

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION
IMPACT
PLAN

旅游投资集团企业信用现状研究

联合资信工商评级二部



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、旅游投资企业定义及特征

旅游投资企业是指从事旅游项目投资的企业，通过投资、招商、规划、开发、建设、经营和管理旅游资源，以促进旅游业的发展。2010 年前后，随着旅游行业的快速发展，各省纷纷成立旅游投资集团企业，旨在通过整合区域内旅游资源，推动旅游产业的升级和转型，同时促进地方经济发展。近几年，旅游投资集团呈现下沉趋势，市级、区县级平台整合速度加快，多数企业承担区域内旅游资源的运营管理、景区及其他类型基础设施建设的职能。

本文梳理了市场上有存续公募债券的 62 家旅游投资集团企业（不完全统计），包括中央企业 2 家，省级企业 15 家，地市级企业 30 家和区县级企业 15 家。根据企业主营业务情况进行划分，主要分为两大类，旅游投资经营类企业和旅游投资开发类企业，不同类型企业具有不同的特征。

1. 旅游投资经营类企业

旅游投资经营类企业以从事经营性业务为主，兼顾一定的旅游项目投资、景区基建投资等，产业属性更强。业务范围主要涉及旅游及旅游相关业务的运营和管理，收入包括景区门票收入、索道收入、景区租赁物业管理收入、景区客运收入以及文创产品销售收入等，部分企业配套有酒店、餐饮、旅行社、免税品销售等业务。由于旅游业务规模较小、利润相对偏少，大部分旅游投资经营类企业还会开展其他业务投资，例如房地产开发、商业贸易等。

样本企业中该类业务属性的样本主体占比为 47%；代表性的企业有北京首都旅游集团有限责任公司、黄山旅游集团有限公司、无锡灵山文化旅游集团有限公司和浙江舟山旅游集团有限公司等。

2. 旅游投资开发类企业

旅游投资开发企业以从事景区或非景区类基础设施建设为主，辅以少量的旅游经营性收入，具有较强的城投属性。业务范围主要涉及区域内的城市基础设施建设、土地整理、景区的前期开发等。投资开发内容大致分三类：第一类为城市基础设施建设投资；第二类为景区初期的主体投资，包括景区土地开发、景点建设等；第三类为景

区配套基础设施，包括交通道路等。开发模式一般为企业代建、政府实施回购（主要指基础设施建设类投资）；地方政府作为项目委托方，对企业的支付模式形式较多：一种为按照一定频率向企业支付项目建设费用；一种为项目完结后政府分期回购；或者地方政府采用不同的支持措施维持企业的再融资能力，包括直接现金补贴、土地经营权授权、划入资产或成立旅游专项基金等，形成了政府信用的隐形支持。

样本企业中该类业务属性的样本主体占比为 53%；代表性的企业有西安曲江文化控股有限公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、湖北文化旅游集团有限公司和扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司等。

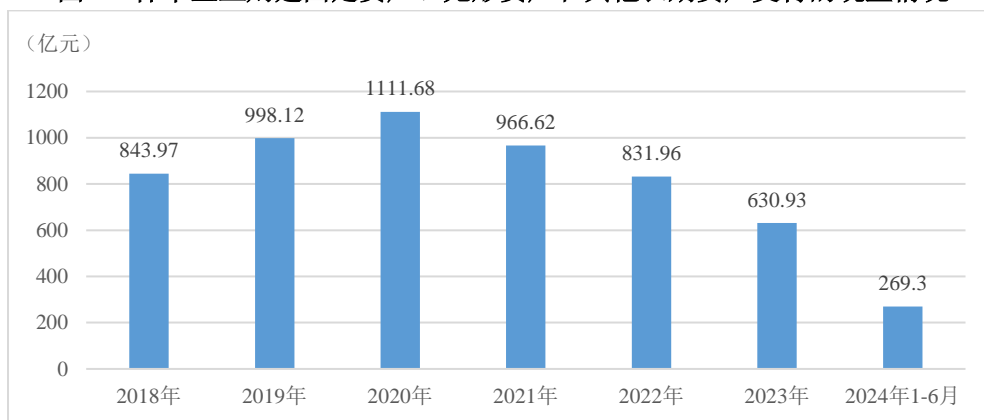
二、旅游投资企业运行现状分析

1. 投资现状

旅游投资集团企业作为旅游行业的主要经营及投资开发载体，在行业运行中发挥重要作用，多数企业呈现出“景区+配套设施+地产”复合型投资特点，前期大规模的基建投资使得旅游投资集团持续面临较大的资本支出压力。

