

浙江省旅游集团有限责任公司
公开发行 2019 年公司债券（第一期）

信用评级报告

概述

编号:【新世纪债评(2019)010169】

评级对象: 浙江省旅游集团有限责任公司公开发行 2019 年公司债券(第一期)

主体信用等级: AA+
 评级展望: 稳定
 债项信用等级: AA+
 计划发行: 不超过人民币 4 亿元(含 4 亿元)
 本期发行: 不超过人民币 4 亿元(含 4 亿元)
 存续期限: 5 年
 增级安排: 无

评级时间: 2019 年 2 月 20 日

发行目的: 置换债务
 偿还方式: 按年付息, 到期还本

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	0.74	0.67	1.42	0.42
刚性债务	15.95	10.28	21.25	26.25
所有者权益	21.01	21.14	21.13	22.01
经营性现金净流入量	0.24	-0.14	-0.13	-0.21
合并数据及指标:				
总资产	48.91	63.81	77.11	77.98
总负债	27.56	36.51	48.15	47.07
刚性债务	19.38	14.19	23.95	29.09
所有者权益	21.35	27.30	28.96	30.91
营业收入	26.07	26.52	34.24	39.68
净利润	1.04	0.84	2.43	2.62
经营性现金净流入量	2.93	12.55	4.67	2.54
EBITDA	3.48	3.27	5.33	—
资产负债率[%]	56.35	57.21	62.44	60.36
权益资本与刚性债务 比率[%]	110.15	192.37	120.94	106.26
流动比率[%]	113.36	98.47	93.77	108.45
现金比率[%]	20.18	24.06	14.81	19.95
利息保障倍数[倍]	1.58	1.95	4.38	—
净资产收益率[%]	4.96	3.46	8.63	—
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	21.54	61.56	14.52	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	14.28	26.15	-21.52	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.40	3.45	6.48	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.19	0.28	—

注: 根据浙旅集团经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

林贻婧 lyj@shxsj.com
 喻俐萍 ylp@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

评级观点

优势:

- 主业运营环境持续向好。浙江省旅游资源丰富, 随着交通基础设施改善及居民收入水平的提高, 近年来区域内旅游产业发展态势良好。
- 股东背景较好。浙旅集团是浙江省唯一的省属大型国有旅游集团, 股东背景较好。
- 产业链和规模优势。浙旅集团主业涵盖旅游服务、酒店投资与管理、旅游交通、旅游综合体开发、旅游文化会展、旅游金融及旅游产业研究等, 旅游服务产业链较为完善。其中旅行社业务在浙江省处于领先地位, 规模和品牌优势显著。
- 资源整合利好。为响应政府号召、适应市场需求, 浙旅集团充分利用自身的旅游资源, 通过“旅游+健康”的模式发展医疗健康板块业务, 为营收规模带来扩充。
- 业绩逐年提升。受益于旅游主业经营和新增医疗健康板块来的收入增加, 近年来浙旅集团营收规模逐年增长, 且 2017 年涨幅明显。

风险:

- 外部环境变化的风险。浙旅集团主营业务中占比最高的旅游服务业务(主要为旅行社业务)受境外事故频发影响, 盈利空间受到挤压。
- 市场竞争风险。浙旅集团主营业务中盈利水平较高的酒店板块面临较大的市场竞争压力, 部分酒店收入较不稳定。
- 管理难度加大。浙旅集团医疗健康业务板块尚处于资源整合及调整阶段, 业务经营管理面临一定的难度。
- 股票投资价格波动风险。浙旅集团并表范围内多家子公司认购了较多上市公司股票, 股价波

动可能导致公司相应资产减值。

➤ 未来展望

通过对浙旅集团及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很高，并给予本期债券 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



浙江省旅游集团有限责任公司
公开发行 2019 年公司债券（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

浙江省旅游集团有限责任公司（简称“浙旅集团”、“该公司”或“公司”）是根据浙江省人民政府浙政发[1999]203 号文批复同意，在原浙江省旅游总公司及原浙江省旅游局的下属企业的基础上组建而成，初始注册资本为 3 亿元，由浙江省人民政府（简称“浙江省政府”）全额出资。2013 年，经浙江省人民政府国有资产监督管理委员会（简称“省国资委”）《关于同意浙江省旅游集团有限责任公司转增注册资本的批复》（浙国资产权[2013]48 号），公司以资本公积转增实收资本 12 亿元，实收资本增至 15 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司实收资本仍为 15 亿元，由省国资委全额出资。

该公司作为浙江省内重要的旅游集团，经过多年发展，逐步形成以旅行社业务为核心，酒店餐饮、旅游交通和旅游综合体建设等业务协同发展的较为完整的旅游产业链。2016 年下半年以来，公司响应浙江省政府对医疗健康板块建设的号召，积极拓展医疗健康业务，业务规模得到扩张。

2. 债项概况

(1) 债券条款

2016 年 10 月，该公司董事会第二十七次会议审议通过了《关于公司符合发行公司债券条件的议案》、《关于发行公司债券方案的议案》。同年 11 月，省国资委出具了《浙江省国资委关于同意省旅游集团公司申请发行公司债券的批复》（浙国资产权[2016]47 号）。2017 年 4 月，经中国证监会证监许可（2017）458 号文核准，公司获准向合格投资者发行面值不超过人民币 8 亿元（含 8 亿元）的公司债券，并于 2017 年 11 月在额度内发行 4 亿元（17 浙旅 01）。本期债券采取分期发行的方式，本期发行金额不超过人民币 4 亿元（含 4 亿元）。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	浙江省旅游集团有限责任公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）
总发行规模:	不超过人民币 4 亿元（含 4 亿元）
本期发行规模:	不超过人民币 4 亿元（含 4 亿元）

本期债券期限:	5年, 附第三年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率:	采用单利按年计息, 不计复利。每年付息一次, 最后一期利息随本金的兑付一起支付。
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	本期公司债券票面利率通过簿记建档方式确定。票面利率在债券存续期的前3年固定不变。
增级安排:	无

资料来源: 浙旅集团

2016年以来, 该公司先后偿还了4.00亿元的短期融资券(15浙旅游CP001)、10.00亿元的超短期融资券(16浙旅游SCP001和18浙旅游SCP001)和6.00亿元的中期票据(15浙旅游MTN001)。截至2018年末, 公司尚在存续期的债券本金合计9.00亿元, 债券本金将于到期后偿还, 目前均尚未开始付息。

图表 2. 截至 2018 年末公司存续债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
17 浙旅 01	4.00	5.00	5.88	2017 年 11 月 13 日	正常
18 浙旅游 MTN001	5.00	3.00	5.50	2018 年 8 月 20 日	尚未开始付息
合计	9.00	—	—	—	—

资料来源: 浙旅集团

(2) 募集资金用途

该公司拟将本期债券募集的全部资金4.00亿元用于置换债务。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018年全球经济增长步伐放缓, 美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧, 全球货币政策走向趋同, 美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显, 新兴市场货币普遍承压, 全球金融市场波动明显加剧, 热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素, 我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。我国产业结构继续优化, 宏观经济运行总体平稳的同时增长压力加大, 宏观政策向稳增长倾斜且正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。中长期内, 随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化, 我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2018年全球经济增长步伐放缓, 消费者物价水平普遍上升。美国单边挑起

的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现强劲，但增长动能已有所减弱，房地产和资本市场已开始调整，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力；欧盟经济缓慢复苏，欧洲央行货币政策正常化初现端倪，英国央行近十年来再度加息，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险是影响欧盟经济复苏的重要因素；日本经济复苏放缓，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础脆弱，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，大多在增长乏力情况下为应对货币贬值、通货膨胀而被动收紧货币政策；印度经济增长加快，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；俄罗斯、巴西经济复苏随着大宗商品价格下跌而面临挑战；南非经济增长依旧低迷，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

我国就业情况良好、消费者物价水平上涨略有加快，产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳，但受内外部因素短期内集中发酵影响，经济景气度回落，供需两端同时走弱，经济增长压力加大。我国消费新业态继续快速增长，而汽车消费负增长拖累整体消费增速下降明显，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长，而社会团体消费受去杠杆影响较大；创新驱动及前期产能利用率的提升推动制造业投资持续回升，土地购置支出支撑房地产投资较快增长，而基建投资增长大幅放缓导致固定资产投资增速下降至历史低位，随着基建补短板的力度和节奏加快，整体固定资产投资有望探底企稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易战对出口的影响将集中体现，非消费品领域面临的出口压力相对较大。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益整体仍较好，但将随着工业品价格的回落有所放缓，同时存在经营风险上升的可能。房地产调控因城施策、分类指导，市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

随着国内经济增长压力加大及面临的外部环境日趋复杂，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策的协同性明显提升，正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策取向更加积极，减税降费和基建补短板力度不断加大，在扩大内需及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府债务置换基本完成，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性操作的同时逆周期调节力度加大，政策的独立性和灵活性提升，市场流动性合理充裕，但政策传导效果有待提升。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适

度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“逆全球化”突起的情况下，我国依然坚持继续扩大改革开放，外商投资准入进一步放松，金融业对外开放步伐明显加快，“引进来”和“走出去”并重，正在构建开放型经济新体制。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量明显扩大，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

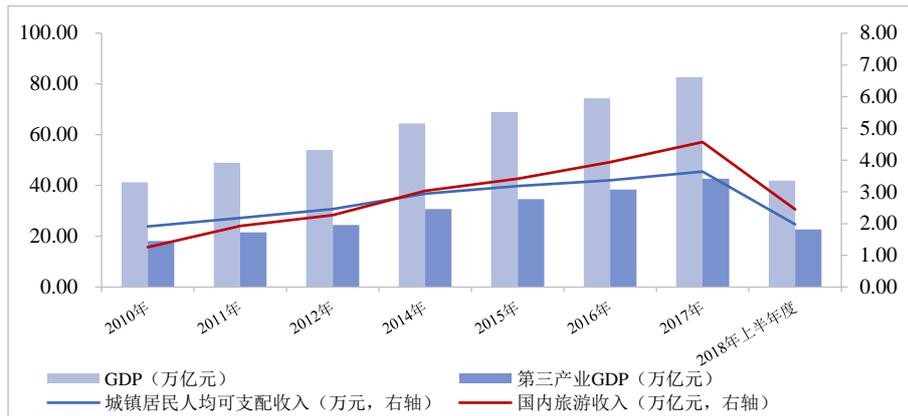
我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济因内外因素面临的增长压力加大，但有望在各类宏观政策协同合力下得到对冲。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

旅游业作为第三产业中的支柱行业之一，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优势，受政策扶持力度持续较大。在我国GDP和人均可支配收入持续增长的推动下，近年来居民旅游消费需求不断扩大，国内旅游人数和收入规模均保持稳步增长，旅游业投资也保持在高位。但随着旅游投资的高速扩张，现代旅游项目同质化现象愈发明显，投资风险或将加大。此外，旅游业易受突发事件影响，并导致行业收入增速出现较大波动。预计2019年我国旅游经济继续保持良好发展态势，游客量、旅游收入及投资均将保持增长。

近年来，在我国GDP和城镇居民人均可支配收入不断增长的推动下，我国居民旅游消费需求不断增加，国内旅游人数和收入规模均保持稳步增长。据国家旅游局公开数据显示，2015-2017年，我国国内旅游人数分别为40.00亿人次、44.40亿人次和50.01亿人次，同期国内旅游收入分别实现3.42万亿元、3.94万亿元和4.57万亿元。2018年上半年度，国内旅游人数同比增长11.4%至28.26亿人次，当期实现国内旅游收入2.45万亿元，较上年同期增长12.5%。

图表 3. 我国 GDP、第三产业 GDP、城镇居民人均可支配收入与国内旅游收入对比



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理、绘制

从国内旅游业投资情况来看，2011年起国内发达地区率先步入成熟度假经济时期，面临着需求多元化发展的挑战和机遇，二三线城市也紧随其后，大量资本不断涌入。根据新旅界研究院、聚元资本、北京第二外国语学院酒店管理学院于2018年1月联合发布的《2017年中国旅游投资研究报告》，2017年全国旅游投资将继续保持稳定增长态势，预计全年旅游直接投资将超过1.5万亿元。从资金流向来看，2017年景区、主题公园和特色小镇的项目投资额位列前三，占比分别为28%、17%和13%。随着游客对自然景观的偏好度提升，拥有自然景区（山岳）资源的旅游目的地更受到投资机构的青睐；主题乐园方面，除迪士尼落地上海外，国内外多家主题公园也在积极地进行市场布局，其中美国六旗集团分别在浙江诸暨、海南三亚进行了项目签约，华强方特、海昌海洋公园等纷纷在一二线城市落点，预计经过3-5年的建设期后，将于2020年迎来主题公园的集中开业，主题公园市场的竞争将由此开始；此外，住建部全国特色小镇、其他部委各自垂直领域小镇、省级行政单位公布的省级特色小镇，以及诸多企业主导操作的小镇投资项目已逾2000个，未来市场竞争压力将不容小觑。除上述主要投资方向外，2017年，酒店、旅游演艺、温泉、滑雪、和非标住宿项目投资额占比分别为11%、9%、8%、8%和6%，也成为炙手可热的旅游投资项目。

但是，在旅游投资高速扩张的同时，现代旅游项目同质化现象愈发明显。为缓解该现象，针对总占地面积在300亩以上或总投资5亿元以上的主题公园项目，国家发改委要求自2011年8月5日起至国家规范发展主题公园的具体措施出台前，各地一律不得批准建设新的主题公园项目。并且，由于民营企业投资体量较大（2016年投资额为7628亿元，占旅游业总投资的58.7%），资金部分依赖银行借款，资金来源保障性较低。较多依赖地方政府财力回笼资金的基建项目、特色街区建设、旅游小镇建设等项目，在地方政府债务规模较大的背景下，投资资金回笼情况较不确定。加之受项目审批、建设进度的影响及投运后盈利情况无法明确，旅游行业项目投资尚存在一定的风险。

此外，旅游业对宏观经济、政策的敏感度较高。以国内游为例，2013年以来，受“八项规定”、“六项禁令”等三公消费限制政策的影响，国内部分

景区游客接待量出现下滑，酒店及高端餐饮行业业绩也进一步缩减，国内旅游收入增速持续放缓。2015 年以来，在 GDP 和居民可支配收入不断增长的推动下，居民旅游消费需求不断增加，“三公消费”限制的影响逐渐趋缓，旅游业收入增速出现恢复性增长。2015-2017 年，我国国内旅游人数增速分别为 10.50%、11.28% 和 12.80%，同期国内旅游收入增速分别为 12.81%、15.19% 和 15.90%。2018 年上半年度，我国国内旅游人数和收入分别较上年同期增长 11.40% 和 12.50%，增速虽较上年略有放缓，但整体仍保持较好状态。

旅游行业主要包括景区经营、酒店餐饮及旅行社等细分子行业。景区经营类企业凭借景区资源的不可替代性等优势盈利情况相对较好；在居民对生活品质要求的提升下，“三公消费”限制政策对酒店及高端餐饮企业的影响已逐步趋弱；旅行社市场竞争较为激烈且同质化现象明显，行业整体盈利水平相对较低；随着资本的大量涌入，在线旅游业持续进行市场的细分与整合，行业竞争激烈，市场也进一步细分。

