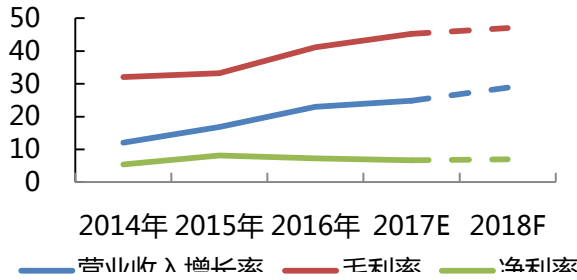




旅游行业 2018 年信用风险展望

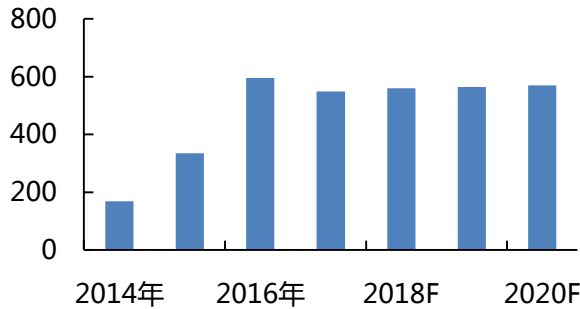
稳健发展 龙头受益

行业营业收入增速及毛利率走势图(单位：%)



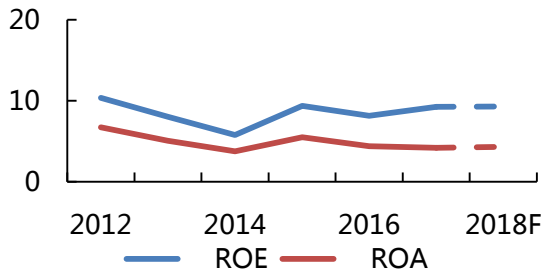
数据来源：Wind，大公预测

行业存续债走势图（单位：亿元）



数据来源：Wind，大公预测

行业资产收益走势图（单位：%）



数据来源：Wind，大公预测

消费环境：国内城镇居民消费升级带动休闲服务收入水平稳步提升，预期旅游行业将继续实现高速增长。

国内旅游：休闲度假游需求持续上升，助推国内景区业务快速增长。

出境旅游：受中欧旅游年影响以及一带一路政策的推进，我国出境游市场预期能够回暖。

政策影响：外部环境敏感性较高，旅游企业仍将警惕安全和政策等因素影响。

关注企业：受益于旅游需求的不断增加以及自身的品牌效应，预期龙头企业市场份额将进一步提升，盈利能力稳步增长。

信用质量：旅游行业信用风险处于较低水平，在政策支持及产业融合发展的背景下，旅游行业信用环境将稳步提升。

大公资信工商二部 刘琦

客服电话：4008-84-4008

Email：rating@dagongcredit.com



概 要

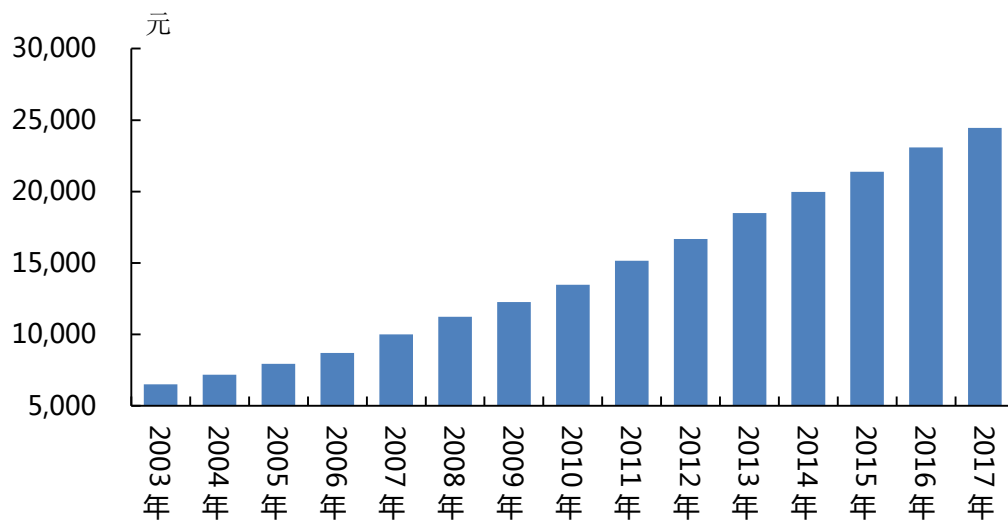
2017 年以来，随着我国全面建设小康社会不断推进，中国旅游行业面临重大发展机遇；中国经济持续快速增长，必将对旅游需求增长发挥基础性的支撑作用；城乡居民收入将稳定增长，到 2020 年人均 GDP 将达到 3500 美元，这将进入世界旅游行业公认的旅游行业爆发性增长阶段；此外，我国对外开放的进一步扩大，尤其是一带一路政策的有力推行，将为我国旅游行业在国际市场更好的发挥作用，创造更为有力的条件；随着对现行休假制度的完善和带薪休假制度的落实，我国将形成巨大的国内旅游消费市场。2017 年，我国旅游企业发行债券 80 余只，行业整体信用水平保持稳定。本报告将从消费环境、国内旅游及出境游市场、政策影响、关注企业、信用质量等方面展望 2018 年我国旅游行业的发展前景。