随着旅游业在国民经济中的地位逐渐提高，旅游投资维持高位运行。从 62 家样本企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金情况看，2018—2023 年，资本支出呈波动下降趋势，2020 年达到近年来的高点，62 家样本的年平均资本支出为 18.53 亿元，2023 年为低点，但资本支出规模仍然较大，年平均资本支出为 11.52 亿元。

图 1 样本企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金情况



资料来源：联合资信整理

本文梳理了部分样本企业在建项目，除北京首都旅游集团有限责任公司的投资为纯旅游项目（景区+酒店）投资外，多数企业在建项目围绕旅游景区及配套基础设施建设相关业务展开，呈现出“景区+配套设施+地产”复合型投资特点，投资规模大，资金来源通常为自有资金和债务融资，部分代建项目签署了政府回购协议，但回款速度较慢；部分项目通过获取优质低价土地进行住宅和商业地产开发销售来平衡资金，但地产行业景气度下滑带来的冲击更大。其中，西安曲江文化控股有限公司的投资规模最大，该企业为西安市旅游资源综合开发运营平台，打造并运营大雁塔北广场、大唐不夜城、大明宫遗址、西安城墙景区等西安市标志性旅游景点，同时进行大规模的房地产综合体开发，资金主要来自债务融资，资本支出压力很大。

表 1 部分样本企业在建项目情况（单位：亿元）

企业名称	级别	主要在建项目	截至 2023 年末/2024 年 3 月末在建项目总投资额	已完成投资额	尚需投资
张家界市经济发展投资集团有限公司	AA	武陵山大道建设项目、“五路”提质改造、月亮湾道路、澧水风貌带等	89.32	42.43	46.89
西安曲江文化控股有限公司	AAA	曲江国际社区、文创中心、电竞产业园、小雁塔历史文化片区综合改造项目、碑林历史文化街区项目、曲江新区范围内基础设施建设及景观绿化项目、房地产项目等	737.46（自营模式文化产业项目 190.68 亿元+景区基础设施 200.56 亿元+公开销售在建房地产项目 346.22 亿元）	525.08	212.38
镇江文化旅游产业集团有限责任公司	AA+	三山旅游服务基地项目、一泉宾馆、内江清淤二期等	57.96	55.65	2.31
湖北文化旅游集团有限公司	AAA	黄石东方山文化园小镇建设、仙桃排湖风景区配套设施建设等文旅园区项目及新城镇建设项目	117.46（文旅园区项目 55.94 亿元+新城镇建设项目 61.52）	85.51	31.95
扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司	AA+	柏联国际度假社区、瘦西湖路新金融商务综合体、花都汇生态园艺中心、平山文创中心	13.73	13.03	0.70
北京首都旅游集团有限责任公司	AAA	北京环球主题公园及度假区项目一期、首寰度假酒店项目、中国大熊猫保护研究中心北京项目	541.01	444.24	96.77
黄山旅游集团有限公司	AAA	黄山东海景区项目、北海宾馆环境正式改造项目、黄山高铁综合客运站等	14.48	5.92	8.56
浙江省旅游投资集团有限公司	AA+	诸暨溪园文旅小镇、江南秘境项目、双浦项目、酒店改造项目等	98.45	53.11	45.34
陕西旅游集团有限公司	AA+	旅游综合体金延安项目、陕西国际体育之窗、丝绸之路风情城二期（丝路欢乐世界）、民航西关棚改造项目等	183.61	107.71	75.9
广西旅游发展集团有限公司	AA+	文化产业街区、桂平西山泉旅游度假区项目等文旅项目，酒店项目，景区项目，房地产项目等	265.72	150.23	115.49
绍兴市文化旅游集团有限公司	AA+	阳明故里整体开发建设、越子城整体开发建设、鲁迅故里综合保护项目、塔山周边改造提升工程等	193.25	75.70	117.55

