

行业展望

2023年2月

中国旅游行业展望，2023年2月

受疫情发展趋势及相关防控政策影响，2022年旅游行业仍处于低位运行阶段，随着疫情防控政策转变效果的逐步体现，2023年国内旅游市场有望迎来恢复性增长，境外游恢复周期或更长；预计未来随着行业逐步恢复正常化发展，旅游企业盈利能力和偿债能力也将缓慢修复。中国旅游行业的展望为负面改善，中诚信国际认为，未来12~18个月该行业总体信用质量较“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平。

摘要

- 2022年，全国主要省市和部分旅游目的地城市疫情散点式爆发，在跨省熔断机制影响下，2022年旅游市场表现整体仍处于低谷期。2023年，随着全国各省市逐步度过疫情快速蔓延期，旅游市场有望迎来恢复性增长，但跨境旅游市场的恢复需要更长的周期。
- 疫情期间，景区以周边客源为主，恢复情况存在区域性差异，酒店企业发展情况不及预期，行业持续出清及内部资源整合推动酒店品牌化和连锁化率不断提升；长期来看，在旅游行业进入复苏期后，中远程旅游的恢复将使得辐射范围更广和品牌影响力更强的高质量自然生态类景区具有更好的发展动能，亦为主要旅游城市的酒店带来较好的发展机遇。
- 因疫情防控政策影响跨区域游，OTA平台主要业务恢复情况不及预期，线下旅行社仍面临较大的经营压力，未来随着疫情防控政策转向效果的逐步体现，国内游率先复苏将推动OTA平台及线下旅行社境内业务的快速发展，跨境游的逐步恢复亦将带动OTA平台海外业务的重启。
- 酒店样本企业由于近年来资本投入较少，经营获现和偿债能力尚可；大型和中小型旅游集团受非旅游业务资金需求增多影响，偿债能力指标有所弱化，而旅行社和景区运营样本企业因主营业务受损严重，仍存在较大的偿债压力。

目录

摘要	1
分析思路	2
行业基本面	2
行业财务表现	12
结论	16

联络人

作者

企业评级部

汪莹莹 010-66428877
yywang@ccxi.com.cn

王紫薇 010-66428877
zwwang@ccxi.com.cn

杨雨茜 010-66428877
yqyang@ccxi.com.cn

其他联络人

王雅方 010-66428877
yfwang@ccxi.com.cn

龚天璇 010-66428877
txgong@ccxi.com.cn



一、 分析思路

旅游行业的信用基本面分析，主要是通过分析旅游行业整体情况、各旅游子行业经营状况并结合相关政策等因素对旅游行业疫情下的恢复及未来行业发展趋势进行判断，进一步分析相关走势对行业内企业盈利水平和偿债能力等信用基本面的影响。本文指出在疫情防控常态化背景下，受国内重点城市先后爆发疫情及跨省熔断机制持续影响，民众出游意愿不足，2022年旅游行业仍处于低位运行阶段；2022年11月以来，中国防疫政策逐步转变，随着全国主要省市逐步度过第一波疫情感染高峰期，国内游及跨境游均有望实现恢复性增长，但跨境游的恢复周期预计更长。2022年以来在行业持续的负面影响下，旅游企业整体盈利能力和经营获现能力均有所下滑，整体偿债能力较弱，未来随着经济恢复、政策效果逐步显现、旅游从业者回流以及疫情对民众心态的不利影响消除，2023年旅游企业盈利能力及偿债能力有望缓慢恢复。

二、 行业基本面

旅游业整体影响因素

因国内主要城市和部分旅游目的地城市疫情反复，2022年旅游市场表现持续较弱，目前国内疫情防控政策不断调整优化，但因病毒传播力上升，旅游行业全面修复仍需时间，随着感染人数逐渐达峰及居民出行意愿的提升，预计2023年国内旅游业将迎来恢复性增长，但跨境游的修复周期或将更长

旅游包含了“行”、“游”和“住”，其中“行”包含OTA和线下旅行社的境内外交通业务，“游”主要涉及旅游景区，“住”涵盖酒店等相关企业。旅游业是我国第三产业的主要支柱行业，但自疫情开始后，国内旅游收入占GDP的比例持续处于较低水平。旅游业按照旅游目的地划分可分为国内旅游和国际旅游，国内旅游方面，2022年以来，北京、上海、广东及重庆等国内主要客源市场和以海南、新疆为代表的部分旅游目的地城市疫情反复，加之病毒传播力上升，跨省熔断机制加重游客出行顾虑，旅游市场数据明显弱于2021年同期，根据文化旅游部公布的数据，2022年前三季度国内旅游总人次为20.94亿，同比下降22.1%；国内旅游收入1.72万亿元，同比下降27.2%。2022年第四季度，虽然防疫政策逐渐向精准化调整，对行业长期发展利好明显，但疫情蔓延导致第一波感染高峰对出游的暂时性冲击，旅游行业尚处于低迷期。根据中国旅游研究院发布的《中国国内旅游发展年度报告（2022-2023）》，预计2022年全年国内旅游人数较2021年减少14.38%至27.79亿人次，国内旅游总收入下降19.5%至2.35万亿元。进入2023年，虽然国内旅游市场暂时还没有出现全面性复苏，但国内北京、上海等主要旅游客源地疫情逐步过峰，居民出行意愿恢复，带动三亚、西双版纳、昆明、厦门和哈尔滨等冬季热门的长线旅游目的地游客数量出现区域性反弹。从2023年元旦和春节假期来看，全国国内旅游

出游5,271.34万人次和3.08亿人次,同比增长0.44%和23.1%,按可比口径恢复至2019年同期的42.8%和88.6%;实现国内旅游收入265.17亿元和3,758.43亿元,同比增长4%和30%,恢复至2019年同期的35.1%和73.1%,旅游行业复苏态势明显。此外,游客旅游目的地的搜索量开始迅速增长,根据携程数据,“新十条”防控措施发布后,机票瞬时搜索量增长160%。其中,春节前夕(腊月二十五-除夕)的机票搜索量暴涨至三年以来最高点,2023年出行搜索热度较同期上涨超过900%。未来,随着国内各大省市逐步度过疫情高峰期以及政策转变效果的逐步显现,国内游市场有望迎来大幅反弹。国际旅游主要包括入境游和出境游,从入境游市场来看,2022年上半年,入境旅游市场仍处于低位运行状态,商务等事务性旅行是入境旅游市场的主力,2022年下半年,随着入境隔离、签证政策的放宽以及国际航班的持续恢复,我国主要入境客源市场的需求有所回暖,海外对来华航班和住宿的搜索量较2021年同期有明显的回升,潜在入境旅游需求增加,根据《中国入境旅游发展报告2022-2023》预计,2022年全年我国接待入境游客超过2,000万人次。进入2023年,1月8日起我国全面开放入境政策,入境旅游市场有望触底反弹,出现恢复性增长。出境游方面,随着我国有序恢复公民出境游,2023年出境旅游市场亦有望出现显著的恢复。根据携程数据,截至1月5日,2023年春节7天海外旅游订单较去年春节激增540%。此外,我国计划自2月6日起放开公民团队出国游限制,但国际航班数量需要一定恢复期,且旅游业就业恢复情况以及供应链重建等限制亦使跨境旅游全面复苏需要更长的时间周期。从地域来看,受到国际关系及各国入境政策的影响,东南亚地区的出境游吸引力更大、恢复更快,从飞猪数据来看,2023年元旦期间境外热门旅游目的地预订量同比增长近2倍,其中泰国、新加坡、马来西亚、越南等是热门出境游目的地。