预计 2018 年，旅游行业将继续保持良好的发展态势，随着休闲度假需求的持续提升以及出境游优惠政策的逐步落地，我国旅游行业总收入将稳步增长；行业随着整合并购，结构趋于合理化，龙头企业的盈利能力将进一步提升；此外，在政策支持及产业融合发展的背景下，旅游行业信用环境将稳步提升，信用风险仍将处于较低水平，但在债务管理趋严以及融资成本增加的背景下，旅游类企业的发债规模预计将有所下降

国内城镇居民消费升级带动休闲服务收入水平稳步提升,预期旅游行业将继续实现高速增长

截至 2017 年末,我国城镇居民人均消费支出已达到 24445 元,约 3814 美元,人均收入 36396 万元,约 5791 美元,同比增长 8.3%,正处于消费升级阶段,其中,旅游休闲服务支出占比约为 11.65%。根据中国旅游研究院、国家旅游局数据中心发布《中国旅游经济 2017 年运行分析与 2018 年发展预测》,2017 年,我国国内和入境旅游人数已超过 51 亿人次,同比增长 16.44%;旅游休闲服务总收入超过 5.3 万亿元,同比增长 13.01%;我国旅游行业对国民经济和社会就业的综合贡献均已超过 10%。总体来看,受益于国内城镇居民的消费升级,旅游行业稳健发展,预计 2018 年将继续实现高速增长,发展前景较好。

图 1 2003~2017 年我国城镇居民人均消费性支出情况



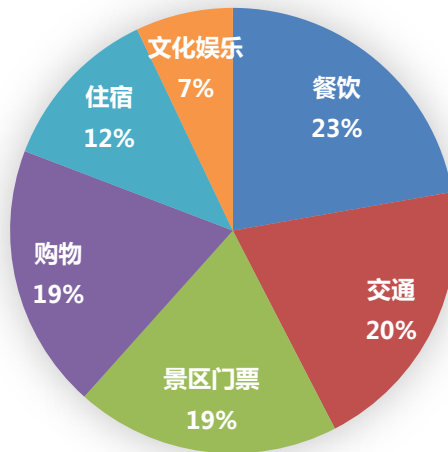
数据来源: Wind

休闲度假游需求持续上升,助推国内景区业务快速增长

2017 年,我国国内游人次约为 48.8 亿,同比增长 10.91%,收入约为 4.4 万亿元,同比增长 12.82%;根据中国旅游研究院发布的报告,其中以休闲度假游为目的出行的游客占比超过 50%,高于观光游市场

份额，预计 2018 年休闲度假游在整体旅游市场占比将继续增长。我国休闲度假游市场起步于人工景区，相对于观光游，其特点是开发住宿业、零售业、餐饮业、娱乐业等增值项目，延展旅游产业链条，从而增加旅游综合消费，其产品主要包括“旅游+亲子”的周边游、“旅游+演艺”的文化旅游以及主题公园游等。从消费结构来看，传统的观光游以餐饮、交通、景区门票以及住宿为主，而休闲度假游方面随着“旅游+”以及文化 IP 概念的深入，体验性消费将有所增加，如文化娱乐、主题住宿、旅游商品等。总体来看，受益于休闲度假游需求持续上升，国内景区业务收入将保持快速增长。

