



2022 年旅游行业信用风险总结与展望

联合资信工商二部 杨学慧

旅游业作为典型的敏感性行业，受疫情影响很大，2021 年国内旅游业震荡复苏，2022 年严峻的疫情形势使得旅游业复苏进程受挫，国内旅游收入及出游人次不及 2021 年，出入境旅游基本处于停滞状态。

旅游发债企业以国有企业为主，整体融资规模在信用债市场占比较小，2021 年和 2022 年 1—9 月，旅游发债企业债券融资呈净流入状态，行业整体亏损。

短期看，随着国家防疫政策不断优化和出行政策的调整，商旅、家庭休闲度假需求将逐步恢复。中长期看，旅游业作为国民经济战略性支柱产业的地位不会动摇。随着人均可支配收入的持续增长、假期及政策红利继续释放，居民旅游意愿保持高位以及交通等配套基建持续完善，旅游行业长期发展前景较好。联合资信对旅游行业的信用展望为稳定。



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

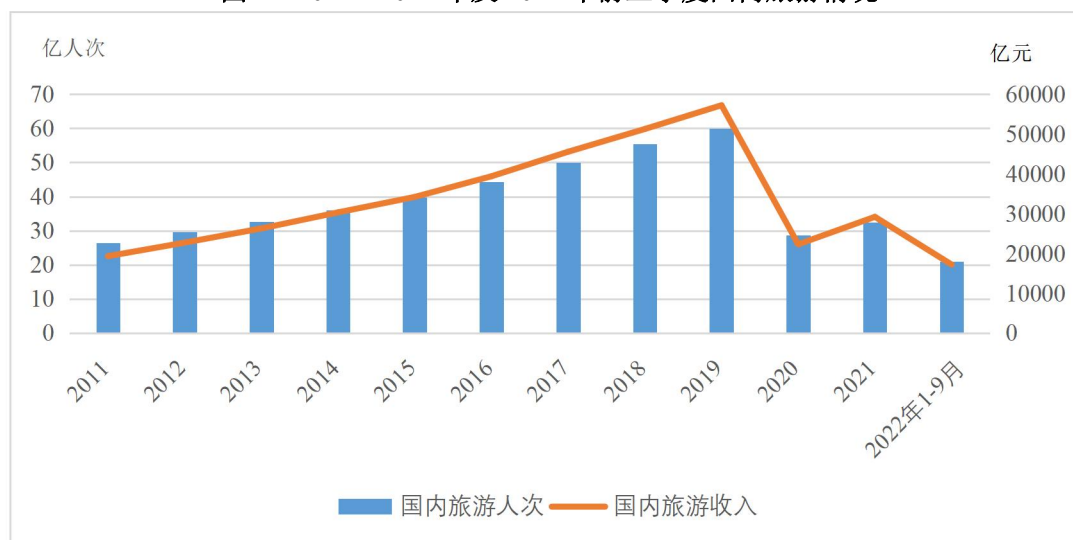


一、行业运行状况

旅游业作为典型的敏感性行业，受疫情影响很大。2021 年国内旅游业震荡复苏，2022 年严峻的疫情形势使得旅游业复苏进程受挫，国内旅游收入及出游人次不及 2021 年，出入境旅游基本处于停滞状态。

旅游业作为第三产业的主要支柱行业，对经济发展贡献较大，同时作为典型的敏感性行业，易受突发事件的冲击和影响。新冠三年，对旅游行业的冲击是巨大的。2020 年，国内旅游人数和国内旅游收入同比分别下降 52.1%和 61.1%；2021 年，随着国内疫情得到有效控制，旅游行业震荡复苏，国内旅游人数和国内旅游收入分别为 32.46 亿人次和 2.92 万亿元，同比分别增长 12.8%和 31.0%，但仅恢复至疫情前同期（2019 年）的 54.0%和 51.0%；2022 年以来，在动态清零政策下，多发疫情极大地限制了人们的出行，旅游行业复苏停滞，2022 年 1—9 月，国内旅游人数 20.94 亿人次，比上年同期减少 5.95 亿人次，同比下降 22.1%；同期，国内旅游收入 1.72 万亿元，比上年同期减少 0.65 万亿元，同比下降 27.2%。

图 1 2011—2021 年及 2022 年前三季度国内旅游情况

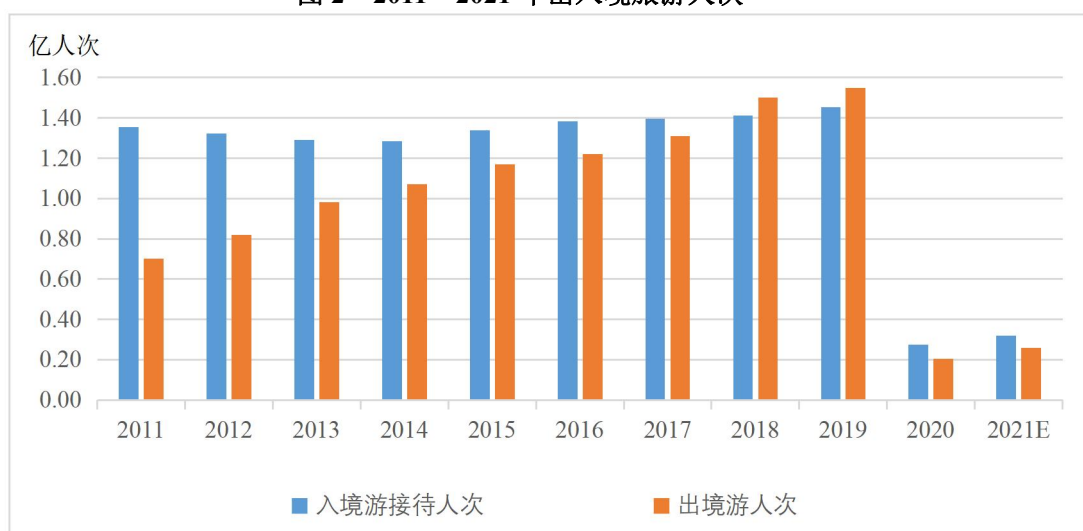


数据来源：文化和旅游部网站，联合资信整理

出入境旅游方面，受疫情影响，中国出入境旅游总体处于停滞状态。根据文化和旅游部数据显示，中国出入境旅游市场从 2020 年春节后出现断崖式下跌，2020 年全年共接待入境游客 2747 万人次，同比下降 81%；出境旅游人数为 2033.4 万人次，同比减少 86.9%。2021 年，全球防疫形势依旧严峻，出入境旅游市场延续上年萧条状态，