从国内旅游行业的出游半径来看,2021年及2022年前三季度,在疫情防控常态化的背景下,安全成为居民出游的重要考虑因素,考虑到便利性和可控性,1~2天的本地游和周边游占比迅速增加,根据携程旅行数据,2021年传统节假日本地酒店订单占比超过5成,在携程购买2小时以内高铁火车票的游客人次同比增长近三成。根据中国旅游研究院数据,2022年省际旅游流动只占到所有国内旅游流动的18.76%,而81.24%的国内旅游流动表现为省内旅游流动。此外,从旅游形式来看,受疫情防控政策以及居民消费心理影响,以家庭组团为主的、具有体验性和参与度的休闲度假游更符合疫情后人们的出游心理,“轻旅游”、“微度假”和“宅酒店”等新的旅游形式成为新的市场热点。进入2023年,疫情防控政策发生趋势性改变,但游客的心理转变仍需要一定过渡期,根据中国旅游研究院综合数据显示,2023年元旦假期旅游市场中城市周边游仍是旅游消费的首选,但随着游客跨区域出游需求逐步释放,跨省游和长线游已开始有序恢复。

图 1：近年来国内旅游收入及增长情况（万亿元、%）

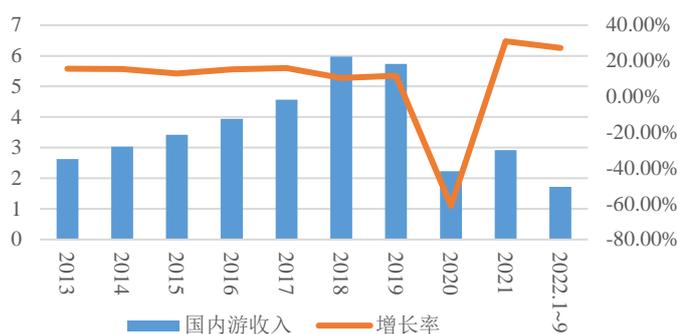
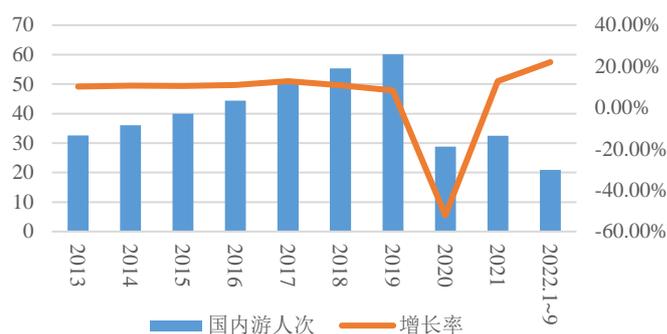
数据来源：原国家旅游局¹及文化和旅游部、中诚信国际整理

图 2：近年来国内旅游人次及增长情况（亿人次、%）



数据来源：原国家旅游局及文化和旅游部、中诚信国际整理

图 3：2020 年以来分季度旅游人次较 2019 年同期恢复情况（亿人次、%）



数据来源：文化和旅游部、中诚信国际整理

政策方面，2021年我国旅游经济呈阶梯形复苏、波动式回暖态势，文化和旅游系统通过金融等多种扶持手段，增加旅游项目、拓宽企业融资渠道，助力行业发展。2022年，国务院发布的《“十四五”旅游业发展规划》中提出在疫情防控常态化条件下创新提升国内旅游，在国际疫情得到有效控制前提下分步有序促进入境旅游、稳步发展出境旅游，并提出一系列纾困措施，在政策层面上助力旅游业修复。此后，文化和旅游部发布一系列通知，将跨省游“熔断”政策的行政单位从省（区、市）调整为县（市、区、旗）以及直辖市的区（县），使得从2021年8月开始实施的“跨省游‘熔断’机制”进入了更加精准化的新阶段，各地也按照相关政策要求落细落实“精准熔断”机制，相应出台支持文化和旅游恢复发展的利好政策。文化和旅游部亦相应出台一系列疫情防控措施指南，为旅游市场的复苏创造了更有利的条件，但在病毒传播力上升的大背景下，相关政策对旅游行业的拉动作用在短期内没有明显体现。2022年11月以来，中国防疫政策优化“二十条”、“新十条”接续推出，2022年12月，国家卫健委办公厅印发《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》，不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码，不再开展落地检，且在出入境方面取消“五个一”及客座率限制等国际客运航班数量管控措施，取消入境后全员核酸检测和集中隔离等，并要求根据

¹ 2018年3月，根据第十三届全国人民代表大会第一次会议批准的国务院机构改革方案，将国家旅游局的职责整合，组建中华人民共和国文化和旅游部，不再保留国家旅游局。

国际疫情形势和各方面服务保障能力，有序恢复中国公民出境旅游。目前，在政策推动下，中国主要入境客源市场的需求持续回暖，2023年1月8日，我国全面放开入境政策正式生效，当日同程旅行出入境机票订单同比增长628%，达近三年峰值。

表 1：2021 年以来重要旅游业政策

出台日期	文件	核心内容
2021 年 2 月	《关于进一步用好地方政府专项债券推进文化和旅游领域重大项目建设的通知》	贯彻落实党中央、国务院系列决策部署，进一步在文化和旅游领域用好地方政府专项债券，加快推进文化和旅游领域重大项目落地实施，扩大有效投资，推动行业高质量发展
2021 年 4 月	《关于抓好金融政策落实进一步支持演出企业和旅行社等市场主体纾困发展的通知》	《关于抓好金融政策落实进一步支持演出企业和旅行社等市场主体纾困发展的通知》
2021 年 8 月	《文化和旅游部办公厅关于积极应对新冠肺炎疫情进一步加强跨省旅游管理工作的通知》	结合疫情防控中高风险地区管理措施，调整跨省旅游经营活动管理政策，实施联动管理。对出现中高风险地区的省（区、市），立即暂停旅行社及在线旅游企业经营该省（区、市）跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。
2022 年 1 月	《“十四五”旅游业发展规划》	在疫情防控常态化条件下创新提升国内旅游，在国际疫情得到有效控制前提下分步有序促进入境旅游、稳步发展出境旅游，着力推动文化和旅游深度融合，着力完善现代旅游业体系，加快旅游强国建设，努力实现旅游业更高质量、更有效率、更加公平、更可持续、更为安全的发展。
2022 年 2 月	《关于促进服务业领域困难行业发展的若干意见》	提出服务行业普惠性纾困措施以及旅游业等具体行业纾困措施。
2022 年 3 月	《文化和旅游部办公厅关于抓好促进旅游业恢复发展纾困扶持政策贯彻落实工作的通知》	严格落实服务业行业精准防控要求，统筹做好疫情防控和旅游业恢复发展工作，坚决防止和避免“放松防控”和“过度防控”两种倾向。并落实包括减税降费、旅游服务质量保证金扶持等具体举措。
2022 年 5 月	《文化和旅游部办公厅关于加强疫情防控科学精准实施跨省旅游“熔断”机制的通知》	将跨省游“熔断”政策的行政单位从省（区、市）调整为县（市、区、旗）以及直辖市的区（县）。
2022 年 7 月	《文化和旅游部办公厅关于加强疫情防控科学精准实施跨省旅游“熔断”机制的通知》	将旅游专列业务纳入跨省旅游“熔断”机制统一管理，压实企业主体责任，扎实做好旅游专列疫情防控工作。
2022 年 12 月	《旅游景区疫情防控措施指南》	按照国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制综合组《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》（不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码，不再开展落地检等）指导全国旅游景区因时因势优化完善防控措施，进一步提升旅游景区疫情防控的科学性、精准性
2022 年 12 月	《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》	优化中外人员往来管理，取消入境后全员核酸检测和集中隔离，取消“五个一”及客座率限制等国际客运航班数量管控措施，根据国际疫情形势和各方面服务保障能力，有序恢复中国公民出境旅游。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

