年第三季度全国星级饭店统计公报》数据显示，截至2014年9月底，全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计13508家，其中有12611家经营情况数据通过省级旅游行政管理部门审核，完成率为93.36%。根据填报的财务数据显示：2014年前三季度，全国11727家星级饭店营业收入总计548.16亿元，其中餐饮收入为221.62亿元，占营业收入的40.43%；客房收入为257.64亿元，占营业收入的47.00%。在11727家星级饭店中：五星级饭店759家；四星级饭店2427家；三星级饭店5659家，二星级饭店2748家，一星级饭店134家。全国第三季度星级饭店平均房价为324.40元/间夜，平均出租率为58.31%。总体看，中国酒店行业自2004年开始新一轮高速扩张，但供给已呈现相对过剩局面，行业竞争较为激烈。

图2 2004-2014年底各星级酒店客房出租率情况



资料来源：国家旅游局

另一方面，酒店业对外部宏观经济以及突发事件敏感，波动性较大。2013年上半年，受政府抑制“三公消费”等因素的影响，全国星级酒店平均房价和出租率同比均有所下滑，尤以四星级以上酒店收入下降最为明显。联合资信注意到，经济型酒店受影响相对较小，由于定位于低端消费，并且受益于星级酒店客人转入经济型酒店带来的增量效应，其指标降幅略低。传统低星级酒店目前正面临来自经济型酒店越来越大的竞争压力，酒店效益呈现分化局面。

从未来发展看，中国未来经济、人均GDP

将继续保持增长的趋势，经济的健康稳定发展将给酒店业的发展带来契机。据国家旅游局预测，到2015年，全国将新增各类住宿设施约20万家，其中星级饭店约1万家，五星级饭店将超过500家。未来大众旅游需求呈现多样性、商务客源增多等因素促使高星级酒店与经济型酒店成为行业中表现作为活跃的两部分。

总体来看，随着酒店行业竞争的加剧，单体酒店受制于营销渠道与品牌影响力，竞争力日趋下降，未来酒店业将呈现品牌化、规模化和集团化的趋势。短期内，政府抑制“三公消费”政策等因素使得以政府接待为主的高星级酒店面临转型挑战；从中长期看，旅游产业政策推动和旅游需求拉动将成为驱动中国旅游业长期高速增长的基本动力，随着中国旅游业的持续发展，酒店行业仍面临良好的发展机遇。

旅行社业

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

中国旅行社行业发展带有较为明显的行政烙印。1987年以前，旅行社行业一直处于垄断经营状态，尤其是一类旅行社，一直到1988年全国一类社总数才有17家。1992年，国务院发布了《关于加快发展第三产业的决定》。各地区掀起发展旅游业的热潮，旅行社逐渐放开，数量明显突破。1996年10月15日出台了《旅行社管理条例》，1996年至1997年国家旅游局开始依据《旅行社管理条例》重新审核所有已设立旅行社的业务经营资格，实现一、二、三类旅行社向国际旅行社和国内旅行社的类别转变。在这一阶段，暂不受理和审批新的国际旅行社，国际旅行社数量增长受到一定的遏制，但是国内旅行社增长较快。根据《2014年前三季度全国旅行社统计调查情况公报》数据显示，截至2014年9月底，全国纳入统计范围的旅行社共有26583家。

从市场角度分析，旅游业务分为三块：国内游、入境游、出境游。根据2012年全国旅行社统计调查公报的数据，国内旅游业务规模最大，出境旅游业务次之，入境旅游业务2009年受国际金融危机及甲型H1N1疾病的影响，经营情况一般，进入2010年后出现恢复性增长。根据《2014年前三季度全国旅行社统计调查情况公报》数据显示，2014年第三季度全国旅行社国内旅游组织4194.03万人次、13816.61万人天，接待4693.32万人次、11593.44万人天，同比增长4.24%、2.46%、1.40%和3.13%；出境旅游组织1175.90万人次、6376.50万人天，同比增长9.47%和17.16%。旅游业务板块的结构基本与中国旅游业“以国内旅游为基础、入境旅游为重点、出境旅游为补充”的总体状况相一致，较好地反映了“大力发展入境旅游、积极发展国内旅游、适度发展出境旅游”的发展方针。

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

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

5. 行业发展

旅游行业属敏感型行业，旅游产品作为弹性消费品，易受外部经济环境的影响，突发公共事件的发生对行业内企业经营会造成较大冲击。从短期看，尽管目前全球经济发展积极因素不断增多，但宏观环境仍然处于较不稳定的状态，全球金融风险也存在向财政领域进一步

转移的趋势，部分国家经济形势进一步恶化，全球就业率和居民收入增长率受惯性影响短期内也难以有明显改观。另外，一些外汇短缺或外债沉重的国家为了节约外汇度过危机，也有可能采取限制出境旅游等措施（如1997年亚洲金融危机时期，部分东盟国家就曾经采取提高出境税和护照费、发布行政命令等措施，限制本国国民出境旅游），这都会对中国的入境旅游业产生负面影响。总体看，短期内中国旅游产业，特别是高端入境旅游业形势依然严峻，行业内企业发展将呈现更为明显的两极分化趋势。

从长期看，中国旅游业面临的基本环境没有改变，中国经济有望继续保持良好、快速的发展态势，人均收入的增长和消费结构的升级将根本性的推动中国旅游行业的发展。目前，中国人均国内旅游仅有1次/年，远低于中等发达国家3次的平均水平。根据旅游发达国家的经验，一个国家人均GDP超过3000美元时，才进入旅游业的繁荣期。世界旅游组织测算，到2015年中国将有望超越法国成为全球最大的入境旅游接待国和第四大出境旅游客源国。综合来看，中国旅游业仍具备十分广阔的发展空间，未来行业有望迎来新一轮的长期增长周期。

商品零售业

零售业在国民经济体系中处于下游产业的位置，随着国民经济的发展，零售业迅速占据了产业链的主导位置，在中国国民经济中占有相当重要的地位。同时，零售业也是中国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。

根据《2014年国民经济和社会发展统计公报》，2014年社会消费品零售总额262394亿元，比上年增长12.0%，扣除价格因素，实际增长10.9%。按经营地统计，城镇消费品零售额226368亿元，增长11.8%；乡村消费品零售额36027亿元，增长12.9%。按消费类型统计，商品零售额234534亿元，增长12.2%；餐饮收入额27860亿元，增长9.7%。在限额以上企业商品零

售额中，粮油、食品、饮料、烟酒类零售额比上年增长11.1%，服装、鞋帽、针纺织品类增长10.9%，化妆品类增长10.0%，金银珠宝类与上年持平，日用品类增长11.6%，家用电器和音像器材类增长9.1%，中西药品类增长15.0%，文化办公用品类增长11.6%，家具类增长13.9%，通讯器材类增长32.7%，石油及制品类增长6.6%，建筑及装潢材料类增长13.9%，汽车类增长7.7%。

根据中华全国商业信息中心的统计，2014年1~12月份，全国50家重点大型零售企业商品零售额累计同比下降0.7%，与上年全年的增速差距为10.2个百分点，全年12个月中有7个月的零售额同比呈现负增长，全年累计零售额同比下降的企业家数为38家，较上年增加了23家。1-12月份，全国50家重点大型零售企业主要商品中，食品、服装、化妆品和日用品类商品的零售额同比分别增长1.5%、0.9%、2.1%和3.6%，相比2013年分别低了10.3、3.2、7.1和3.9个百分点，延续了增速放缓的趋势；金银珠宝类商品受上年增速较高以及其他因素的影响，零售额同比下降9.5%，与上年增速相差36.8个百分点；家用电器类商品销售受房地产市场低迷表现的影响，零售额同比仅增长0.4%，较上年增速大幅下滑13.6个百分点。

2010年以来，连锁百强销售增幅持续回落，2010~2014年销售增长分别为21%、12%、10.8%、9.9%和5.1%。2014年成为百强统计以来销售增幅最低的一年。2014年，百强企业门店数增长4.2%，其中23家企业关店数超过新开店数，7家企业店铺数与上年持平。2014年，百强企业正式用工人数比上一年下降0.3%，减少用工的企业数已超过增加用工的企业数。

2014年，47家以百货为主营业态的企业销售增长2.7%，在各业态中增速最低。以经营超市为主的快消品百强企业销售增长6.5%，门店增长5.0%，分别高于百强平均增幅1.4和0.8个百分点。便利店销售增幅较快，全国排名前55家的便利店门店数增长7.8%。从有可比数据的便

利店企业来看，企业销售额增长17.7%，高于百强销售增长12.6个百分点，销售增幅在各业态中最高。百强企业中，外资企业销售额增长4.7%，门店增长13.9%（主要是快餐、便利店、专业店门店增长）；内资企业销售额增长5.2%，门店增长2.9%。外资百货销售同比下降3.8%，门店数量同比下降1.0%。内资百货销售额增长3.0%，门店增长10.2%。快消品连锁百强企业中，外资企业销售增长为4.2%，门店增长为16.8%，内资企业销售增长为7.5%，门店增长为4.4%。

2014年，有30家百强企业的销售和23家企业的门店出现负增长。但同时，百强企业中还有31家企业的销售增幅和26家企业的门店增长达到两位数。企业通过调整发展策略，优化管理，加大创新力度，依然可以实现较好的经营业绩。经营效益方面，2014年百强企业平均毛利率为16.4%，略高于去年0.2个百分点。净利率平均为2.08%，低于去年0.03个百分点。2014年，百强企业房租支出增长10.0%，人工成本增长9.2%，分别比2013年的11%和18%下降1.0和8.8个百分点。虽然增幅出现不同程度的下降，但房租和人工成本的上涨对企业的经营压力依然很大。

2014年，百强企业开展网络营销和多渠道建设的步伐进一步加快。在开展网络零售的75家百强企业中，超过半数的企业采用自建平台，而采用自建平台和入驻第三方平台相结合方式的企业与仅在第三方平台建店的企业数量基本相当。开展网络零售的百强企业线上销售增幅较大，同比增长近5倍，但占企业销售的比例依然很低。从有数据的百强企业来看，31.4%的企业网络销售不足1千万，31.4%的企业在1千到5千万之间，23.5%的企业在5千万到3个亿，三个亿以上的企业占13.7%。移动端在2014年受到广泛的重视和应用。移动销售占网上销售的比例迅速上升。在提供数据的百强企业中，移动端销售占比达到30%以上的为17%，介于10-30%的占50%，低于10%的占33%。为落实多渠道战略，一些企业还开通了门店自提业务，并在门

店提供免费WiFi服务。从样本门店数据看，有23%的门店提供自提服务，40%的门店提供免费WiFi。

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。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，使得传统商家只能在激烈的市场竞争中寻求自身的转型。从长期来看，传统零售和网络零售作为整体，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，将会呈现良好的发展态势。

区域经济环境

公司经营的业务主要集中在北京市。根据《北京市2014年国民经济和社会发展统计公报》，2014年北京市全年实现地区生产总值21330.8亿元，比上年增长7.3%。其中，第一产业增加值159亿元，下降0.1%；第二产业增加值4545.5亿元，增长6.9%；第三产业增加值16626.3亿元，增长7.5%。三次产业结构由上年的0.8：21.7：77.5调整为0.7：21.4：77.9。

2014年北京市全市完成地方公共财政预算收入4027.2亿元，比上年增长10.0%。其中，增值税646.7亿元，增长12.5%；营业税1068.6亿元，增长3.3%；企业所得税和个人所得税915.8亿元和383.5亿元，分别增长14.2%和14.9%。地方公共财政预算支出4510.5亿元，增长8.1%。其中，用于节能环保、科学技术、医疗卫生、农林水、城乡社区的支出分别增长54.4%、20.3%、16.7%、15.5%和8.5%。

2014年，北京市完成固定资产投资7562.3亿元，比上年增长7.5%；其中基础设施投资

2018.1亿元，增长13.0%。从投向上看，交通运输投资756.5亿元，所占比重为37.5%，公共服务投资502.5亿元，所占比重为24.9%。房地产开发方面，北京市全年完成房地产开发投资3911.3亿元，比上年增长12.3%。其中，住宅投资1962亿元，增长13.8%；写字楼投资750.2亿元，增长22.6%；商业、非公益用房及其他投资1199.1亿元，增长4.5%。