未有明显复苏。根据《中国出境旅游发展年度报告 2021》，预测 2021 年中国出境旅游人数为 2562 万人次，较 2019 年同比恢复 17%，较 2020 年同比增长 27%。相比疫情前上亿人次的出游规模，出入境旅游依然基本处于停滞状态。

图 2 2011—2021 年出入境旅游人次



数据来源：wind 资讯、文化和旅游部，联合资信整理

二、主要细分子行业情况

旅游业¹是直接为游客提供出行、住宿、餐饮、购物、娱乐等服务活动的集合，具体包括旅游出行、旅游住宿、旅游餐饮、旅游游览、旅游购物、旅游娱乐、旅游综合服务等 7 类细分行业。下文分析将主要围绕景区、酒店餐饮、主题公园、免税购物、旅行社及在线旅游等子行业展开。

(1) 景区

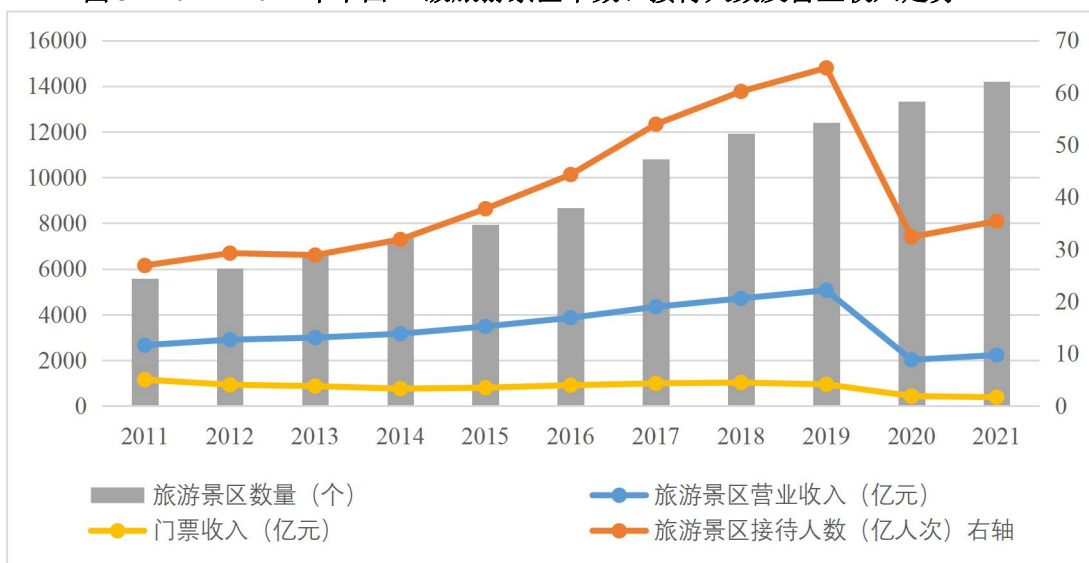
景区作为居民休闲旅游的综合目的地，资源特征非常明显，国内 A 级景区数量持续增长，但高级别景区占比较低。2021 年景区运营较上年有一定恢复；2022 年前三季度，多数景区客流量同比下滑，经营活动现金流表现为净流出，亏损面进一步扩大。

截至 2021 年末，全国共有 A 级旅游景区 14196 个，较上年末增加 864 个，其中 5A 级旅游景区 318 个，较上年末增加 16 个，5A 级景区数量占到 A 级景区数量的 2.24%，占比较低。景区运营方面，2020 年全国 A 级景区接待游客总人数 32.37 亿人次，同

¹ 国家统计局定义，详见《国家旅游及相关产业统计分类（2018）》

比下降 50.01%，实现旅游收入 2017.65 亿元，同比下降 60.17%；2021 年，随着疫情防控有序开展，景区运营较 2020 年有所恢复，但较疫情前运营情况相差甚远。2021 年全国 A 级景区接待游客总人数 35.40 亿人次，同比增长 9.36%，恢复至 2019 年的 54.67%，实现旅游收入 2228.10 亿元，同比增长 10.43%，仅恢复至 2019 年的 43.98%。