展望2023年，新冠疫情已以大范围感染和轻症为特点，出行的政策性障碍亦逐渐消失，出游

意愿虽有所回升，但目前全国仍有部分城市未度过疫情高峰期，出于避险考虑，短期内游客旅游消费相对谨慎，政策的转变短期内难以形成立竿见影的效果，在疫情大规模蔓延期间，旅游行业或仍以低位运行为主，在疫情快速蔓延期过后，跨省游和长线游将逐步恢复，带动国内旅游行业正常化发展。此外，随着我国对新冠病毒感染实施“乙类乙管”总体方案，国际旅游业务将有序恢复，出入境旅游发展形势有望好转。

总的来看，旅游业对外部环境敏感度高，2022年以来，受国内主要城市以及部分旅游目的地城市疫情影响，国内旅游行业仍处于低位发展阶段，跨境游仍处于停滞状态。目前，国家对防疫政策不断进行优化和调整，但在病毒传播力上升的大背景下，短期内难以迎来行业的全面复苏，随着感染人数逐渐达峰以及居民消费能力和消费意愿的不断提升，国内旅游业将逐步恢复正常发展，跨境旅游业务发展有望走出停滞期实现恢复性增长。

景区运营

2022年景区仍以周边客源为主，随着各省市逐步迈过第一波感染高峰期以及政策转向效果进一步释放，中远程旅游或将成为旅游市场复苏的增长主要拉动因素之一，辐射范围更广和品牌影响力更强的高质量自然生态类景区将迎来更好的发展机遇

旅游景区是指以旅游及其相关活动为主要功能或主要功能之一的区域场所，具备相应的旅游设施，能够满足游客参观游览、休闲度假、康乐健身等旅游需求。2022年以来，因病毒传播力上升，在跨省游“熔断”政策制约下，旅游景区发展仍未恢复至疫情前水平，以2022年国庆假期为例，共有10,801家A级旅游景区正常开放，占A级景区总数的75%，国庆节假期7天内全国国内旅游出游4.22亿人次，同比减少18.2%，按可比口径恢复至2019年同期的60.7%。目前，国内防疫政策已逐步优化调整，在疫情高峰期过后，各景区由于其经营质量、区域位置以及景区类型不同，面临不同的发展机遇。

景区质量是影响景区运营的核心要素，根据迈点研究院《2021-2022年中国文旅景区发展总结与趋势报告》，我国景区之间马太效应明显，高星级景区品牌指数远远超过低星级景区，市场影响力更强的景区具有更大的辐射范围，在2023年跨区域旅游预计持续恢复的大背景下，相较于地域性景区，市场影响力更强和辐射范围更广的全国性头部景区品牌在行业复苏期或将拥有更多的发展机遇。根据2022年7月文化和旅游部最新公布的名单，国内5A级景区数量增至318个。从国内5A级景区分布来看，华东地区为5A级景区分布最多的区域，其中江苏以25家的总量排名第一，浙江20家排名第二，新疆超越了广东和四川，以17家跃居第三名。此外，在旅游需求愈发多元化的背景下，高质量旅游产品存在结构性的供给不足，根据中国旅游研究院游客满意度专项调查，2022年前三季度，游客综合满意度指数为80.63，低于2021年的82.47，其中游客对景区的满意度有明显下降，在行业迎来恢复性增长前夕，率先完成景区内容和业态的升级、可提供更高品质旅游产品的景区具有更强的市场竞争力，面临更好的

发展机遇。

图 4：近年来国家 5A 级景区数量及增长率（个、%）



数据来源：原国家旅游局及文化和旅游部、中诚信国际整理

图 5：2022 年国家 5A 级景区地区分布情况



数据来源：迈点研究院、中诚信国际整理

2022 年，受疫情影响较大的区域内景区经营仍受到较大的限制，在受疫情影响相对较小的区域中，位于主要旅游客源地市场的周围景区因路程近、时间可控，在疫情期间受到的冲击相对较小。从客源市场分布情况来看，根据《中国国内旅游发展年度报告（2022-2023）》，北京、上海、重庆、广东、浙江、江苏、湖南等省市是主要的国内旅游客源市场。此外，自疫情以来，全国热点目的地和客源地分布高度重合，面向中远程市场的旅游景区接待人次和综合收入下降明显，面向本地和近程周边游市场的休闲度假空间则迎来了新的发展机遇。2022 年以来，旅游市场依旧延续短距离、低消费、高频次的近程旅游特征，根据文化和旅游部数据中心专项调查显示，游客的出游距离和目的地游憩半径明显收缩，疫情前的 2019 年，游客出游半径和目的地游憩半径分别为 270 公里和 15 公里，而 2022 年元旦、春节、清明、五一、端午、中秋、国庆的出游半径分别为 110.3 公里、131.8 公里、95.0 公里、99.6 公里、107.9 公里、117.4 公里和 118.7 公里，目的地游憩半径分别为 8.7 公里、8.3 公里、4.9 公里、6.0 公里、7.3 公里、7.8 公里和 9.6 公里，下降态势明显。此外，在出行距离缩短的同时，休闲的频次明显提升，对受疫情影响相对较小且位于主要客源地市场周边的旅游景区恢复提供了很好的拉动作用。目前随着疫情防控政策的放开，国内游市场复苏预期增强，根据文化和旅游部数据中心统计，2023 年元旦期间城市周边游仍是假期旅游消费首选，都市休闲亦占据主流地位，但中远程旅游已经出现复苏迹象。根据携程和飞猪等预定平台数据显示，三亚、东北等具有冬季旅游特点的地区搜索量迅速增长，云南、广东等气候温暖目的地的旅游相关产品预订量亦翻倍。未来，随着国内主要省市度过疫情快速蔓延期，中远程旅游有望成为旅游市场增长的主要拉动因素之一。

因游客旅游偏好的差异，景区类型亦对景区的恢复情况产生较大影响。景区可大致分为自然生态类、历史文化类、现代游乐类、产业融合类以及其他类。根据《2022 中国旅游度假发展报告》，休闲度假已成为旅游消费的主要选项，根据文化和旅游部数据中心调查显示，92.21% 的受访者在 2022 年上半年进行了休闲度假旅游，其中湖泊型、滨海型、温泉型、山地和森林

型、草原型目的地被选比例较高，分别为35.34%、28.86%、26.96%、18.41%和18.29%，由此可见，在旅游行业复苏期内，相比于其他种类的景区，自然生态类景区更具有竞争优势。

总体来看，目前我国各景区由于其品牌影响力、区位、辐射范围和类型的差异在游客中热度有所不同，2022年以来，在受疫情影响较大的区域内，景区经营仍受到较大的限制，而受疫情影响相对较小的区域中，位于主要旅游客源地市场的周围景区经营具有相对较好的发展条件。未来，随着主要省市逐步度过疫情快速蔓延期，中远程旅游或将成为市场主要成长拉动因素之一，辐射范围更广和市场影响力更强的高质量自然生态类景区在旅游行业复苏期内迎来更好的发展机遇。