A. 旅行社行业

随着我国旅游业的高速发展，我国旅行社行业近二十年来行业规模也不断扩大，从业人员不断增加，旅行社行业已经成为我国重要的服务行业之一。Wind 资讯数据显示，截至 2017 年 9 月末¹，全国已有旅行社 29595 家，较 2016 年末增加 1498 家，比 2000 年的 8993 家增长 229.09%。根据公开数据显示，中国国际旅行社总社有限公司（简称“中国国旅”）、中国旅行社总社有限公司（简称“中国旅社”）和中国青年旅行社总社（简称“青旅总社”）3 家龙头企业累计市场份额自 2000 年起已不足 30%，行业整体呈现过度竞争特征。从市场角度分析，旅行社业务可分为入境游、国内游和出境游。2007 年以前，国内旅游业务规模最大，入境旅游业务规模次之，出境旅游业务规模较小，呈“金字塔”型结构，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。但 2007 年出境游营收占比首次超过入境游。2009 年以来，国内游、入境游业务营收在旅行社旅游业务收入中的占比持续下滑，出境游占比则逐年攀升。按照目前的发展规律来看，出境游营收有望超过国内游，成为旅行社行业主要的收入来源。

随着 GDP 和人均可支配收入的增长，我国居民旅游消费水平和旅游品位不断提升，旅游经验也愈加丰富，游客已从“走马观花型”重量不重质的旅游方式向深度体验、个性游的方式转变，我国旅游迈入成熟度假游经济时期，这对旅行社的产品设计、服务质量等各方面都产生了较大的考验。为适应这种转变，近年来我国旅行社产业结构持续优化、旅行社产品设计与营销策略不断创新，但同时产品同质性强、诚信度不高等问题也日益突出。

总体来看，由于旅行社行业进入门槛低、数量多、产业集中度低，加之众多企业为争夺市场份额，不得不进行恶性价格竞争，近年来旅行社行业在总收入不断增加的同时，利润率却普遍较低。此外，在线旅游对旅行社行业的冲击

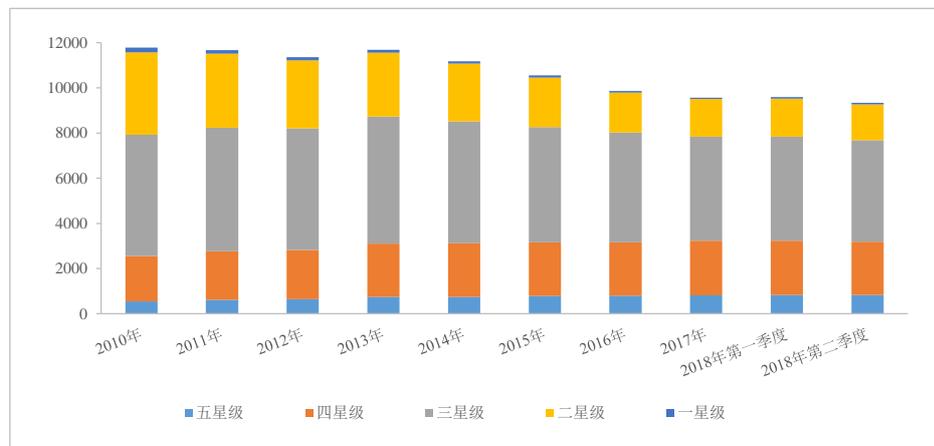
¹ 未获取 2018 年 9 月末数据。

尤为明显，进行单一旅行社业务的经营主体业绩增长乏力，将线上线下资源进行融合，实现旅游产业链一体化成为传统旅行社的战略方向。

B. 酒店餐饮行业

根据国家文化和旅游部 2018 年 11 月发布的《2018 年第二季度全国星级酒店统计公报》，当期国家旅游局星级酒店统计管理系统中有 10739 家星级酒店，完成填报的为 10198 家，填报率为 94.96%。同期，通过省级旅游主管部门审核的星级酒店共 9332 家，其中一星级酒店 60 家、二星级 1583 家、三星级 4497 家、四星级 2367 家、五星级 825 家。整体来看三星级酒店数量在星级酒店总数中占比最高，约为 50%；一星级酒店占比最小，仅有不到 1%。

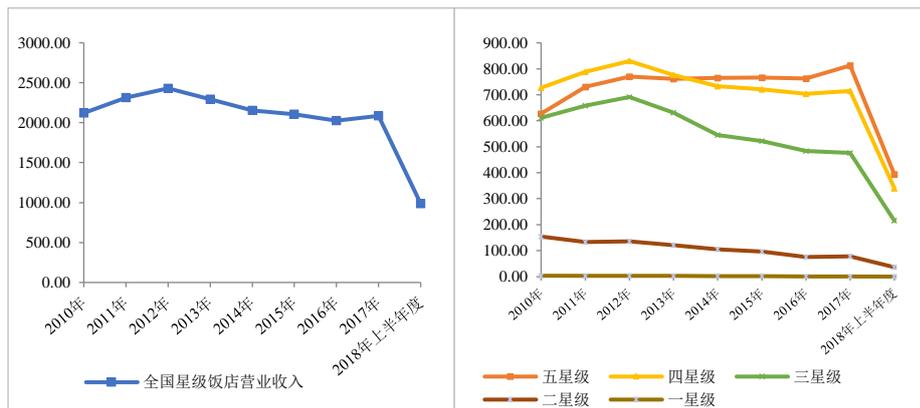
图表 4. 全国星级酒店结构（单位：家）



资料来源：Wind 资讯、《全国星级饭店统计公报》，新世纪评级整理、绘制

根据国家旅游局公布的历年《全国星级酒店统计公报》，2015-2017 年，通过省级旅游主管部门审核的星级酒店累计分别实现营业收入 2106.75 亿元、2027.26 亿元和 2083.93 亿元，其中客房收入和餐饮收入占比均维持在 40% 以上，且客房收入占比稍高。整体来看，受经济型酒店的冲击、限制性政策以及房价上涨等诸多因素影响，近年来星级酒店营收规模呈一定波动态势。分星级来看，五星级酒店营业收入自 2000 年以来，仅 2003 年非典期间和 2013 年三公消费限制政策出台后分别同比下滑 3.55% 和 1.15%，但随后均呈现恢复性增长；三星级、四星级酒店虽然数量众多，但由于竞争较为激烈，房价相对较低，整体营业规模仍不及五星级酒店，且自 2013 年以来持续下滑，2017 年四星级酒店营收规模虽有所上涨，但涨幅甚微。2018 年上半年度，通过省级旅游主管部门审核的星级酒店实现营业收入 986.70 亿元，其中客房收入和餐饮收入占比分别为 45.61% 和 40.88%。长期来看，随着人民群众生活水平的日益提升以及对旅游住宿需求的提高，大众消费将成为高星级酒店消费的主要受众，公务消费限制政策的影响将不断趋弱。

图表 5. 全国星级饭店营业收入走势（单位：亿元）



资料来源：国家旅游局，新世纪评级整理、绘制

从客房出租率来看，2015-2017年，全国星级酒店客房出租率分别为54.19%、54.73%和54.80%，受益于大众消费需求的提升，2015年以来酒店客房出租率不断提升。从季度详细数据来看，酒店客房出租业务有明显的季节周期性。通常第一季度受春节节假日等因素影响，客房出租率较低。2018年第一季度，五星级、四星级和三星级酒店季度客房出租率分别为56.50%、50.79%和47.67%；2018年第二季度，五星级、四星级和三星级酒店季度客房出租率分别为63.32%、58.94%和54.16%，较上季度均有所提升；而第三季度受暑期长假等因素的带动作用，出租率相对较高。2017年第三季度，五星级、四星级和三星级酒店季度客房出租率分别为64.79%、63.03%和57.37%。

从平均房价来看，2015-2017年，我国星级酒店平均房价分别为336.65元/间/天、334.54元/间/天和343.43元/间/天，整体波动不大，但各档次星级酒店之间房价具有较大的差异。其中，我国五星级酒店各年平均房价均在610元/间/天以上，四星级酒店各年平均房价在328-340元/间/天之间，三星级酒店各年平均房价在209-220元/间/天之间。具体来看，三星级、四星级酒店因同档次酒店数量众多，竞争较为激烈；五星级酒店随着人民群众生活水平的日益提升以及对旅游住宿需求的提高，竞争力不断提高，酒店入住率不断提升。2018年第一季度，受传统旅游淡季影响，各星级酒店房价均低于上年平均水平，当期五星级、四星级和三星级酒店房价分别为626.50元/间/天、328.74元/间/天和208.20元/间/天；2018年第二季度，五星级、四星级和三星级酒店房价分别为622.10元/间/天、336.28元/间/天和214.94元/间/天，其中五星级酒店平均房价仍保持在高位，四星级和三星级酒店房价均较上季度略有上涨。

2016年以来，酒店业兼并火热，上海锦江国际酒店发展股份有限公司并购铂涛集团和维也纳酒店有限公司、增持雅高酒店集团，北京首都旅游集团有限责任公司（简称“首旅集团”）收购宁波南苑饭店又与如家酒店集团重组，华住酒店集团收购桔子酒店集团。根据中国饭店协会和盈蝶资讯2018年7月联合发布的《2018中国酒店连锁发展与投资报告》（简称《酒店报告》）中的“2018中国酒店集团规模50强排行榜”²，锦江国际酒店集团以6794家门店数量和

² 统计数据截至2018年1月1日。

680000 间客房数位居榜首；首旅如家酒店集团客房数为 384743 间，位列第 2；华住酒店集团以 379675 间客房数，位列第 3。此外，在《酒店报告》披露的“2018 中国连锁酒店品牌规模 30 强排行榜”中，如家酒店、汉庭酒店、7 天酒店、格林豪泰、锦江之星、维也纳酒店、都市 118、尚客优、城市便捷、全季酒店位列前 10。《酒店报告》认为，经济型酒店经历过高速发展期，存量较大，一二线城市品牌连锁化率较高，但平均客房收益增速放缓，投资回报率偏低。需在一二线城市重新定位并专注细分市场，适当进行产品优化升级，或利用酒店共享资源，增加延伸服务链，提供增值服务收入等多途径进行有益探索。综上，酒店业品牌化、规模化和集团化趋势显现，这对于优化资源配置、提高行业效率、打造品牌知名度、实现全球化十分有利。单体酒店受制于营销渠道与品牌影响力，竞争力日趋下降。从中长期看，随着普通民众可支配收入水平的提高、住宿需求的提升，高星级酒店行业仍面临良好的发展机遇。

C. 在线旅游行业

随着互联网技术的日益成熟，在消费需求以及国内政策的支持下，航空公司、酒店、景点、汽车租赁公司、海内外旅游局等旅游服务供应商纷纷搭建在线旅游平台，众多通过网络进行旅游产品营销及旅游产品销售的在线旅游代理机构（英文全称 Online Travel Agency，简称“OTA”）应运而生。

根据艾瑞统计数据，2015-2017 年，中国在线旅游行业市场交易规模分别为 4428.5 亿元、5934.60 亿元和 7384.1 亿元，市场渗透率分别为 10.7%、12.1% 和 13.3%，整体呈上升趋势。但同期市场交易规模增速分别为 40.4%、34.0% 和 25.1%，呈逐年下降趋势。单从在线旅游 OTA 市场交易规模来看，2015-2017 年，OTA 市场交易规模分别为 198.1 亿元、298.6 亿元和 400.0 亿元，增速分别为 38.7%、50.7% 和 34.0%。随着非 OTA 企业的不断发展与在线渠道的建立，在线旅游 OTA 市场爆发期已过，进入平稳发展阶段。

总体来看，在线旅游行业近年发展迅猛，但竞争格局受各方面因素的影响，尚在初步形成当中。其中，机票市场受“提直降代”的政策影响较大，加之预订用户不断向移动端转移，竞争格局或将产生一定变化。打包产品销售将成为航空公司新的增长点，围绕 GDS（用于民用航空运输及整个旅游业的大型计算机信息服务系统）对供应商资源进行整合营销将成为机票分销市场的新趋势；酒店在线化将打破供应和分销信息不对称的弊端，让资源有效地利用起来，以门店销售为主的传统酒店将不断被智慧酒店所替代。租赁市场的产业化、规范化将推动中高端别墅、房车等租赁市场的进一步发展。同时，第三方产品和服务供应商联合打造的一站式度假综合电子商务平台优势不断凸显；度假市场虽然在线上线下的融合趋势下多方面健全发展，但同时竞争较大、市场集中度较高，众多中小企业或创新企业因资源短缺、经营不当或资金链中断等原因退出市场。整体来看，在线旅游行业进入门槛较低，但对主体的经营能力及资本实力要求较高。由于尚未形成统一规范的市场准则，其市场管理风险较高。

旅游业作为第三产业的主要支柱行业，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，

国家也给予了许多实质性的政策支持和积极的政策引导。

2016年12月，国务院印发《“十三五”旅游业发展规划》（简称“《规划》”）。《规划》提出，“十三五”期间我国旅游业发展要实现四大目标。一是旅游经济稳步增长。城乡居民出游人数年均增长10%左右，旅游总收入年均增长11%以上，旅游直接投资年均增长14%以上。到2020年，旅游市场总规模达到67亿人次，旅游投资总额2万亿元，旅游业总收入达到7万亿元。二是综合效益显著提升。旅游业对国民经济的综合贡献度达到12%以上。三是人民群众更加满意。旅游交通更为便捷，旅游公共服务更加健全，带薪休假制度加快落实，市场秩序显著好转，文明旅游蔚然成风，旅游环境更加优美，“厕所革命”取得显著成效。四是国际影响力大幅提升。入境旅游持续增长，出境旅游健康发展，与旅游业发达国家的差距明显缩小。

2017年8月，国家旅游局发布《2017年全域旅游发展报告》，报告中指出，2016年我国民众人均出游率达3次，旅游已成为我国民众生活的必需品。全域旅游因此应运而生，将成为一项中长期国家战略和国策，将得到进一步强化和巩固，国家各部委将加大对全域旅游的政策和资金支持力度。

2018年3月，第十三届全国人民代表大会第一次会议上的《政府工作报告》提出要“创建全国旅游示范区，降低重点国有景区门票价格”。同年6月末，国家发改委发布《关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》，规定对利用公共资源建设的国有景区，以补偿合理运营成本、保持收支总体平衡为改革方向，完善门票价格形成机制，降低重点国有景区门票价格，地方政府对降低重点国有景区门票价格承担主体责任。

2018年6月14日，国家发改委、财政部等五部门联合发布《“三区三州”等深度贫困地区旅游基础设施改造升级行动计划（2018-2020年）》，从加快“三区三州”主通道建设、完善区域干线公路网络和引导社会资本投入等方面加大对旅游业的支持力度，促进民族交往交流交融和脱贫致富；同年10月，国家发改委、财政部等十三部门联合发布《促进乡村旅游发展提质升级行动方案（2018年-2020年）》，提出从补齐乡村旅游道路和停车设施建设短板、推进垃圾和污水治理等农村人居环境整治和建立健全住宿餐饮等乡村旅游产品和服务标准等方面入手，鼓励引导社会资本参与乡村旅游发展建设。