图 3 2011—2021 年中国 A 级旅游景区个数、接待人数及营业收入走势



数据来源：wind 资讯、文化和旅游部，联合资信整理

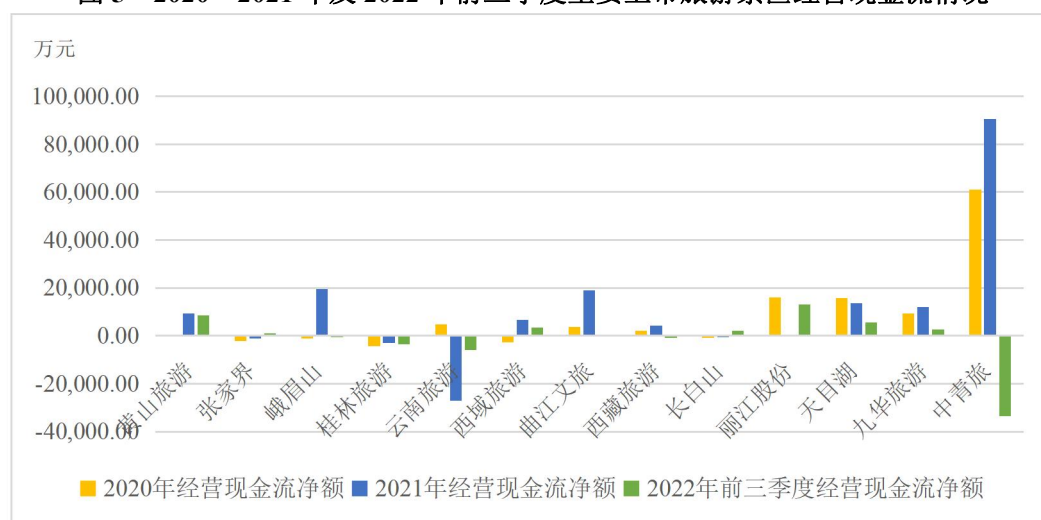
从国内主要上市旅游景区（13 家样本）企业来看，2021 年，黄山旅游、西域旅游、曲江文旅、天目湖、九华旅游和中青旅 6 家企业实现盈利，其余 7 家企业为亏损状态，亏损企业数量较 2020 年减少 1 家，13 家企业利润总额合计呈亏损状态，亏损额较 2020 年基本持平。2022 年前三季度，亏损企业数量扩大到 9 家，仅西域旅游、丽江股份、天目湖和中青旅实现微利，亏损总额较 2021 年大幅增加。从经营活动现金流情况看，2021 年，黄山旅游、峨眉山、西域旅游、曲江文旅、西藏旅游、丽江股份、天目湖、九华旅游和中青旅 9 家企业经营活动现金流表现为净流入，其余 4 家企业为净流出，经营现金净流出企业数量较 2020 年减少 2 家，13 家企业经营活动现金流合计表现为净流入，净流入额较 2020 年增加 4.15 亿元；2022 年前三季度，国内主要上市旅游景区企业经营活动现金流表现较差，13 家企业经营活动现金流合计表现为净流出（-0.82 亿元），较 2021 年同期（16.81 亿元）大幅下滑。

图 4 2020—2021 年及 2022 年前三季度主要上市旅游景区盈利情况



数据来源：wind 资讯，联合资信整理

图5 2020—2021 年及 2022 年前三季度主要上市旅游景区经营现金流情况



数据来源：wind 资讯，联合资信整理

(2) 酒店餐饮

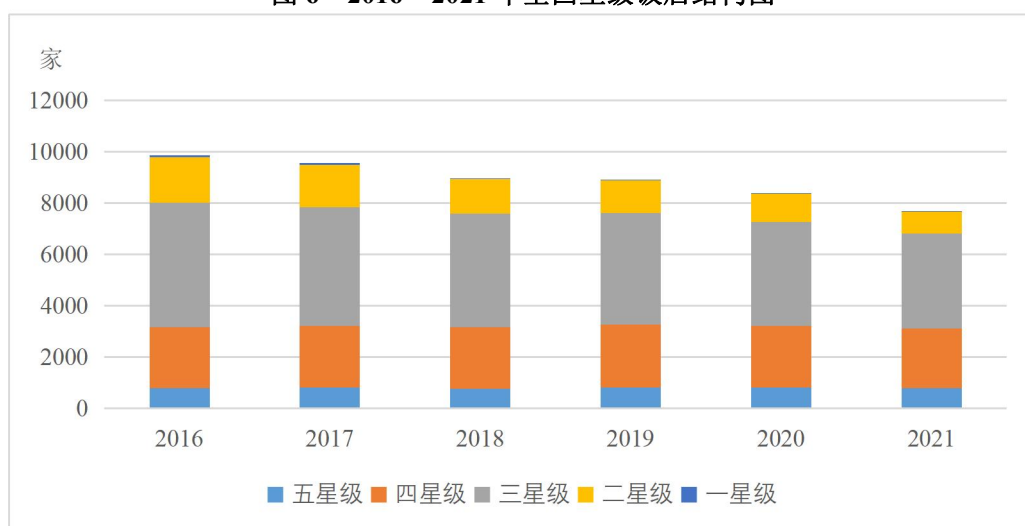
2021 年，随着疫情防控形势好转，商务及私人旅行意愿增强，酒店业运营指标有所提升，但行业整体仍大幅亏损，高星级酒店亏损严重；2022 年前三季度，酒店业整体运营不及上年同期。

酒店业为市场化程度较高的旅游细分子行业之一。2020 年新冠肺炎疫情对酒店行业打击较大，大批酒店因短期现金流问题而退出市场，同时也加速了行业向头部集中的趋势。2021 年酒店业虽有所回暖，但恢复程度不及预期。2021 年，7676 家星级

饭店通过了省级文化和旅游行政部门审核，较 2020 年减少 747 家，星级饭店平均房价 334.95 元/间夜，同比增长 6.70%，平均出租率 41.77%，较上年提升 2.79 个百分点，每间可供出租客房收入 139.92 元/间夜，同比增长 14.34%。

根据《2022 年第三季度全国星级饭店统计调查报告》显示，共有 6505 家星级饭店通过省级文化和旅游行政部门审核，较上年底减少 1171 家，第三季度星级饭店平均房价 342.24 元/间夜，较上年同期下降 0.81%，平均出租率为 45.49%，较上年同期增长 1.81 个百分点，每间可供出租客房收入 155.67 元/间夜，较上年同期增长 3.30%。