杭州市商贸旅游集团有限公司	AAA	京杭大运河博物院、大运河杭钢工业旧址文体设施、公园绿地、拆迁房安置等	193.79	115.24	78.55
成都文化旅游发展集团有限责任公司	AA+	大熊猫生态园、金沙演艺综合体、金堂县五凤古镇旅游基础设施建设项目等旅游经营性项目，三岔湖景区基建项目、安仁古镇景区基建项目等代建项目	120.87	94.87	26.00
武汉旅游体育集团有限公司	AA+	武汉华侨城土地整理、武汉市两江四岸景观亮化提升工程、汉口历史风貌区改造项目、碧波宾馆改造等	233.23	140.13	93.10

资料来源：公开资料 联合资信整理

2. 盈利现状

2023 年，旅游投资集团企业盈利整体有较大改善，拥有优质旅游资源的旅游经营类企业改善幅度更大，旅游投资开发类企业对政府补贴依赖度高；但 2024 年上半年，旅游投资集团企业盈利整体表现不及预期，收入及利润同比均有所下滑，除了消费疲软导致的旅游业务增长乏力外，部分企业受房地产行业景气度影响很大，大规模的基建投资对旅投企业有所拖累。

从旅游投资集团经营的景区客流量情况看，2023 年各景区接待游客量同比均大幅增长，其中，华清池客流量增速最快，2023 年同比增长超过 10 倍，相应门票收入由上年的 0.28 亿元增长至 3.27 亿元；张家界市经济发展投资集团有限公司运营的武陵源、宝峰湖等景区客流量同比增长超过 5 倍，旅游相关收入由 2.77 亿元增长至 10.77 亿元；黄山、峨眉山、华山等景区客流量同比增长超过 1 倍。

表 2 主要景区接待游客量情况

企业名称	运营景区	景区客流量（万人次）		
		2021 年	2022 年	2023 年
黄山旅游集团有限公司	黄山（5A）	167.42	139.69	457.36
四川省峨眉山乐山大佛旅游集团有	峨眉山（5A）	256.52	171.52	474.97
无锡灵山文化旅游集团有限公司	灵山胜境（5A）、拈花湾（5A）	303.41	147.00	459.65
安徽九华山文旅康养集团有限公司	大愿文化园（4A）、秋浦胜境（4A）	81.95	57.32	173.39
张家界市经济发展投资集团有限公	武陵源核心景区（5A）、宝峰湖景区（5A）、十里画廊（5A）	242.88	174.86	1157.87
陕西华山旅游集团有限公司	华山（5A）	127.00	154.00	325.00
杭州西湖文化旅游投资集团有限公	西溪湿地（5A）、兰里景区（4A）	436.00	463.00	574.00
湖北文化旅游集团有限公司	恩寺大峡谷（5A）、长阳清江画廊（5A）、神农架风景区（5A）、古隆中（5A）等	373.59	337.55	1220.73
陕西旅游集团有限公司	华清池（5A）、少华山（4A）	165.55	44.63	403.39
云南世博旅游控股集团有限公司	昆明世博园（5A）、恐龙谷（4A）、轿子雪山（4A）、老君山（4A）、九乡风景区（4A）等	444.91	308.73	598.82

资料来源：公开资料 联合资信整理

收入方面，2023 年，62 家样本企业收入合计为 4664.69 亿元，同比增长 3.44%。

其中，17 家企业收入同比出现下滑，下降幅度较大的企业有福建省旅游发展集团有限公司（同比下降 66.09%）、抚州市城市文化旅游服务发展集团有限公司（同比下降 67.88%）和西安曲江文化控股有限公司（同比下降 41.60%），主要由于贸易业务规模下降或者景区基建及房地产业务收入下降所致。2024 年 1—6 月，62 家样本企业收入合计为 1846.40 亿元，较上年同期下降 26.01%，24 家企业收入同比出现下滑，除消费疲软造成的旅游业务收入增长乏力外，受基建及地产收入下滑影响较大。