总体来看，中央和地方政府近年来一直持续推动旅游发展，各项旅游刺激方案存在积极意义，旅游行业在产业政策的支持下整体呈现稳中向好的趋势。

(3) 区域市场因素

近年来，浙江省经济保持了平稳较快发展，为旅游业发展提供了良好的外部环境。全省旅游消费总体保持良好发展态势，酒店住宿业经营效益指标出现好转迹象，旅行社各类业务走势继续分化。

浙江省地处中国东南沿海长江三角洲南翼，东临东海，南接福建，西与江

西、安徽相连，北与上海、江苏接壤，具有一定的区位优势。浙江全省陆域面积 10.55 万平方公里，海域面积 26 万平方公里，海岸线总长 6715 公里，居我国首位。浙江省下辖杭州、宁波、温州、绍兴等 11 个城市，其中杭州、宁波（计划单列市）为副省级城市，截至 2017 年末，全省常住人口为 5657 万人，较上年末增加 67 万人。

受益于良好的区位优势和雄厚的经济基础，近年来浙江省总体保持了一定的增长趋势，2017 年浙江省地区生产总值为 51768.3 亿元，同比增长 7.8%。其中，第一产业增加值为 2017.4 亿元，第二产业增加值为 22471.5 亿元，第三产业增加值为 27279.3 亿元，同比分别增长 2.8%、7.0% 和 8.8%，第三产业对地区生产总值的增长贡献率为 57.0%。三次产业增加值结构由上年的 4.2:44.8:51.0 调整为 3.9:43.4:52.7。当年人均 GDP 为 92057 元，同比增长 6.6%。2018 年前三季度，浙江省实现地区生产总值 39795.6 亿元，同比增长 7.5%，其中第三产业增加值为 21639.5 亿元，同比增长 8.0%。

2017 年，浙江省共接待游客 6.41 亿人次，同比增长 9.63%，实现旅游总收入 9322.67 亿元，同比增长 15.14%。其中，接待国内游客 6.29 亿人次，同比增长 9.66%，实现国内旅游收入 8763.89 亿元，同比增长 15.32%，国内游客人均花费为 1394 元，国内过夜游客平均停留时间为 2.2 天；同年，浙江省接待入境游客 1211.7 万人次，同比增长 8.3%，实现国际旅游外汇收入 82.76 亿美元，同比增长 10.54%，入境游客人均花费 683 美元，入境过夜游客平均停留时间 2.99 天。从客源市场来看，当年浙江省入境亚洲游客 373.7 万人次，同比增长 4.7%；欧洲游客 207.8 万人次，同比增长 14.8%；美洲游客 115.8 万人次，同比增长 1.6%；大洋洲游客 30.7 万人次，同比增长 15.7%；非洲游客 28.2 万人次，同比增长 9.6%。入境游主要客源国中韩国、日本和美国位列前三。2018 年前三季度，浙江省接待入境游客 745.9 万人次，同比减少 6.1%，实现国际旅游（外汇）收入 52.4 亿美元，同比增长 0.4%，客源国主要包括韩国、美国、日本、意大利、德国、马来西亚、新加坡、法国、英国和西班牙。同期，出境游方面，仅前往欧洲的游客人数较上年同期下降 4.5%，而前往美洲、亚洲、大洋洲和非洲的游客人数均有较大幅度增长，增长比例分别为 27.9%、23.5%、18.4% 和 19.9%，当期出境游主要目的地国家包括越南、日本、泰国、新加坡、印度尼西亚、马来西亚、香港、菲律宾、美国和柬埔寨。

2017 年，浙江省旅行社接待国内游客 1678.7 万人次，同比减少 1.4%，组织国内游客 1588.6 万人次，同比增长 6.7%；同年，浙江省旅行社接待入境游客 57.1 万人次，同比减少 12.8%，占全省接待入境游客总量的 4.7%；全省旅行社外联入境游客 44.0 万人次，同比下降 5.7%，占全省接待入境游客总量的 3.6%；2017 年，浙江省旅行社组织出境游客为 243.98 万人次，同比减少 1.62%。其中，出国游累计组团人数 220.1 万人次，同比增长 0.4%；港澳游累计组团人数 19.0 万人次，同比减少 8.8%；台湾游累计组团人数 4.2 万人次，同比减少 37.5%。当年泰国、越南和日本是旅行社组织出境游游客数量最多的前三名目的地国家。2018 年前三季度，浙江省旅行社组织出境游客 217.6 万人次，同比

增长 21.7%，其中出国游人数 203.3 万人次，同比增长 17.2%，港澳游人数 11.9 万人次，同比下降 26.2%。全省旅行社组织赴台旅游 2.3 万人次，同比下降 26.8%。

近年来，浙江省住宿行业企业经营环境有所改善，但仍处在较大市场压力下，经营状况提高程度较为有限。2017 年，浙江省住宿单位平均客房出租率为 60.48%，较上年提高 2.82 个百分点；平均房价为 324.32 元/间，较上年均价提高 10.60 元/间。其中，星级饭店平均客房出租率为 58.45%，较上年提高 2.95 个百分点；平均房价为 360.15 元/间/天，与上年基本持平。

在旅游需求持续增长的推动下，浙江省旅游景区行业保持增长势头不变，景区经营产品结构呈现多元化，收入构成趋于合理。2017 年，浙江省纳入统计范围的旅游景区累计接待游客 12 亿人次，同比增长 17.7%，实现门票收入 135.5 亿元，同比增长 13.8%。其中 A 级及以上景区接待游客 5.3 亿人次，同比增长 20.9%，实现门票收入 91.8 亿元，同比增长 18.3%。

2017 年 12 月 17 日，世界旅游联盟³与中国浙江省政府战略合作文件签字仪式在北京举行。在世界旅游联盟组委会主任、国家旅游局局长李金早和浙江省省长袁家军的共同见证下，世界旅游联盟主席段强与浙江省副省长梁黎明签署战略合作文件。以此为标志，世界旅游联盟总部正式落户杭州。

2. 业务运营

该公司作为浙江省旅游服务行业龙头企业，旅游主业产业链优势显著，区域市场地位较为突出。受相关市场因素影响，2016 年公司旅行社和酒店业绩虽略有下滑，但在旅游大环境向好的驱动下，2017 年旅游各版块业绩均有所提升。为充分利用其旅游资源，公司通过“旅游+健康”的模式积极发展医疗健康板块，扩大产业布局，促进营收规模的增长。此外，公司以参股方式对医疗健康和旅游等多个板块进行项目投资，投资风险较为可控。

该公司是浙江省唯一的省属大型国有旅游集团，业务范围涵盖旅游服务（包括旅行社、会展业务和票务代理等）、酒店投资与经营、旅游交通、投资及旅游休闲综合体开发等领域，公司旅游主业产业链优势显著。2016 年以来，公司积极拓展医疗健康业务板块，未来计划将发展重心定位于旅游和医疗健康两个方面，实现多元化经营以分散经营风险，但同时也加大了公司业务管理难度。

图表 6. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
旅游服务	全球	规模/资源/品牌/政策等
酒店经营	国内	规模/资产/管理/品牌等
医疗健康	浙江省	技术/管理/资源/政策等

³ 世界旅游联盟是由中国旅游协会发起成立的第一个全球性、综合性、非政府、非盈利国际旅游组织，并且以“旅游让世界更美好”为核心理念，以旅游促进发展、促进减贫、促进和平为目标，旨在增进共识、分享经验、深化合作，推动全球旅游业可持续发展、包容性发展。

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
旅游交通	浙江省	管理/资源/政策等

资料来源：浙旅集团

除旅游相关的核心主业外，该公司还经营投资及贸易、房地产开发建设等非核心业务，其中投资及贸易业务涉及旅游集散中心零售业务、旅游咨询服务、景区托管服务、信托投资等，2015-2017年，公司非核心业务收入分别为4.16亿元、1.07亿元和1.52亿元，分别占营业收入的15.95%、4.04%和4.45%。其中，2016年公司减少信托投资，导致当年非核心业务收入大幅减少。2017年受益于游客量的增加，贸易板块（旅游商品销售）业绩有所提升，拉动非核心主业收入增长。

2018年前三季度，该公司投资及贸易业务未确认收入，但因当期房地产确认较多收入，使得非核心业务收入增长较多，核心业务收入占比骤减，公司营业收入结构发生较大变动。公司目前仅有一个自主开发的房地产项目，即萍实公寓⁴，由子公司浙旅湛景置业有限公司⁵（简称“湛景置业”）控股子公司杭州浙旅萍水房地产开发有限公司（湛景置业持股比例为64.00%）负责开发建设。项目计划投资8.30亿元，已于2015年1月动工，截至2018年9月末累计投资8.24亿元，基本完成建设。2018年以来，公司将住宅陆续交付，当年第一季度已确认全部收入9.46亿元。公司无其他自主开发的储备土地，该板块收入不具有持续性。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

收入构成		2015 年度	2016 年度	2017 年	2018 年前三季度
营业收入合计		26.07	26.52	34.24	39.68
其中：核心业务营业收入	金额	21.91	25.44	32.71	28.79
	占比	84.05	95.96	95.55	72.55
其中：（1）旅游服务业务	金额	15.08	14.26	16.28	14.66
	占比	68.84	56.05	49.76	50.92
（2）酒店经营业务	金额	4.82	4.69	4.77	3.85
	占比	22.01	18.42	14.58	13.38
（3）医疗健康业务	金额	—	4.38	9.40	8.49
	占比	—	17.20	28.74	29.48
（4）旅游交通业务	金额	2.00	2.12	2.27	1.79
	占比	9.15	8.33	6.92	6.22

资料来源：浙旅集团

2015-2017年，该公司核心业务收入分别为21.91亿元、25.44亿元和32.71

⁴ 该项目位于杭州市拱墅区申花单元内（杭政储出[2013]76号），占地面积1.37万平方米，公司将该地块开发建成住宅房（配有10%的保障房），建筑面积4.59万平方米，可售面积2.80万平方米，主要面向高端刚需及首次置业人群。

⁵ 原名为浙江浙旅置业有限公司，2017年3月24日更为现名。

亿元，受旅游突发事件对旅行社行业的影响，加之酒店行业竞争愈发激烈，公司收入占比最大的旅游服务业务和酒店业务收入均出现一定波动，但新纳入的医疗健康板块使得整体营收规模得到扩充。同期，核心业务在营业收入中的占比分别为 84.05%、95.96%和 95.55%，核心业务对公司营收规模贡献较大。从业务结构来看，公司旅游服务业务（主要为旅行社业务）收入在核心业务收入中占比最大，同期分别为 68.84%、56.05%和 49.76%，是公司最主要的收入来源；2016 年起，公司积极打造医疗健康业务板块，随着该业务规模的扩大，其收入占比也产生较大变动，2016 年和 2017 年分别占主营业务收入的 17.20%和 28.74%；受旅游服务板块和医疗健康板块业绩变动的影响，公司酒店经营板块和旅游交通板块收入占比均产生一定波动，同期酒店经营业务收入占比分别为 22.01%、18.42%和 14.58%，旅游交通业务收入占比分别为 9.15%、8.33%和 6.92%。2018 年前三季度，公司核心业务收入为 28.79 亿元，同比增长 21.59%，主要系游客量增加带动旅行相关业务收入增长所致。

A. 旅游服务业务

该公司旅游服务板块主要由浙江省中国旅行社集团有限公司（简称“省中旅集团”）负责运营，省中旅集团作为浙江省最大的旅行社集团，在省内拥有较高的市场占有率和品牌认可度。省中旅集团下设浙江省中国国际旅行社有限公司（简称“国旅旅行社”）和杭州国际旅游票务有限公司（简称“票务公司”），分别经营旅游服务板块中的旅行社业务和票务代理业务。截至 2018 年 9 月末，省中旅集团共有 10 家子公司、10 家分公司和 7 家直营门店。公司该业务的主要销售渠道包括营业网点（门店）、呼叫中心和网络平台等，其中连锁加盟门店 30 家，是未来渠道拓展的重点。公司对加盟店在旅游产品设计、资金集中管理以及日常运营方面进行严格管控，同时采用收取保证金结合加盟费的加盟模式，每年年终进行考核，完成考核指标后给予部分加盟费的减免优惠。

2015-2017 年，该公司分别实现旅游服务业务收入 15.08 亿元、14.26 亿元和 16.28 亿元。其中 2016 年受外围突发事件的影响，公司出境游收入减少较多，导致旅行社业务板块业绩有所下滑。2017 年以来，随着经济的增长，居民旅游需求不断提高，加之国旅旅行社新增宁波高新分公司，新增机票代理业务并改变包机经营模式，公司旅行社接待游客量持续增加，该业务板块收入出现恢复性增长。受上述各有利因素的持续影响，2018 年前三季度，公司旅游服务业务收入较上年同期增长 30.55%至 14.66 亿元。

a. 旅行社业务

旅行社业务是该公司旅游服务板块的核心业务，公司旅行社业务以组团为主，业务涵盖出境游、入境游和国内游，其中国内游主要面向浙江省。2015-2017 年公司分别组织接待游客 65.21 万人次、76.44 万人次和 79.91 万人次，实现旅行社业务收入 14.81 亿元、13.90 亿元和 15.82 亿元。近年来公司接待游客量随着旅游需求的提高稳步增长，但旅行社业务收入呈现一定波动性，2016 年该业务收入在接待游客量增长的背景下出现下滑，主要系当年受外围突发事件的影响，盈利能力高的出境游人数下滑所致。2018 年前三季度，公司组织接

待游客 43.96 万人次，较上年同期增加 10.09 万人次，当期旅行社收入同比增长 36.84% 至 14.56 亿元。

图表 8. 近年来公司旅行社各版块业务接待游客量及收入（单位：万人次，亿元）

构成	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年前三季度	
	游客量	收入	游客量	收入	游客量	收入	游客量	收入
出境游	32.72	12.23	31.04	11.42	32.37	12.52	24.84	11.57
国内游	26.27	1.80	39.62	1.83	41.61	2.69	15.80	2.54
入境游	6.22	0.78	5.78	0.65	5.93	0.60	3.32	0.45
合计	65.21	14.81	76.44	13.90	79.91	15.82	43.96	14.56

资料来源：浙旅集团（部分加总数与合计数不一致系四舍五入所致）

2015-2017 年，该公司分别接待出境游游客 32.72 万人次、31.04 万人次和 32.37 万人次，分别实现出境游收入 12.23 亿元、11.42 亿元和 12.52 亿元。近年来出境游收入在旅行社业务收入中的占比约为 80%，是公司旅行社业务收入的主要来源。公司出境游辐射的目的地较广，包括港澳台、日韩、美国、加拿大、泰国、马来西亚、阿联酋、英国、法国澳大利亚、新西兰等 100 多个国家和地区。其中，2016 年受“萨德事件”的影响，公司将韩国旅游线路关闭，加之台湾减少入境人数的配额，公司当年接待出境游游客数同比减少 5.13%，导致出境游收入同比减少 6.64%。2017 年，随着居民收入水平的增长和旅游需求的增加，加之签证政策的便利化，公司接待出境游游客数同比增长 4.28%，出境游收入同比增长 9.68%。2018 年前三季度，公司接待出境游游客 24.84 万人次，较上年同期增加 6.12 万人次，同期实现出境游收入 11.57 亿元，同比增长 38.23%，主要系居民旅游需求增长的拉动，加之国旅旅行社新增宁波高新分公司带来的收入增长所致。