图 6 2016—2021 年全国星级饭店结构图



数据来源：文化和旅游部，联合资信整理

2020 年全国星级饭店营业收入总额为 1221.53 亿元，同比下降 35.97%，利润总额-115.69 亿元（上年同期为 55.59 亿元）；2021 年全国星级饭店营业收入总额为 1379.43 亿元，同比增长 12.93%，利润总额-118.44 亿元，亏损额较上年继续扩大；2022 年前三季度，全国星级饭店营业收入总额 838.17 亿元，同比下降 15.98%。

从各星级饭店情况看，五星级和四星级饭店各项指标下滑严重，五星级饭店作为最主要的利润来源，2020 年以来持续亏损，2021 年亏损面有所收窄；四星级酒店则亏损面不断扩大。

表 1 2016—2021 年星级饭店经营情况（单位：亿元、元/间夜）

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
五星级	收入	763.71	812.71	796.25	814.68	474.55	551.24
	利润	45.35	65.57	75.40	61.37	-31.76	-23.17
	平均房价	626.27	612.35	623.60	596.56	518.81	551.04
	出租率 (%)	58.57	61.43	61.96	60.94	40.38	44.65
四星级	收入	703.86	714.91	785.35	661.77	453.52	520.20
	利润	-21.77	3.20	1.91	-4.33	-60.08	-68.36
	平均房价	332.67	328.06	345.21	331.56	300.21	310.33
	出租率 (%)	55.62	56.63	57.40	55.11	39.09	41.92
三星级	收入	483.16	476.43	450.65	384.74	263.22	280.88
	利润	-20.46	1.85	-1.71	-2.78	-22.68	-20.68
	平均房价	209.65	220.36	230.30	225.70	206.21	212.92
	出租率 (%)	52.52	51.30	52.52	52.15	37.99	39.92
二星级	收入	75.38	78.55	58.10	46.09	29.78	26.97
	利润	1.6	1.78	2.56	1.27	-1.20	-6.24
	平均房价	155.67	171.17	163.87	179.38	161.85	172.25
	出租率 (%)	52.37	47.08	52.35	51.95	38.61	39.01
一星级	收入	1.16	1.13	0.61	0.49	0.46	0.14
	利润	0.17	0.07	0.08	0.06	0.03	0.00
	平均房价	100.39	102.39	128.33	111.96	117.28	88.18
	出租率 (%)	52.18	52.62	54.20	51.43	35.74	38.06

资料来源：文化和旅游部，联合资信整理

(3) 主题公园

主题公园作为新兴的旅游项目逐渐被大众熟悉和认可，疫情冲击下以远程游客为主要客群的主题公园受影响程度较大，国内知名主题公园恢复速度较快。

目前，中国拥有近 3000 家主题公园，已成为全球游客量最大的主题公园市场。中国主题公园的竞争主要分为三个梯队：第一梯队是单体投资规模极高的上海迪士尼和北京环球影城。第二梯队是本土大型单一主题公园，如长隆欢乐世界。第三梯队是全国复制的特色主题公园，如华侨城旗下欢乐谷、华强方特、海昌海洋公园等。

根据 AECOM 联合主题娱乐协会 TEA 发布的《2020 全球主题公园和博物馆报告》，2020 年全球主题公园类景点游客量下降 50%—90%，其中以远程游客为主要客群的主题公园所受冲击巨大，相比之下，对周边区域依赖度高的主题公园受冲击程度略小，如欢乐谷和华强方特游客量整体降幅分别为 14%和 20%。2021 年，全球 Top25 主题

公园的客流量总数约 1.41 亿，虽然相较于 2020 年总客流的 0.83 亿增长了 70%，但恢复程度仍较为有限，仅达到疫情前的 56%。《2021 全球主题公园和博物馆报告》显示，在全球主题公园 Top25 中，有 4 家在中国大陆，分别是横琴长隆海洋王国（第 8 名）、上海迪士尼乐园（第 10 名）、北京欢乐谷（第 24 名）和广州长隆欢乐世界（第 25 名）。2021，上海迪士尼乐园、长隆海洋王国和北京欢乐谷游客量同比分别增长 54%、55%和 25%。

表 2 位列 2021 年全球 top25 的国内主题公园情况（单位：万人次）

主题公园	区位	2019 年游客量	2020 年游客量	2021 年游客量
长隆海洋王国	珠海横琴	1172.9	479.7	745.0
上海迪士尼乐园	上海	1120.2	550.0	848.0
欢乐谷	北京	515.7	395.0	493.0
长隆欢乐世界	广州	490.1	268.1	--

注：未获取长隆欢乐世界 2021 年游客量数据

资料来源：AECOM 联合主题娱乐协会 TEA 发布的《2020 全球主题公园和博物馆报告》《2021 全球主题公园和博物馆报告》

从新增项目看，2021 年 9 月北京环球影城开业，截至 2022 年 9 月末，开业一年北京环球影城累计吸引游客 1380 万人次；2022 年 7 月，上海海昌海洋公园奥特曼主题娱乐区正式运营，7 月单月售票人次达上半年业绩总和的 74%，8 月的奥特曼主题馆消费相关产品单日营业额平均为 37 万元。此外，乐高乐园已经宣布在中国深圳、上海和成都新建三个主题公园度假村。