零售业方面，2014年北京市全年实现社会消费品零售总额9098.1亿元，比上年增长8.6%。限额以上批发和零售企业中，汽车类实现零售额1723.1亿元，下降2.9%；通讯器材类实现零售额916.6亿元，增长93.8%；中西药品类实现零售额783.5亿元，增长10.4%；文化办公用品类实现零售额498.6亿元，增长15.3%；家用电器和音像器材类实现零售额371.3亿元，增长10.2%。限额以上批发和零售企业实现网上零售额1456.9亿元，增长69.7%。

旅游业方面，2014年，北京市旅游总人数2.61亿人次，同比增长3.8%。旅游总收入4280.1亿元，同比增长8%。旅游餐饮和购物额2142亿元，同比增长4.8%，占全市社会消费品零售额的比重23.5%。旅游特征产业完成投资额614.9亿元，同比增长1.2%，占全社会固定资产投资的比重8.1%。根据北京规划，到2015年，将达到“一、十、百、千、亿”的发展目标，即创建国际一流旅游城市，旅游业增加值占全市GDP达到10%，年入境旅游收入超过100亿美元，入境游接待量超过1000万人次，国内游客达到2亿人次以上。

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

会展、会奖、商务、航空业发展，为公司主营业务经营发展提供有力条件。

总体来看，北京市经济平稳运行，产业结构不断优化，第三产业占比逐步提升，财政实力稳步加强。零售业、出境游和国内旅游市场发展态势良好。72小时过境免签政策的实施将促进公司旅游、零售以及酒店等相关业务发展，公司经营面临的外部环境良好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

北京市国资委持有公司100%股权，为公司唯一股东及实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

规模较大、竞争力较强

公司是北京市政府投资组建的大型旅游企业，也是中国目前大型旅游企业集团之一。截至2014年底，公司拥有纳入合并报表范围的二级全资及控股子公司共48家。目前，公司已经确立了酒店管理、商业管理、餐饮管理、旅游旅行服务和汽车服务五大板块，下属企业在相关领域具有较强的竞争优势。公司地处首都，北京丰富的旅游资源为公司业务的发展提供了保证。同时，公司也承担着北京主要大型活动的接待和服务任务，在一定程度上代表着首都形象，北京市政府对公司的重视程度。总体看，公司规模较大，外部发展环境良好，竞争实力较强。

产业链完整、经营专业化

2004年以来，在北京市政府的积极推动下，公司与西友集团、北京首商集团股份有限公司（原北京市西单商场股份有限公司，以下简称“首商集团”）、新燕莎集团、全聚德集团、东来顺集团和古玩城集团进行了战略重组，产业链得以进一步完善，业务涵盖了旅游主业“吃、住、行、游、购、娱”六大要素，形成了较为完整的经营产业链条，规模优势进一步增强。为

了更好的实现产业链条各环节的有机结合，公司对现有的五大业务板块进行关联性的业务整合，实现了整体业务流程再造；同时，以具有竞争优势的经营品牌为支撑，分别实行相对独立的专业化经营和连锁化经营，通过经营运作，组建起了围绕旅游主业的专业化公司。

品牌众多、知名度高

公司旗下拥有众多知名品牌和企业，并形成了五大经营板块的多个主导品牌：

(1) 酒店管理业品牌：“建国”和“首旅酒店管理”两大品牌。“建国”品牌是定位于商务人士的精品商务酒店品牌，是中国最著名的酒店管理品牌之一，其运作实体北京首旅建国酒店管理有限公司（以下简称“首旅建国”），在全国控股、管理着七十余家酒店，客房两万间。在经济型酒店方面，公司还拥有“如家”、“欣燕都”品牌。作为公司下属经济型酒店经营控股子公司，北京欣燕都酒店连锁有限公司（以下简称“欣燕都酒店”）经营管理着“欣燕都”经济型酒店品牌。“欣燕都”经济型酒店在2003年率先在国内连锁酒店行业中通过ISO9001质量管理体系认证，2007年被确认为中央国家机关出差定点住宿饭店；“如家”是以经济型酒店为核心的品牌，目前如家连锁店近百家，已覆盖北京、上海、广州等地。公司其他品牌同样具有较高的知名度和影响力：2010年北京饭店、建国饭店和东方饭店荣获中国饭店业最高荣誉奖“中国饭店金星奖”；首旅建国荣获2011中国杰出本土酒店管理集团称号；2011年京伦饭店荣获“最佳豪华商务酒店”和“优秀皇金管家服务酒店”等；2012年西安建国荣获“2012年度优秀会议酒店”称号；2013年民族饭店荣获“艾里缇斯”中国最具历史文化酒店大奖。

(2) 餐饮管理业品牌：中华老字号“全聚德”和“东来顺”两大品牌。公司两大餐饮品牌的经营实体分别为全聚德集团和东来顺集团，其中全聚德集团汇集了“全聚德”、“仿膳饭庄”、“丰泽园”及“聚德华天”等众多知名老字号餐饮企业，“全聚德挂炉烤鸭技艺”被先后批准和列

入北京市级非物质文化遗产项目和第二批国家级非物质文化遗产名录。东来顺集团以清真品牌为核心，主营清真餐饮和清真食品市场。“全聚德”和“东来顺”均为“中国驰名商标”；“东来顺”、“全聚德”、“丰泽园”及“仿膳饭庄”品牌荣获“2010年度北京餐饮十大品牌”称号；2013年崇文门饭店马克西姆餐厅荣获“京城百佳放心榜样餐厅”称号。

(3) 商业管理品牌：“燕莎”、“贵友大厦”、“西单商场”和“古玩城”等主打品牌。“燕莎”品牌主要面向高端客户群体，经营都市高端百货和奥特莱斯折扣名品，包括“燕莎商城”、“燕莎奥特莱斯”、“新燕莎MALL”等；“贵友大厦”主要面向中高端客户群体，以贵友大厦门店及其品牌为标志，服务于社区购物和休闲需要；“西单商场”是国内著名的大型商业零售企业，其核心门店西单商场是一家具有悠久历史、享誉全国的老字号企业。2011年新燕莎MALL荣获“中国零售业最具创新概念奖”和京城“最佳一站式购物地奖”，燕莎奥特莱斯荣获北京市企业管理现代化创新成果一等奖，燕莎奥特莱斯和贵友大厦分别荣获“北京市无假冒商标示范商场”称号。

“古玩城”品牌的经营实体为古玩城集团，以经营古玩、珠宝、古典家具、书画、拍卖、汽车等专业市场为主业。其中，下属北京古玩城是中国久负盛名的经营古玩的品牌企业。

(4) 旅游旅行服务品牌：“康辉”和“神舟”两大品牌。公司两大旅行服务品牌的经营实体神舟国旅集团和中国康辉旅行社是中国旅行社协会理事成员、太平洋亚洲地区旅游组织（PATA）、国际航协（IATA）和美国旅游经营商协会（USTOA）的成员。这两家旅行社的业务均已形成批发、区域性分中心和零售网络体系，其整体综合实力均在国内旅行社业中名列前茅。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。2011年神舟国旅集团出境旅游公司荣获中国首批“澳大利亚卓越旅游专家旅行社”称号；

“2013年十家佳旅行社”评选中，神舟国旅集团荣获了旅游行业“综合实力奖”和“社会责任奖”；神舟国旅月坛门市荣获了“金牌门市奖”。

(5) 汽车服务业品牌：“首汽”品牌。“首汽”品牌的经营实体——首汽股份是中国最大的旅游汽车公司之一，已拥有万余辆各类车型，是集汽车运营、租赁、销售与维修、油品供应等为一体的股份制企业。旗下首汽租赁是京城最早从事专业性汽车租赁服务的公司之一。首汽租赁与国内汽车租赁企业共同创建了“中国旅游汽车租赁网”，目前已在二十几个主要城市开通。首汽国宾车队成立50年来，共接待了一千多位（次）外国国家元首。首汽租赁公司被评为“2013北京融资租赁优秀企业”。

以“中国服务”为特色的经营理念

作为北京市旅游行业的龙头企业，公司率先在业内提出以“中国服务”为核心的经营管理理念。“中国服务”的核心思想可以概括为用国际化的标准规范服务各环节的运营和管理水平，打造具有本土特色的品牌，为市场提供具有较高性价比的系列产品。2011年公司专门制定了《践行“中国服务”指导意见》，并将“中国服务”及其相关内容列入各级管理人员考核项目。“中国服务”理念有助于公司规范服务标准和提高服务水平，对提升品牌影响力和市场竞争力起到了积极作用。

3. 人员素质

公司现有9位主要高层管理人员，全部为大学本科及以上学历，年龄在50岁以上的有6位，40岁~50岁的2位，40岁以下1位。

公司董事长段强，现年59岁，经济学博士，中国旅游协会副会长。段强先生1975年4月参加工作，1976年9月入党，历任北京市通县农业局干部，北京市密云县第二中学教师，密云县团县委副书记、书记，密云县委常委、县对外经贸委主任，密云县委副书记、代县长、县长，北京市人民政府副市长；1998年2月起任公司党委书记、董事长。

公司总裁刘毅先生，现年55岁，MBA、EMBA硕士学位，高级经济师。刘毅先生1978年9月参加工作，1983年7月入党，历任西苑饭店客房部副经理，北京市旅游局团委书记、管理一处副处长、行业管理处处长、党组副书记和纪检组长。1998年，刘毅先生开始接任公司党委副书记、董事，兼任首旅酒店公司党委书记、董事长、总经理；2008年6月起任北京首都旅游集团有限责任公司副董事长、总裁，现任公司党委副书记、副董事长、总经理。

截至2015年3月底，公司现有员工36217人，其中本科和研究生合计占比14.65%、专科占19.57%、中专及以下占65.78%；从年龄结构看，30岁以下的占23.10%，30~50岁的占57.83%，50岁及以上的占19.07%。

总体看，公司领导大多从事政府部门管理工作，具有长期从事相关业务的工作和管理经验，有较强的管理能力、开拓能力和决策能力，整体素质较高；公司员工年龄结构正常，文化素质能够满足经营需要。

六、管理分析

1. 治理结构

公司按照《公司法》的规定，已初步建立了符合现代企业制度的法人治理结构。公司建立了董事会、经理层和监事会，不设股东会，由董事会行使部分股东会的职权。董事会由11名董事组成，设董事长1人，副董事长2人；监事会由6名监事组成，其中股东代表担任的监事4人，职工监事2人。公司设总经理1人，副总经理7人，财务总监1人。董事会是公司的经营决策机构，对出资者负责。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理对董事会负责。按照精干、高效的原则，公司本部设立办公室、人力资源与绩效考核中心、预算与财务中心、不动产管理部、品牌管理部、战略发展部、股权管理部等16个职能部门，建立了与业务相适应的内部机构。

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

2. 内部控制

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

资金归集平台：在中国银监会、市委、市政府以及市国资委、市银监局的支持下，集团财务公司于2013年4月28日取得了营业执照。财务公司作为公司独资设立的非银行金融机构，有助于实现集团资金集约使用、增强整体运营能力、提高资金使用效率。

集中采购平台：公司自主建设了集中采购平台并于2008年1月正式运行。公司通过集中采购平台实现了集约化管控下就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。

客源共享平台：2009年公司出资成立了北京首采联合电子商务有限责任公司（简称“首采联合”）作为客源共享平台。首采联合依托公司

五大板块内实体资源及旗下优势品牌和广泛社会资源，通过“首付通”储值卡业务，第三方支付业务、电子商务及积分会员服务等在B2B、B2C以及C2C领域拓展扩张，实现线上线下旅游消费多功能服务。客源共享平台的建设有助于公司规避单体企业市场经营风险，实现下属各企业资源共享，提高集约化程度和资源利用度。

高管人员管理方面，公司按照现代企业制度的要求，结合公司“资产重组、业务整合、创新体制、转变机制”的工作要求，坚持依法管理、高效配置、分级分类、职责管理和激励约束等五大基本原则，采用直接聘任、内部竞聘、公开选聘、社会招聘相结合的多种渠道选聘机制，建立和完善激励机制和有效的监督制约机制，以培养一批适应市场竞争需求，符合国际化和现代化要求、素质高、专业能力强的职业经营管理者队伍。

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，规定所属公司不得向集团公司以外的其他企业提供任何形式的贷款担保。对于集团公司内部之间的担保，公司规定在相关授权机构批准后，公司本部和下属公司可以为其他集团下属公司提供贷款担保。

在投资管理方面，在集团新的管控模式下，重大决策管理由控股企业董事会负责，企业经营层负责实施。预算内，企业单项总投资额在2000万元以上，或占二级企业最近一期经审计净资产5%以上的分子公司设立，预算外分子公司设立，实施方案报集团审核。预算内，企业单项总投资额在2000万元（含）以下，或占二级企业最近一期经审计净资产5%（含）以下的分子公司设立，实施方案集团不再审核。