2015-2017 年，该公司分别接待国内游游客 26.27 万人次、39.62 万人次和 41.61 万人次，分别实现国内游收入 1.80 亿元、1.83 亿元和 2.69 亿元。其中 2016 年因旅行社新推出的“浙江人游浙江”产品受省内居民的青睐，国内游游客量同比增长 50.82%。但由于该产品优惠力度较大，国内游收入同比涨幅较小。2017 年，受益于国内游游客数量增长，加之省中旅集团当年新增机票代理业务，国内游收入同比增长 46.70%。2018 年前三季度，公司接待国内游游客 15.80 万人次，较上年同期增加 3.34 万人次，同期实现国内游收入 2.54 亿元，同比增长 36.56%。因公司改变了以往单一的包机方式，采用正班切位⁶的模式进一步为更多产品提供优质航班资源，推动国内游业绩增长。

2015-2017 年，该公司分别接待入境游游客 6.22 万人次、5.78 万人次和 5.93 万人次，分别实现入境游收入 0.78 亿元、0.65 亿元和 0.60 亿元。受单团标价和游客量波动等较多因素影响，入境游收入逐年减少，但该业务收入占比相对较小，且受国内游业绩增长的挤压，收入占比逐年下滑，故对旅行社板块整体业绩影响不大。2018 年前三季度，公司接待入境游游客 3.32 万人次，较上年

⁶ 旅行社包机旅游的形式通常采用承包整架航班或多家旅行社联合承包整架航班的形式，而正班切位则是从经销商处获得部分机位，这种模式对旅行社来说风险性较小，可减小机位空置造成的损失。

同期增加 0.63 万人次，同期实现入境游收入 0.45 亿元，较上年同期略有增加。

b. 其他旅游服务业务

2015-2017 年，该公司其他旅游服务业务收入分别为 0.27 亿元、0.36 亿元和 0.46 亿元，在旅游服务业务收入中的占比不到 3.00%，主要来自会展业务、票务代理等。其中会展业务由子公司浙江浙旅旅游文化会展有限公司（简称“文展公司”）负责运营，经营范围包括旅游项目开发策划与品牌营销、会议（会展）的策划与承办、会展旅游、文化传播、教育培训等；票务代理业务由票务公司负责运营，主要是代理机票和国内、国际包机业务，以及旅游咨询、订房、订火车票、旅游包车等旅游相关服务。2018 年前三季度，公司其他旅游服务业务实现收入 0.10 亿元，在旅游服务板块收入中的占比不足 1.00%。

B. 酒店经营业务

酒店经营业务是该公司重要的业务板块，主要由子公司浙旅蝶来酒店集团有限公司（简称“酒店集团”）运营。2015-2017 年，公司分别实现酒店业务收入 4.82 亿元、4.69 亿元和 4.77 亿元，收入波动不大。2018 年前三季度，公司实现酒店业务收入 3.85 亿元，同比增长 0.87%。

该公司酒店业务收入来源较广，主要以客房和餐饮收入为主。2015-2017 年，公司分别实现客房收入 2.72 亿元、2.69 亿元和 2.70 亿元，同期餐饮收入分别为 1.76 亿元、1.64 亿元和 1.70 亿元，近年来在酒店业务收入中的占比分别保持在 57% 和 36%，波动幅度不超过 1 个百分点。其中，2016 年，由于酒店行业竞争不断加剧，公司客房和餐饮收入均出现不同程度的下滑，导致酒店业务整体收入同比减少 2.80%。但随着居民消费力的提升，2017 年公司酒店餐饮收入同比增长 3.71%，使得当年酒店业务整体收入同比增长 1.76%。

此外，该公司酒店业务还包括酒店下辖的附属服务、旅游咨询、门票代售、商品销售等其他业务，2015-2017 年分别实现收入 0.34 亿元、0.35 亿元和 0.36 亿元，呈逐年增长态势。但由于上述业务收入占比较小，对酒店板块业绩影响不大。

该公司旗下主要的直营酒店共 6 家，包括酒店集团下辖的浙江宾馆、望湖宾馆、杭州萧山国际机场浙旅大酒店（简称“萧山机场酒店”）、杭州千岛湖温馨岛浙旅度假酒店（简称“温馨岛酒店”）、浙旅名庭千岛湖酒店（简称“名庭千岛湖酒店”）和杭州香格里拉饭店有限公司直营的香格里拉饭店。此外，公司经营的浙旅名庭酒店（莫干山店）系租赁酒店，租赁期为 2010-2030 年，酒店资产不入账。

图表 9. 公司主要经营的酒店概况

酒店简称	开业时间	星级	客户定位	房间数（套）
浙江宾馆	1970 年	五星级	休闲会议	339
香格里拉饭店	1984 年 10 月	五星级	城市商务	382
望湖宾馆	1986 年 3 月	四星级	城市商务	347
萧山机场酒店	2012 年 3 月	四星级	城市商务	305

酒店简称	开业时间	星级	客户定位	房间数（套）
温馨岛酒店	2010年5月	五星级	休闲度假	192
名庭千岛湖酒店	2011年8月	准四星	休闲会议	120
浙旅名庭酒店 (莫干山店)	2011年11月	四星级	休闲度假	56

资料来源：浙旅集团

浙江宾馆、香格里拉饭店和望湖宾馆位于杭州西湖沿岸的繁华商业地带，酒店入住率和房价相对较高，2017年入住率分别为72.44%、69.94%和71.88%，平均房价分别为601.04元/晚/间、868.96元/晚/间和698.41元/晚/间，均高于同档次酒店平均水平；萧山机场酒店毗邻萧山机场，地理位置优越，近年来入住率不低于94.88%。受周围酒店平均价格较低的影响，当年萧山机场酒店平均房价为429.67元/晚/间，但仍高于同档次酒店平均水平；温馨岛酒店和名庭千岛湖酒店位于杭州市淳安县，离市中心较远。受此影响，2017年上述2家酒店入住率分别为59.67%和53.80%，平均房价分别为500.26元/晚/间和281.15元/晚/间，均低于同档次酒店平均水平；浙旅名庭酒店（莫干山店）位于德清县莫干山风景区内，受天气影响山路经常性被封锁，故酒店入住率极低，业绩贡献极小。整体来看，除望湖宾馆和萧山机场酒店入住率分别较上年下滑0.20个百分点和2.02个百分点外（属于正常营业波动），公司其他酒店入住率均有不同程度的提高。浙江宾馆、香格里拉饭店和望湖宾馆受西湖周边经济型酒店的竞争冲击，房价均较上年有所下降，但其他酒店房价均有所提高。2018年前三季度，受市场竞争加剧的影响，公司当期酒店入住率和房价整体均较上年同期有所下滑。

2015-2017年，上述酒店营业收入分别合计75.05亿元、5.01亿元和5.15亿元，其中浙江宾馆、香格里拉饭店和望湖宾馆因入住率和房价均相对较高，酒店业绩贡献远高于另外3家酒店。同期，上述酒店净利润分别合计0.30亿元、0.33亿元和0.31亿元，其中温馨岛酒店和名庭千岛湖酒店因受审计调整和土地成本摊销的影响，均未实现盈利，浙江宾馆因提高经营效率，2017年扭亏为盈。2018年前三季度，上述酒店合计实现营业收入3.77亿元，净利润0.22亿元，与上年同期基本持平。

图表 10. 近年来公司旗下直营酒店经营情况（单位：%、元/晚/间，亿元）

酒店名称	时间	入住率	平均房价	营业收入	净利润
浙江宾馆 ¹	2015年	66.68	686.35	1.07	-0.02
	2016年	70.46	642.01	1.04	-0.004
	2017年	72.44	601.04	1.03	0.03
	2018年前三季度	66.05	572.55	0.73	-0.01
香格里拉饭店	2015年	59.46	930.76	1.54	0.21
	2016年	65.59	905.01	1.54	0.18
	2017年	69.94	868.96	1.53	0.17

¹ 表中营业收入和净利润系各酒店经营主体单体数据，故加总数与合并口径该业务板块营业收入不一致，误差系合并抵消所致。

酒店名称	时间	入住率	平均房价	营业收入	净利润
	2018年前三季度	65.81	877.08	1.11	0.10
望湖宾馆	2015年	71.93	737.6	1.42	0.17
	2016年	72.08	738.95	1.45	0.19
	2017年	71.88	698.41	1.49	0.21
	2018年前三季度	74.59	682.03	1.10	0.09
萧山机场酒店	2015年	94.88	409.2	0.59	0.11
	2016年	100.00	416.21	0.61	0.09
	2017年	97.98	429.67	0.65	0.11
	2018年前三季度	89.82	450.87	0.50	0.08
温馨岛酒店	2015年	54.91	519.61	0.28	-0.03
	2016年	51.21	497.55	0.26	-0.06
	2017年	59.67	500.26	0.31	-0.03
	2018年前三季度	63.38	490.94	0.24	-0.005
名庭千岛湖酒店	2015年	49.07	282.84	0.10	-0.05
	2016年	46.64	267.41	0.10	-0.06
	2017年	53.80	281.15	0.12	-0.17
	2018年前三季度	53.95	245.17	0.08	-0.04
浙旅名庭酒店 (莫干山店)	2015年	17.07	575.60	0.02	-0.003
	2016年	16.45	543.90	0.02	-0.01
	2017年	15.99	565.68	0.02	-0.004
	2018年前三季度	16.42	573.34	0.01	0.002

资料来源：浙旅集团

C. 医疗健康业务

2016年以来，浙江省积极打造省内健康资源整合平台，通过市场调控、产业融合的方式，探索医疗资源管理新模式。为响应政府对医疗健康板块建设的号召，该公司充分利用自身的旅游资源，通过“旅游+健康”的模式培育新的盈利增长点。

2016年6月，该公司作为第一大股东⁸与巨化集团公司、浙江省能源集团有限公司（简称“省能源集团”）、杭州钢铁集团公司（简称“杭钢集团”）、浙江省国有资本运营有限公司（简称“省国资公司”）共同投资设立浙江省医疗

⁸ 浙医健注册资本8.00亿元，其中浙旅集团以货币出资1.05亿元，并以其所持有的雅谷泉公司100%股权作价出资2.55亿元，占注册资本的45.00%。浙医健作为浙旅集团一级子公司进行管理，浙医健及其下属企业于2016年7月1日起纳入浙旅集团合并报表范围（收入及利润自该日起合并）；巨化集团公司以货币出资0.16亿元，以其所持有的衢州医院100%股权作价出资1.64亿元，以其所持有的佳德公司100%股权作价出资0.20亿元，占注册资本的25.00%；省能源集团以货币出资0.07亿元，以其所持有的浙江长广（集团）有限责任公司职工医院（简称“长兴医院”）100%股权作价出资0.82亿元，以其所持有的仁馨医药66.50%股权作价出资人民币0.07亿元，占注册资本的12.00%；杭钢集团以货币出资0.07亿元，以所持有的杭钢医院100%股权作价出资0.65亿元，占注册资本的9.00%；省国资公司以货币出资0.72亿元，占注册资本的9.00%。浙医健于2016年6月22日办妥工商设立登记手续，并取得企业法人营业执照。浙医健董事会由7名董事组成，其中2名由浙旅集团委派（其中1名为董事长），1名为职工代表，剩余4名由其他股东各委派1名担任。

健康集团有限公司（简称“浙医健”），并将其作为公司医疗健康业务板块的运营主体。浙医健下设杭州雅谷泉山庄酒店有限公司（简称“雅谷泉公司”）⁹、浙江仁馨医药有限公司¹⁰（简称“仁馨医药”）和衢州佳德健康产业发展有限公司（简称“佳德公司”），其中雅谷泉公司经营的雅谷泉山庄酒店于 2016 年 8 月 1 日试运营，包含主楼客房 109 间套，别墅客房 14 栋 23 间套（别墅客房已整体对外出租，租期为 20 年，合计收取租金约 2 亿元），仁馨医药和佳德公司分别主营药品批发、医疗器械销售和医药咨询。此外，公司下辖浙江省医疗健康集团衢州医院¹¹（简称“衢州医院”）、浙江省医疗健康集团杭州医院¹²（简称“杭钢医院”）和浙江省医疗健康集团长兴医院¹³（简称“长兴医院”）3 家医院，虽然收入规模相对较大，但由于杭钢医院和长兴医院前身为职工医院，故净利润较低。

2016-2017 年，该公司分别实现医疗健康业务收入 4.38 亿元和 9.40 亿元。因浙医健下属单位自 2016 年 7 月 1 日起并表，收入统计口径系 2016 年 7-12 月，故 2017 年该业务收入涨幅较大。浙医健下属 3 家医院 2017 年确认医疗服务业务收入 8.54 亿元，占医疗健康业务板块收入的 90.89%，是公司该业务板块收入的主要来源。同年，雅谷泉公司确认酒店服务收入¹⁴0.39 亿元，仁馨医药确认药品医疗器械销售收入 0.32 亿元，佳德公司确认医药咨询收入 0.15 亿元，分别占医疗健康业务总收入的 4.16%、3.38%和 1.57%。2018 年前三季度，公司实现医疗健康业务收入 8.49 亿元，同比增长 23.07%，主要系浙医健将医药品供应统一交由仁馨医药负责，部分原外购药品现由仁馨医药供给，使得当期医药收入增长较多。

由于杭钢医院和长兴医院前身为职工医院，目前尚在转型阶段，导致 2 家医院 2016 年经营亏损。此外，雅谷泉山庄酒店 2016 年 8 月开业，前期运营成本较高，导致雅谷泉公司当年亏损。浙医健盈利基本依赖于衢州医院的营收和利润。2017 年，公司加强医院的经营管理，实施绩效改革，并将 2 家职工医院进行市场化运作，使得杭钢医院和长兴医院扭亏为盈，衢州医院利润也有所增长。同年，由于浙医健实行统一供应链管理，佳德公司部分业务转移至仁馨医药，导致其当年净利润有所下滑。尽管仁馨医药因接收部分医药品供应的业务，

⁹ 雅谷泉公司注册资本为 8000 万元，由浙医健以货币方式全额认缴，2016 年 6 月 30 日到位。

¹⁰ 原名为浙江长广医药股份有限公司，2017 年 8 月 31 日更为现名。

¹¹ 衢州医院前身为浙江衢化医院，根据浙卫发函[2017]8 号文，浙江省卫生计生委同意其增挂浙江省医疗健康集团衢州医院牌子，作为第二名称使用。该医院始建于 1958 年，系三级乙等综合性医院，也是衢州地区仅有的两所最高等级综合医院之一。医院现有床位 700 余张，医务人员 800 余名，年门诊量约 50 万人次。

¹² 杭钢医院前身为杭州钢铁集团公司职工医院，根据浙卫发函[2016]116 号文，浙江省卫生计生委同意将其第一名称变更为浙江省医疗健康集团杭州医院。该始建于 1957 年，是杭州半山区域唯一一家二级甲等综合性医院。医院现开设内科、外科、骨科、妇产科、儿科及重症医学科等 13 个病区，30 余个临床医技科室，开放床位 400 张，员工 450 余名。

¹³ 长兴医院前身为浙江长广（集团）有限责任公司职工医院，根据浙卫发函[2017]7 号文，浙江省卫生计生委同意将其第一名称变更为浙江省医疗健康集团长兴医院。该医院始建于 1960 年，系二级乙等综合性医院，也是全国最早取得尘肺病诊断资质的医疗机构之一。医院现开设医疗、医技科室 22 个，开放床位 330 张，医技人员 300 余名，年门诊量约 10 万人次。