图 2 国内游客消费结构



数据来源：中国旅游研究院

受中欧旅游年影响以及一带一路政策的推进，我国出境游市场预期能够回暖

相对于国内旅游群体，我国出境游体量一直较小，国内经营该板块业务的旅游企业通过自有资源，依靠提供“住、吃、娱、购、游、行、住”六大元素相关服务获取营业收入，2017 年我国出境游总人数接近 1.29 亿人次，同比增长 5.74%，增速有所放缓。从出游目的地情况来看，2017 年亚洲国家仍然是我国游客的首选，占比约为 60%，



欧美地区占比约为 30%。然而 2017 年以来，受萨德事件影响，中国赴韩团体游客锐减，由于我国赴韩游客占我国出境总游客比例一直较高，因此赴韩游客的锐减也在一定程度上拉低了我国出境游游客的增长。2018 年，一方面随中欧旅游年的到来，欧洲各个使馆逐步推出的签证便利化措施将带动“中—欧”市场份额的提升，另一方面随着一带一路战略的展开，东南亚市场将快速推进，以上将助力我国出境游市场回暖。

旅游行业对外部环境敏感性较高，旅游企业仍将警惕安全和政策因素等影响

旅游行业经营易受外部环境的影响，重大的国内外政治、经济形势变化、自然灾害、流行性疾病等因素，都会给旅游行业的发展带来全面和局部的风险。2017 年 7 月，中国旅游研究院发布《上半年赴欧洲旅游趋势报告》称，一带一路政策加速赴欧旅游，中国游客增长 65%，其中跟团游增长 81%。预计 2017 年中国赴欧洲旅游规模将达 550 万人次，欧洲为中国游客出国旅游的第 3 大目的地，仅次于东南亚和东亚；同月，国家发改委等 14 部门联合印发《促进乡村旅游发展提质升级行动方案（2017）》，提出 2017 年全国乡村旅游实际完成投资达到约 5500 亿元，年接待人数超过 25 亿人次，乡村旅游消费规模增至 1.4 万亿，带动约 900 万户农民受益的发展目标。总体来看，旅游行业对外部环境的敏感性较高，2018 年旅游企业仍将警惕安全和政策因素等影响。

景区类企业整体收入保持平稳增长，受益于古镇持续的高热度，中青旅、宋城演艺等企业盈利仍将保持快速提升

根据国家统计局数据 2017 年上半年，我国国内旅游人数为 25.37 亿人次，同比增长 13.5%；国内旅游收入为 2.17 万亿元，同比增长 15.8%。国内旅游人数及收入的变化可近似反映我国景区客流量和收入增长趋势。2017 年以来，受益于休闲度假需求快速增长以及高铁



网络加速建成，我国景区类企业整体收入保持平稳增长。

从关注企业来看，2017年1~9月，峨眉山旅游营业收入同比增长4.41%；归属于母公司净利润同比增长5.47%，扣非后归属于母公司净利润1.54亿元，同比增长5.47%，增速有所放缓，主要由于九寨沟地震对游客心理以及短期内四川周边地区行程安排的整体性影响，其中2017年第三季度，峨眉山旅游公司营业收入同比下降1.46%，业绩有所下滑；毛利率同比略有提升；资产负债率为同比下降6.68个百分点。2017年前三季度，受益于乌镇景区客流量增速上升以及门票价格上浮20%~25%，中青旅营业收入同比增长20.37%；归属于母公司净利润5.97亿元，同比增长23.34%；毛利率同比增加2.7个百分点，业绩稳步提升。同期，宋城演艺营业收入同比增长17.60%；归属于母公司净利润为9.18亿元，同比增长20.18%；资产负债率同比有所下降；宋城演艺2017年前三季度业绩大幅上升，主要得益于人工景区千古情项目在三亚、丽江等地的成功复制，驱动其业绩的增长；宋城演艺目前正处于建设期的项目主要包括漓江千古情、上海世博大舞台、张家界千古情、澳大利亚传奇王国以及西安千古情，预计总投资额45.00亿元，项目建设地旅游资源丰富，游客接待量有保障，项目开业后客流量和营业收入有望进一步获得提升。

表1 景区类关注企业截至2017年9月末主要财务数据(亿元、%)

企业名称	总资产	资产负债率	毛利率	营业收入	净利润
峨眉山旅游股份有限公司	26.51	18.01	43.95	8.59	1.51
中青旅控股股份有限公司	118.30	37.77	26.10	77.11	7.37
宋城演艺	84.06	12.60	66.05	23.14	9.25