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

总体看，公司建立了较为完善的治理结构和良好的管理机制，内部管理制度不断健全、规范。但联合资信也注意到，公司系原北京市旅游局所属企业基础上组建而成，下属公司众多，管理链条较长，在管理的科学化和制度化方面仍有一定改进空间。

七、经营分析

1. 经营现状

2012~2014年，公司各板块业务呈现稳定的发展趋势，主营业务收入年均复合增长2.26%。2014年公司实现营业总收入383.23亿元，其中主营业务收入377.30亿元（占营业总收入比重为98.45%）。

从主营业务收入构成来看，近三年公司业务结构稳定，以酒店餐饮、商品销售和旅行社三大业务板块为主，2014年上述三大业务板块收入合计占比90.16%，同比增加3.96个百分点。公司物业销售、租赁业务收入随销售进度变化有所波动，其中2013年收入占比大幅提升，主要系E5霞公府高级公寓（北京饭店二期扩建项目一部分）当期开盘销售，实现18.77亿元收入；汽车客运、修理、租赁业务和文娱娱乐业务占比较稳定；酒店、餐饮业务和商品销售业务两

个业务板块有所下降，主要受2013年以来政府抑制“三公消费”政策影响。

从业务盈利水平看，近三年，公司主营业务毛利率略有下降，主要由于生产要素价格上涨带动营业成本增长，挤压了利润空间。2014年公司主营业务毛利率为24.86%，同比下降1.19个百分点；分板块看，酒店、餐饮业务、商品销售业务和物业销售、租赁业务毛利率同比有所上升；其余板块均有所下滑，其中物业销售、租赁业务毛利率提升明显，主要由于公司提高物业标准，加强物业服务，使得平均盈利水平有所上升。公司业务利润主要来自酒店、餐饮业务和商品销售业务，2014年上述两大板块业务实现毛利润分别占主营业务毛利润的48.39%和26.37%。

2015年1~3月，公司实现营业总收入87.49亿元，其中主营业务收入86.68亿元，同比保持稳定；主营业务收入构成中，酒店餐饮业务、商品销售业务和旅行社业务占比合计88.99%；主营业务毛利率为26.30%，同比小幅下滑0.47个百分点。

表1 2012~2014年公司主营业务构成及毛利率

项目	2012年			2013年			2014年		
	业务收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	业务收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	业务收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
酒店、餐饮	63.97	17.73	80.30	58.94	15.34	80.61	56.00	14.84	81.05
商品销售	176.54	48.92	13.26	174.01	45.28	13.28	158.17	41.92	15.64
旅行社	90.02	24.95	3.86	98.32	25.58	4.43	126.02	33.40	4.25
汽车客运、修理、租赁	14.24	3.95	31.31	15.33	3.99	27.41	13.97	3.70	25.98
物业销售、租赁	8.62	2.39	69.42	29.38	7.65	48.09	18.61	4.93	63.51
文娱娱乐业	0.87	0.24	95.63	1.47	0.38	81.48	1.56	0.41	59.62
其他	6.58	1.82	80.98	6.84	1.78	82.02	2.97	0.80	65.32
合计	360.84	100.00	26.29	384.29	100.00	26.05	377.30	100.00	24.86

资料来源：公司提供

表2 2015年1~3月公司主营业务构成及毛利率

项目	运营主体	2015年1~3月		
		业务收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)

酒店、餐饮	首旅股份、首旅置业、首旅酒店、全聚德、东来顺等	14.23	16.42	82.01
商品销售	首商股份、西友集团等	46.23	53.35	10.10
旅行社	神舟国旅集团、中国康辉旅行社等	16.66	19.22	5.40
汽车客运、修理、租赁	首汽股份、首汽租赁等	3.97	4.58	28.72
物业销售、租赁	古玩城集团、华龙实业、首商集团等	3.2	3.69	74.38
文化娱乐业	首旅酒店、北京展览馆等	0.21	0.24	66.67
其他	首采联合、财务公司等	2.18	2.50	87.16
合计	--	86.68	100.00	26.30

资料来源：公司提供

2. 酒店、餐饮业务

2012~2014年，公司酒店、餐饮业务收入呈下降趋势，2014年实现收入56.00亿元，同比下降4.99%，主要由于行业景气度下降及政府抑制“三公消费”政策综合影响所致。2012~2014年，该板块毛利率基本稳定，2014年为81.05%。2015年1~3月，酒店、餐饮业实现收入14.23亿元，同比增长7.88%；毛利率为82.01%，同比变化不大。

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

(1) 酒店业

酒店业是公司重要的支柱产业之一，近年来保持着相对持续、稳定的经营状况，是公司利润的重要来源。公司酒店主要集中在长安街沿线、燕莎商圈等繁华地段，定位高端，且经营历史较长，折旧摊销成本较低，因此酒店业务保持了较高的盈利水平。但由于近年来入境客源市场比较低迷，国内高端商务市场的争夺较激烈以及政府严控“三公消费”等因素综合影响，一定程度上影响了公司的收入增长空间。

公司的酒店业务主要由下属的北京首旅酒店（集团）股份有限公司（以下简称“首旅酒店”）、首旅建国等子公司运营。首旅酒店于2000年6月1日在上海证券交易所上市（股票代码：600258.SH，公司持股比例为60.12%）。

截至2015年3月底，公司拥有36家三星级以上（包括三星级）酒店企业，其中包括16家

五星级饭店（北京饭店、贵宾楼饭店、长富宫饭店、长城饭店、新世纪饭店、国际饭店、西苑饭店、兆龙饭店、北京凯宾斯基饭店、广州建国饭店、河南建国饭店、西安建国饭店、颐和园宾馆、海南三亚国宾馆、南苑饭店、南苑环球酒店）、11家四星级饭店（香山饭店、民族饭店、京伦饭店、和平宾馆、新侨饭店、亮马河大厦、北京建国饭店、前门饭店、南苑新城、南苑温泉酒店、南苑五龙潭）、9家三星级饭店（永安饭店、谭阁美新源里店、新北纬饭店、北展饭店、东方饭店、宣武门商务饭店、崇文门饭店、和平里饭店、上园饭店）。

近年来，公司旗下酒店多次完成重大接待任务：2011年北京饭店、国际饭店、贵宾楼饭店、全聚德集团和深圳凯宾斯基饭店等分别圆满完成全国“两会”、十七届六中全会、第26届世界大学生运动会接待服务；北京饭店圆满完成北戴河暑期服务工作；西苑饭店全面接管国家行政学院港澳培训中心服务管理工作。

近年来，公司各星级酒店积极调整经营思路，加大销售力度，把抢市场、保客源、上水平确立为经营工作的重点，平均房价呈现下降趋势。2014年平均房价为497.17元/间，同比下降4.68%；其中五、四、三星级酒店出租价格同比分别下降6.17%、6.02%和1.77%。2014年，公司酒店平均客房出租率为66.06%，基本保持稳定；其中五星及三星酒店客房出租率分别同比提升2.35个和0.01个百分点；四星酒店客房出租率同比减少1.55个百分点。2015年1~3月，公司各酒店平均客房出租率58.41%，同比增加

0.97个百分点；平均房价484.87元/间，同比增长0.86%。受2013年以来政府抑制“三公消费”政策影响，公司下属酒店（尤其是高星级酒店）行业经营指标呈下降趋势。

经济型酒店方面，公司参股的如家酒店集团（公司持股16.26%，以下简称“如家”）以直营店为发展重点。自创立以来，如家拥有遍及全国200多座城市的1800多家连锁酒店。目前，如家旗下拥有的如家快捷酒店（经济型连锁酒店和中高端商务酒店品牌“和颐”）及“莫泰”酒店两大品牌，形成了业内的最大的连锁酒店网络体系。此外，公司自有经济型酒店品牌“欣燕都”也不断增开新店，保持持续稳定的发展。

表3 公司酒店经营指标

酒店星级	出租率（%）			出租价格（元/间）		
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
五星级	58.98	56.78	59.13	757.91	747.38	701.24
四星级	73.86	68.73	67.18	660.91	599.97	563.88
三星级	71.68	69.97	69.98	369.18	379.63	372.92
平均	69.43	66.23	66.06	533.79	521.57	497.17

资料来源：公司提供

酒店资产整合

2012年2月6日，公司控股子公司首旅酒店第四届董事会第二十二次会议审议通过了《关于公司与控股股东首旅集团进行资产置换的重大关联交易提案》，首旅酒店拟与公司及公司全资控股的首都酒店集团和北京市旅店公司通过资产置换的形式实现资产重组。具体方案为公司将持有的首旅建国75%股权、首都酒店集团持有的北京首旅酒店管理有限公司100%股权、欣燕都酒店86.6%股权以及北京市旅店公司持有的欣燕都酒店13.4%的股权置入首旅酒店，同时首旅酒店置出北京市北展展览分公司的全部资产及负债给公司。除已有酒店品牌管理公司进行管理的酒店、非控股酒店和特殊原因的个别酒店外，公司旗下的11家酒店的经营管理权

将全部注入首旅酒店。公司拟置出资产交易标的股权合计为2.04亿元；首旅酒店拟置出资产合计的评估值1.85亿元，产生的差价0.18亿元，由首旅酒店以现金方式向公司补齐。

目前上述重组已顺利完成，首旅酒店合计拥有106家饭店（含产权酒店及受托管理酒店）、近3万间客房。此次资产重组为首旅酒店带来新的收入和利润增长点，2014年首旅酒店实现营业收入27.91亿元，同比下降5.97%，主要由于市场景气度下降所致；利润总额1.70亿元，同比变化不大。

2014年12月31日，首旅酒店通过了股东大会，完成了收购浙江南苑控股集团持有的宁波南苑集团（以下简称“宁波南苑”）70%的股权（交易价格2.80亿元），涉及宁波南苑7家自有酒店和管理酒店近20亿元资产，构筑起了“南北结合”的全方位布局的同时，为酒店板块收入及盈利带来新增长点。

总体看，此次资产置换将加快公司酒店业务资源的整合进程，有利于改善公司与下属子公司同业竞争的不利局面；有助于优化公司酒店资产和收入结构、拓展酒店品牌连锁运营。2014年，公司完成宁波南苑的股权收购，发展布局得到进一步完善，酒店板块整体竞争实力得到提升。

（2）餐饮业

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

全聚德集团

2007年11月20日，全聚德集团作为首只餐饮概念的中小板股，在深圳证券交易所挂牌上市（股票代码为002186.SZ，公司持股46.48%）。全聚德集团主营业务为餐饮服务及食品加工销售等，餐饮服务方面主要提供以“全聚德”烤鸭为代表的“全鸭席”系列菜品为主的高档餐饮服务；以经营“满汉全席”为特色的仿膳饭

庄；以经营“葱烧海参”为代表的高档鲁菜的丰泽园饭店和以经营“京派”特色川菜的四川饭店提供的中高档餐饮服务，经营模式为连锁经营；食品加工销售主要以北京鸭生、熟制品、荷叶饼和甜面酱等烤鸭辅料以及以及月饼、元宵、仿膳宫廷糕点等传统面食品。

截至2014年底，全聚德集团在北京、上海、重庆、长春、青岛、郑州、杭州、新疆、沈阳、合肥等地拥有“全聚德”品牌直营店24家（含新疆全聚德控股有限公司下辖三家分公司；含公司参股49%但实际经营管理的北京鸿德华坤餐饮管理有限责任公司，即北京西客站店）、“仿膳”品牌直营店1家，“丰泽园”品牌直营店2家，“四川饭店”品牌直营店1家。同时公司还拥有大陆地区“全聚德”特许加盟店60家和海外“全聚德”特许加盟店5家，“丰泽园”品牌特许加盟店1家。

2013年以来政府抑制“三公消费”政策出台，高端餐饮业受到影响。2014年全聚德集团实现营业收入18.46亿元，同比下降2.94%；利润总额1.78亿元，同比增长14.10%。

东来顺集团

东来顺集团是以伊斯兰餐饮为基础，按照“保持自身传统，尊重当地饮食文化、挖掘当地菜品特色，注重菜品风味结构、坚持炒涮结合”的经营思路，组建发展的餐饮连锁企业。近几年，东来顺集团通过品牌经营，发展包括全国及世界主要旅游城市和穆斯林国家和地区在内的连锁店，形成了直营企业、连锁企业、配送中心、生产加工四大业务板块。