¹⁴ 由于雅谷泉公司为浙医健全资子公司，故将雅谷泉山庄酒店营业收入和营业成本归入医疗健康业务板块，未纳入酒店经营业务。

使得收入规模有所增长，但受人力成本增加的影响，当年净利润仍略有下滑。

图表 11. 公司所属医疗健康业务子公司状况（单位：亿元）

收入来源	时间	总资产	净资产	营业收入	净利润
雅谷泉公司	2016 年（末）	5.40	2.37	0.10	-0.19
	2017 年（末）	4.48	2.28	0.49	-0.09
	2018 年前三季度（末）	4.42	2.25	0.41	-0.02
仁馨医药	2016 年（末）	0.48	0.12	0.65	0.01
	2017 年（末）	0.45	0.12	0.67	0.0005
	2018 年前三季度（末）	0.63	0.12	1.28	0.0001
佳德公司	2016 年（末）	0.27	0.22	0.20	0.06
	2017 年（末）	0.32	0.26	0.21	0.04
	2018 年前三季度（末）	0.33	0.27	0.14	0.02
衢州医院	2016 年（末）	3.85	1.87	4.67	0.38
	2017 年（末）	4.53	2.29	5.10	0.41
	2018 年前三季度（末）	5.29	2.68	4.07	0.39
杭钢医院	2016 年（末）	1.03	0.59	2.00	-0.02
	2017 年（末）	1.04	0.65	2.20	0.06
	2018 年前三季度（末）	1.37	0.70	1.88	0.05
长兴医院	2016 年（末）	0.93	0.76	1.11	-0.10
	2017 年（末）	0.98	0.84	1.29	0.08
	2018 年前三季度（末）	1.11	0.88	0.96	0.04

资料来源：浙旅集团

注：表中 2016 年数据统计周期均系 2016 年全年。

2017 年 7 月，该公司子公司浙医健与开化县人民政府签署《共同合作发展医疗健康产业仪式书》，负责开化县第二人民医院（简称“开化二院项目”）的迁建，并和开化县卫计局共同组建开化二院理事会，实行理事会授权下的院长负责制，负责开化二院的管理及后续健康产业的拓展。新院区位于浙江省开化县华埠镇上龙湾西侧，地块西北侧为规划快速公交道，西南侧为现有 G205 国道，规划占地面积 72.71 亩，建筑面积 6.52 万平方米，额定床位 300 张。该项目迁建投资额约为 2.00 亿元（不含新院区土地成本），截至 2018 年 9 月末已投入 0.10 亿元，拟于 2019 年投入资金 0.95 亿元。目前该项目已完成综合楼土方工程、综合楼钻孔灌注桩以及办公区、生活区临时建筑及配套设施基本建设。

2018 年 3 月，浙医健与长兴县人民政府就浙医健浙北医疗康复中心项目进行签约，该项目占地面积 72.26 亩，建筑面积 8.10 万平方米，额定床位 2120 张，拟打造浙江省四星级养老机构和康复、护理、养老一体化颐养家园。项目计划总投资 8.00 亿元，目前该项目仅完成施工现场地表清理和临时水电的协调等初步工作，拟于 2019 年投入资金 0.59 亿元。

D. 旅游交通业务

该公司旅游交通业务的运营主体为浙江外事旅游股份有限公司¹⁵(简称“外事旅游”),经营业务涉及公路运输、游船和汽车修理等。2015-2017年,公司旅游交通业务板块收入分别为2.00亿元、2.12亿元和2.27亿元。受益于浙江省游客量的增加,加之浙江省交通运输网络不断完善,近年来公司旅游交通业务收入不断增长。受上述因素的持续影响,2018年前三季度,公司旅游交通业务收入较上年同期增长3.29%至1.79亿元。

该公司公路运输主要包括班线客运、汽车租赁等,截至2018年9月末,公司在营旅游客车共193辆,合计近8668客座位,自营出租车共209辆。2015-2017年及2018年前三季度,公司公路运输业务分别实现营业收入1.34亿元、1.43亿元、1.40亿元和1.06亿元,分别占旅游交通业务板块的66.84%、67.45%、61.64%和61.37%,是该板块业务的主要收入来源。

西湖游船分公司作为对外运营西湖机动游船的两家企业之一(另一家为杭州市西湖游船有限公司),主要接待团队游客。截至2018年9月末,西湖游船分公司拥有游船32艘,其中自有游船24艘,租赁游船8艘,额定座位1736客座。由于西湖游船分公司是国家外事西湖游览定点接待单位,且游船经营权属于特许经营权,因此该业务运营相对稳定,盈利状况较好。2015-2017年及2018年前三季度,该公司游船业务分别实现营业收入0.43亿元、0.42亿元、0.62亿元和0.56亿元。

(2) 对外投资

A. 旅游项目股权投资

该公司通过本部或子公司浙江浙旅投资有限责任公司(简称“浙旅投资公司”)、湛景置业与合作方共同出资,以设立联营企业形式参与旅游目的地和旅游小镇的投资建设,其效益主要以投资收益的形式体现,公司目前主要投资的在建项目包括舟山旅游综合体、江南秘境和千岛迷宫,拟建项目包括云溪九里康养小镇和南浔旅游小镇。

根据2009年6月该公司与舟山市政府签订的《关于合作开发舟山旅游的框架协议》及其子协议,公司与浙江舟山旅游集团有限公司、舟山市汽车运输有限公司共同出资重组了浙江舟山旅游股份有限公司¹⁶(简称“舟山旅游公司”,公司持股比例为35.98%),负责舟山旅游综合体项目的开发建设。后经股权变更,截至2018年3月末,公司通过浙江中旅商务会展有限公司(简称“会展公司”)间接持有其28.17%的股权,系第二大股东。舟山旅游公司计划于主板上市,具体上市时间尚不明确。2018年6月末,舟山旅游公司合并口径资产总额为7.80亿元,净资产6.19亿元;2018年上半年度实现营业收入2.18亿元,净利润0.94亿元。2015-2017年,该公司对舟山旅游公司的股权投资分别确认

¹⁵ 原名为浙旅外事旅游汽车有限公司,2016年10月21日更为现名。

¹⁶ 原名为普陀山旅游发展股份有限公司,2018年5月22日更为现名。

收益 0.34 亿元、0.41 亿元和 0.34 亿元。

江南秘境项目¹⁷由建德市江南秘境旅游发展有限公司（简称“江南秘境公司”）负责投资建设，截至 2018 年 9 月末，公司对江南秘境公司投入资金 0.37 亿元，由于景区尚未投运，目前仍处于前期亏损阶段，公司于 2016-2017 年分别确认投资损失 0.48 万元和 128.51 万元。千岛迷宫项目¹⁸由浙江千岛迷宫旅游开发有限公司（简称“千岛迷宫公司”）负责投资建设。截至 2018 年 9 月末，公司出资 0.15 亿元，当年确认投资损失 0.11 万元，预计 2019 年将对千岛迷宫公司追加投资 0.15 亿元；云溪九里康养小镇¹⁹由湛景置业与浙江祥景旅游产业发展有限公司等单位共同出资投建打造，截至 2018 年 9 月末已投资 0.81 亿元，目前正进行项目公司的设立，湛景置业持股比例为 35.00%，公司预计将于 2019 年对该项目公司投入资金 1.00 亿元；南浔旅游小镇²⁰由公司本部与南浔区人民政府、祥生实业集团有限公司等单位共同出资打造，目前正进行项目公司的筹备，预计 2019 年内动工。

B. 房地产项目股权投资²¹

除自主开发的房地产项目外，该公司还通过子公司湛景置业与德信地产集团有限公司（简称“德信地产集团”）等单位共同出资设立东城置业、德信地产（宁波）有限公司（简称“德信地产”），作为杭州钱江府项目、杭州东宸项目和宁波东宸项目的开发主体。上述项目均已投资建设完毕，湛景置业累计投入 7.97 亿元。截至 2018 年 9 月末已回笼资金（往来款形式）10.19 亿元，确认投资收益 1.41 亿元，随着各项目的陆续交房，公司未来投资收益有望保持在一定规模。

¹⁷ 2016 年 9 月，浙旅投资公司与建德市新安旅游投资有限公司、上海景域旅游投资有限公司和浙江郡原商业旅游文化发展有限公司共同出资设立江南秘境公司，浙旅投资公司持有其 43.00% 的股权，系第一大股东，但无实际控制权。江南秘境项目覆盖建德三江口至七里浣区块，总面积约 228 平方公里，主要包括江南渔村、七里扬帆景区、富春江国家森林公园重点区域的建设和提升及改造。项目计划总投资 16.00 亿元，建设周期 10 年，目前江南渔村一期项目已经动工，七里扬帆景区已完工接收，各类体验项目正进行落地准备工作。2017 年末，江南秘境公司合并口径资产总额为 0.96 亿元，净资产 0.96 亿元；2017 年实现营业收入 0.02 亿元，净利润-0.04 亿元。根据可研报告，2018-2020 年，江南秘境公司预计可分别确认营业收入 0.19 亿元、1.12 亿元和 2.46 亿元，分别获得净利润-0.15 亿元、0.17 亿元和 0.62 亿元，公司按持股比例确认投资收益。

¹⁸ 2017 年 7 月，浙旅投资公司与淳安千岛湖旅游集团有限公司、浙江郡原商业旅游文化发展有限公司共同出资设立千岛迷宫公司，浙旅投资公司持有其 29.00% 的股权，系第二大股东。千岛迷宫项目位于千岛湖西南湖区，占地面积为 19.5 平方公里，建设内容包括入口综合服务区、山林运动休闲区、亲水休闲服务区、千岛迷宫主题区 4 大休闲娱乐区域。项目计划总投资 10.00 亿元，建设周期 3 年，拟于 2020 年试运营，但目前尚处于审批阶段。截至 2017 年末，千岛迷宫公司完成首期注资。

¹⁹ 该项目位于诸暨市主城区，离诸暨市政府 11 公里，浣东高速出口 7 公里，规划占地面积 194 亩。拟分期开发建设以人文为主题的九里宾舍度假型五星酒店、枫桥三贤为代表的书画院、中国诗经文化主题的植物园、中国国学讲堂、慈光寺禅修堂、太极茶道馆、绍诸森林古道等时尚人文休闲主题内容，5 个森林康养功能主题度假村，6 个体验工坊，通过打造新型“旅游目的地”，弥补诸暨市旅游度假产品的缺口。

²⁰ 该项目位于浙江省湖州市南浔区，项目规划控制区域 28 平方公里（科技新城管委会项目合作区域除外），东至息塘河、南至横街村、西至马腰村、北至阳安塘，合作区域合计 6 平方公里，覆盖和睦兜村、辑里村（除去工业区、城南新社区），建设内容包括合作区域范围内的基础设施及公用设施建设、一带一路综合体、大美田园旅游、商贸配套（包括酒店、民宿）等。

²¹ 该公司对项目公司注入的资本金计“可供出售金融资产”。

图表 12. 截至 2018 年 9 月末公司参股投资的房地产项目概况 (单位: 亿元)

项目名称	所在地	项目总投资	公司已投资	项目销售额	项目销售回款	公司已回笼	公司已确认投资收益	开盘时间	(预计)完工时间
完工项目:									
钱江府	杭州	28.92	4.02	35.95	35.95	4.78	0.64	2016	2016
杭州东宸	杭州	25.43	3.25	29.89	29.89	4.51	0.77	2016	2016
宁波东宸	宁波	10.90	0.70	12.00	10.92	0.90	—	2016	2016
合计	—	65.25	7.97	77.84	76.76	10.19	1.41	—	—
在建项目:									
群贤府	绍兴	30.88	1.74	48.26	44.85	4.67	—	2017.07	2020.02
观棠府	衢州	22.89	3.09	27.25	19.80	1.81	—	2017.10	2020.12
花涧樾	衢州	11.49	0.64	13.18	10.29	—	—	2017.09	2020.12
云栖新语	衢州	14.62	0.90	13.73	8.57	—	—	2017.12	2020.12
祥生之江	杭州	43.76	2.88	—	—	—	—	2018.12	2020.12
大家上塘	杭州	38.64	7.08	—	—	—	—	2018.12	2020.09
德信之江	杭州	19.77	1.38	—	—	—	—	2018.08	2020.10
祥生镜湖	绍兴	20.60	1.20	—	—	—	—	—	2022.03
祥生崇贤	杭州	36.54	2.15	—	—	—	—	—	2021.09
空港	杭州	26.66	3.02	3.74	1.88	1.74	—	2018.07	2020.06
合计	—	265.84	24.07	106.16	85.39	8.21	—	—	—

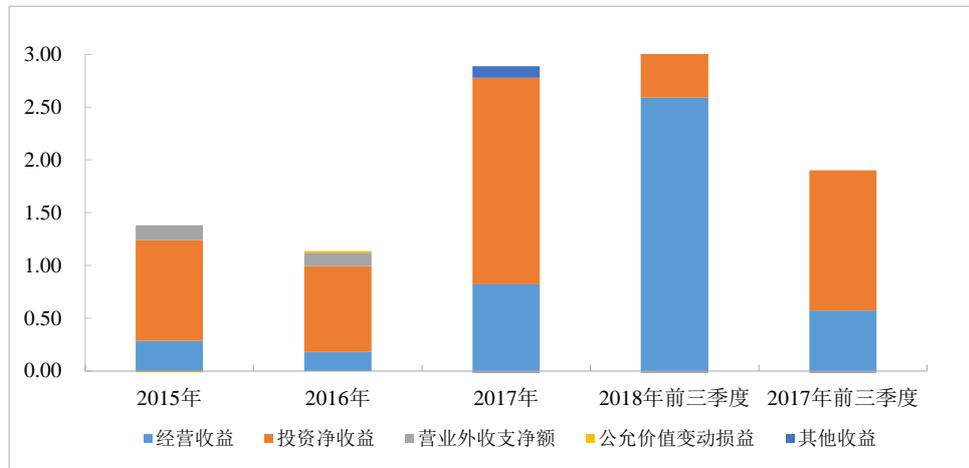
资料来源: 浙旅集团

2017 年以来, 湛景置业与浙江祥生房地产开发有限公司(简称“祥生地产”)等单位通过设立联营企业(项目公司), 在绍兴及衢州等地合作开发群贤府、观棠府、花涧樾、云栖新语、祥生之江、大家上塘、德信之江、祥生镜湖、祥生崇贤和空港等商品房项目, 上述项目计划总投资 265.84 亿元, 公司参投比例为 20%, 截至 2018 年 9 月末, 公司已投资 24.07 亿元, 其中包括注册资本金 1.93 亿元(计可供出售金融资产)和土地款 29.71 亿元(以往来款形式), 后续仅需对祥生崇贤项目公司追加投资 0.38 亿元(项目后续投资由各项目公司负责)。部分项目已于 2017 年 7 月起开盘预售, 截至 2018 年 9 月末, 公司已回笼资金 8.21 亿元, 但尚未确认投资收益。