（4）免税购物

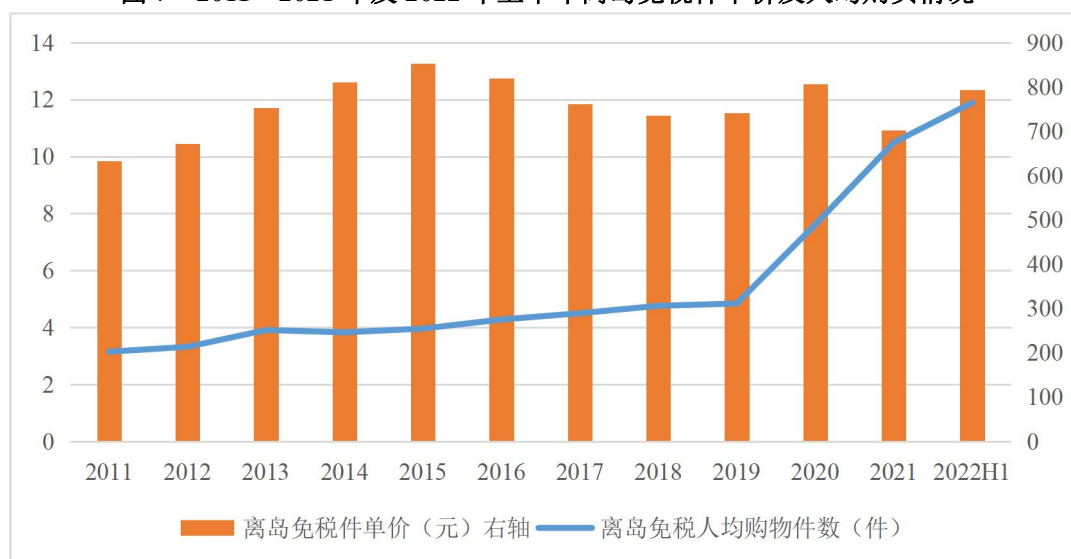
新冠疫情背景下，免税购物为旅游子行业中唯一逆势增长的行业，随着海南离岛免税政策的进一步放宽，海南离岛免税市场呈现出快速增长态势，离岛免税店成为国内免税行业新蓝海。

中国境内免税店主要有口岸免税店、市内免税店以及离岛免税店。疫情前，中国保持全球规模最大、消费能力最强的出境旅游客源。2020 年以前，全球旅游零售业务排名前四的公司分别为 DFS、Lotte、Shilla 和中国旅游集团中免股份有限公司（以下简称“中国中免”），受益于中国消费者的快速崛起，Lotte、Shilla 等公司沿着中国人出境目的地进行规划布局，使得竞争地位得以快速提升。

新冠疫情爆发后，出入境游客人数骤减，海南省自 2020 年 7 月 1 日起实施海南离岛免税新政，即离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税限额提至 10 万元，取消单件商品 8000 元免税限额规定；新增天然蜂蜜、茶及茶制品、酒类、手机等大类免税商品；除化妆品单次限购 30 件、手机 4 件、酒类合计不超 1500 毫升以外，其他不限件数，所购商品需一次性随身携带离岛。随着海南离岛免税政策的进一步放宽，海南离岛免税市场呈现出快速增长态势。

根据海关统计数据，海南新政实施两年，离岛免税销售额累计达 906 亿元，超过过去 10 年总和。从离岛免税人均购买件数看，2020 年和 2021 年分别为 7.61 件和 10.49 件，较新政实施前的 3~5 件快速提升，带动客单价从 2019 年的 3600 元提升至 2021 年的 7400 元。

图 7 2011—2021 年及 2022 年上半年离岛免税件单价及人均购买情况



数据来源：联合资信根据公开资料整理

从竞争格局看，中国中免作为国内免税行业龙头，2021 年在中国免税市场份额占到 86%。国内免税行业进入壁垒较高，从事免税业务必须经过国务院或其授权的政府部门批准。截至目前，中国有 10 张免税牌照，其中中国中免是唯一一个具有口岸、离岛、市内免税等全渠道经营资质的运营商。

表 3 国内主要免税运营商情况

运营商	实控人	获得牌照时间	资质类型	经营区域	机场口岸资源	离岛资源
-----	-----	--------	------	------	--------	------

中国中免（含日上、海免、港中旅）	国务院国资委	1984 年	全类型免税店	全国	北京、上海、广州、成都、杭州、厦门、昆明、香港、澳门等	三亚/海口市内、三亚/海口/博鳌机场
海南发展控股有限公司	海南省国资委	2020 年	离岛	海南	无	海口市内
海南旅投免税品有限公司	海南省国资委	2020 年	离岛	海南	无	三亚市内
珠海市中免免税品有限公司	珠海市国资委	1980 年	口岸	珠海、天津	天津、南宁、鄂尔多斯等	无
中国出国人员服务有限公司	国务院国资委	1983 年	口岸、离岛、	全国	大连、重庆、南京、贵阳、	三亚市内
深圳市国有免税商品	深圳市国资委	1980 年	口岸、离岛	深圳、海南	深圳、西安、威海等	海口市内
王府井	北京市国资委	2020 年	暂未开展实际经营			