近年来，东来顺集团进一步挖掘伊斯兰餐饮特点，完善了主要菜品设计，实现了四季菜色，逐步扭转传统的“冬旺夏淡”的经营局面。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。2014年，东来顺新开直营店、合资店各2家，新开连锁加盟门店14家，主要集中在山东、江苏及湖北地区。目

前全国拥有130余家餐饮门店，其中直营门店20余家，覆盖北京、武汉、青岛、上海等城市。特许加盟门店110余家，地区分布较为均衡，覆盖到26个省、市、自治区及特别行政区。东来顺集团形成了北京直营店为骨干、外埠直营连锁协调发展的向全国延伸发展局面。2014年，东来顺集团实现营业收入3.93亿元，同比增长10.70%；实现利润总额0.01亿元，同比保持稳定。

3. 商品销售业务

近年来中国经济下行压力增大，社会消费零售总额增长幅度已下降至十年最低水平。与此同时，电商分流、同业竞争、经营成本上升等诸多不利因素加剧，均导致百货零售行业整体增速乏力。公司下属企业新开店数量较多，营销竞争激烈，加之网上购物等电子商务日益兴盛，市场份额竞争压力明显增大。2012~2014年，公司商品销售板块收入呈下降趋势，年均复合下降5.35%；2014年实现收入158.17亿元，同比下降9.10%。2012~2014年，该板块毛利率有所增长，2014年为15.64%，同比增加2.36个百分点，主要受益于公司积极调整商品结构。2015年1~3月，商品销售业务实现收入46.23亿元，同比增3.70%；毛利率为10.10%，同比下滑1.23个百分点。

计入商品销售板块的收入主要包括下属商场商品销售收入和汽车及油品销售收入。商铺租赁收入计入物业销售、租赁板块。

（1）资产重组

近年来，公司对商业板块进行了关键性调整，完成了对西友集团、首商集团和新燕莎集团的重组工作，商品销售业务发展空间得到进一步拓展。

2010年8月底，根据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与北京西单友谊集团实施重组的通知》（京国资[2010]186号文），北京市人民政府国有资产监督管理委员会决定将西友集团的国

有资产无偿划转给首旅集团，并由首旅集团对西友集团行使出资人职责。

2011年7月25日，北京市西单商场股份有限公司完成了以发行的A股股票作为对价收购首旅集团持有的新燕莎集团100%股权的重组事项，并变更公司名称为北京首商集团股份有限公司（以下简称“首商集团”），股票名称变更为“首商股份”（股票代码：600723）。本次发行后，公司直接持有首商集团37.79%的股权；公司下属全资子公司西友集团持有首商集团19.99%的股权；公司合计持有首商集团57.78%的股权，成为其控股股东。

通过上述重组，新燕莎集团已进入上市公司并实现资产证券化，原有商业资产将获得更大的发展空间。本次重组将有助于打造北京市具备强大市场影响力和竞争力的商业零售企业。

（2）商品销售

首商集团是公司商业销售业务板块的核心企业，是北京市商业零售业的传统优势企业。首商集团于1996年7月16日上海证券交易所上市。目前，首商集团运营“燕莎”、“贵友”、“燕莎奥特莱斯”、“燕莎MALL”、“西单商场”几大商业品牌。2014年首商集团实现营业收入118.15亿元，同比下降2.09%；利润总额7.01亿元，同比下降3.58%。

首商集团商场的运营模式有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，即入驻品牌商家的所有商品销售收入均归公司所有，公司将收入的一部分作为分成留存并将其余归还各商家。公司另有部分商品代销和商品自营，但占比很小。公司联营销售模式的收入约占商品销售板块收入的90%，商品代销和商品自营的收入约占商品销售板块收入的10%。

首商集团为立足北京、面向全国的商业零

售企业，目前，首商集团的业态主要为大众时尚百货和专营专卖。近年来，首商集团强化品牌结构调整，有效推动公司定位性品牌提升，将春、秋两季的调整作为各企业品牌结构性调整工作的重点。2013年公司品牌总数合计5个，经营面积达44万平米。随着公司各企业定位性品牌的引进，置后品牌的淘汰，以及存量品牌的移位与重装，公司各品类经营结构持续优化，各卖场商品布局更趋合理。首商股份重组后，通过统一内部管理体制，确定了设立西单品牌总部、建立公司三级管控模式的方案，即首商股份——品牌企业——门店制。公司通过管理体制调整工作，进一步优化了组织结构、理顺了责权关系、规范了编制设置，为公司业务发展提供了良好基础。

（3）汽车、油品销售

汽车销售和油品销售分别由北京首汽汽车修理有限公司和中油首汽石油销售公司运营。北京首汽汽车修理有限公司拥有一汽奥迪、一汽大众、一汽丰田、一汽马自达、上海大众、东风雪铁龙、北京现代、江淮瑞风、上汽汇众等汽车销售服务店10余家。2014年汽车销售收入23.47亿元，同比增长9.52%；2014年油品销售收入23.3亿元，同比增长13.30%。

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

4. 旅行社板块

计入公司旅行社板块的收入主要包括下属各旅行社业务收入以及景区景点管理业务中的门票收入。公司旅行社板块是公司重要的收入来源之一，近年来受益于国内旅游业良好发展，收入规模逐年增长。但受行业特点所限，旅行社行业利润很薄，基本是零利润经营，但为公司其他业务提供了重要的客源支持。2012～2014年，旅行社业务收入逐年上升，2014年实

现收入126.02亿元，同比增长28.17%，主要来自出境游及国内游收入增长；毛利率为4.25%，同比小幅下滑0.18个百分点。2015年1~3月，旅行社业务实现收入16.66亿元，同比下降5.18%；毛利率为5.40%，同比增加0.51个百分点。

表4 2012~2014年公司旅行社板块经营指标
(单位: 万元、人次)

项目	2012年	2013年	2014年
入境游收入	42363	34701	44831
出境游收入	397216	494711	675584
国内游收入	459207	455312	539778
入境游人数	608482	424758	548907
出境游人数	1043935	1020571	1378196
国内游人数	4859699	3769101	6540338

资料来源: 公司提供

(1) 旅行社业务

公司下属旅行社主要为中国康辉旅行社有限责任公司(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”)等。

康辉旅行社创建于1984年,是国家特许经营中国公民出境旅游的组团社。经过20几年的发展,康辉旅行社已成为中国大型旅行社集团企业之一,全国控股分子公司发展到200余家。2010年1月,“康辉”被国家工商总局认定为“中国驰名商标”。近年来,康辉旅行社充分整合地方政府资源,借助政府优势提升自身品牌优势,先后与黄山、山东、东莞和成都等旅游目的地政府签订了战略合作协议,获得当地政府的奖励,提升了康辉的品牌知名度。同时,康辉旅行社首创以旅行社托管景区模式,于2011年4月份与秦皇岛祖山景区签定委托管理合同并全面接管祖山景区,为康辉旅行社走向景区管理市场打下了良好基础。2014年康辉国旅实现营业收入90.35亿元,同比增长14.32%;实现利润总额0.17亿元,同比增长6.25%。

神舟旅行社是由原北京中国国际旅行社、北京市中国旅行社、北京海外旅游公司、北京市旅行社、神州国际旅游公司、方舟旅行社等

旅行社及相关企业重新组建而成,主要从事入境业务、国内旅游业务和出境旅游业务。近年来,神舟旅行社连续入选中国旅行社100强排名前十位。2014年,神舟国旅实现营业收入18.61亿元,利润总额90万元。

公司其他旅行社品牌还包括中国海洋国际旅行社、北京星晨方舟国际旅行社和北京首旅高雅旅行社等。

(2) 景区景点管理业

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

首旅酒店旗下海南南山文化旅游开发有限公司(以下简称“南山文化”)拥有的南山景区,以独特的山景、海景和佛教文化为依托,拥有国内最大的素食餐厅,是国家著名AAAA级风景区。2014年南山景区实现收入3.46亿元,利润总额0.84亿元,较上年变化不大。

5. 汽车服务业

公司汽车服务业板块业务收入仅包括首汽股份的汽车客运、修理、租赁;汽车及油品销售收入计入公司商品销售板块。2012~2014年,公司汽车服务业收入呈现波动下降的趋势;2014年实现收入13.97亿元,同比下降8.87%,主要由于汽车客运市场增长潜力有限,外埠客运市场出现下滑影响。2012~2014年,该板块毛利率逐年下降,2014年为25.98%,同比下滑1.43个百分点,主要受油价上涨以及汽车保有量上升带来的经营成本上升影响。2015年1~3月,汽车服务业务实现收入3.97亿元,同比增长2.32%;毛利率为28.72%,同比增加2.43个百分点。

公司汽车服务业经营实体是首汽股份。首汽股份集汽车出租、汽车租赁、汽车销售和维

修服务、汽车油品供应于一体，拥有全国唯一的国宾车队。首汽股份在与友联汽车成功实现重组后，出租汽车已超过10000辆，是全国接待能力最强的汽车公司之一。近年来，首汽股份的制度创新和技术创新初步完成了内控体系的搭建，实现了企业的闭环管理、授权管理和职责管理的管理体系，使管理者在安全管理、服务质量和资产质量管理方面形成了统一的评价标准。经过有关部门认定，首汽股份的服务规范已经转化成为了北京市地方标准（DB），为城市出租车行业标准的建设做出了重要贡献，企业的社会效益得到进一步提高。

2014年全国经营网点新增42家，累计总数达到86家，分布在全国26个省市，车队规模达到8670辆，年增幅71.78%。首汽租车在全国行业排名已经从第五位上升到第三位。市场销售范围进一步扩大。

6. 物业销售、租赁业务

公司物业板块收入主要由房地产开发销售以及租赁业务构成。2012~2014年，公司物业销售、租赁业务收入随楼盘销售进度变化有所波动，分别为8.62亿元、29.38亿元和18.61亿元。其中，2013年该板块收入同比增长240.84%，主要是因为公司E5霞公府高级公寓（北京饭店二期扩建项目一部分）于2013年开盘销售，当年实现18.77亿元收入；2014年公司房地产销售板块实现销售收入6.57亿元，主要来自霞公府及广顺苑项目的销售。由于公司开发的房地产项目以及租赁的物业多位于北京市中心城区或核心商业区，销售价格及租金处于高位，导致该板块毛利率保持较高水平，2014年为63.51%，同比增加15.42个百分点，主要受益于公司提高物业标准，加强物业服务，使得平均盈利水平有所上升；该板块实现毛利润对公司主营业务毛利润的贡献率为12.60%。

表5 2012~2014年公司物业销售、租赁业务收入情况
(单位：万元)

业务划分	2012年	2013年	2014年
房地产销售	3815.76	203438.32	65652.43
物业租赁	82378.91	86714.22	120405.14
合计	86194.67	290152.54	186057.57

资料来源：公司提供

(1) 房地产开发销售

公司房地产销售板块经营主体包括：北京紫金世纪置业有限责任公司（紫金置业）、华龙旅游实业发展总公司（华龙实业）、北农集团等。2014年公司实现房地产销售收入6.57亿元，同比有所下降，主要是2013年E5霞公府高级公寓（北京饭店二期扩建项目一部分）开盘销售，当年实现18.77亿元收入；2014年受行业政策影响，公司房地产销售进度有所放缓。

公司目前在建项目包括华龙美珏、天天家园、于家务乡次中心一期项目级 E5 霞公府高级公寓，计划总投资 88.31 亿元，截至 2015 年 3 月底已完成投资 77.10 亿元。其中，霞公府项目体量较大，隶属于公司下属紫金置业（公司持股 76%）。该项目为集商业、酒店和服务式公寓、会议中心、高档公寓、停车场以及综合配套设施等为一体的高档综合类物业。该项目位于天安门正东 300 米，北京饭店南侧，整体为由东向西相连的 E3、E4、E5 三块地块组成，其中 E5 为霞公府高级公寓，由南、北两栋 7 层楼座组成，主力户型为 440-590 平方米的三居室和四居室。霞公府高级公寓共 74 套，面积约 35073 平方米。截至 2015 年 3 月底，已销售 32 套，面积为 15148 平方米，均价 9.86 万元/平方米。以预计均价为 13.7 万元/平方米基础，预计该项目未来总收入约为 27 亿元。