从该公司未来整体运营规划来看, 由于医院盈利能力相对较弱, 公司投建的开化二院未来利润贡献较为有限; 康复中心投产时间及未来实际经营情况仍存在较大的不确定性; 景区及旅游小镇项目建设周期及培育期较长, 资金回笼慢, 对公司流动性或将产生一定影响; 公司房地产项目多位于绍兴市、衢州市等核心地段, 整体投资风险可控, 但受房地产市场波动影响, 项目后续建设及投资收益仍存在一定的不确定性。公司虽通过参股方式进行各版块项目投资, 但由于在建及拟建项目较多, 总体投融资需求大, 公司负债经营压力或将持续增加。考虑到目前杭州及周边房地产市场行情相对较好, 公司房地产项目资金回笼将对短期债务的偿付起到一定保障作用。

(3) 盈利性

图表 13. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据浙旅集团所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

近年来该公司获得的营业毛利不断增加，但其主业获利能力因较重的折旧及人工成本而受到一定的侵蚀，投资净收益对公司利润贡献较大。此外，公司持续获得的政府补助也对盈利形成了一定补充。但 2018 年前三季度公司房地产业务确认收入 10.46 亿元，使得当期经营收益对盈利的贡献超过投资收益，盈利来源结构变动较大。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年	2018 年前三季度
营业收入合计（亿元）	26.07	26.52	34.24	39.68
毛利率（%）	27.14	28.53	26.12	24.07
其中：旅游服务	7.73	7.82	6.45	5.85
酒店经营	86.96	86.20	85.85	86.77
医疗健康	—	17.96	17.49	17.02
旅游交通	26.53	32.53	37.68	39.93
毛利（亿元）	7.07	7.57	8.94	9.55
其中：旅游服务	1.17	1.12	1.05	0.86
酒店经营	4.19	4.04	4.09	3.34
医疗健康	—	0.79	1.64	1.44
旅游交通	0.53	0.69	0.85	0.72
期间费用率（%）	24.06	26.41	22.96	16.37
其中：财务费用率	3.57	2.62	2.41	2.68
全年利息支出总额（亿元）	1.45	0.95	0.82	—
其中：资本化利息数额	0.52	0.24	—	—

资料来源：根据浙旅集团所提供数据整理

2015-2017 年，该公司分别实现营业收入 26.07 亿元、26.52 亿元和 34.24 亿元，核心业务对公司营收规模贡献较大，2017 年占比为 95.55%。同期公司综

合毛利率分别为 27.14%、28.53% 和 26.12%，受业务板块收入结构的调整和各项主业毛利率波动的影响，近年来公司综合毛利率略有波动。分业务板块来看，受人工及出行成本较高的影响，旅游交通板块盈利水平在公司核心主业中最低，且毛利贡献逐年减少；酒店经营板块是公司最主要的利润来源，同期业务毛利率分别为 86.96%、86.20% 和 85.85%，但受酒店行业竞争不断加剧的影响，该业务毛利率呈逐年下滑趋势；医疗健康板块为公司 2016 年新增业务，该业务板块以经营医院为主，受人工、药品及研发成本较高的影响，该业务毛利率相对较低。由于医疗健康板块自 2016 年 7 月并表，故 2017 年毛利贡献较上年增加 0.86 亿元；2015-2017 年，受益于游客量增加带来的收入增长，加之交通网络的不断完善使得公路运输成本有所缩减，公司旅游交通业务毛利持续增加，毛利率也呈逐年稳定增长态势。2018 年前三季度，由于房地产项目交付确认收入 10.46 亿元，使得当期非核心业务（均来自房地产业务板块）贡献毛利 3.19 亿元，在营业毛利中的占比达 33.40%。与上年同期相比，公司各业务板块毛利均有所增加。毛利率方面，受人力成本增加的影响，公司各业务运营成本涨幅均超过业务收入涨幅，导致毛利率较上年同期有所下滑。

该公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，财务费用规模相对较小。2015-2017 年，公司期间费用分别为 6.27 亿元、7.00 亿元和 7.86 亿元，其中销售费用分别为 3.03 亿元、3.53 亿元和 3.83 亿元，管理费用分别为 2.31 亿元、2.78 亿元和 3.21 亿元，主要包括职工薪酬、固定资产折旧、能源消耗和无形资产摊销等。随着浙医健及旗下企业的并表（其中 2016 年 7-12 月并表，2017 年全年并表），公司期间费用逐年大幅增长。同期，公司期间费用率分别为 24.06%、26.41% 和 22.96%，尽管浙医健并表带来营收规模的增长，但 2016 年受外部突发事件影响，酒店行业竞争加剧，公司旅行社和酒店板块业绩均出现下滑，导致当年期间费用率较上年增加 2.35 个百分点。然而受人均消费力度增加、旅游需求增加带来的游客量增长等多方面因素带来的利好，2017 年公司旅游各版块业绩均出现不同程度的增长，使得当年期间费用率较上年下降 3.45 个百分点，但期间费用在营业收入中的占比仍处于相对较高的水平，对公司盈利产生较大侵蚀。2018 年前三季度，受外部融资规模扩大的影响，公司财务费用同比增长 95.72% 至 1.06 亿元，导致期间费用较上年同期增长较多，但受益于房地产板块确认收入为营业收入带来的扩充，当期期间费用率仍较上年同期下降 6.95 个百分点至 16.37%。

综上所述，2015-2017 年，该公司分别获得经营收益 0.29 亿元、0.18 亿元和 0.82 亿元。在浙医健并表带来的毛利和期间费用均稳步增长的前提下，2016 年因旅行社和酒店毛利贡献减少，导致当年公司营业毛利涨幅较小，经营收益较上年有所缩减。2017 年因旅游各版块毛利贡献均有所提高，使得经营收益涨幅较大。2018 年前三季度，公司获得经营收益 2.59 亿元，主要系房地产业务板块贡献较多毛利所致。

图表 15. 影响公司盈利的其他关键因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年	2018 年前三季度
投资净收益	0.95	0.81	1.96	0.69
其中：长期股权投资	0.38	0.44	0.50	-0.02
交易性金融资产	0.06	0.02	0.0003	0.18
可供出售金融资产	0.41	0.26	1.17	0.52
理财产品	0.11	0.09	0.29	—
营业外收入	0.17	0.17	0.09	0.04
其中：武林路历史街区保护利用工程补偿款	0.10	0.05	0.05	—
政府补助	0.06	0.08	0.02	—
浙江省中国国际旅行社有限公司温州分公司经营责任补亏收入 ²²	—	0.01	0.003	—
其他收益（政府补助）	—	—	0.11	0.04
公允价值变动损益	-0.01	0.01	—	—

资料来源：根据浙旅集团所提供数据整理

投资净收益是该公司盈利的主要来源，2015-2017 年，公司分别获得投资净收益 0.95 亿元、0.81 亿元和 1.96 亿元，其中 2016 年公司出售持有的股票获得的收益较上年减少 0.14 亿元，导致当年投资净收益同比减少 14.85%。2017 年公司持有的股票及参股公司浙江德信东城置业有限公司（简称“东城置业”）、浙江德信中顺置业有限公司（简称“中顺置业”）分红较多，使得当年投资净收益同比增长 140.20%。同期公司营业利润分别为 1.22 亿元、1.01 亿元和 2.78 亿元²³，营业利润率分别为 4.69%、3.81%和 8.12%，与经营收益和投资净收益波动较为一致。2018 年前三季度，因房地产板块确认收入，当期经营收益得到提升，使得营业利润较上年同期增长 74.61%至 3.32 亿元，营业利润率也较上年同期小幅提高至 8.37%。

营业外收入对该公司盈利的贡献较小，2015-2017 年，公司分别获得营业外收入 0.17 亿元、0.17 亿元和 0.09 亿元。武林路历史街区保护利用工程补偿款和政府补助是公司营业外收入的主要来源，2015 年末公司二级子公司杭州望湖宾馆有限责任公司和下城区武林路历史地段保护利用工程指挥部（简称“指挥部”）中止因武林路历史街区保护利用工程项目所签署的房屋租赁合同，但公司仍可在 2015-2018 年期间，每年 12 月 31 日从指挥部获得 0.05 亿元的房屋租赁返还金（即武林路历史街区保护利用工程补偿款）。2015-2017 年，公司分别获得政府补助 0.06 亿元、0.08 亿元和 0.13 亿元（含计入其他收益的政府补助 0.11 亿元），该类补助主要项目与收益相关，存在一定的不确定性，但近年来因涉及项目不断增加，公司获得的政府补助收入也逐年增长。

2015-2017 年及 2018 年前三季度，该公司分别实现净利润 1.04 亿元、0.84

²² 根据国旅旅行社与温州分公司合作方签订的合作协议，若温州分公司出现经营亏损，合作方需缴纳经营亏损补偿款。

²³ 受《关于印发修订〈企业会计准则第 16 号——政府补助〉的通知》影响，前期计入营业外收入的与日常经营活动相关的政府补助重分类至“其他收益”核算，2017 年营业利润统计口径较上年有所变动。

亿元、2.43 亿元和 2.62 亿元，近年来均呈现较大波动。由于折旧及人工成本等费用负担较重，公司期间费用规模较大，主业获利能力一般。但受益于持有的可供出售金融资产确认了较多的投资收益，近年来公司净利润仍保持在一定水平。

(4) 运营规划/经营战略

为持续响应政府“旅游+健康”的号召，该公司计划于 2018 年并购少量市县级医院，以扩大医疗健康板块业务规模。同时，公司拟通过参股方式对旅游、房地产等多个板块的项目进行投资建设。

图表 16. 公司 2019-2020 年投融资规划（单位：亿元）

项目名称	2019 年	2020 年
资本性支出计划	3.25	2.80
其中：开化二院项目	0.70	1.00
浙医健浙北医疗康复中心项目	0.60	0.80
江南秘境项目	0.95	—
云溪九里康养小镇	1.00	1.00
营运资金需求净额	3.00	3.00
融资安排净额	6.25	5.80
其中：权益类融资	—	—
债务类融资	6.25	5.80

资料来源：根据浙旅集团所提供数据整理

注：其他投资在建或拟建项目受审批、建设进度影响，暂未拟定后续投融资规划。

2019-2020 年，该公司资本性支出预算分别为 3.25 亿元和 2.80 亿元，其中医疗健康板块拟投资额分别为 1.30 亿元和 1.80 亿元，项目完工后均由公司负责运营；旅游板块拟投资额分别为 1.95 亿元和 1.00 亿元，均系公司对各项目公司的资金注入，项目完工后将根据各项目协议承担一定的运营费用；针对完工及在建的房地产项目，公司基本无后续投入需求，未完工项目由项目公司负责筹资。此外，同期公司营运资金需求净额均为 3.00 亿元，资金缺口将通过债务类融资进行补充。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司股权清晰，股东控股地位较为稳定，公司运营及财务管理具有较强的独立性。近年来，公司在治理结构方面基本保持稳定，但高管人员发生部分变动。公司被关联方占用资金数额较大，存在一定的或有损失风险。

(1) 产权关系

该公司股权结构较为稳定，截至 2018 年 9 月末，公司实收资本为 15.00 亿元，省国资委系公司全资股东和实际控制方。公司产权状况详见附录一。

(2) 主要关联方及关联交易

2017 年，该公司的关联交易主要系公司向杭州丽星邮轮投资管理有限公司购买的运输设备 0.16 亿元，向宁波东钱湖旅游社有限公司和宁波东钱湖文化旅游发展集团有限公司出售商品、提供劳务发生的 0.81 万元游船服务费；关联承包方面，公司将联营企业杭州花港海航度假酒店有限公司（简称“花港海航酒店”）作为出包资产，由海航酒店控股集团有限公司²⁴承包经营，承包利润（协议价）为 0.03 亿元；关联租赁方面，公司向花港海航酒店出租土地使用权，当年确认租赁收益 0.04 亿元；关联担保方面，截至 2017 年末，子公司湛景置业为关联方德信地产²⁵提供贷款担保合计 0.70 亿元；关联方资金往来方面，2017 年公司向东城置业及德信地产拆出资金合计 11.71 亿元，确认利息收入 0.49 亿元。截至 2017 年末，公司应收衢州祥生弘远房地产开发有限公司等关联方贷款利息 0.18 亿元、应收花港海航酒店股利 0.02 亿元、其他应收款中应收祥生地产等关联方往来资金款合计 10.31 亿元；同年末预收浙江寓健健康管理有限公司 36.75 万元、其他应付款中应付绍兴祥生弘景房地产开发有限公司等关联方往来资金合计 3.00 亿元（房地产销售收入预分配）。总体看，公司为关联方提供担保及被关联方占用资金数额较大，存在一定的或有损失风险，一定程度上加大了公司的资金压力。

(3) 公司治理

该公司不设股东会，由省国资委履行出资人职责，行使股东会职权。省国资委拥有批准公司的章程及章程修改方案、依法定程序任免或建议任免董事会、监事会成员和审核财务预算方案等职权。根据《公司章程》，公司设董事会，董事会由 5-7 名董事组成，其中职工董事 1 名。董事会成员按干部管理权限和程序由省国资委委派和更换，其中职工董事由公司职工代表大会选举产生，每届任期三年，董事任期届满后，经考核合格可以连任；董事会设董事长 1 人。根据《公司章程》，公司设监事会，由 7 名监事组成，其中 5 名由省国资委委派，2 名为职工监事，由职工代表大会选举产生。监事会设监事会主席 1 名，副主席 1 名，由省国资委在监事会成员中指定。公司设总经理 1 名，对董事会负责，由省国资委提名，经规定程序批准后，由董事会聘任或解聘。公司高层管理人员具有丰富的经营管理经验，公司制定了较为健全的高管人员和中层管理人员的聘任、绩效评价及激励约束机制。

2016 年 1 月，经浙江省委省政府决定，由方敬华先生担任该公司董事长、

²⁴ 系该公司联营企业花港海航酒店的控股股东，持股比例为 55.00%。

²⁵ 德信地产与该公司共同合作开发房地产项目，贷款投向为房地产开发。

党委书记和委员职务，张德潭先生因年龄原因不再担任公司董事长、党委书记和委员职务，公司原出具的董事会决议仍有效。2017年5月，公司董事、总经理由虞岳明先生变更为陈祝毅先生。2018年5月，省国资委委派丁康生先生和梁雪松先生任公司外部董事。同年8月，公司董事由王安平先生变更为徐德良先生。上述变动均系正常人事变动。此外，根据浙国资企改[2016]11号文件，公司将章程进行调整，经营范围新增医疗健康产业投资及投资管理等业务；补充工资总额预算管理相关条例；监事会成员由5名增至7名，新增成员均由浙江省国资委按有关程序派出，并在监事会成员中新指定1名监事会副主席。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司根据自身经营发展及管理的需要设置了办公室、人力资源部、财务管理部、投资发展部、企业管理部、品牌营销部和监察审计部等7个部室，各部门职责分工明确。公司组织架构详见附录二。

该公司并表范围内子公司较多，为提高运营管理效率，规范管理制度，公司实行的包括《重大财务事项报告制度实施办法》、《资金结算管理中心管理办法》等主要制度均适用于下属子公司，公司一级子公司领导班子成员需兼任下属分、子公司负责人的，也需报请公司同意。

(2) 经营决策机制与风险控制

为规范运营及管理，能够有效的保障相关工作规范有序进行，该公司根据国家相关法律制度和业务管理、职能管理、岗位管理的实际需要，制定了一系列内部控制制度，强化了公司各部门在财务、人事、内部审计等方面的管理职能。