资料来源：联合资信根据公开资料整理

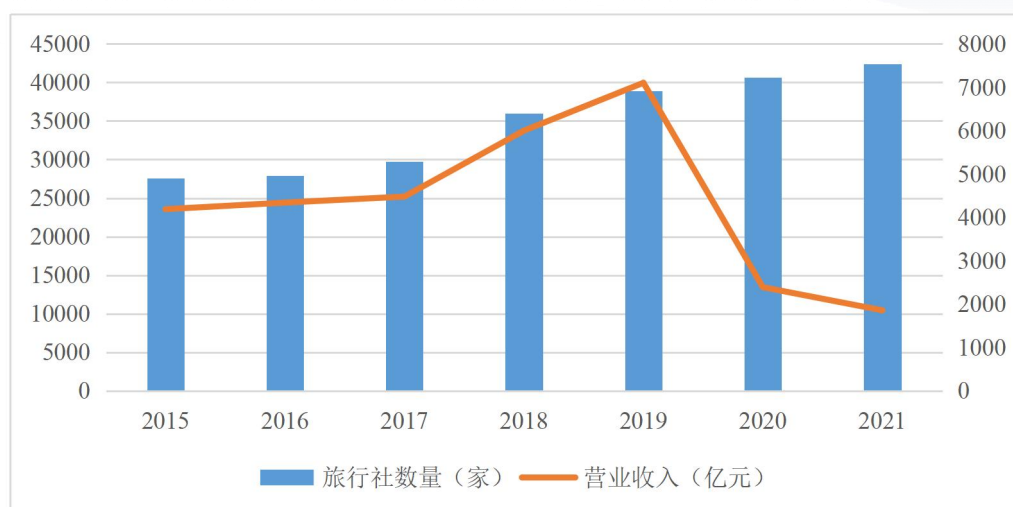
（5）旅行社及在线旅游

受出入境游停摆影响，国内旅行社收入持续下滑，主要依赖国内短途游和本地游，行业受冲击情况严重。

截至 2021 年底，全国旅行社总数为 42432 家，较 2020 年底增长 4.30%；2021 年度全国旅行社营业收入 1857.16 亿元，同比下降 22.28%，利润总额-53.44 亿元，由于营业成本的压缩，2021 年亏损额较 2020 年收窄（2020 年利润总额为-71.77 亿元）。

从三大市场情况看，2021 年全国旅行社国内旅游营业收入 1457.95 亿元，占全国旅行社旅游业务营业收入总量的 99.35%，国内旅游业务利润-2.47 亿元；全国旅行社入境旅游营业收入 2.90 亿元，占全国旅行社旅游业务营业收入总量的 0.20%，入境旅游业务营业利润为-0.09 亿元；全国旅行社出境旅游营业收入 6.63 亿元，占全国旅行社旅游业务营业收入总量的 0.45%，出境旅游业务营业利润为-0.44 亿元。

图 8 2015—2021 年全国旅行社数量及营业收入情况



资料来源：Wind 资讯、文化和旅游部，联合资信整理

疫情影响下在线旅游用户规模依旧保持稳定增长，但在线旅游市场交易规模受出行政策及出行意愿影响波动下降。

在线旅游（OTA）是消费者基于互联网进行旅游服务产品购买、预订的一种消费行为，其主要包括机票、酒店、门票预订为基础的综合性旅游平台。2019—2021 年，中国在线旅游市场交易规模分别为 10059 亿元、6386 亿元和 8635 亿元，受疫情影响，2020 年交易规模同比下降 36.51%，2021 年有所恢复，同比增长 35.21%；用户数量方面，2019—2021 年末，中国在线旅游用户规模分别为 4.13 亿人、4.32 亿人和 4.49 亿人。

从行业集中度看，携程集团是在线旅游服务龙头，保持行业绝对领先优势。携程集团主要运营携程旅行，去哪儿，Trip.com 和天巡，2019—2020 年携程集团核心 OTA 品牌 GMV 分别为 8650 亿元和 3950 亿元，分别占中国在线旅游市场 55.7%和 58.2% 市场份额。2021 年，携程会员规模同比增长超过 20%，携程旅行和去哪儿网合计占在线交通预订市场份额超 55%，在低端和中高端酒店间夜量²份额占比约 50%，在高星酒店市场份额高达 80%。

三、行业政策

2022 年，国务院、发改委、文化和旅游部等部门出台多项支持政策，从降税减费、稳岗就业、金融支持、刺激消费等方面来缓解旅游企业资金压力；12 月以来疫

² 间夜量=入住房间数*入住天数客房出租率

情防控政策的持续优化调整，对旅游行业恢复发展意义重大。

2022 年 1 月，国务院为推动旅游业发展水平不断提升，现代旅游业体系更加健全，旅游有效供给、优质供给、弹性供给更为丰富，大众旅游需求得到更好满足，出台了“十四五”旅游发展规划。2 月，发改委、文化和旅游部等 14 部门对服务业领域困难行业出台了若干政策，其中针对旅游行业企业，在减税降费、普惠金融支持、业务开展等方面提出了多条促进行业恢复发展的举措。7 月，中国人民银行、文化和旅游部联合出台了金融支持文旅企业恢复发展的通知，要求在拓宽旅游企业融资渠道、完善信贷供给体系、降低融资成本等方面提供保障服务，加大对文旅企业的金融支持力度。8 月，文化和旅游部对景区安全管理、规范旅游市场秩序出台了相应通知，进一步强化了旅游市场安全、规范运行的重要性。12 月以来，国务院及多地政府对疫情防控政策持续优化，北京市恢复进出京跨省团队旅游。

表 4 2022 年 1—12 月旅游行业主要政策汇总

发布时间	文件、政策或会议名称	核心内容及主旨
2022 年 1 月	“十四五”旅游发展规划	“十四五”时期，中国将全面进入大众旅游时代，到 2025 年，旅游业发展水平不断提升，现代旅游业体系更加健全，旅游有效供给、优质供给、弹性供给更为丰富，大众旅游消费需求得到更好满足。
2022 年 2 月	关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策	做好普惠性减税降费政策在旅游业领域的落地服务；推动普惠金融政策在旅游业领域加快落实；落实阶段性缓缴失业保险费和工伤保险费政策“免申即享”；完善旅游企业承接机关企事业单位相关活动实施细则；用好旅游服务质量保证金扶持政策，严格执行《文化和旅游部办公厅关于用好旅游服务质量保证金政策进一步支持旅行社恢复发展的通知》（办市场发〔2021〕195 号），延长旅游服务质量保证金（以下简称“保证金”）暂退期限至 2022 年 12 月 31 日；认真落实严格、科学、精准的疫情防控措施；持续关注疫情形势和对旅游业的影响，及时跟踪研判旅游企业恢复情况，结合本地区实际，综合运用财政奖补、金融支持、项目投资、消费促进、政务服务等措施手段，进一步创新推出更多有针对性的惠企政策措施，更大力度帮扶旅游企业降成本、稳经营、保就业。
2022 年 7 月	中国人民银行、文化和旅游部关于金融支持文化和旅游行业恢复发展的通知	继续加大对文化和旅游行业的金融支持力度。发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，保持流动性合理充裕，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动文化和旅游企业综合融资成本稳中有降；为受疫情影响较大的文化和旅游企业提供差异化的金融服务；完善对文化和旅游企业的信贷供给体系；进一步拓宽文化和旅游企业的融资渠道；着力降低文化和旅游企业的融资成本；改善对文化和旅游行业从业人员的就业和征信服务。