酒店业

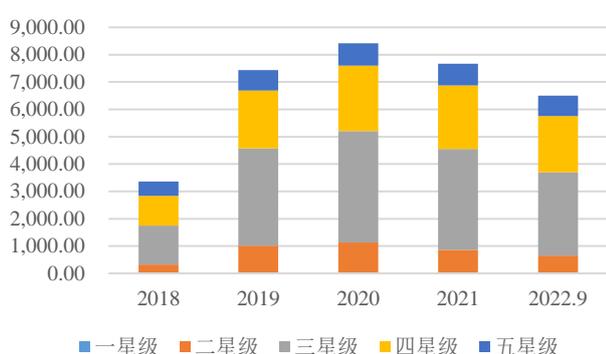
国内部分一线城市陆续爆发疫情对2022年上半年酒店经营冲击较大，2022年下半年酒店经营有序恢复但全年发展情况不佳；豪华酒店、高档酒店以及连锁酒店具备更强的抗风险能力，行业持续出清及内部资源整合进一步推动酒店品牌化和连锁化率提升

酒店业是旅游业的细分行业，具有一定的进入和退出壁垒且竞争激烈。近年来，疫情对酒店行业冲击较大，在跨省游“熔断”政策影响下，酒店行业恢复不及预期，行业不断出清，根据文化旅游部数据，2022年9月末，我国星级酒店的数量下降至6,505家，下降幅度同比大幅增加，2022年全国重点地区疫情对一季度和二季度的酒店经营影响较大，尤其是以商务接待为主的酒店，星级酒店入住率大幅下滑，平均房价亦有所下降，第三季度逐步恢复，综合影响下，2022年全年酒店行业仍将维持低位运行，发展情况低于预期。

我国酒店业发展存在地区性差异，分省市来看，酒店客房总数位列前十位的城市分别是上海、成都、重庆、北京、广州、深圳、杭州、长沙、武汉和郑州，客房数总数约290万间，占全国酒店客房总数的22%。从十大城市酒店业设施的平均规模来看，北京的酒店设施最大，平均拥有82间客房，重庆的酒店设施最小，平均只有44间客房。2021~2022年，因短途游和近郊度假的旅游需求增加，本地化休闲消费成为酒店业复苏的主要拉动因素之一，根据同程旅行发布的《2021中国住宿产业发展及消费趋势报告》数据显示，非连锁经济型酒店、星级酒店等来自本地的预订比例均在46%以上，从地区对比来看，一线城市及区域核心城市来自本地预订的比例相对高于三线及以下城市，其中，深圳市的住宿设施来自本地的预订占比高达54.4%，在一线城市中位居第一，上海、广州、北京的本地预订占比也都在40%以上；根据携程数据显示，2022年前三季度，国内本地酒店预订量较2019年同期增长约60%。因此，从区域上来看，经济发达地区的酒店面向更广阔的本地需求市场，具有较好的替代需求补充。进入2023年，随着部分地区疫情感染逐步过峰，异地订单逐步增加，在元旦假期的酒店订单中，根据同程数据显示，异地订单从去年同期的51.3%上涨至67.6%。此外，未来随着各地相继恢复跨省游业务，主要旅游景区所在地的酒店市场亦有望迎来较好的发展机遇。

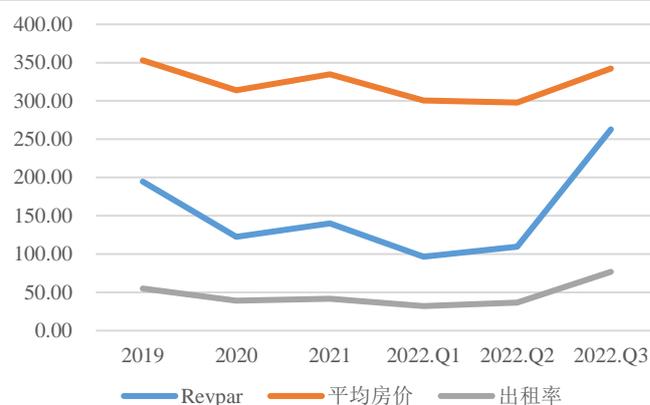
从酒店结构和经营模式上来看，疫情期间，短途游和近郊度假的旅游需求增加，且游客对体验和服务的要求提高，为高端酒店的业务恢复创造了相对良好的条件，根据文化和旅游部数据，2021年及2022年前三季度，在酒店数量总体下降的情况下，豪华酒店（五星级）、高档酒店（四星级）的总数量和客房数量同比下降幅度相对较小，而经济型酒店（二星级及以下）和中档酒店（三星级）的酒店数量和客房数量呈现较为明显的下滑。此外，从经营模式上来看，中国饭店协会数据显示，连锁酒店具有较强的抗风险能力，根据《2022年中国酒店业发展报告》显示，2022年我国酒店的连锁化率上升至35%，但相较于发达国家60%以上的连锁化率仍有很大差距，酒店品牌化仍有较大的发展空间。

图 6：全国星级酒店数量及变动情况（单位：家）



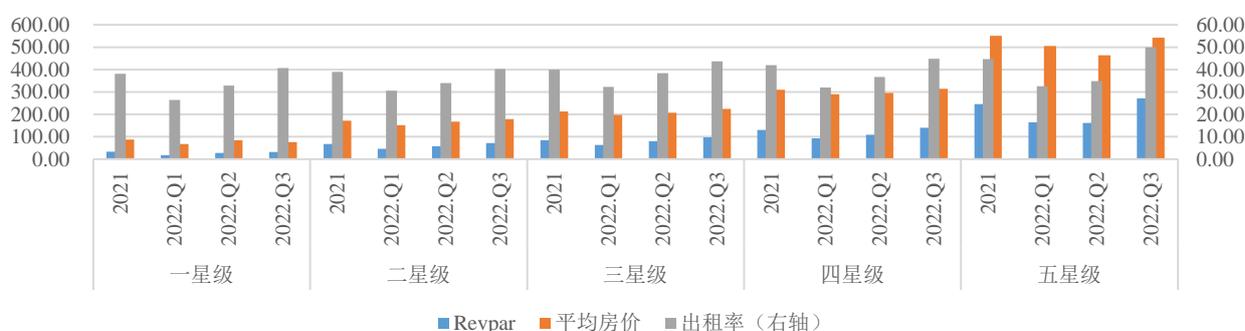
数据来源：文化和旅游部、中诚信国际整理

图 7：全国星级酒店经营情况（单位：元/间/天、%）



数据来源：文化和旅游部、中诚信国际整理

图 8：2021 年及 2022 年前三季度分星级酒店经营情况（单位：元/间/天、%）



数据来源：文化和旅游部、中诚信国际整理

整体来看，受疫情和相关防控政策影响，酒店企业经营恢复情况不佳，行业持续出清。短途游和近郊度假的旅游需求增加带动酒店客源本地化，豪华酒店、高档酒店以及连锁酒店具备更强的抗风险能力。随着行业持续出清及内部资源整合，酒店品牌化和连锁化提升仍为行业发展趋势。未来，随着跨省游逐步恢复，主要旅游城市的酒店亦面临较好的发展机遇。