在国有产权管理方面，该公司制定了《国有产权管理办法（试行）》，以便规范公司改制重组、产权转让、无偿划转、兼并收购、企业清算等国有产权变动行为，保持公司系统国有产权的完整性，保障国有资产的安全运营。

在内部审计方面，该公司根据相关法规及准则，结合公司实际情况，制定了《内部审计管理办法》，对内部审计机构、审计范围、审计机构职责和权限以及工作程序进行规范，以确保能够及时纠正违纪违规事项，为保障公司财务状况的良性运转和会计报表数据的真实、准确提供了有效的监督机制。

(3) 投融资及日常资金管理

在投资管理方面，该公司制定了《投资管理暂行办法》，其中规定，公司一级子公司的年度投资计划和投资预算于每年12月31日前上报母公司。投资管理部会同相关职能部门于次年1月15日前完成初审，并报母公司总经理办公会议、董事会审批。列入母公司年度投资计划和投资预算的股权投资

项目、金融投资项目、单项投资金额在人民币 10 万元以上（含 10 万元）或一次性投资金额在人民币 50 万元以上（含 50 万元）的固定资产投资项，须履行专项报批程序。未列入母公司年度投资计划和投资预算的投资项目原则上不得投资。确需新增的投资项目应编制投资预算调整方案，并履行专项报批程序。

在资金管理方面，该公司制订了《现金管理制度（试行）》、《重大财务事项报告制度实施办法（试行）》、《资金管理办法》等规章制度，以确保公司资金安全，提高资金营运效益，降低整体的资金成本并保证国有资产授权经营目标的完成。

(4) 不良行为记录

近三年来，该公司本部未涉入法律诉讼，但其主要子公司省中旅集团、外事旅游、酒店集团因各类纠纷涉入部分诉讼案件，对公司声誉或将产生负面影响。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2019 年 1 月 11 日，公司本部无不良借款和欠息记录。截至 2018 年 9 月末，公司待偿付债券本金余额为 9.00 亿元，存续期内债券付息情况正常。

财务

2016 年以来，随着浙医健的并表，该公司收入水平呈逐年增长趋势。公司主业获利能力虽因较重的折旧及人工成本而受到一定的侵蚀，但投资净收益对盈利起到了较好的补充作用。由于公司规划参投的项目较多，投融资需求较大，公司刚性债务规模有所扩大，但负债经营程度较为稳定。

1. 数据与调整

中汇会计师事务所对该公司 2015-2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司以持续经营为基础，根据实际发生的交易和事项，按照《企业会计准则——基本准则》和其他各项具体会计准则的规定进行确认和计量。

根据财政部 2017 年 5 月发布的《关于印发修订<企业会计准则第 16 号——政府补助>的通知》（财会[2017]15 号），该公司自 2017 年 1 月 1 日起将与日常经营活动相关的政府补助由“营业外收入”重分类至“其他收益”核算。此项会计政策变更采用未来适用法。此外，因多家子公司对上年数据进行追溯，导致 2017 年合并报表中较多科目期初数发生变动，具体变动如下表所示。

图表 17. 公司 2017 年合并口径财务报表受到追溯调整的科目明细（单位：万元）

资产负债表科目	本期期初数	上期期末数	会计差错影响金额
应收账款	17,507.31	17,485.65	21.65
其他应收款	9,832.93	9,854.58	-21.65
长期股权投资	33,854.10	40,688.54	-6,834.44
固定资产原价	228,262.11	228,279.92	-17.82
固定资产净值	150,435.42	150,453.24	-17.82
固定资产净额	150,434.58	150,452.40	-17.82
长期待摊费用	41,074.36	41,102.72	-28.36
应付账款	25,880.24	25,926.42	-46.18
应交税费	4,334.18	4,916.24	-582.06
其他应付款	54,033.23	54,266.91	-233.68
资本公积	34,053.84	40,348.79	-6,294.95
盈余公积	4,635.17	4,623.30	11.87
未分配利润	22,990.62	22,678.70	311.92
利润表科目	2017 年上期数	2016 年本期数	会计差错影响金额
营业收入	265,158.81	265,440.54	-281.73
营业成本	189,507.23	191,132.60	-1,625.36
税金及附加	3,552.33	3,545.43	6.89
销售费用	35,273.02	34,977.72	295.30
管理费用	27,814.31	26,969.65	844.65
投资收益	8,146.75	8,093.07	53.68
营业外支出	431.08	429.48	1.61
所得税费用	2,943.15	2,804.85	138.30

资料来源：根据浙旅集团所提供数据整理

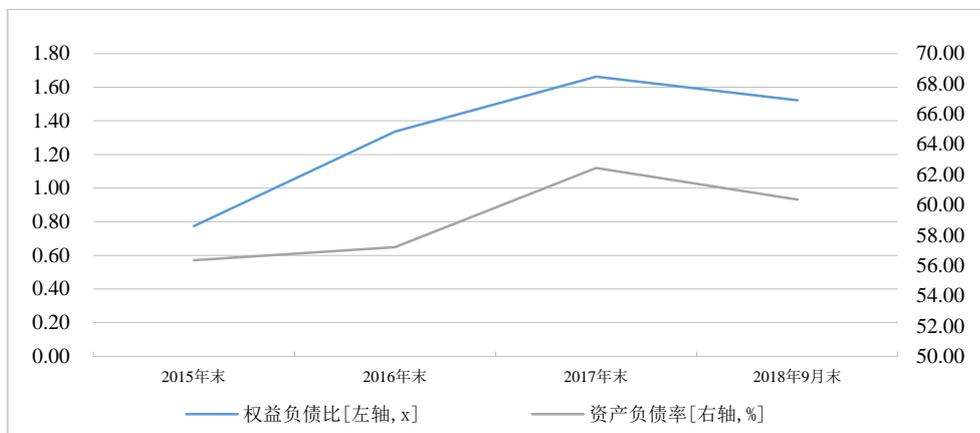
2016 年，浙江中旅旅业集团阿克苏旅游有限公司和杭州浙宾旅游用品有限公司不再纳入该公司合并报表范围；同年 6-7 月，公司将浙医健、仁馨医药、佳德公司、衢州医院、杭钢医院、长兴医院、浙江中景联旅游投资管理有限公司²⁶和浙江蝶来花半酒店管理有限公司新纳入合并报表范围。2017 年以来，公司将浙旅盛景资本投资有限公司（简称“盛景资本”）、武义璟园蝶来投资管理有限公司、浙旅盛景融资租赁有限公司、水上旅游公司和游轮公司 5 家单位纳入合并报表范围。截至 2018 年 9 月末，公司纳入合并报表范围的子公司共计 49 家，其中一级子公司合计 14 家、二级子公司 33 家、三级子公司 2 家。公司主要子公司概况见附录三。

²⁶ 原名为浙江浙旅景域旅游投资管理有限公司，2017 年 5 月 10 日更为现名。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据浙旅集团所提供数据绘制

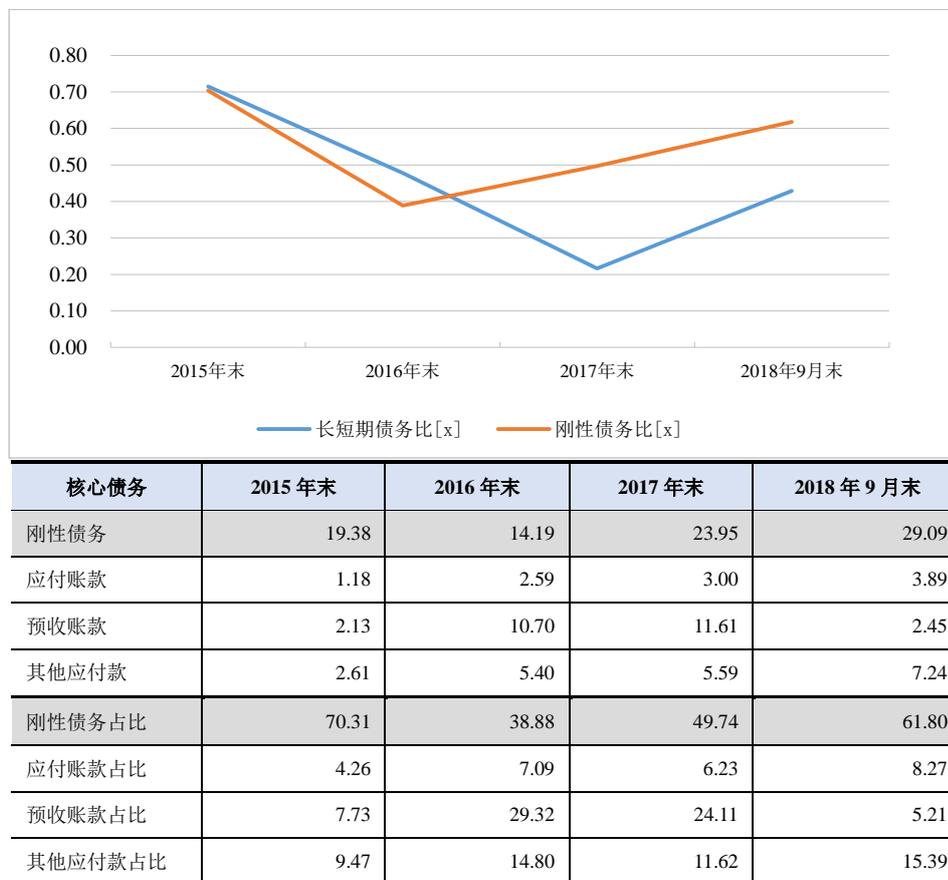
2015-2017 年末，该公司资产负债率分别为 56.35%、57.21% 和 62.44%，随着在建项目的持续建设，公司外部融资需求不断增加，公司负债经营压力不断加大。2018 年前三季度，公司确认较多房地产收入，使得同期末预收款项（预售房款）较上年末减少 78.87% 至 2.45 亿元，但因公司新增 6.06 亿元短期借款以补充流动资金，期末资产负债率仅较上年末下降 2.08 个百分点至 60.36%。与同业相比，公司负债经营程度尚在适中水平。2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，公司权益负债比分别为 1.29 倍、1.34 倍、1.66 倍和 1.52 倍，公司股东权益对债务覆盖程度低。

该公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和留存收益（包括盈余公积和未分配利润）构成，2017 年末分别占所有者权益的 51.79%、11.85% 和 16.17%。2015-2017 年末，公司实收资本无新增（均为 15.00 亿元），但资本公积逐年减少，主要系 2017 年联营企业舟山旅游公司进行前期差错更正，且当年舟山市汽车运输有限公司对舟山旅游公司进行非公开协议增资，导致子公司会展公司对其持有的 31.07% 的股权被动稀释至 28.17%，按所持股权比例计算应享有的舟山旅游公司净资产份额相应减少所致。得益于经营积累，公司留存收益呈逐年增长，带动所有者权益持续增加，同期末分别为 21.35 亿元、27.30 亿元和 28.96 亿元。2018 年 9 月末，公司所有者权益较上年末增长 6.72% 至 30.91 亿元，主要系省国资委将省能源集团持有的浙医健 12.00% 的股权无偿划转给公司，使得资本公积较上年末增长较多所致。

从该公司目前的投融资规划来看，2019 年公司资本性支出金额较大，存量货币资金和经营收益较难覆盖其资金成本，公司未来很大程度仍将依赖外部融资进行项目建设。

(2) 债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元，%）



资料来源：根据浙旅集团所提供数据绘制

2015-2017 年末，该公司负债总额分别为 27.56 亿元、36.51 亿元和 48.15 亿元。同期末，长短期负债比分别为 71.52%、47.75%和 21.67%，其中流动负债分别为 16.07 亿元、24.71 亿元和 39.57 亿元，非流动负债分别为 11.49 亿元、11.80 亿元和 8.58 亿元，公司债务结构短期化趋势明显。2018 年 9 月末，公司长短期债务比较上年末提高 21.22 个百分点至 42.89%，公司负债期限结构明显长期化，但流动负债比重仍然较大。

从该公司核心债务情况来看，近年来刚性债务、应付账款、预收账款及其他应付款合计在流动负债中的占比均超过 90.00%。公司偿债压力主要来自于刚性债务，2015-2017 年末分别为 19.38 亿元、14.19 亿元和 23.95 亿元，在负债总额中的占比分别为 70.31%、38.88%和 49.74%，受在建项目建设进度及运营需求的影响，公司刚性债务波动较大。同期末，公司应付账款分别为 1.18 亿元、2.59 亿元和 3.00 亿元，因公司 2016 年新增医疗健康板块，导致应付供应商的货款增加；2015-2017 年末，公司预收款项分别为 2.13 亿元、10.70 亿元和 11.61 亿元。因萍实公寓于 2016 年进行预售，公司收到大额预收售房款，且 2017 年预收售房款持续增加，使得公司 2016 年末预收款项较上年末增长 402.22%，2017 年末预收款项较上年末增长 8.48%。受上述因素影响，2016 年以来公司预收款项在负债总额中的占比较上年末提高 21.59 个百分点

至 29.32%，比重相对较大。但该类预收售房款系收益性负债，故公司负债压力实际小于账面所示；近年来随着公司对外投资项目的增加，公司其他应付款规模不断扩大，2015-2017 年末分别为 2.61 亿元、5.40 亿元和 5.59 亿元，其中 2016 年末其他应付款较上年末增长 108.87%，主要系因新增与关联方中顺置业的往来款 1.66 亿元、东城置业的往来款 0.95 亿元和暂估工程款 0.46 亿元所致。2017 年末其他应付款较上年末增长 3.50%，涨幅较小，其中金额较大的前三项主要包括应付关联方中顺置业因房地产投资产生的往来款 0.97 亿元、德信地产的往来款 0.10 亿元和中天建设集团浙江安装工程有限公司的暂估工程款 0.08 亿元。此外，2015-2017 年末公司其他非流动负债分别为 1.35 亿元、2.22 亿元和 2.53 亿元，约占负债总额的 5.00%，因 2016 年和 2017 年公司分别预收雅谷泉酒店别墅长期租金（将于租期内分期确认租金收入）0.71 亿元和 0.45 亿元，公司其他非流动负债逐年持续增加。

2018 年 9 月末，该公司负债总额较上年末减少 2.24%至 47.07 亿元，主要系商品房交付确认收入，预收款项较上年末减少 78.87%所致。但受运营及项目建设所需，刚性债务规模仍持续增加；其他应付款受往来交易影响，较上年末增长 29.49%至 7.24 亿元。同期末，因公司预收别墅长期租金增加，其他非流动负债较上年末增长 19.20%至 2.73 亿元，其他科目较上年末无较大变动。

(3) 刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
短期刚性债务合计	9.23	4.62	17.91	17.95
其中：短期借款	4.60	—	11.00	17.06
一年内到期的应付债券	0.50	—	6.22	—
应付短期债券	4.13	4.06	—	—
应付票据	—	0.56	0.69	0.70
其他短期刚性债务	0.003	0.002	0.0004	0.01
中长期刚性债务合计	10.15	9.58	6.04	11.14
其中：长期借款	3.93	3.36	2.01	1.90
应付债券	6.22	6.22	4.03	9.24
综合融资成本（年化，%）	6.95	5.65	4.31	—