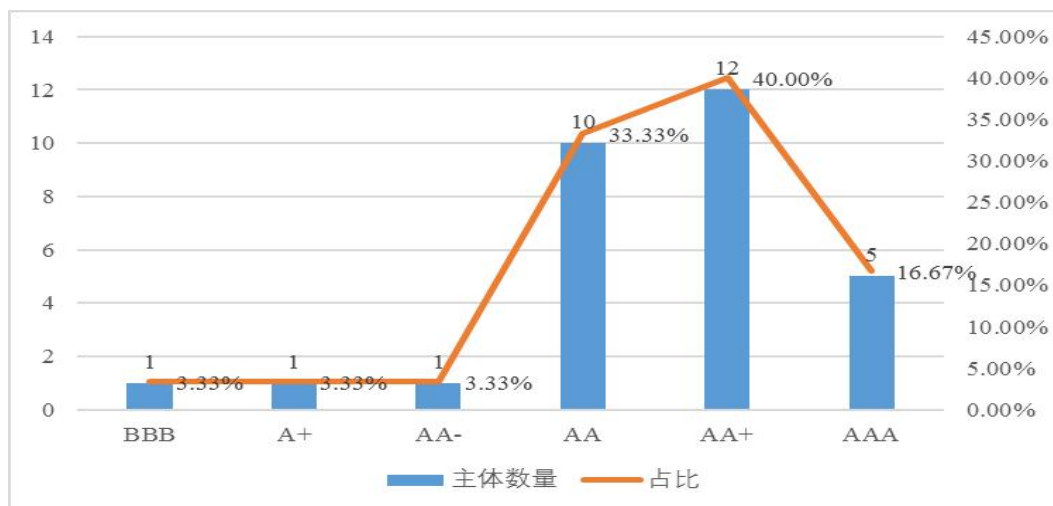
2022 年 8 月	文化和旅游部办公厅关于进一步 加强旅游景区暑期安全管理工作的 通知	针对部分景区安全事故、安全防范漏洞、管理不到位等问题，要求切实做好旅游景区安全管理工作，对问题整改不力、安全管理不到位的 A 级旅游景区，要按照相关规定予以处理并向社会发布。
2022 年 8 月	关于加强行业监管进一步规范旅 游市场秩序的通知	以保障游客合法权益为目标，严格规范旅游市场秩序；以提升服务质量为根本，规范导游执业行为；以整治“不合理低价游”为重点，加大综合执法力度；以落实旅行社疫情防控指南为基础，加强疫情防控和安全管理。
2022 年 12 月	北京市文旅局发布《关于恢复旅行 社及在线旅游企业经营进出京跨省 团队旅游及“机票+酒店”业务的 通知》	国务院及多地政府对疫情防控政策作出优化调整，北京市恢复跨省团队旅游。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、发债企业信用分析

截至 2022 年 12 月 20 日，主体信用等级有效的旅游行业存续债发行人共 30 家，包含 AAA 级别发行人 5 家，AA+ 级别发行人 12 家，AA 级别发行人 10 家，AA- 级别发行人 1 家，A+ 级别发行人 1 家，BBB 级别发行人 1 家。下文分析均基于此样本。

图 9 发债主体级别分布情况



资料来源：Wind 资讯、联合资信整理

（1）债券发行情况

旅游发债企业以国有企业为主，整体融资规模在信用债市场占比较小，2021 年和 2022 年 1—9 月，旅游发债企业债券发行规模均高于兑付规模，债券融资呈净流入状态。

从存续债券来看，截至 2022 年 9 月底，旅游样本企业存续债券余额合计 1081.25

亿元，较 2021 年 9 月底债券余额（921.36 亿元）增长 17.35%，占同期末债券市场信用债余额（446920.55 亿元）的比重为 0.24%。2021 年，样本企业新发行债券 69 支，发行规模 452.00 亿元，2021 年到期规模 390.95 亿元；2022 年 1—9 月，样本企业新发行信用债 63 支，发行规模 415.70 亿元，到期规模 308.90 亿元。由于旅游企业以国有企业为主，民营企业发债规模很小，截至 2022 年 9 月底，民营旅游企业存续债券余额仅 4.55 亿元。2021 年和 2022 年 1—9 月，旅游企业债券发行规模均高于兑付规模，净融资额分别为 61.05 亿元和 106.80 亿元，整体呈净流入状态。

表 5 2021 年和 2022 年 1-9 月旅游企业债券发行兑付情况（单位：亿元）

项目	2021 年			2022 年 1-9 月			存续债券余额
	发行金额	到期金额	净融资额	发行金额	到期金额	净融资额	2022/9/30
国有企业	452.00	390.94	61.06	415.70	308.90	106.80	1076.70
民营企业	0.00	0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00	4.55
合计	452.00	390.95	61.05	415.70	308.90	106.80	1081.25

资料来源：Wind 资讯、联合资信整理

（2）盈利能力

2021 年旅游发债企业收入及利润水平整体表现优于上年，但行业仍处于亏损状态；2022 年前三季度，旅游行业复苏再次停滞，行业亏损进一步加剧，盈利企业级别分化较大。