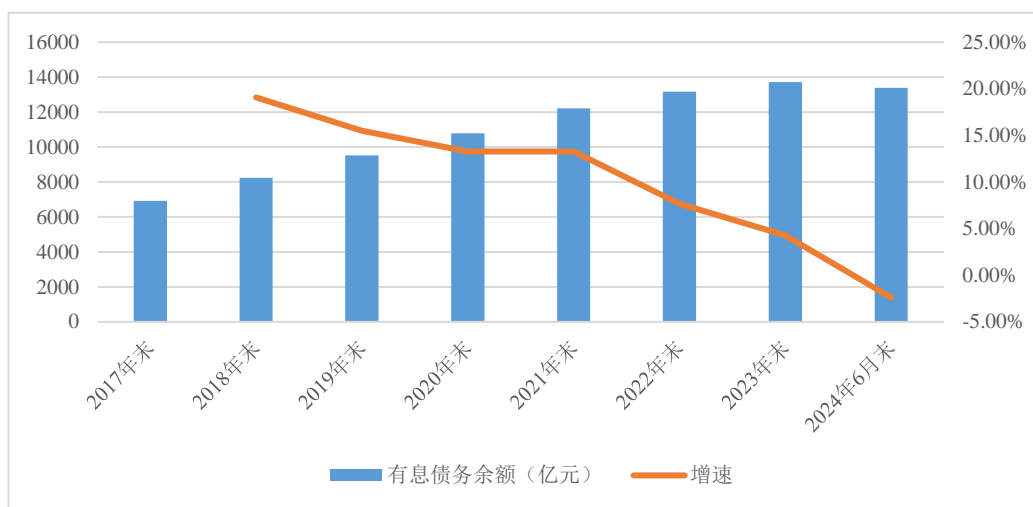
利润方面，2023 年，62 家样本企业利润总额合计 101.99 亿元，较上年同期（-18.03 亿元）实现大幅增长，其中实现盈利的企业 51 家，亏损企业 9 家，盈利明显改善的为旅游投资经营类企业，主要包括北京首都旅游集团有限责任公司（较上年增加 79.57 亿元）、锦江国际(集团)有限公司（较上年增加 29.79 亿元）和黄山旅游集团有限公司（较上年增加 6.88 亿元）等。同期，62 家样本企业中剔除财政补贴后的亏损企业数量为 37 家，较剔除前增加 28 家，以旅游投资开发类企业为主，该类企业对政府补贴的依赖度较高。2024 年 1—6 月，62 家样本企业利润总额合计 27.60 亿元，同比下降 12.20%，17 家企业出现亏损，较上年同期减少 1 家，27 家企业利润较上年同期下降。亏损企业中，受房地产行业景气度下行导致的亏损企业数量较多，影响主要分为几个层面：①直接从事房地产开发销售业务，去化困难导致的亏损；②从事土地一级开发业务，房地产市场疲软传导至土地市场，基建业务难以为继产生的亏损；③地方政府土地出让收入下降，影响政府财力，同时前期大规模的基建投资推升地方政府债务压力，对旅投企业的财政补贴减少导致的亏损。

3. 债务现状

近年来，旅游投资集团企业有息债务规模呈增长态势，2024 年略有下降，债券融资占比适宜，债务负担较重。

从旅游投资集团企业有息债务情况看，近年来持续的投资不断推升债务规模，截至 2023 年末，62 家旅投样本企业的有息债务余额合计为 13723 亿元，达到最大值；2024 年 6 月末较上年末下降 2.39%，其中存量债券余额约 2690 亿元，占到债务余额的 20%。从资产负债率水平看，截至 2024 年 6 月末，62 家样本企业资产负债率中值为 62.21%，其中，超过 70%的企业有 11 家（包含 80%以上企业 3 家）。

图2 样本企业近年来有息债务情况



资料来源：联合资信整理

三、热点政策下旅游投资企业面临的机遇和挑战

二十届三中全会提出了“聚焦建设社会主义文化强国”“健全文化和旅游深度融合发展机制体制”，从国家战略高度为新时代文化旅游深度融合发展提出了新要求，带来了新的发展机遇，有助于加快建设旅游强国，推动旅游业高质量发展。

二十届三中全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》（以下简称《决定》），在进一步全面深化改革的总目标中强调了“七个聚焦”，其中一个重要方面就是“聚焦建设社会主义文化强国”，展现了建设社会主义文化强国的良好前景。《决定》对深化文化体制机制改革作出部署，明确要求“健全文化和旅游深度融合发展体制机制”。这为新时代文化旅游深度融合发展指明了方向，提出了新要求。旅游承载了文化传承和文明创造新使命，增强文化自信、提升文化软实力是旅游强国的时代要求。推动文化和旅游在更深程度、更广范围和更高层次融合发展，要从旅游强国建设的战略高度进行系统化的理论建设，也要从实践层面务实推进国家文化公园和世界级旅游景区、度假区、城市、街区、乡村、线路和世界一流旅游企业建设。