表6 目前公司在建房地产开发项目情况

项目	开发主体	项目简介	项目进展
----	------	------	------

华龙美钰项目	华龙实业	项目位于宣武区右安门内半步桥街60号,共3栋楼,其中1、3号为住宅楼,2号为综合楼。总建筑面积约91422㎡,住宅总面积约为5.85万㎡,住房总套数627套。	该项目2008年10月施工建设,预计项目总投资105,384万元,预计总收入221519万元。截至2015年3月底,已完成投资96534万元,完成销售额94112万元销售。目前该项目已完工并办理了竣工备案手续,支付的资金为项目合同余款。
天天家园项目	华龙实业	北京市东城区沙子口路甲48号院,规划建筑总面积约3万平方米,为普通住宅项目。	该项目2012年12月施工建设,采用项目公司管理模式,由专门的人员进行财务核算。预计项目总投资46948万元。截至2015年3月,已完成投资26845万元。
通州区于家务乡次中心一期项目	北京紫峰房地产开发有限公司	北京紫峰房地产开发有限公司2013年11月4日以81000万元摘得通州区于家务乡次中心一期地块,该地块供地方式为“七通一平”,具体四至范围是:东至渠头东路,南至大德路,西至张风路,北至永东路。具体规划技术指标如下:总用地面积233057平方米,其中:建设用地面积129786平方米;代征城市公共用地面积103271平方米。建筑控制规模231222平方米,其中:居住用途规模中78000平方米用于建设经济适用房,销售限价为5000元/平方米;剩余居住用途的商品住房销售限价为10000元/平方米。	截至2015年3月底,公司已经拿到了市发改委确定的立项批文,并取得了建设工程规划许可证、用地规划许可证及土地使用权证。目前正在积极办理取得规划调整复函及环评、交评等前期事项;设计方面已完成总平面设计图并根据规划进行重新调整,目前正在进行图纸深化设计相关工作,出具了部分楼座图纸,并开始做施工图审查;营销方面目前申购及现场核实工作已完成,目前正与建委及相关单位沟通,为销售摇号做准备。前期销售推广的工作也按计划进行,销售大厅已建设完成并已正式启用,路牌广告也已经发布;施工方面正在深化调整施工方案和施工进度时间表及现场施工管理工作,并对施工现场进行清理,搭建现场围挡,已开始做临时道路施工。成本管控方面正在调整项目估算,进一步夯实项目成本预算。已经开始进行项目的招标管理工作,与招标公司进行了初步沟通,合同条款双方正在协商中。
北京饭店二期扩建项目	紫金置业	项目系北京饭店二期改扩建工程,预计开发建设项目总投资为48.3亿元,基坑总承包方为中国建筑第八工程局,地上地下结构工程总承包方为北京城建集团,精装修工程总承包方为北京建工集团。该项目包含一部分豪华公寓商品房项目。	E5霞公府公寓、地下整体已于2011年12月31日完工,并办理了竣工验收备案手续。该公寓共74套,面积约34684.61㎡。截至2015年3月底,已销售32套,面积为15148㎡,均价9.86万元/㎡。以预计均价为13.7万元/㎡基础,预计该项目未来总收入约为27亿元。

资料来源:公司提供

表7 截至2015年3月底,公司房地产在建项目投资计划(单位:万元)

项目名称	总投资	资金筹措方案		截至2015年3月底已投资	2015年4-12月	2016年	2017年以后
		自筹	贷款				
华龙美钰	105384	105384	--	96534	8850	--	--
天天家园	46948	46948	--	26845	10347	9756	
通州区于家务乡次中心一期项目	175642	125642	50000	95300	38291	35198	6853
北京饭店二期扩建项目	555174	490174	65000	552271	2903	--	--
合计	883148	768148	115000	770950	60391	44954	6853

资料来源:公司提供

总体来看,公司房地产销售业务收入对公司整体收入规模有一定贡献。同时,联合资信

关注到公司房地产板块经营易受国家宏观调控的影响。公司未来房地产相关业务的投资规划将以发展旅游地产为主，并不断推出地产物业精品、着力打造地产物业品牌。公司房地产业务未来具体投资项目尚未最终确定。

（2）物业租赁

公司物业租赁业务主要是由下属商业企业（首商集团），物业出租企业（古玩城集团）、写字楼出租企业（凯威大厦、燕京大厦等）、饭店企业（共涉及20余家饭店）经营。2012~2014年公司物业租赁业务收入逐年增长，年均复合增长20.90%，2014年实现收入12.04亿元，同比增长38.85%，主要是金源新燕莎MALL在全面改造提升物业商业价值基础上店面转租的收入增长所致。

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

公司全部租金收入均体现在租赁业务板块，2014年度，公司商场（不含写字楼）租金收入7.06亿元，同时支付租赁费合计近3亿元。公司租赁的门店只部分用于对外转租，另一部分用于与厂家采用联营销售、代销等方式经营，销售部分取得的收入体现在公司商品销售的板块中，不计入公司租赁业务板块。

7. 文化娱乐业务

公司文化娱乐业务包括文化娱乐业和会展业务。2012~2014年，该业务板块收入呈逐年增长态势，但整体规模较小。2014年实现收入1.56亿元，同比增长6.12%；毛利率59.62%，同比减少21.86个百分点。近三年，公司文化娱乐业务板块盈利水平逐年下滑，主要由于展会市场较为低迷，公司通过价格营销手段吸引客流。

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

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

8. 其他业务

公司其他业务收入包括首付通卡手续费收入、物业输出和物业管理等。2014年公司实现其他业务收入2.97亿元。

首付通卡业务主要由首采联合经营。首付通商旅卡是由首采联合组织公司旗下优质商户发行的商旅服务业会员卡，可实现在公司所属332家营业场所消费，业务涵盖：商场、餐饮、酒店、度假村、旅游及票务、珠宝及古玩、汽车服务、食品、娱乐及休闲、体育及健身等领域。首采联合依托公司五大板块内实体资源及旗下优势品牌和广泛社会资源，通过“首付通”储值卡业务，第三方支付业务、电子商务及积分会员服务等在B2B、B2C以及C2C领域拓展扩张，实现线上线下旅游消费多功能服务。2013年，公司完善“首付通卡”营销功能，与公司41家酒店餐饮企业签订持卡消费优惠及尊享服务协议，推出“美食攻略”，设置持卡消费贵宾通道，促进“首付通卡”在各板块的均衡消费，有效带动了资源整合和客源共享；互联网支付累计交易1万笔，累计交易金额3.36亿元。

公司第三方支付平台的盈利模式包括向接入商家收取手续费、向客户及银行收取交易收取费（参照银行POS收单费率表）以及沉淀资金的运作收入（主要是利息收入）。

2011年12月31日，首采联合获得中国人民银行签发的《支付业务许可证》，业务类型为：预付卡发行与受理（仅限北京市）、互联网支付（全国）。《支付业务许可证》又被业界称为“第三方支付牌照”。该牌照的获得是公司第三方支付业务发展的重要基础和保障。

9. 经营效率

从资产运营效率看，受行业经营特点影响，公司应收账款和存货规模相对较小，近三年销售债权周转次数和存货周转次数一直保持较高水平，三年平均值分别为45.28次和8.48次，2014年分别为43.97次和9.57次。近三年公司总资产周转率保持稳定，2014年为0.87次。总体看，公司经营效率正常。

10. 未来发展

（1）未来发展战略和规划

根据公司制定的“十二五”发展规划，未来公司将坚持“中国服务”理念，以“品牌+资本”为核心，以“调整结构、创新经营、强化管理”为主题的经营管理方针。具体来看，未来公司各主要板块要协调发展，形成更加明显的市场优势。酒店服务板块重点完善品牌体系与布局，积极引进国际知名管理品牌，努力打造自主管理品牌，形成高档、中档、经济型酒店三级运营体系和覆盖全国的经营网络。旅零售商业板块大力推动在国内重要城市奥特莱斯直营店的连锁发展，还要发展都市高档百货、购物中心，主题专营店以及国际一线品牌代理分销等业务，初步形成不同业态的连锁体系。餐饮板块，全聚德股份继续推动在全国店面网点布局，同时推动仿膳、丰泽园、四川饭店等品牌的升级策划，实现多元品牌发展。东来顺集团要进行品牌细分，建立规范的连锁管理系统，清理低效店面，迅速拓展高效益店面网络。旅游旅行板块抓住现代旅游服务业迅猛发展的机遇，运用差异化策略，建立能够赖以加速发展的新型

核心业务。汽车服务板块的投资重点是汽车租赁业务的全国拓展和汽车4S店、出租运营车辆规模的扩张；旅行及景区板块主要构建以休闲度假目的地为核心业务、以旅游地产开发为主盈利点的大型综合性项目。

（2）拟建在建投资项目分析

未来公司投资项目主要包括现有酒店改造（燕翔饭店）、酒店建设（海南悦榕庄）、环球影城、旅游景区开发、汽车服务业发展等。目前公司主要在建和拟建项目计划总投资合计约484.12亿元，其中自筹资金比例为35.44%，贷款资金占比约46.56%。截至2015年3月底，在建和拟建项目已完成投资57.72亿元，2015年4~12月公司预计投资支出总计110.71亿元，2016年公司预计投资支出总计74.00亿元。

环球影城项目位于通州文化旅游区。公司与其它三家企业共同出资设立北京首寰投资（公司持股比例40%，纳入合并报告范围），由北京首寰投资负责项目建设。环球影城旨在通过引进国际知名的“环球影城主题公园”品牌，突出中国文化特色、融合世界多元文化，将世界先进的主题公园设计理念和游乐技术与中国文化元素相融合，引进、创意、设计并建设一座国际最高水平的大型主题公园。主题公园及度假区总占地约400公顷，其中主题公园占地约100公顷，包括20多个娱乐景点以及驻场演出、彩车巡游和烟火表演等表演节目，同时配餐、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，目前已竞得了通州旅游地块土地使用权，预计2015年开始动工，2018年建成，2019年开始试营业。一期核心区项目预计总投资297亿元。一期核心区项目建成后，预计年均接待游客1000万人次，年营业收入超过68亿元，包括门票收入、商业、酒店及停车服务收入等。

燕翔饭店改扩建项目将建成一个商业综合体，由超五星奢华的北京诺金饭店、国际5A级高档办公楼以及谭阁美商务精品饭店组成。该项目将在丽都区域内构成一个以新的“诺金”品

牌为中心的多元化商业区域，基本达到对高、中档商务客源的覆盖；高档办公楼则因可吸引众多高端商户入驻办公。项目占地面积为2273平方米，总建筑面积为166293平方米，其中地

上面积为108766平方米，地下面积为57527平方米。

表8 截至2015年3月底，公司主要拟建在建工程情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金筹措方案		截至2015年3月底已投资	2015年4-12月	2016年
		自筹	贷款			
南山景区升级开发项目	68830	35830	33000	9559	2400	28000
燕翔饭店改扩建项目	297800	100000	197800	209438	57516	30846
海南悦榕庄二期项目	257790	257790	--	37759	6572	8351
首汽租车投资发展项目	99103	99103	--	8651	90452	--
华龙地产二级开发项目	871100	--	--	--	400750	73206
通州地块开发项目	190607	5000	185607	93488	82145	14974
野生动物园新建自驾散放区及部分设备设施提升完善项目	86000	30100	55900	11843	3597	30000
环球影城	2970000	1188000	1782000	206418	463636	554636
合 计	4841230	1715823	2254307	577156	1107068	740013

资料来源：公司提供

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

房地产方面，华龙地产二级开发项目位于北京市顺义区，拟开发建设养生、养老综合性服务社区。项目计划总投资87亿元，2015年预计投资40亿元。通州区地块开发项目计划开发自住型商品房和经济适用住房，住宅物业部分总建设套数为2499套，其中自住型商品房1171套，经济适用住房1328套。

总体看，公司拟建和在建项目投资规模大，未来面临的筹资压力重。

总体看，公司近年来通过对下属各大业务板块进行资源整合，形成了完整的商贸旅游服务产业链和全面的配套能力，规模竞争实力逐

步增强。2013年以来，受中国经济下行压力增大、政府严控“三公消费”政策、同业竞争加剧及电商分流等综合因素影响，公司主营业务收入及盈利能力略有下滑。公司拟建及在建项目投资规模大，未来面临的筹资压力重。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012~2014年财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见审计报告；2015年一季度财务数据未经审计。

从合并范围看，2013年底纳入公司合并报表范围内二级全资及控股子公司共计50家，较2012年新增2家，分别为北京首都旅游集团财务有限公司和北京首寰文化旅游投资有限公司。2014年底纳入合并报表范围内二级全资及控股子公司较2013年因股权处置减少2家，分别为世纪证券有限责任公司（以下简称“世纪证券”）和北京晨钟暮鼓置业有限公司，公司当期净资产合计变动8.35亿元，合并报表范围变化对公