从收入水平看，旅游发债企业 2021 年收入规模合计为 2105.81 亿元，同比增长 23.90%。30 家样本企业中收入同比增长的有 25 家，同比下降的有 5 家；从级别分布来看，AAA 级别企业 4 家收入呈增长趋势，AA+级别企业 11 家收入表现为增长，AA 级别企业 8 家收入表现为增长。从利润情况看，旅游发债企业 2021 年实现利润总额合计 41.89 亿元，同比增长 764.66%。30 家样本企业中，实现盈利的企业有 18 家，12 家企业为亏损企业。其中，中国旅游集团有限公司受益于离岛免税业务的快速发展，实现利润总额 90.39 亿元；北京首都旅游集团有限责任公司受网约车业务大幅亏损影响，实现利润总额-35.40 亿元；剔除上述两家极值企业样本，2021 年旅游发债企业实现利润总额-13.10 亿元，较 2020 年有所减亏（2020 年实现利润-40.48 亿元）。单个样本利润实现增长的企业有 22 家（部分持续亏损企业表现为亏损收窄），呈现下降的企业有 8 家。

2022 年 1—9 月，旅游发债企业³仅有 10 家企业收入同比实现增长，20 家企业收入同比呈下降趋势，且下降幅度较大。利润方面，样本企业整体呈现亏损状态，利润总额合计为-36.93 亿元，同比大幅下滑（2021 年同期实现利润总额 50.37 亿元）。剔除未披露三季报样本企业，27 家样本企业中实现盈利的仅 9 家，18 家企业呈现亏损，盈利企业中，AAA 级别企业有 2 家，AA+级别企业 4 家，AA 级别企业有 3 家。

（3）杠杆水平和偿债能力

旅游发债企业整体杠杆率为中等偏上水平，债务期限结构以长期债务为主；短期偿债指标表现尚可，受行业亏损影响，EBITDA 下降，长期偿债指标弱化；考虑到旅游企业普遍为国有企业，再融资能力相对较好，行业整体偿债能力尚可。

债务负担方面，截至 2021 年底，样本企业整体杠杆率为中等偏上水平，样本企业资产负债率和全部债务资本化比率平均值分别为 59.26%和 48.48%。从个体企业看，以下企业的财务指标中资产负债率偏高(>70%)或全部债务资本化比率偏高(>60%)或两项均偏高，债务负担偏重，应引起关注。

表 6 债务偏重旅游企业 2021 年财务数据情况（单位：亿元）

发行人	主体级别	资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额	资产负债率(%)	全部债务资本化比率(%)	债券余额
锦江国际(集团)有限公司	AAA	1165.09	349.12	277.78	-8.44	70.03	64.61	87.03
北京首都旅游集团有限责	AAA	1690.39	484.18	365.77	-35.40	71.36	64.12	346.00
重庆旅游投资集团有限公	AA	178.77	50.85	14.31	0.28	71.56	64.69	33.00
吉林省长白山开发建设(集	AA	73.14	17.94	3.06	-3.88	75.47	70.15	4.00
陕西华山旅游集团有限公	AA	104.37	26.09	8.19	-2.15	75.00	67.66	5.00
陕西旅游集团有限公司	AA	391.72	79.07	40.39	4.94	79.81	71.04	22.50
苏州高新旅游产业集团有	AA-	82.13	24.84	2.62	-3.39	69.75	65.58	7.40
众信旅游集团股份有限公	BBB	25.42	1.19	7.15	-6.44	95.31	90.10	0.0139

注：债券余额为截止到 2022 年 12 月 20 日的余额

资料来源：Wind 资讯、联合资信整理

债务期限结构方面，旅游发债企业在债务构成上趋于长期化。截至 2021 年底，长期债务在全部债务中的占比平均值为 63.77%，债务结构整体合理。

³ 样本企业中重庆市武隆喀斯特旅游产业（集团）有限公司、吉林省长白山开发建设（集团）有限责任公司和重庆旅游投资集团有限公司未披露 2022 年三季报，季报数据剔除上述 3 家样本企业。

从短期偿债指标看，2021 年旅游发债企业现金短期债务比的均值为 1.24 倍，现金类资产对短期债务的覆盖能力尚可。从长期偿债指标看，2021 年旅游企业全部债务/EBITDA 均值为 46.34 倍，较 2020 年均值显著上升，EBITDA 对全部债务的保障能力弱化。2021 年 EBITDA 利息倍数均值为 4.56 倍，较 2020 年均值变化不大，EBITDA 对利息的覆盖能力较好。考虑到旅游发债企业以国有企业为主，政府支持力度较大，再融资能力相对较好，对债务偿还有一定的保障。

五、展望

短期看，随着国家防疫政策不断优化和出行政策的调整，商旅、家庭休闲度假需求将逐步恢复，不同细分子行业的恢复速度或存在差异。借鉴海外旅游消费的修复进程，通常餐饮会在疫情结束后一个月迎来快速明显反弹，并在随后 1~3 个月恢复至 90%—100%；酒店由于商旅和休闲双重需求，在海外的疫后复苏中表现较好，恢复节奏快且比例高；由于疫情增加了消费摩擦，国内游在疫情后的恢复比例尚未达到 100% 的状态，出境游则需要等待国门放开后逐步恢复。从国际旅游业恢复情况看，2022 年前三季度，全球国际游客量同比增长 133%，根据权威部门预测，预计 2022 年全球国际旅游收入将恢复至疫情前水平的 70% 以上。

中长期看，旅游业作为国民经济战略性支柱产业的地位不会动摇。根据《“十四五”旅游业发展规划》，“十四五”时期，中国将全面进入大众旅游时代，旅游业发展仍处于重要战略机遇期。到 2025 年，旅游业发展水平不断提升，现代旅游业体系更加健全，旅游有效供给、优质供给、弹性供给更为丰富，大众旅游消费需求得到更好满足。随着人均可支配收入的持续增长、假期及政策红利继续释放，居民旅游意愿保持高位以及交通等配套基建持续完善，旅游行业长期发展前景较好。联合资信对旅游行业的信用展望为稳定。