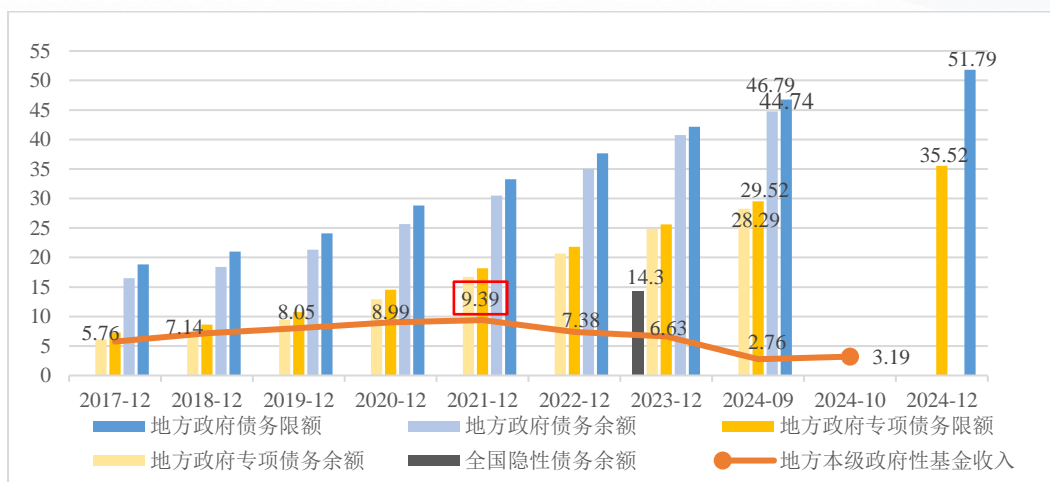
我们关注到，前些年，在国民经济持续较快增长的背景下，旅游行业依托大型、特大型主题公园、游乐园、人文景观等旅游资产和配套设施的建设得到了快速的发展，

这些大项目的投资，对满足大众旅游初级阶段的消费需求和市场供给起到了不可替代的奠基作用。但目前大众旅游已经进入个性化、多样性全面发展的新阶段，传统的投资逻辑和商业模式正在发生变革。在土地市场转冷、外部环境不确定性因素加大的背景下，文旅投资策略需要谨慎，诸如各种类型的主题公园、旅游项目同质化严重，多地斥巨资打造的文旅景观吸引力不强，投资回报严重不匹配，文旅地产的去化较传统住宅难度更大，进一步加剧企业经营压力。旅游投资集团需要重新审视市场，改变投资策略，“文化创新+科技创新+改善服务”或许是未来旅游项目和产品提升的重要路径。例如：文化创新方面，桂林《印象·刘三姐》上演 20 年来共演出 8000 多场，累计接待观众超过 2000 万人次；福建泉州蟠埔村以簪花习俗知名，一个小渔村 2023 年接待游客超过 350 万人次，节假日单日游客量最高时达到 5 万人次。科技创新方面，2023 年 5 月开始，黄山风景区联合大疆开始进行无人机运输常态化试点工作，运力显著提升，大大强化了景区运营管理效率。改善服务方面，部分酒店企业通过更精细化的标签为住宿者提供定制化的空间服务，而不再只是按照标间、大床房、高级大床房、套房的简单分类出售产品。

化债“组合拳”发力，地方政府财力得到助力，旅游投资集团的财务状况或将改善，同时在参与争取专项债中受益；而长期来看，加快推进市场化经营转型，不断提升自身造血能力是长久之计，也是现实的挑战。

国家高度重视防范化解地方政府隐性债务风险工作，要求各地在坚决遏制隐性债务增量的基础上，稳妥化解存量，于 2028 年底前全部化解完毕。2018 年以来，全国各地区各部门统筹政策安排和各类资金资源，推进化解存量隐性债务工作，根据全国人大披露口径，截至 2023 年末，全国隐性债务余额尚有 14.3 万亿元。