司财务数据可比性有一定影响。

截至2014年底，公司（合并）资产总额459.12亿元，所有者权益合计157.84亿元（含少数股东权益67.60亿元）；2014年公司实现营业收入383.23亿元，利润总额15.80亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额480.22亿元，所有者权益合计158.36亿元（含少数股东权益68.81亿元）；2015年1~3月公司实现营业总收入87.49亿元，利润总额1.09亿元。

2. 资产质量

2012~2014年，公司资产总额稳步增长，年均复合增长率为12.27%。截至2014年底，公司资产总额459.12亿元，同比增长9.98%；其中流动资产合计占32.83%，非流动资产占67.17%，资产构成以非流动资产为主。

流动资产

2012~2014年，公司流动资产年均复合下降8.59%；2014年底为150.71亿元，同比下降21.93%，主要由于当期世纪证券不再纳入合并范围所致。截至2014年底，公司流动资产以货币资金（占43.22%）和存货（占25.69%）为主。

2012~2014年，公司货币资金波动下降。截至2014年底，公司货币资金65.13亿元，同比下降18.29%，构成主要为银行存款（占97.76%）。同期，公司使用受限的货币资金为7.15亿元，主要为存出保证金，存放中央银行法定准备金、单用途商业预付卡存管资金等。

2012~2014年，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产波动下降。截至2014年底，公司交易性金融资产0.28亿元，全部为交易性权益工具投资，同比大幅下降主要由于世纪证券不再纳入合并范围所致。

2012~2014年，公司应收账款基本保持稳定。截至2014年底，公司应收账款8.29亿元，同比下降7.71%，构成主要为银行和国内外旅行社未结算的信用卡费和旅行团费。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄在1年以内的占82.28%（主要为各子公司在餐饮、物业

租赁、商品销售等业务中形成的应收账款），1~2年的占2.00%，2~3年的占0.24%，3年以上的占15.48%，账龄较短；公司当期计提坏账准备0.50亿元，综合计提比例为5.72%。

2012~2014年，公司预付款项波动下降，年均复合下降2.78%。截至2014年底预付款项为11.20亿元，同比上升1.60%，构成主要为旅游团预付的团费、机票费等；其中账龄在一年以内的占比为79.47%，1~2年的占4.89%，2~3年的占0.59%，3年以上占15.05%。预付款项超过一年未收回的主要为预付尚未结算的工程款、预付门票分成款、水泥专项资金等。

2012~2014年，公司其他应收款年均复合增长5.47%。截至2014年底，公司其他应收款19.80亿元，同比下降3.89%，构成主要是往来款和项目保证金等；采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，其中账龄在一年以内的占比为8.42%，1~2年的占比17.59%，2~3年的占比为67.19%，3年以上的占比为6.80%，账龄有所延长。公司当期计提坏账准备0.99亿元，平均计提比例7.27%，计提比例不高。总体看，公司部分其他应收款可能存在一定的风险。

2012~2014年，公司存货逐年下降，年均复合下降17.83%。截至2014年底，公司存货38.72亿元，同比下降5.31%，主要为房地产开发成本及开发产品的下降；从构成来看，房地产开发成本、开发产品和库存商品分别占55.62%、20.61%和18.92%。截至2014年底，公司计提存货跌价准备余额0.05亿元，存货净额为38.72亿元。

2012~2014年，公司其他流动资产波动增长。截至2014年底，公司其他流动资产7.23亿元，同比上升67.14%，主要来自委托贷款的增长（新增3.75亿元）。2014年4月，根据首旅发[2014]36号批复，子公司首旅置业为其联营单位钟鼓楼京苑置业有限公司提供3.24亿元委托贷款，期限14个月，贷款年利率10%。2014年12月，子公司首旅酒店通过工商银行向宁波南苑提供5000万元委托贷款，年利率6.5%。该笔委

托贷款已于2015年1月20日收回。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产呈现较快增长趋势，年均复合增长率为29.51%。截至2014年底，公司非流动资产308.40亿元，同比增长37.43%；构成主要以固定资产（占40.09%）和在建工程（占14.16%）为主。

2012~2014年，公司可供出售金融资产快速增长。截至2014年底为6.17亿元，同比明显增长，主要系公司根据财政部修订的《企业会计准则第2号-长期股权投资》，将原按成本法核算的长期股权投资重分类至可供出售金融资产所致。

2012~2014年，公司长期应收款快速增长。截至2014年底，公司长期应收款为20.59亿元，其中包括融资租赁1.09亿元，应收北京财富花园房地产开发有限公司（以下简称“财富房地产”）款项19.50亿元。2014年6月，以子公司东方信德为投资主体，以19.50亿元价格收购财富房地产开发有限公司的位于北京市朝阳区孙河乡康营中街的财富城堡南区的25栋（共计4.3万平方米）优质毛坯别墅。合作内容：东方信德与财富公司、北京财富房地产开发集团有限公司（以下简称“财富集团”）和王喆共同签署了财富公馆项目《合作开发协议》。项目地块共计建设82套独栋房屋，财富房地产已合法取得财富公馆项目地块的开发建设权。东方信德投资19.5亿元，取得项目地块内规划建筑编号D57至D81号，共25栋房屋及其对应的土地使用权（建筑面积合计约为43342平方米，以下简称“分配物业”）全部权益，并就分配物业签署《北京市商品房现房买卖合同》。东方信德有权自持分配物业，也有权以财富房地产的名义对外销售分配物业的全部或部分。担保措施：财富房地产法定代表人王喆为其履行合作协议及相关交易文件项下义务向东方信德提供不可撤销的连带责任保证担保。财富房地产股东财富集团以其所持有的财富房地产55%的股权为其履行上述合作协议及相关交易文件项下义务向东方信德提

供不可撤销的质押担保并已办妥相关质押登记手续。财富房地产承诺分配物业将于2015年11月30日之前竣工验收备案，并向东方信德交付全部符合约定标准的分配物业，在2016年1月31日之前取得产权初始登记。截至目前，项目尚在建中。

2012~2014年，公司长期股权投资稳定增长，年均复合增长10.67%；截至2014年底为35.91亿元，同比增长15.15%，主要来自对联营公司股权投资的增长，包括上海古胤（新增7.30亿元）和民生信托（新增1.70亿元增资）。2014年，公司以约7.3亿元交易对价收购上海古胤49.2%的股权，截至2014年底已完成工商变更手续。上海古胤注册资本2亿元人民币，经营范围包括房地产开发、实业投资、投资管理、资产管理等，拥有面积430761.30平方米的四个项目地块土地使用权。截至2014年底，上海古胤资产总额29.82亿元，净资产14.85亿元。公司长期股权投资构成主要为对酒店、旅行社、房地产等于主业相关的投资，2014年公司计提减值准备0.21亿元。

2012~2014年，公司固定资产年均复合增长11.46%。截至2014年底，公司固定资产原值227.42亿元，构成主要为下属酒店的房产以及配套机器设备；公司固定资产累计折旧101.60亿元，计提减值准备2.18亿元。公司多数酒店房产取得时间早，均按照历史实际成本入账，大部分酒店地处北京市核心区域，地理位置优越，升值潜力强。

2012~2014年，公司在建工程快速增长，年均复合增长143.73%。截至2014年底，公司在建工程为43.66亿元，同比大幅增长208.47%，主要来自环球影城项目（新增19.57亿元）、燕翔酒店改扩建工程（新增9.50亿元）、绿野晴川自驾散放区（新增1.13亿元）及华龙实业延庆露营公园一期工程（新增1.08亿元）的增长。

2012~2014年，公司无形资产年均复合增长13.46%。截至2014年底，公司无形资产27.30亿元，同比下降3.46%，构成主要为土地使用权（占

93.97%)。

2012~2014年,公司其他非流动资产快速增长。截至2014年底,公司其他非流动资产31.47亿元,同比大幅增长,主要来自委托贷款的增长(新增21.83亿元)及预付工程款(新增2.56亿元)的增长。2014年5月,公司向达芬奇家居股份有限公司(以下简称“达芬奇家居”)提供2年期15.00亿元委托贷款,利率不低于14%。达芬奇家居以其自由存货和15.00亿元应收账款的债权作为质押担保。2014年12月,公司向上海古胤提供6.90亿元委托贷款,期限2年,年利率10%。上海古胤以其430761.30平方米土地使用权为委托贷款提供抵押担保。

截至2015年3月底,公司资产总额480.22亿元,较2014年底上升4.60%。其中流动资产和非流动资产占比分别为30.06%和69.94%,流动资产比重小幅下降,主要为货币资金及其他应收款的下降;非流动资产进一步增长至335.88亿元,主要来自固定资产(合并范围新纳入南苑股份所致)、在建工程(燕翔项目持续投入)及无形资产(合并范围新纳入南苑股份所致)的增长,其他科目较2014年底变化不大。

总体看,近年来公司资产总额整体稳步增长,资产构成稳定。流动资产中货币资金及存货(房地产开发成本及开发产品为主)规模大;非流动资产方面,公司酒店房产占固定资产的比重大,且以实际取得的较低成本入账,考虑到公司大部分酒店房产地处北京市核心区域,升值潜力强,公司资产质量良好。2014年以来,以房地产开发有关委托贷款规模大幅增长,对公司资金有一定占用。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年,公司所有者权益稳定增长,年均复合增长率为13.75%。截至2014年底,公司所有者权益合计157.84亿元(其中少数股东权益67.60亿元),同比增长22.68%;其中少数股东权益增加20.38亿元,主要由于:①公司与

其它三家企业共同出资设立北京首寰投资(公司持股比例40%),2014年股东增资导致少数股东权益增加19.80亿元;②全聚德定向增发3.5亿元引入战略投资者。截至2014年底,归属母公司所有者权益中,实收资本占29.95%,资本公积占16.19%,盈余公积占4.59%,未分配利润占5.31%;公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占比下降至51.17%,少数股东权益占比上升至42.83%。截至2014年底,公司实收资本同比增长4.42%,主要系2014年10月及12月分别收到北京市人民政府国有资产监督管理委员会拨付的2014年国有资本经营预算资金1亿元,增加国家资本金共2亿元。

截至2015年3月底,公司所有者权益合计158.36亿元(其中少数股东权益68.81亿元);其中,公司未分配利润下降至7.36亿元,主要为综合收益的下降,其他科目较2014年底变化不大。

总体看,公司少数股东权益占比上升,所有者权益稳定性有所下降。

负债

2012~2014年,公司负债规模持续增长,年均复合增长率为11.52%。截至2014年底,公司负债合计301.27亿元,同比增长4.32%;其中流动负债占84.72%,非流动负债占15.28%,负债结构不尽合理。

2012~2014年,公司流动负债年均复合增长17.66%。截至2014年底,公司流动负债合计255.23亿元,同比增长6.56%;构成主要以短期借款(占比为25.76%)、其他应付款(占比为17.42%)和其他流动负债(占比为24.21%)为主。

2012~2014年,公司短期借款逐年较快增长,年均复合增长31.26%。截至2014年底,公司短期借款65.75亿元,其中信用借款占70.42%,保证借款占29.35%。

2012~2014年,公司应付账款年均复合下降2.82%。截至2014年底,公司应付账款23.47亿元,同比略有下降,构成主要为商品销售货款、

旅行社应付机票款及团费等；账龄在1年以内的占92.59%。

2012~2014年，公司预收款项年均复合下降26.19%，主要为预收房费、团费、定押金等。截至2014年底，公司预收款项21.27亿元，同比下降25.06%，主要由于北京饭店和华龙实业预售房款结转所致；账龄在1年以内的占83.46%。

2012~2014年，公司其他应付款年均复合增长4.88%，主要为应付的土地出让金、预收的拆迁补偿款、保证金等款项。截至2014年底，公司其他应付款44.46亿元，同比下降18.51%，主要由于世纪证券股权转让完成进行损益结转所致。其他应付款中金额较大的主要包括北京市西城区房改办存入保证金（5.00亿元）以及天天家园拆迁补偿款（3.65亿元）；账龄在1年以内的占31.31%。

表9 截至2014年底公司其他应付款前五名单位

单位名称	金额 (万元)	款项性质	占比 (%)
西城区房改办	50000.00	存入保证金	21.55
天天家园拆迁补偿款	36546.63	工程款	15.75
中国泛海控股集团 有限公司	24188.52	购房、车位订金	10.42
联营厂商押金、保 证金	23247.67	合同尚在履行	10.02
预计转让土地使用 权相关税费	18449.88	预计费用	7.95
合 计	152432.70	--	65.69