OTA 和线下旅行社

在疫情常态化防控背景下，OTA 平台的主要业务情况恢复不及预期，线下旅行社仍持续面对较大经营压力；未来随着国内主要省市疫情逐步过峰，跨区域游将率先推动 OTA 平台及线下旅行社境内业务快速发展，同时随着境外游市场的有序恢复，跨境游亦将推动 OTA 平台海外业务的重启

旅游服务业务经营主体包括OTA及线下旅行社，分别对应在线旅游市场和线下旅游市场，我国在线旅游市场起步相对较晚但渗透率快速提升，2020年以来疫情加速线上化进程，根据艾瑞咨询数据，2021年国内在线旅游市场规模同比增长34.8%至约1.33万亿元，渗透率从2019年的16.7%提升至2021年的约46%，接近全球平均水平。OTA及线下旅行社主要经营内容为境内外交通、住宿预订业务和境内外旅游产品营销，从主要产品和服务的市场规模及线上化率来看，在线交通领域市场规模最大且线上化率最高。2021年中国在线交通市场规模达到9,794亿元，线上化率62%，占在线旅游市场比重的74%；在线住宿和在线旅游度假市场规模和占比相对较小，2021年市场规模分别为2,303亿元和1,210亿元，线上化率分别为40%和12%，分别占在线旅游市场比重的17%及9%。2022年上半年，受德尔塔与奥密克戎病毒影响，国内疫情反复，其中一线城市受疫情影响更大；2022年暑期，疫情有所好转，国内OTA平台阶段恢复，在7~8月需求修复过程中OTA企业的业绩反弹明显，但10月以来疫情多点散发，OTA企业主要业务开展受到较大限制，预计OTA平台全年业绩难以实现良好的恢复。从线下旅行社发展情况来看，根据文化和旅游部数据，近年来全国旅行社总数呈逐年上升趋势，2022年9月末为44,359家，但因为国内疫情散点式爆发以及跨省游熔断，计入旅行社总数的部分旅行社处于暂停营业状态，旅行社景气指数持续低迷，2022年前三季度，全国旅行社组织国内旅游2,927.83万人次。此外2021~2022年，疫情影响持续，虽然2022年以来疫情防控政策进行多轮调整，但受病毒传播力上升影响，旅行社主要业务开展仍面临较大的困难，人员支出难以维持疫情前的水平，旅行社从业人员数量亦较2019年大幅下降。目前，境内旅游市场已出现复苏趋势，元旦及春节期间的旅游产品搜索量和预定量均显著增长，对OTA及线下旅行社企业发展产生良好的促进作用，未来随着国内主要省市疫情逐步过峰，跨区域游将推动OTA平台及线下旅行社的境内业务快速发展。此外，近年来自助出境游旅客对OTA平台依赖度较高，根据疫情前市场数据来看，2019年通过在线旅游网站或App获取旅游信息以及购买旅游产品的出境游旅客占比分别约77.3%和71.6%，海外收入是OTA企业收入中的重要组成部分，以携程为例，疫情之前携程海外收入占比在30%以上，跨境游市场有序恢复对OTA平台发展至关重要。2023年，我国全面开放入境市场，且计划自2月6日试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务，有序开放出境市场，跨境旅游的逐步开展将对OTA企业的业绩增长起到很好的拉动作用。而随着全国主要城市逐步度过疫情高峰期，线下旅行社有望逐渐回到正常经营状态，带动线下旅游市场恢复性发展。从OTA行业竞争结构来看，在线旅游竞争日益激烈、头部企业市场占有率较高并不断挤压线下旅行社的生存空间，CR5占比高达92.8%。按照成交额来看，市场前五大品牌分别为携程旅行、美团旅行、同

程旅行、去哪儿旅行和飞猪旅行,2021年市场份额分别为36.3%、20.6%、14.8%、13.9%和7.3%。此外,为增强自身竞争力,2022年以来以携程为代表的OTA企业进一步加大在内容生态上的布局,加速市场渗透,资源持续向头部集中,龙头效应更加凸显。

从境内外交通业务来看,境内交通包括民航、铁路、公路,2022年我国民航旅客运输量2.5亿人次,同比下降43%,恢复至2019年的38.1%;2022年铁路完成客运发送量16.1亿人次,同比下降约40%,仅为2019年的44%;2022年1~11月公路旅客客运量为33.09亿人,同比下降29.8%,恢复到2019年的27.6%。OTA和线下旅行社的境内交通业务主要体现为机票预订业务,因全年多次大范围的疫情扩散,2021~2022年整体民航旅客运输量恢复不及预期,据中国民用航空局数据统计,2021年民航全行业旅客运输量4.4亿人次,同比2020年增长了5.5%,小幅回升,但仅恢复到2019年的66%。2022年上半年,因为疫情反复导致政策调整频繁,对旅客出行产生较大制约,公商务需求严重不足,旅游团队出行减少,民航全行业旅客运输量约为1.2亿人次,同比下降51.9%,只有2019年同期的三分之一,2022年第三季度环比上升,同比增长36.3%,但民航旅客运输量仅达2019年一半左右。未来,随着疫情防控政策的逐步调整,境内交通业务有望大幅回升。从境外业务情况来看,2021年国际和地区航线的出入境旅客量受到传播力较高的奥密克戎变异病毒的影响出现下降趋势,国际和地区旅客运输量同比2020年下降超过30%,仅为2019年旅客量的3.5%。从2022年上半年情况来看,因国外疫情反复和入境航班熔断政策,入境客运航班减少,根据民航局数据显示,入境客运航班执行量6,343班次,相比2021年减少42%,降幅明显,从月度情况来看,因北京冬奥会和冬残奥会召开,2月份入境航班较去年同期增加11%,其余月度均同比下降。从入境始发区域来看,2022年上半年港澳台始发入境航班量最多,占比44%,日韩次之,占比18%。而美加地区和欧洲地区始发航班均同比下降。2022年5月底,国务院提出有序增加国际客运航班数量,且入境航班熔断政策逐步放宽,随着政策的逐步传导,2022年第三季度,国际航线旅客运输量回升明显,三季度共完成53.7万人次,环比增长73.3%,较去年同期增长36.3%。2022年11月以来,国家卫健委调整入境人员隔离政策,有助于境外交通业务的进一步复苏,但受限于国际航班编排审批,航司国际客运航班数量短期内难以大幅提升,航班供给不足使得机票价格大幅上涨,对境外交通业务的恢复产生一定制约。

从住宿预订方面来看,根据中国旅游研究院发布的《2022年中国旅游度假发展报告》显示,2022年消费者文旅住宿信息的主要获取渠道是微信、小红书、微博等各大社交平台,占比58.13%,线上化趋势显著。2021~2022年,国内酒店入住率保持较低水平,住宿预定市场整体恢复情况不佳,较低的入住率使得酒店端更需要通过下游OTA渠道寻找差异化人群进行销售,推动OTA需求持续增长,2021年在线住宿预订市场规模已恢复至2019年同期的77%,根据华经产业研究院预计,2022年在线住宿市场有望同比增长20%以上。2021年我国在线酒店预定的订单主要集中于美团与携程,累计占比为76.10%,而同程艺龙、去哪儿和飞猪的订单占比为21.4%,行业集中度高。2022年初,全国多地疫情反复、出行管制加剧,为住宿预定市场的