图 3 地方政府债务及政府性基金收入情况



资料来源：联合资信整理

截至 2024 年 9 月末，全国地方政府债务余额 44.74 万亿元。其中专项债务 28.29 万亿元，距离年初制定的专项债限额 29.52 万亿元已较为接近，地方政府化债的腾挪空间较小。另一方面，2024 年以来，受外部环境变化和内需不足等因素影响，财政收支矛盾突出，税收增长不及预期，土地出让收入大幅下降，地方本级政府性基金收入在 2021 年达到 9.39 亿元的高点后，受房地产市场持续低迷影响一路减收，2024 年 1—9 月仅完成 3.19 万亿元，与各地方政府此前对化债资源的预期有一定差距，化解存量隐性债务难度增大。

出于以上考虑，2024 年 11 月 8 日，十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过了关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议，在压实地方主体责任的基础上，国务院提出的增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案得到批准，支持各地积极稳妥化解存量隐性债务，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施。按此安排，2024 年末地方政府专项债务限额将由原定的 29.52 亿元增加到 35.52 万亿元。根据财政部的最新安排，从 2024 年开始，连续 5 年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元，如此，加上此次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，将直接增加地方化债资源 10 万亿元；同时也明确，2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还；这“一揽子、综合性、靶向准的化债‘组合拳’”协同发力，2028 年之前，地方政府需消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅降至 2.3 万亿元，平均每年消化额从 2.86

万亿元减为 4600 亿元，不到原来的 1/6，而且由于法定债务利率大大低于隐性债务利率，债务置换后，2024—2028 年累计可为地方政府节约债务利息支出 6000 亿元左右。对于本次地方政府债务限额的分配，预计将针对各地方政府的隐性债务规模和风险情况进行合理分配，而且实施置换的速度较快，可以大大减轻地方政府的财政压力，降低利息负担。

旅游投资集团企业作为地方政府重要的经营及投资主体，尤其是部分企业经营仍涉及较多基础设施建设等城投业务，预计在本次地方一揽子化债方案中将有所受益。首先，对于旅投集团政府类应收款项的回收、资金盘活具有现实意义。其次，由于旅游投资集团自身较为依赖政府补助等弥补盈利，外部支持力度也预计将较过往几年有所回暖。当然，我们也关注到，本次实施置换债券政策，在地方政府的存量隐性债务减少的同时，法定债务则相应增加，偿债责任没有发生实际改变，中央仍强调要压实地方政府的化债主体责任。我们预计，在地方政府需要统筹运用预算资金、压减支出、盘活资产等方式压降债务，兜实基层“三保（保基本民生、保工资、保运转）”的大约束下，对于旅游投资集团的支持力度回暖预计将是较为温和的。

过去几年，各地方政府加速成立旅游投资集团，从债券发行到银行渠道乃至非标融资，全方位获取资金后进行文旅项目、配套设施的开发，而在未来的融资渠道中，获取专项债的重要性将更加突出。但各区域、各层级旅投平台获取新增专项债方面的能力存在较大差异，获取能力将整体弱于城投属性更加纯粹的城投平台公司。

真正具有长远意义的是，中央再次强调要加快推进融资平台公司改革转型，旅游投资集团需要进一步加快市场化转型的步伐，在与地方政府的关系中摆脱“输血”与“被输血”的关系，厘清公司边界，规范政府和国有企业关系，实行市场化经营、自负盈亏，在市场竞争中切实提升自身经营造血的能力。

四、结论

随着经济的不断发展，旅游行业在国民经济中的战略支柱地位日益增强，在调结构、稳增长、促消费、惠民生方面作用凸显。旅游投资集团企业作为旅游行业的主要经营及投资开发载体，在行业运行中发挥着重要作用；但是在经济快速发展的时代背

景下，旅游投资集团企业也存在投资规模大、市场化程度低、债务负担较重等问题。我们认为，现阶段国家更加注重经济发展的质量，在旅游需求更加多样性和个性化的当下，大规模的文旅项目建设已经不符合旅游行业的发展需求，提升旅游供给的科技含量、文化创意、民族特色，提高旅游服务能力和游客满意度对于行业及旅游投资集团企业的发展更具有积极意义。同时，在旅游已经成为居民美好生活的刚性需求时代背景下，旅游投资集团企业应当回归主业，加快市场化转型步伐，以旅游景区经营、酒店等传统旅游产业和智慧旅游、冰雪旅游、研学旅游、夜间旅游、治愈旅游、微旅游等新兴旅游业态相结合，提升旅游投资集团企业的竞争实力。