资料来源：公司提供

2012~2014年，公司一年内到期的非流动负债快速增长。截至2014年底为28.75亿元，同比增长163.90%，主要是一年到期的应付债券增长（6亿元“10首旅MTN1”、4亿元“10首旅MTN2”和18亿元“12首旅MTN1”）至28.54亿元所致。

2012~2014年，公司其他流动负债逐年大幅增长；截至2014年底为61.80亿元，同比增长217.99%，主要是公司发行42亿元短期融资券（30亿元“14首旅CP001”和12亿元“14首旅CP002”），15亿元短期私募债券，并兑付了16

亿元短期融资券（“13首旅CP001”）所致。

2012~2014年，公司非流动负债逐年下降，年均复合下降10.80%。截至2014年底，公司非流动负债46.04亿元，构成以应付债券（占53.99%）及长期借款（占30.30%）为主。

2012~2014年，公司长期借款快速增长；截至2014年底为13.95亿元，主要为燕翔饭店改扩建项目的固定资产贷款增加。

2012~2014年，公司应付债券逐年下降。截至2014年底，公司应付债券24.86亿元，同比下降34.28%，主要系公司将一年内到期应付债券转入一年内到期非流动负债核算所致。

2012~2014年，公司长期应付款稳定增长，构成主要为司机保证金、股东借款、公共维修基金、专项资金等。截至2014年年底，公司长期应付款3.07亿元，其中司机保证金1.87亿元。

2012~2014年，公司全部有息债务呈现较快增长趋势，年均复合增长率为39.89%。截至2014年底，公司全部有息债务增长至190.90亿元，其中短期债务占比进一步增长至79.68%，长期债务占比为20.32%。

表10 截至2015年3月底，公司存续期内债券明细情况

名 称	额 度	存续期	期限	债券种类
10首旅债	9亿元	2010/05/06- 2016/05/06	6年	企业债
10首旅MTN2	4亿元	2010/04/27- 2015/04/27	5年	中期票据
12首旅MTN1	18亿元	2012/10/18- 2015/10/18	3年	中期票据
14首旅CP002	12亿元	2014/10/15- 2015/10/17	1年	短期融资券
合 计	43亿元	--	--	--

资料来源：公开资料整理。

债务指标方面，2012~2014年，公司资产负债率波动中有所下降，三年平均值为66.87%；2014年底为65.62%，同比减少3.56个百分点；公司全部债务资本化比率逐年增长，三年平均值为51.09%，2014年底为54.74%，同比增长5.31个百分点；公司长期债务资本化比率逐年下降，三年平均值为23.24%，2014年底19.73%，同比下降5.16个百分点。

截至2015年3月底，公司负债合计321.86亿元，较2014年底增长6.83%，主要来自长期借款的增长；其中流动负债占78.92%，非流动负债占21.08%，流动负债占比较2014年底略有下降。截至2015年3月底，公司全部有息债务进一步增长至208.07亿元，同比增长49.73%；其中长期债务占比提升至27.56%；公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别提升至67.02%、56.78%和26.58%，较2014年底分别增加1.40个、2.04个和6.85个百分点。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，债务结构有待改善；近年来有息债务规模较快增长，整体债务负担有所加重。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业总收入年复合增长2.01%；2014年酒店、餐饮等板块受宏观经济政策影响收入略有下降，公司营业总收入同比下降2.35%。2012~2014年，受生产要素价格增长影响，公司营业成本年均复合增长3.24%；其中2014年为283.81亿元，同比下降0.21%。受营业成本增速高于同期营业收入增速影响，公司营业利润率呈小幅下滑趋势，近三年加权平均值为24.66%；其中2014年为23.99%，同比减少1.32个百分点。

2012~2014年，公司期间费用基本保持稳定，近三年期间费用率分别为22.81%、22.15%和21.99%。公司期间费用构成以管理费用（人工成本、折旧摊销费等）及销售费用（人工成本、租赁费等）为主，符合服务业行业特点；2014年占比分别为50.72%和41.44%。总体看，公司期间费用率水平较高，控制能力有待增强。

非经营性损益方面，2012~2014年，公司投资收益波动幅度较大，分别为10.71亿元（处置长期股权投资产生的收益）、3.61亿元和7.75亿元。2014年，公司投资收益7.75亿元同比增加4.14亿元，主要为处置世纪证券股权取得的投资收益。2012~2014年，公司营业外收入年均复合增长20.47%，主要来源于固定资产处置利得、

债务重组利得、政府补助利得以及其他利得；2014年公司取得营业外收入1.52亿元，同比增长21.04%，其中固定资产处置利得、政府补助利得以及其他利得分别为0.21亿元、0.94亿元和0.20亿元。2012~2014年，公司营业外支出波动较大，分别为6.86亿元、0.50亿元和0.57亿元；2012年营业外支出主要为债务重组损失。2012~2014年，公司非经营性损益（投资收益+营业外收入）占当期利润总额比重分别为80.82%、31.11%和58.65%，对利润总额贡献程度大。

从盈利指标看，2012~2014年，公司营业利润率呈小幅下滑趋势；2014年为23.99%，同比减少1.32个百分点，主要由于人工成本、食品、能源等生产要素价格不断上涨，对公司餐饮、酒店、旅行社板块影响较大，导致成本增加，挤压了企业的利润空间。2012~2014年，随公司债务规模较快增长，总资本收益率呈下降趋势，近三年加权平均值为6.13%；净资产收益率波动下降，加权平均值为7.05%；2014年上述两项指标分别为5.45%和6.18%，同比分别减少1.28个和2.05个百分点。总体看，公司盈利水平有所下滑，整体盈利能力较强。

2015年1~3月，公司实现营业总收入87.49亿元，较上年同期变化不大；利润总额1.09亿元，同比下降1.43%；公司营业利润率25.24%，同比小幅上升0.63个百分点。

总体看，2014年以来受宏观经济下行压力大、酒店及零售行业景气度下行、竞争加剧及电商分流等因素综合影响，公司营业收入及盈利水平均出现小幅下滑；期间费用水平高，对利润总额侵蚀大；投资收益波动大，非经营性损益对利润总额贡献程度大。公司整体盈利能力较强。

5. 现金流分析

2012~2014年，公司经营活动产生的现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金为主，近三年波动增长，年均复合增长1.35%。2014

年公司实现经营活动产生的现金流入量447.80亿元，同比下降2.16%。从收入实现质量看，近三年公司现金收入比有所波动，三年平均值为104.97%；2014年公司现金收入比为105.63%，同比上升4.19个百分点，经营获现能力较强。公司经营活动产生的现金流出量主要是购买商品、接受劳务支付的现金以及支付其他与经营活动有关的现金，2014年为428.48亿元，同比下降5.30%。公司收到及支付其他与经营活动有关的现金主要为收到及支付往来款、政府补助、利息收入、保证金、金融机构手续费等款项。2012~2014年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为14.61亿元、5.24亿元和19.32亿元。

2012~2014年，公司投资活动产生的现金流入量波动下降，年均复合下降0.66%；2014年为12.29亿元，其中收到其他与投资活动有关的现金10.48亿元，主要包括长期应收款收回、赎回理财产品、结构性存款等款项。2014年投资活动现金流出量大幅增至127.65亿元，其中购建固定资产支出及投资支付的现金主要为公司为完善各项经营配套设施对下属酒店及饭店进行的改扩建及装修工程；公司支付其他与投资活动有关的现金大幅增长至71.62亿元，主要包括公司发放委托贷款、支付借款、购买理财产品、处置世纪证券损失款（19.50亿元）等。2012~2014年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-7.04亿元、-11.78亿元和-115.36亿元。

2012~2014年，公司筹资活动前现金流量净额分别为7.57亿元、-6.54亿元和-96.04亿元。2013~2014年，公司经营活动产生的现金流量净额均未能满足当期投资支出需求。近年来，公司酒店升级改造项目较为集中，环球影城项目陆续推进进一步增加了资本支出需求，公司对外融资压力大。

2012~2014年，公司筹资活动现金流入量规模呈逐年增长趋势，2014年为201.11亿元，主要来自取得借款收到现金及吸收投资（子公司北京首寰投资吸收股东增资收到的现金）收

到的现金；筹资活动流出方面，2012~2014年，公司筹资活动产生的现金流出年均增长20.96%，主要为偿还债务支付的现金及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2012~2014年，公司筹资活动产生的现金流净额分别为-6.48亿元、19.11亿元和75.14亿元。

2015年1~3月，公司经营活动现金流量净额为0.03亿元；现金收入比为107.86%，较2014年增加2.23个百分点；投资活动现金净流量为-7.79亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金6.39亿元，主要来自燕翔酒店升级改造项目持续投入；筹资活动现金流量净额为2.00亿元。

综合看，公司经营活动现金流规模较大，收入实现质量较好；近几年下属酒店的集中改造扩建以及环球影院的投资加重了公司的资本性支出。2014年以来，公司发放委托贷款规模大幅增长对资金有一定占用。目前公司拟建在建项目投资规模大，未来面临的筹资压力进一步加重。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，公司流动比率和速动比率波动持续下降，三年平均值分别为73.27%和54.34%，2014年底上述两项指标分别为59.05%和43.88%，同比分别减少21.55个百分点和19.65个百分点。2012~2014年，公司经营现金流动负债比随经营现金流净额变化影响波动较大，近三年平均值为6.05%；2014年为7.57%，同比上升5.38个百分点。截至2015年3月底，公司流动比率和速动比率分别为56.82%和41.19%，分别较2014年减少2.22个和2.69个百分点。总体看，公司短期债务规模快速增长，短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年，公司EBITDA利息倍数有所下降，三年平均值为4.72倍；2014年为4.11倍，公司EBITDA对利息保护能力强；2012~2014年，全部债务/EBITDA三年平均值为4.19倍；2014年为5.01倍。总体看，

公司长期偿债能力强。

截至2015年3月底,公司及下属子公司对外担保余额0.02亿元,担保比率为0.01%,公司对外担保比率低,公司或有负债风险低。

截至2015年3月底,公司总部及各子公司共获得贷款授信总额度为388.94亿元,尚未使用的额度为299.51亿元,间接融资渠道畅通。

自2005年以来,公司已成功发行并兑付多期短期融资券以及中期票据等债务融资工具;此外,公司旗下拥有首旅酒店、首商股份和全聚德等3家上市公司。总体看,公司在资本市场具有较强的融资能力,直接融资渠道通畅。

7. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告(银行版),截至2015年5月18日,公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录,过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司是由北京市人民政府授权经营的国有资产投资主体,作为北京市旅游业的“龙头”企业,公司的发展得到了地方政府的大力支持。近年来,公司通过兼并重组,经营规模不断扩大,对下属各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。目前,公司资产质量优良,主营业务突出且收入规模大,债务负担适宜,整体偿债能力强。

总体看,公司整体抗风险能力很强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司发行本期中期票据拟发行额度为20亿元,在公司赎回前长期存续,且与其他债务融资工具特征接近,发行后将在现有全部债务的基础上增加20亿元有息债务,占2015年3月底长期债务和全部债务的34.89%和9.61%,

本期中期票据对公司现有债务规模有一定影响。

截至2015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67.02%、56.78%和26.58%。以2015年3月底财务数据为基础,在其他因素不变的情况下,预计本期中期票据发行后,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至68.34%、59.02%和32.81%,公司债务负担将有所加重。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014年,公司经营活动产生的现金流入量分别为435.92亿元、457.69亿元和447.80亿元,分别为本期中期票据发行额度的21.80倍、22.88倍和22.39倍;公司经营性净现金流分别为14.61亿元、5.24亿元和19.32亿元,分别为本期中期票据发行额度的0.73倍、0.26倍和0.97倍;公司EBITDA分别为32.68亿元、34.71亿元和38.08亿元,分别为本期中期票据的1.63倍、1.74倍和1.90倍。

总体看,本期中期票据对公司现有债务具有一定影响。公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力强。

十、重大诉讼

2007年4月25日,公司披露了酒店购买协议纠纷案胜诉及委托贷款纠纷案。

酒店购买协议纠纷案胜诉

2006年3月,公司与北亚房地产签署《哈尔滨华风国贸中心酒店(暂定名)之转让协议》,约定公司购买北亚房地产开发建设的哈尔滨华风国际商城项目内E座内酒店房产,交易价格为8亿元。2006年公司支付定金1.5亿元及预付款4.5亿元,共计6亿元,并通过原子公司黑龙江建国委托华夏银行向北亚房地产提供2亿元贷款。