恢复造成较大影响，未来随着疫情管制措施逐步放开，在线住宿预定市场有望迅速增长。

从境内外旅游产品情况来看，在疫情常态化防控的背景下，旅行预订市场消费结构发生变化，OTA和线下旅行社不断探索新的业绩增长点。首先为了减少出行的不确定性，有更高比例的游客选择三天以内的出行计划，游客对旅游产品的需求主要为短途游、周边游。OTA及线下旅行社相应推出多品类的周边游产品，2021年重要节假日的周边游订单同比涨幅较大；2022年旅游市场延续以短途游、周边游为主的旅游特征；进入2023年，随着主要客源地市场疫情逐步过峰，从主要OTA平台旅游产品预定情况来看，中远程旅游、跨省游开始逐步恢复，OTA和线下旅行社亦面临旅游产品的更新需求。其次，大众旅游消费日益多样化，对品质的要求也不断提升，根据文化和旅游部数据中心专项调研显示，消费者对文化体验产品的青睐日益增加，对OTA及线下旅行社产品提出更高要求，将观光度假与文化企业相结合的深度文化游、体验游等文旅深度融合的产品具有广阔的市场空间。再次，休闲度假旅游需求日益增长，逐渐取代观光旅游成为了主要的出游目的，休闲度假旅游客单价高、复购率高，需要OTA及线下旅行社搭配良好的住宿环境、必要的休闲设施以及更高品质的服务。除产品创新外，OTA及线下旅行社还需不断加强相关技术投入。随着国内疫情防控政策的不断放开，游客出行意愿逐步提升，在游客消费需求多样化的背景下，行业竞争愈发激烈，OTA平台及线下旅行社需要迅速捕捉到游客的新需求，因此OTA平台及线下旅行社可通过加强技术投入，利用人工智能技术和短视频、直播等新兴营销手段相结合，完成用户和产品之间的关联，提升用户体验，激发市场潜能。

整体来看，2022年以来，在疫情影响下，OTA企业未实现显著性的恢复，线下旅行社仍面临很大的经营压力。从主要业务类型来看，在国内多次大范围的疫情扩散和国外疫情反复的影响下，境内外交通业务和住宿预定业务整体恢复情况不及预期，但因酒店端对线上销售渠道的需求增加，在线住宿预订市场规模有望进一步增长，此外，随着预订市场消费结构的不断变化，对OTA及线下旅行社企业的产品、技术和营销提出更高要求。未来随着疫情防控政策的逐步放开，中远程旅游逐步恢复，带动OTA及线下旅行社境内业务发展，境外游市场的有序恢复亦有利于海外业务的重启，OTA及线下旅行社企业需积极应对市场变化，以激发市场潜能。

三、 行业财务表现

2022年以来，旅游企业通过产品创新和支出收缩应对行业下行期的经营困境，但受制于疫情防控政策，在疫情传播力上升的背景下，旅游企业收入规模、盈利能力及经营获现能力均有所下滑，低位运行状态下对外融资规模缩减，债务规模略有下降，但获现水平对债务的保障仍不足。酒店样本企业近年来资本支出投入较少，偿债指标表现相对稳定；旅行社样本企业受跨境游基本停滞的持续影响，仍面临较大的经营压力

样本企业概述

中诚信国际选取以旅游或酒店经营为主业的发债和A股上市企业，共选取样本企业18家（以下简称“旅游企业”），并对样本企业盈利能力、现金流以及偿债指标进行分析。根据主营业务构成将上述企业归为5类，包括大型旅游集团、中小型旅游集团、以“门票+景区客运（索道、观光车及游船）”为主的景区运营类企业、酒店类和旅行社企业。

表 2：样本企业情况

公司名称	公司简称
大型旅游集团	
中国旅游集团有限公司	中旅集团
北京首都旅游集团有限责任公司	首旅集团
中小型旅游集团	
浙江省旅游集团有限责任公司	浙旅集团
云南世博旅游控股集团有限公司	世旅集团
武汉旅游体育集团有限公司 ²	武汉旅游
陕西旅游集团有限公司	陕旅集团
景区运营	
浙江舟山旅游集团有限公司	舟旅集团
无锡灵山文化旅游集团有限公司	无锡灵山
黄山旅游集团有限公司	黄山旅游
峨眉山旅游股份有限公司	峨眉山
中青旅控股股份有限公司	中青旅
长白山旅游股份有限公司	长白山
酒店	
上海锦江国际酒店发展股份有限公司	锦江酒店
金陵饭店股份有限公司	金陵饭店
君亭酒店集团股份有限公司	君亭酒店
广州岭南集团控股股份有限公司	岭南控股
旅行社	
众信旅游集团股份有限公司	众信旅游
凯撒同盛发展股份有限公司 ³	凯撒同盛

盈利能力

2022 年前三季度，旅游企业营业收入同比下降，盈利能力较上年同期亦有所弱化，未来随着疫情的缓解和相关政策效果的逐步传导，旅游企业收入规模和盈利能力有望逐步修复

营业总收入方面，2022年上半年，广州、上海、北京等重点城市爆发疫情，多地采取临时静

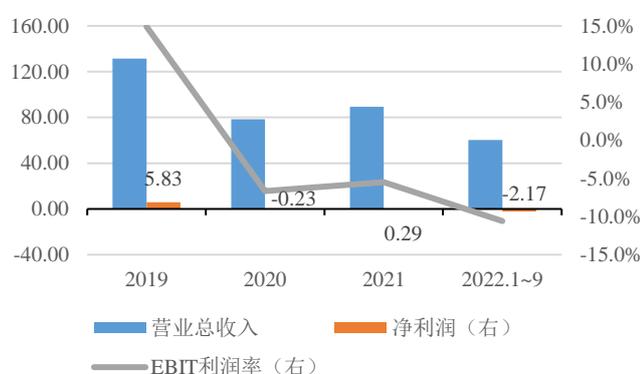
²原“武汉旅游发展投资集团有限公司”

³原“海航凯撒旅游集团股份有限公司”

默管理，此外在未爆发疫情的城市，在防疫政策影响下，消费者跨省游的出行意愿较低，旅游企业营业收入大幅降低，2022年第三季度，疫情形势好转，旅游企业收入降幅明显收窄。2022年1~9月，旅游企业总体收入规模1,086.03亿元，较上年同期降低2.70%，收入增速由正转负。样本企业中，旅游集团类企业收入构成较为多元，其中大型旅游集团旅游产业链较为完整、协同效应较强；部分中小型旅游集团企业收入构成较为多元，但各板块收入间协同效应相对较弱，整体竞争实力偏弱。具体来看，2022年1~9月，旅行社和景区运营样本企业收入大幅下降，大型旅游集团和中小型旅游集团样本企业的多元化业务分散了部分行业风险，中小型旅游集团样本企业在疫情期间积极向与旅游业关联较低的商贸、汽车、医疗、人力资源等领域拓展，相关收入上涨带动中小型旅游样本企业营业收入大幅上升。酒店样本企业的核心酒店业务收入仍呈下滑趋势，贸易等非主营业务收入上升拉动收入增长。2022年四季度，虽然防疫政策转向，但受制于政策落地时间、消费降级和旅行者的健康风险考虑等，消费者出行信心恢复至疫情前水平仍需一段时间，预计2022年全年旅游企业营业收入难以实现趋势性扭转。2023年，随着各省市逐步度过第一波感染高峰期，疫情防控政策的转变逐步传导和游客出游信心的恢复，旅游企业收入有望缓慢恢复。