数据来源：Wind

出境游行业集中度较高，随着出境游回暖，众信旅游、凯撒旅游等上市公司市场份额及盈利能力将进一步提升

我国出境游市场巨大，出境游业务公司众多，行业集中度较高，截至目前，途牛、携程因其服务类型丰富、用户覆盖活跃度较高等优势占据一半以上市场份额，维持市场第一梯度地位。此外，出境游领



域,国内经营出境游业务的旅行社众多,上市公司主要包括众信旅游、凯撒旅游、腾邦国际以及岭南控股旗下的广之旅。

2017 年前三季度,受益于居民消费水平的升级以及“一带一路”等战略的实施,出境游盈利能力整体略有上升。从关注企业看,2017 年 1~9 月,众信旅游营业收入和归母净利润同比分别增长 10.6%和下降 13.8%,实现扣非净利润 1.79 亿元,同比下降 13.1%,其中,第 3 季度相比上半年盈利增速有较大回落,主要由于众信旅游终止 2016 年限制性股票激励计划,回购注销未解锁的激励股份,确认了较多股权激励计划加速行权费用,此外,企业起用新的办公大楼后房屋租赁相关费用有较大幅度上升。众信旅游预计 2017 全年将实现归母净利润 1.93 至 2.58 亿元,同比增速区间为-10%至 20%。盈利能力方面,众信旅游前 3 季度毛利率和净利率同比分别提升 0.3 和下降 0.4 个百分点。2017 年前 3 季度,凯撒旅游营业收入和归母净利润同比分别增长 24.1%和 44.1%,前三季度扣非净利润为 2.93 亿元,同比增长 21.3%。前三季度企业业绩增长保持稳健,下半年行业稳步复苏,凯撒旅游有望持续受益行业回暖。

整体来看,我国出境游市场巨大,行业集中度较高,众信旅游、凯撒旅游等上市企业盈利能力稳步增长,预计 2018 年,受益于自身品牌效应以及“一带一路”政策推动行业回暖,二者的市场份额和盈利能力将进一步增长,但同时仍要警惕地缘政治以及人民币贬值等因素的风险。

表 2 出境游关注企业截至 2017 年 9 月末主要财务数据(亿元、%)

企业名称	总资产	资产负债率	毛利率	营业收入	净利润
众信旅游	47.04	52.64	10.00	92.24	2.23
凯撒旅游	56.20	58.19	18.12	62.40	3.77
腾邦国际	69.18	59.27	18.86	27.94	2.42

数据来源:Wind



旅游行业信用风险处于较低水平，在政策支持及产业融合发展的背景下，旅游行业信用环境将稳步提升

根据 Wind 数据显示，旅游行业近几年平均资产负债率维持在 65%左右；不良资产比率仅为 1.8%；速动比率约为 0.94，略有下降；现金流动比率维持在 8%~10%，由于旅游行业在建项目较多，有较大的资本支出压力，旅游企业期末净现金流对流动负债的覆盖程度一般。从发债情况来看，2017 年 1~11 月，旅游企业债券共发行 77 支，同比下降 8 支，发行金额为 547.50 亿元，同比减少 81.00 亿元，发债企业以综合性旅游集团为主，发债数量和发债规模同比均大幅减少；债券以短期化债券为主，其中超短期融资券数量和发行金额均有所上升，公司债券数量和发行金额均大幅下降。2017 年 1~11 月，旅游企业债券仍以短期化为主，超短期融资券发行数量和发行金额占比继续提高，债券期限结构趋于短期化。从发债主体级别来看，2014~2016 年及 2017 年 1~11 月，旅游行业发债主体级别以 AA 级别及以上的级别为主；AA-及以下的级别自 2014 年以来整体呈现下降趋势。总体来看，发债主体逐渐向高级别集中。从级别变动情况来看，2017 年以来，21 家样本旅游企业级别整体维持稳定，1 家旅游企业级别调高。总体来看，旅游行业企业融资渠道逐步向债券市场拓展，同时，企业信用状况整体保持稳定，无违约情况。

综合来看，旅游行业信用风险处于较低水平，在政策支持及产业融合发展的背景下，旅游行业信用环境将稳步提升，但在债务管理趋严以及融资成本增加的背景下，旅游类企业的发债规模预计将有所下降。