北亚房地产至今未恢复E座酒店的工程建

设施工，工程建设处于全面停滞状态，不能提供履约担保，亦未能向公司提供上述债权人签署的承诺函。

由于北亚房地产拖欠黑龙江省卫健建筑工程有限公司、黑龙江华风建筑工程有限公司等工程款，华风国际商城项目67775.5平方米的国有土地使用权以及华风国际商城部分房产被法院查封。鉴于北亚房地产违约，公司向北京仲裁委员会提起仲裁，2007年4月10日北京仲裁委员会以（2007）京仲裁字第0307号裁决书裁定解除本公司与北亚房地产签订的上述转让协议；北亚房地产返还本公司预付款4.5亿元、双倍返还定金3亿元等。

2007年8月3日北京市高级人民法院出具了（2007）高民初字第160号民事判决书，判决北亚房地产于本判决生效之日起十日内偿还华夏银行股份有限公司北京中轴路支行贷款本金人民币2亿元及利息。同时判决北亚房地产所有的华风国际商城项目的全部国有土地677,715.5平方米使用权以及华风国际商城项目内A2、A3、B1、B2、C2、C3栋1-5层、D1、D2、D3栋1-5层、E栋1-19层、F栋1-5层、地下一层总计建筑面积218416.94平方米的房产享有优先受偿权。

鉴于上述情况，公司于2011年7月与北京东方信德投资有限公司（以下简称“东方信德”）达成了合作方案：即公司先将北亚房地产的全部债权协议转让给黑龙江建国，连同以股东借款形式提供给黑龙江建国收购华风在建工程的款项，累计形成对黑龙江建国约10.78亿元的股东借款债权；之后公司将对黑龙江建国的全部股权和债权一并转让给东方信德，整体退出华风商城项目，其中股权款项由东方信德一次性支付，债权款项由东方信德和黑龙江建国共同负责分期偿还。该方案已得到北京市国资委的同意批复。

2011年8月，公司收到东方信德支付黑龙江建国股权转让价款500万元，并办理了相应的工商变更手续。

公司在哈尔滨还有一笔长期经营亏损的投

资-黑龙江华龙广场有限公司（下称“华龙广场”，公司持股100%）名下的哈尔滨奥特莱斯购物中心项目，为实现公司整体退出在哈尔滨市全部投资，2012年公司与东方信德及其关联公司达成了系列协议，将持有的华龙广场全部权益转让给东方信德关联公司，2012年7月2亿元现金对价已经到账，华龙广场股权转让完成。有关司法债权的回收，公司和东方信德方正在共同推进司法程序中。联合资信将持续关注上述事项的进展情况。

十一、结论

中国经济持续增长，人均可支配收入不断增加，良好的外部环境带动了中国旅游业快速发展。“十二五”规划提出将推动现代服务业大发展作为产业结构优化升级的战略重点，从长期看，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，公司在区域行业中的领导地位，以及在经营规模、产业布局、品牌知名度等方面的显著优势。同时联合资信也关注到旅游行业景气度波动、公司管理链条较长、政府抑制“三公消费”政策等因素可能对其信用水平带来不利影响。

近年来，公司对下属主要经营主体进行了战略重组，业务涵盖了旅游主业“吃、住、行、游、购、娱”六大要素，形成了较为完整的经营产业链，规模优势进一步增强。

目前，公司资产质量优良，主营业务突出且收入规模大，盈利能力较强；近年来下属酒店的集中改造扩建以及环球影院的投资加重导致债务规模快速增长，整体偿债能力有所下降。

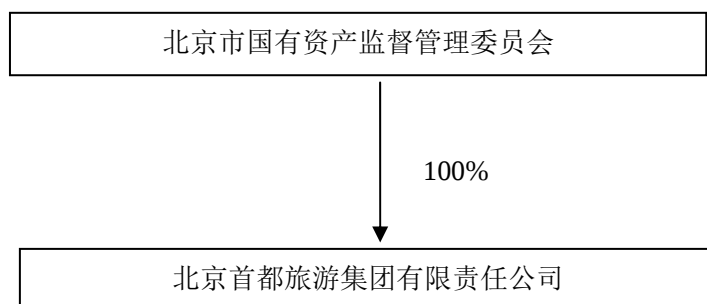
未来，伴随着国民人均收入增长和消费结构的升级，公司作为北京市唯一的综合性旅游企业集团，经营规模和盈利水平有望继续保持增长。

本期中期票据属债券创新品种，具有发行

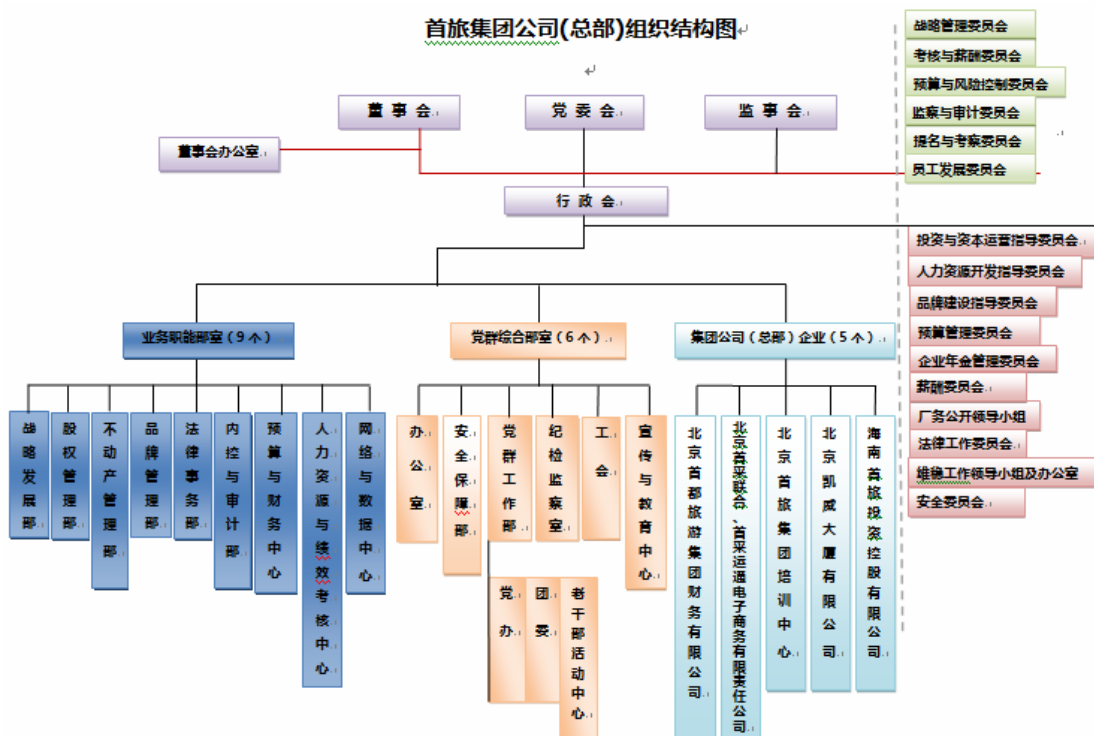
人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力强。

综合分析，公司主体长期信用风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件1-1 公司股权结构图



附件1-2 公司组织结构图



附件2 截至2015年3月底公司下属二级子企业（按合并口径）

序号	企业名称	持股比例（%）	注册资本	主营业务
1	首旅酒店	60.27	23140 万元	旅游服务及酒店
2	首旅置业	100.00	266277.95 万元	酒店、旅游及房地产
3	首汽股份	83.10	34167.66 万元	汽车运营、修理及租赁
4	北京展览馆	100.00	4655.91 万元	承办展览、酒店
5	华龙实业	100.00	10833.50 万元	饭店及旅游
6	康辉旅行社	51.00	7000 万元	旅游服务
7	北京饭店	100.00	70000 万元	酒店
8	长富宫中心	74.07	3590 万美元	酒店及写字楼
9	亮马河大厦	50.00	2800 万美元	酒店及写字楼
10	新世纪饭店	40.00	1925 万美元	酒店及写字楼
11	贵宾楼	60.00	1000 万美元	酒店
12	凯威大厦	100.00	1080 万美元	酒店及写字楼
13	西友集团	100.00	25450 万元	投资管理
14	斯博人才	100.00	200 万元	信息交流与咨询
15	上园饭店	100.00	638 万元	酒店及写字楼
16	全聚德	46.48	28312 万元	餐饮
17	首旅香港	100.00	15600 万港币	投资
18	京港国际	87.50	400 万港币	投资
19	兆龙饭店	100.00	5000 万元	酒店
20	首旅培训中心	100.00	200 万元	培训
21	聚全	100.00	3076 万元	餐饮
22	建国饭店	100.00	2300 万美元	酒店
23	金长城	100.00	640 万元	饭店管理
24	古玩城	100.00	17258 万元	投资管理
25	东来顺	100.00	6500 万元	餐饮
26	三亚国宾馆	100.00	10000 万元	旅游、餐饮服务
27	京凯怡	100.00	30000 万元	酒店
28	大运河俱乐部	97.00	1000 万元	娱乐
29	燕莎中心	40.64	46057.73 万元	物业出租
30	明阳和平	100.00	5440 万元	旅游
31	海旅控	99.67	15000 万元	旅游饭店
32	天伦万怡	100.00	20010 万元	酒店
33	颐和园宾馆	60.00	1465 万美元	酒店
34	鸟巢餐饮	100.00	500 万元	餐饮
35	利达汇通	100.00	4861.30 万元	房地产开发经营
36	丰盛世纪	100.00	30000 万元	房地产开发经营
37	北农集团	100.00	10000 万元	房地产开发经营
38	首采联合	100.00	10200 万元	商务服务
39	美国新斯维克	100.00	350 万美元	投资管理
40	法国新斯维克	100.00	33054 美元	投资管理
41	首商股份	57.78	65840.76 万元	商业
42	首采运通	100.00	4000 万元	电子商务
43	京诺投资	100.00	3000 万元	房地产开发
44	京海航程	100.00	45000 万元	投资管理
45	绿野晴川	100.00	18749.49 万元	投资管理
46	安麓酒店	40.00	98 万美元	动物驯养、旅游观赏
47	财务公司	100.00	100000 万元	酒店
48	北京首寰	40.00	330000 万元	财务公司

附件3 主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	68.90	82.26	58.27	51.96
资产总额(亿元)	364.22	417.46	459.12	480.22
所有者权益(亿元)	121.98	128.67	157.84	158.36
短期债务(亿元)	46.39	83.12	152.10	150.74
长期债务(亿元)	51.17	42.64	38.80	57.33
全部债务(亿元)	97.56	125.76	190.90	208.07
营业总收入(亿元)	368.31	392.46	383.23	87.49
利润总额(亿元)	14.55	15.63	15.80	1.09
EBITDA(亿元)	32.68	34.71	38.08	--
经营性净现金流(亿元)	14.61	5.24	19.32	0.03
财务指标				
销售债权周转次数(次)	49.04	45.25	43.97	--
存货周转次数(次)	6.23	7.76	9.57	--
总资产周转次数(次)	1.01	1.00	0.87	--
现金收入比(%)	108.62	101.44	105.63	107.86
营业利润率(%)	25.34	25.31	23.99	25.24
总资本收益率(%)	6.93	6.73	5.45	--
净资产收益率(%)	7.47	8.23	6.18	--
长期债务资本化比率(%)	29.55	24.89	19.73	26.58
全部债务资本化比率(%)	44.44	49.43	54.74	56.78
资产负债率(%)	66.51	69.18	65.62	67.02
流动比率(%)	97.82	80.60	59.05	56.82
速动比率(%)	66.72	63.53	43.88	41.19
经营现金流动负债比(%)	7.92	2.19	7.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.35	5.31	4.11	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.98	3.62	5.01	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	21.80	22.88	22.39	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.73	0.26	0.97	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.63	1.74	1.90	--

注：公司2015年一季度财务数据未经审计；销售债权周转次数(次)和总资产周转次数(次)计算时取值为营业总收入，存货周转次数(次)计算时取值为营业总成本；短期债务计算时已包含计入其他流动负债的短期融资券；现金类资产已剔除使用受限的货币资金。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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/主营业务收入×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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(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 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 北京首都旅游集团有限责任公司 2015 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。北京首都旅游集团有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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及相关信息，如发现北京首都旅游集团有限责任公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如北京首都旅游集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送北京首都旅游集团有限责任公司、主管部门、交易机构等。