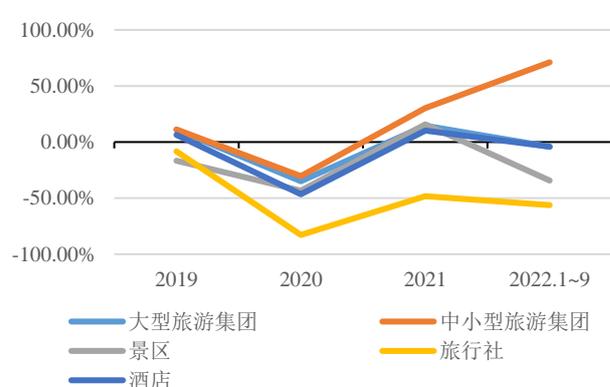
盈利能力方面，2022年1~9月，旅游企业收入下滑的同时经营成本有所上升，大部分旅游企业处于亏损状态。其中旅行社样本企业受疫情冲击最大，但相关企业通过精简人员、缩减开支等方式减少亏损。除旅行社和中小型旅行集团样本企业外，其他细分行业净利润增速均由正转负，景区和酒店降幅最大，大型旅游集团受益于多元化业务的利润贡献，净利润降幅相对较小。从息税前利润来看，与去年同期相比，2022年1~9月样本旅游企业平均EBIT大幅下滑，EBIT利润率亦有所降低，整体盈利能力弱化。分子行业来看，得益于轻资产的运营模式转型，酒店业务EBIT利润率相较于其他细分行业较高；旅行社企业受跨境游基本停滞的持续影响，EBIT利润率持续处于低位。未来，随着旅游市场的复苏和旅游企业收入的恢复，旅游企业盈利能力有望好转。

图 9：样本企业盈利水平情况（亿元、%）



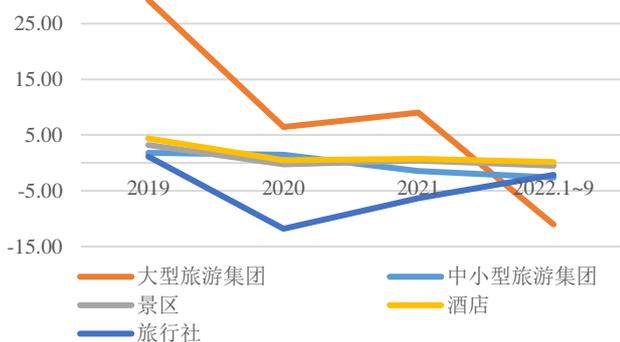
数据来源：公开数据、中诚信国际整理

图 10：样本企业营业收入增速情况 (%)



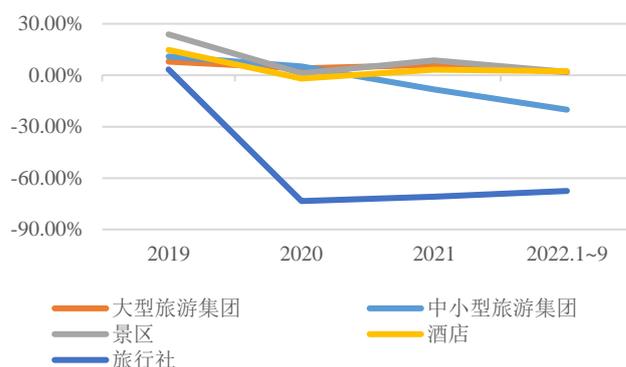
数据来源：公开数据、中诚信国际整理

图 11: 样本企业净利润情况 (亿元)



数据来源: 公开数据、中诚信国际整理

图 12: 样本企业 EBIT 利润率情况 (%)



数据来源: 公开数据、中诚信国际整理

现金流及偿债能力

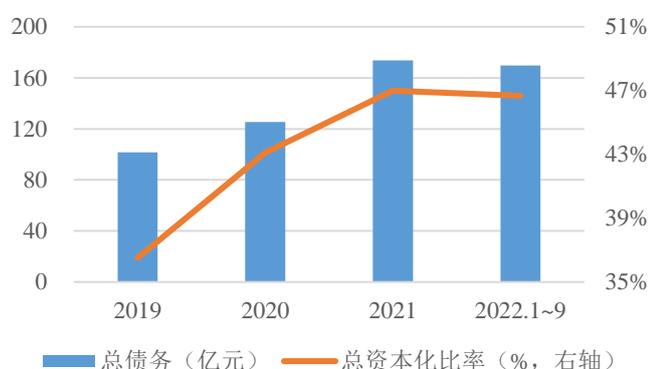
2022年1~9月, 旅游企业经营获现能力弱化, 但第三季度净流出规模有所收窄; 旅游企业有息债务规模略有缩减, 但经营亏损导致财务杠杆进一步上升, 整体偿债指标仍较弱

2022年1~9月, 旅游企业经营获现能力有所下滑, 经营活动现金流呈现净流出状态。具体来看, 2022年1~6月, 在疫情影响下, 部分旅游企业无法正常经营, 固定开支使得样本企业经营活动现金流大幅净流出; 2022年第三季度, 随着旅游市场逐步回暖, 旅游企业经营获现能力有所恢复, 但未能扭转整体的净流出趋势。从细分领域来看, 部分酒店样本企业实际缴纳的增值税和企业所得税因疫情影响较上年同期减少, 酒店行业的现金流情况有所好转, 其他细分行业现金流情况均有不同程度的弱化。此外, 除旅游行业自身波动外, 大型旅游集团还受旅游地产业务开发节奏及往来款变动的影 响, 因此经营活动获现能力有所下降。

债务方面, 2021年末及2022年9月末, 旅游企业杠杆水平总体呈上升趋势。2021年, 虽然旅游企业经营获现能力有所恢复, 但人工成本等固定支出较大, 且防疫支出亦带来一定资金需求, 旅游企业继续增加借贷规模, 财务杠杆有所上升; 2022年以来, 旅游企业有息债务规模略有下降, 但经营亏损对权益的侵蚀导致财务杠杆进一步上升, 2022年9月末平均总资产负债率上升至58.43%。从债务结构来看, 样本企业仍以长期债务为主, 符合行业项目投资回报期长的特点, 2022年以来, 旅游企业减少投资项目且部分企业新增融资受限, 公司总债务规模和短期债务规模均有所缩减, 由于短期债务降幅更大, 2022年9月末短期债务占比降低至31.07%。偿债指标方面, 2022年以来, 旅游企业偿债指标仍较弱。分子行业来看, 酒店样本企业因资本支出投入较少, 偿债指标表现相对稳定; 旅行社和景区运营样本企业由于主营业务受损严重, 偿债能力相对较弱; 大型和中小型旅游集团样本企业受非旅游业务资金需求增多影响, 偿债能力亦有所减弱。未来, 随着国内防控的逐步开放, 旅游企业主业逐渐恢复正

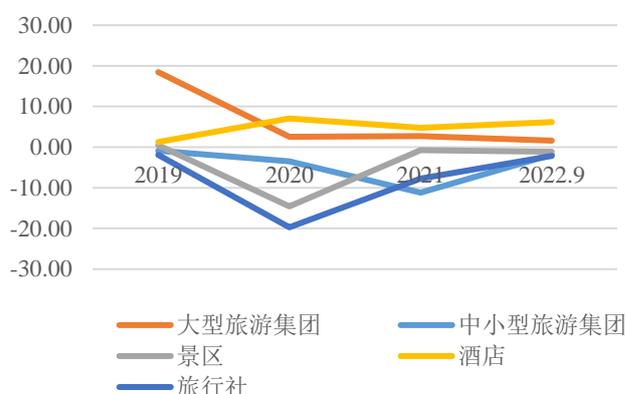
常化发展，偿债能力预计有所修复⁴。

图 13：样本企业总债务及总资本化比率情况（亿元、%）



数据来源：公开数据、中诚信国际整理

图 14：样本企业 EBIT/利息支出情况（X）



数据来源：公开数据、中诚信国际整理

四、结论

旅游业对外部环境敏感度高，易受社会、经济、重大疫情、自然灾害以及区域突发事件等多种复杂因素影响。2022年，在疫情常态化防控的背景下，由于病毒传播力上升以及相关疫情防控政策，旅游行业仍处于低位运行阶段，未能得到良好修复。未来，随着疫情防控政策的转向及全国各大省市疫情陆续过峰，国内旅游市场有望逐步恢复常态化发展，入境游亦将得到恢复性发展机遇。由于疫情期间旅游市场热点主要集中于本地游及周边游，景区客源呈现本地化趋势，恢复情况存在区位性差异，而受病毒传播力上升和疫情防控政策的影响，酒店企业、OTA平台和线下旅行社发展情况不及预期。未来，中远程旅游市场的恢复使得辐射范围更广、品牌影响力更强的自然生态类景区具有更好的成长动能；行业内部出清和内部资源的整合使得酒店行业将持续品牌化和连锁化趋势；跨区域游有望拉动OTA平台及线下旅行社境内业务发展，同时随着境外游市场的有序恢复，跨境游亦将推动OTA平台海外业务的重启。2022年以来，受疫情影响，旅游企业营业收入下降，盈利能力和经营获现能力亦有所弱化，对债务偿还的保障情况有待改善。其中，酒店样本企业资本支出规模较小，偿债指标表现相对较稳，而旅行社样本企业受跨境游基本停滞的持续影响，仍面临较大的经营压力。未来，随着经济恢复、政策效果逐步显现、旅游从业者回流以及疫情对民众心态的不利影响消除，2023年旅游企业盈利能力及偿债能力有望缓慢修复，但旅行社企业受疫情冲击严重，且跨境游恢复周期更长，预计旅行社企业恢复速度较其他旅游企业更慢。综上所述，中诚信国际认为未来12~18个月中国旅游行业总体信用质量较“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平。

⁴由于世旅集团、舟旅集团、君亭酒店、岭南控股部分指标不可比，故在偿债能力部分分析时未包括。

附表一：样本企业财务数据

企业简称	年份	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	EBIT 利润 率 (%)	总债务 (亿元)	短期债务 (亿元)	EBIT 利息 覆盖倍数 (X)	总债务 /EBIT (X)	经营活动净 现金流 (亿元)
中旅集团	2021	814.73	90.39	0.13	630.43	206.10	5.66	5.74	50.65
	2022.9	509.74	44.63	0.12	634.59	147.72	4.03	8.02	-63.05
首旅集团	2021	365.77	-35.40	-0.01	865.08	145.80	-0.16	-176.99	29.10
	2022.9	284.50	-49.54	-0.08	814.25	83.71	-0.83	-27.24	51.88
浙旅集团	2021	61.68	2.30	0.06	34.16	11.29	2.39	8.66	7.71
	2022.9	64.75	-2.03	-0.01	54.23	11.23	-0.24	-104.78	-0.20
世旅集团	2021	25.33	-6.72	-0.27	41.93	21.45	--	--	-6.34
	2022.9	6.38	-3.21	-0.50	41.53	9.18	--	--	0.35
武汉旅游	2021	6.66	-2.38	-0.35	129.34	38.07	-38.28	-55.83	-2.57
	2022.9	4.16	-1.70	-0.35	132.89	42.23	-5.77	-68.62	-1.76
陕旅集团	2021	40.39	4.94	0.21	196.90	89.94	2.32	22.71	8.26
	2022.9	28.93	-2.01	0.05	183.45	64.23	0.44	88.30	-2.83
舟旅集团	2021	7.37	1.34	0.32	53.45	8.10	--	--	3.27
	2022.9	5.23	0.32	0.06	57.66	7.55	--	--	1.56
无锡灵山	2021	16.69	0.40	0.19	53.56	21.71	1.14	16.65	5.80
	2022.9	5.23	-0.87	0.27	56.60	16.48	0.62	30.04	1.23
黄山旅游	2021	14.14	2.75	0.24	23.52	2.86	5.10	6.86	-7.61
	2022.9	15.59	2.26	0.19	13.93	3.51	4.59	3.61	-2.00
中青旅	2021	86.35	0.93	0.04	61.44	46.03	1.44	20.13	9.05
	2022.9	48.14	-2.58	-0.01	65.44	40.97	-0.34	-74.28	-3.36
众信旅游	2021	7.15	-6.44	-0.80	10.82	6.28	-7.72	-1.90	-2.57
	2022.9	2.75	-1.64	-0.41	10.22	5.33	-2.12	-6.86	-2.76
凯撒同盛	2021	9.40	-7.15	-0.62	14.99	11.05	--	--	-0.85
	2022.9	2.85	-2.69	-0.94	15.54	11.55	--	--	-4.47
长白山	2021	1.93	-0.64	-0.31	0.89	0.13	-11.94	-1.50	-0.06
	2022.9	1.61	-0.25	-0.13	0.95	0.11	-6.41	-3.35	0.22
峨眉山	2021	6.29	-0.08	0.04	6.13	0.28	0.73	27.52	1.96
	2022.9	3.56	-1.12	-0.25	4.88	0.21	-4.09	-4.07	-0.07
锦江酒店	2021	113.39	6.05	0.08	239.32	73.94	3.04	26.57	20.69
	2022.9	80.94	2.84	0.06	226.16	72.40	2.53	36.11	19.13
金陵酒店	2021	13.74	1.34	0.12	6.54	3.37	6.42	4.14	2.51
	2022.9	10.64	0.80	0.08	7.31	4.83	9.80	6.19	1.57
君亭酒店	2021	2.78	0.45	0.05	8.06	0.77	--	--	1.35
	2022.9	2.48	0.35	0.05	7.52	0.84	--	--	0.70
岭南控股	2021	15.26	-1.53	-0.11	0.49	0.23	--	--	-0.99
	2022.9	8.54	-1.01	-0.09	0.47	0.28	--	--	0.23

注：1、三季度总债务及短期债务不包含调整项；2、部分数据报告中未涉及或不可得，用“--”表示。

附表二：中诚信国际行业展望结论定义

行业展望	定义
正面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将有明显提升、行业信用分布存在正面调整的可能性
稳定	未来 12~18 个月行业总体信用质量不会发生重大变化
负面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将恶化、行业信用分布存在负面调整的可能性
正面减缓	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“正面”状态有所减缓，但仍高于“稳定”状态的水平
稳定提升	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所提升，但尚未达到“正面”状态的水平
稳定弱化	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平
负面改善	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持者做出自己的研究和评估。

作者	部门	职称
汪莹莹	企业评级部	副总监
王紫薇	企业评级部	高级分析师
杨雨茜	企业评级部	分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号
银河 SOHO5 号楼
邮编：100010
电话：(86010) 66428877
传真：(86010) 66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING
CO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane,
Chaoyangmennei Avenue,Dongcheng District, Beijing
PRC,100010Beijing,PRC.100010
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>