资料来源：根据浙旅集团所提供数据整理，其中综合融资成本根据财报数据估算。

从刚性债务结构来看，2015-2016 年末，该公司刚性负债以中长期刚性债务为主，随着长期借款的到期偿付，公司中长期刚性债务规模不断减少，2017 年公司借入较多短期借款以补充流动资金、偿还到期债务，使得当年末短期债务规模扩大，公司即期债务偿付压力增加。

2015-2017 年末，该公司短期刚性债务分别为 9.23 亿元、4.62 亿元和 17.91 亿元，总体呈现一定波动。其中 2016 年公司偿还 4.60 亿元短期借款，使得

当年末短期刚性债务规模较上年末减少 49.99%。2017 年公司借入 11.00 亿元短期借款（均为信用借款，利率区间为 3.92-4.79%），加之公司将 2015 年发行的中期票据（15 浙旅游 MTN001，2018 年 4 月 29 日到期）的待偿还本金和利息合计 6.22 亿元重分类至一年内到期的非流动负债，导致短期刚性债务较上年末增长 287.77%。此外，当年末短期刚性债务还包括 0.69 亿元的应付票据（0.37 亿元银行承兑汇票和 0.32 亿元商业承兑汇票）。

2015-2017 年末，该公司中长期刚性债务分别为 10.15 亿元、9.58 亿元和 6.04 亿元，主要包括长期借款和应付债券。同期末，公司长期借款分别为 3.93 亿元、3.36 亿元和 2.01 亿元，近年来不断减少。其中 2017 年末公司长期借款均为保证借款，借款利率为 4.66%；同期末，应付债券余额分别为 6.22 亿元、6.22 亿元和 4.03 亿元。2017 年 11 月，公司新发行 4.00 亿元公司债券（17 浙旅 01），但因当年公司将 6.22 亿元的 15 浙旅游 MTN001 待偿还本金和利息重分类至一年内到期的非流动负债，2017 年末中长期刚性债务余额仍较上年末减少 36.91%。

2018 年 8 月，该公司偿还 6.22 亿元超短期融资券（18 浙旅游 SCP001）的本金及利息，但因新增的短期借款规模相当，故同年 9 月末短期刚性债务规模基本不变。此外，公司于 2018 年 8 月发行了 5.00 亿元中期票据（18 浙旅游 MTN001），导致中长期刚性债务较上年末大幅增长 84.41%。

2015-2017 年，该公司综合融资成本分别为 6.95%、5.65%和 4.31%。由于公司中长期刚性债务规模不断减小，其综合融资成本随之下降，2017 年年化综合融资成本相对较低。

图表 21. 公司刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：亿元）

综合融资成本或利率区间 (到期年份)	1 年以内	1~2 年 (不含 2 年)	1~2 年 (不含 2 年)	1~2 年 (不含 2 年)	10 年以上
3% 以内	0.03	—	—	—	0.05
4%~5% (不含 5%)	2.00	15.00	0.30	—	1.56
5%~6% (不含 6%)	—	—	—	5.00	—
6%~7% (不含 7%)	—	0.03	—	—	4.00
合计	2.03	15.03	0.30	5.00	5.60

资料来源：浙旅集团（截至 2018 年 9 月末）

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
营业周期（天）	120.99	141.29	125.38	—
营业收入现金率（%）	137.57	132.17	106.28	84.11
业务现金收支净额（亿元）	3.57	12.34	4.91	3.37

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.64	0.22	-0.24	-0.83
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	2.93	12.55	4.67	2.54
EBITDA（亿元）	3.48	3.27	5.33	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.17	0.19	0.28	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.40	3.45	6.48	—

资料来源：根据浙旅集团所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

由于该公司旅行社业务结算方式以向客户收取预收款为主，酒店和交通运输业务以现结为主，其旅游主业获现能力较好。但由于药品医疗器械销售业务收现能力较弱，且医疗健康业务收入占比不断提高，近年来公司营业收入现金率逐年下降，2015-2017年分别为137.57%、132.17%和106.28%，但总体获现能力尚可。

受益于收入水平的提升，该公司经营性现金流入量不断增加，2015-2017年分别为37.90亿元、38.28亿元和39.26亿元。同期公司业务现金收支净额分别为3.57亿元、12.34亿元和4.91亿元，其中2016年因收到大额预收售房款，使得当年现金收支净额较多。其他因素现金收支净额对公司影响较小，2015-2017年公司经营性现金流量净额分别为2.93亿元、12.55亿元和4.67亿元，近年来持续保持净流入状态。2018年前三季度，受工程进度的影响，公司当期购买商品、接受劳务支付的现金较上年同期有所增加，导致当期业务现金收支净额较上年同期减少0.39亿元至3.37亿元。

该公司EBITDA主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧构成，2015-2017年公司EBITDA分别为3.48亿元、3.27亿元和5.33亿元。虽然2016年EBITDA较上年有所下降，但因当年公司刚性债务规模缩小、利息支出减少，EBITDA对刚性债务的覆盖程度仍有所提高。2017年EBITDA同比增长较多，使得EBITDA对利息和刚性债务的覆盖程度均较上年进一步提高。

(2) 投资环节

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
回收投资与投资支付净流入额	0.26	-8.61	-1.39	1.05
其中：理财产品投资回收与支付净额	0.24	-5.00	-1.61	—
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.96	-2.56	-1.43	-1.86
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.81	6.99	-10.96	-4.36
投资环节产生的现金流量净额	1.11	-4.18	-13.78	-5.17

资料来源：根据浙旅集团所提供数据整理

2015-2017 年，该公司投资环节产生的现金流量净额分别为 1.11 亿元、-4.18 亿元和-13.78 亿元，2016 年以来呈大规模净流出，主要系 2016 年公司认购了多家公司的非公开发行股票（认购的安徽新华传媒股份有限公司股票成本 2.00 亿元、浙江巨化股份有限公司成本 2.50 亿元）、购买国债逆回购产品和银行理财产品合计 6.72 亿元以及对联营合营企业追加投资等，当年投资支付的现金同比增长 48.58%至 13.82 亿元，回收投资与投资支付净流出 8.61 亿元；2017 年湛景置业向衢州祥生房地产开发有限公司（简称“衢州祥生地产”）、杭州祥生宜景房地产开发有限公司（简称“祥生宜景地产”）及浙江润庆投资管理有限公司等单位拆出资金合计 11.55 亿元，导致当年其他因素对投资环节现金流量影响净额大规模净流出 10.96 亿元。2018 年前三季度，得益于房地产项目预售收到较多预收售房款，加之部分理财产品到期，公司当期收到其他与投资活动有关的现金合计 10.42 亿元。但同期浙旅投资公司因江南秘境和千岛迷宫等项目建设向项目公司持续注资，湛景置业为云溪九里康养小镇的建设筹备项目公司投入资金，公司支付其他与投资活动有关的现金合计 14.78 亿元，导致投资性现金仍呈净流出状态。

(3) 筹资环节

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
权益类净融资额	-0.05	1.42	4.36	-0.41
其中：永续债及优先股	—	—	—	—
债务类净融资额	-4.29	-6.62	4.77	4.81
其中：现金利息支出	1.28	0.95	0.89	1.05
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.08	-0.11	-0.08	—
筹资环节产生的现金流量净额	-4.42	-5.31	9.05	3.34

资料来源：根据浙旅集团所提供数据整理

2015-2017 年，该公司筹资环节现金净流量分别为-4.42 亿元、-5.31 亿元和 9.05 亿元。其中 2015-2016 年公司偿还较多到期债务，且对外投资力度较小，公司筹资性现金流呈净流出状态。2017 年以来，因日常经营和参投项目建设所需，公司通过发行债券和借入较多银行借款融入资金，导致筹资性现金流呈大规模净流入状态。同时，因银行借款融资力度较大，公司主要融资方式从权益类融资转为债务类融资。2018 年前三季度，公司进行股利分配，导致当期权益类净融资额为-0.41 亿元，但由于公司持续通过借款方式融资，当期筹资性现金流量净额为 3.34 亿元。

4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动资产	18.22	24.33	37.11	34.74

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
(亿元, 在总资产中占比%)	37.24%	38.13%	48.12%	45.98%
其中: 现金类资产 (亿元)	2.84	5.95	5.86	5.65
应收款项 (亿元)	0.83	1.75	2.20	2.72
预付款项 (亿元)	0.69	0.51	0.97	1.90
其他应收款 (亿元)	2.23	0.98	10.87	7.36
存货 (亿元)	5.81	7.02	7.44	7.26
非流动资产	30.70	39.48	40.00	40.82
(亿元, 在总资产中占比%)	62.76%	61.87%	51.88%	54.02%
其中: 固定资产 (亿元)	10.54	15.04	14.80	14.71
在建工程 (亿元)	0.68	0.30	0.65	0.69
可供出售金融资产 (亿元)	2.02	7.12	6.34	8.35
投资性房地产 (亿元)	1.92	1.86	1.79	1.80
长期股权投资 (亿元)	3.10	3.39	3.59	3.67
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	4.63	0.23	0.24	0.24
期末全部受限资产评估价值 (亿元)	4.63	0.23	0.24	0.24
期末抵质押融资余额 (亿元)	0.85	—	—	—
受限资产账面余额/总资产 (%)	9.46	0.37	0.31	0.31

资料来源: 根据浙旅集团所提供数据整理

从资产结构上来看, 2015-2017 年末, 该公司资产总额分别为 48.91 亿元、63.81 亿元和 77.11 亿元, 其中非流动资产比重较大, 同期在资产总额中的占比分别为 62.76%、61.87% 和 51.88%, 近年来比重逐年减小。

2015-2017 年末, 该公司流动资产总额分别为 18.22 亿元、24.33 亿元和 37.11 亿元, 主要包括货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产, 近年来在流动资产总额中的占比均超过 96.00%, 其中 2017 年末占比分别为 15.78%、5.94%、29.30%、20.04% 和 26.31%。同年末, 公司货币资金合计 5.86 亿元, 较上年末减少 1.16%; 应收账款为 2.20 亿元, 其中账龄 1 年以内的占比为 98.10%。2017 年末应收账款较上年末增长 25.88%, 主要系新增的多家医院应收衢州市社保局、杭州医保中心等单位的款项增加所致; 同年末, 公司其他应收款为 10.87 亿元, 账龄 1 年以内的占比为 99.55%, 主要系应收祥生地产、祥生宜景地产和衢州祥生地产等参股房地产项目公司的借款 (利率为 12.00%); 存货较上年末增长 5.97% 至 7.44 亿元, 主要系萍实公寓项目前期借款利息, 公司将其计入存货开发成本所致; 其他流动资产为 9.25 亿元, 较上年末增长 26.97%, 主要系包括 7.51 亿元国债逆回购款和 0.87 亿元理财产品 (年化收益率约在 1.65-4.30%)。此外, 公司流动资产还包括 0.97 亿元旅行社业务预付的服务费和 0.03 亿元一年内到期的信托投资²⁷。

²⁷ 信托产品为中建投信托·建泉 53 号 (安顺交投) 集合资金信托计划, 期限为 2016 年 4 月 12 日至 2018 年 4 月 11 日, 预期年化收益率为 7.50%。

2015-2017 年末，该公司非流动资产总额分别为 30.70 亿元、39.48 亿元和 40.00 亿元，主要包括可供出售金融资产、固定资产和无形资产等，2017 年末在非流动资产中的占比分别为 15.86%、36.99% 和 17.06%。同期末，公司可供出售金融资产为 6.34 亿元，较上年末减少 11.00%，主要系公司减持安徽新华传媒股份有限公司非公开发行股票（皖新传媒，601801.SH）²⁸、浙江巨化股份有限公司股票（巨化股份，600160.SH）²⁹，并减少对东城置业和中顺置业的投资所致。此外，公司新认购浙江京新药业股份有限公司（京新药业，002020.SZ）³⁰和掌霆互动（870682）³¹，同期末账面价值合计 1.17 亿元；公司固定资产主要包括房屋及建筑物、设备、运输工具等，受在建工程转固、外购、并表、折旧、消耗等较多因素影响，固定资产 2017 年末余额较上年末减少 1.64% 至 14.80 亿元；同期末，无形资产为 6.83 亿元，较上年末减少 3.39%，主要系摊销所致。此外，同年末公司新增 1.49 亿元长期应收款，系兰溪市鸿业建设有限公司雨污管网售后回租所致；长期股权投资较上年末增长 5.94% 至 3.59 亿元，主要系对浙江蝶来三舍酒店投资管理有限公司、千岛迷宫公司等合营、联营企业追加股权投资所致；投资性房地产年末余额为 1.79 亿元，较上年末略有减少，主要是公司的自有物业。

2018 年 9 月末，该公司资产总额为 77.98 亿元，较上年末增长 1.12%。其中，其他应收款较上年末增长 64.92% 至 17.93 亿元，主要系与参投房地产项目合作方往来款增加所致（主要应收的债务方明细见下表）；存货较上年末减少 95.69% 至 0.32 亿元，主要系萍实公寓交付所致；其他流动资产较上年末减少 42.20% 至 5.35 亿元，主要系减少持有的信托产品所致。同期末，公司长期应收款较上年末增长 52.81% 至 2.27 亿元，主要系子公司盛景资本投资新昌七星融资租赁项目所致；长期股权投资较上年末增长 19.24% 至 4.28 亿元，主要系新增对诸暨溪园文旅小镇投资有限公司和浙江省旅游产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）的股权投资；在建工程较上年末增长 85.16% 至 1.20 亿元，主要系房地产项目持续建设所致。

图表 26. 2018 年 9 月末公司其他应收款主要债务方（单位：亿元，%）

企业名称	金额	占比
杭州上麟置业有限公司	6.20	34.60
杭州祥生弘程房地产开发有限公司	2.28	12.72
杭州祥生宜景房地产开发有限公司	2.05	11.42
衢州祥生房地产开发有限公司	1.19	6.61
绍兴祥生弘瑞房地产开发有限公司	1.10	6.14

²⁸ 该公司有效认购皖新传媒 1692.05 万股，成交价为 11.82 元/股，总金额 2.00 亿元。2017 年末持有该股票 1632.05 万股，公允价值为 1.73 亿元。

²⁹ 该公司有效认购巨化股份 2349.62 万股，成交价为 10.64 元/股，总金额 2.50 亿元。2017 年末持有该股票 1733.12 万股，公允价值为 1.84 亿元。

³⁰ 该公司有效认购京新药业 981.27 股，成交价为 11.21 元/股，总金额 1.10 亿元。2017 年末公允价值为 1.11 亿元。

³¹ 该公司有效认购掌霆互动 62.14 万股，成交价为 10.73 元/股，总金额 0.07 亿元。2017 年末公允价值为 0.67 亿元。

企业名称	金额	占比
合计	12.82	71.49

资料来源：根据浙旅集团所提供数据整理

2018年9月末，该公司受限资产合计0.24亿元，包括0.06亿元货币资金和0.18亿元非流动资产（包括0.13亿元旅游质量保证金及0.05亿元省直住房基金）。公司受限资产规模较小，对公司资产流动性影响不大。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标（单位：%）

主要数据及指标	2015年末	2016年末	2017年末	2018年9月末
流动比率	113.36	98.47	93.77	108.45
现金比率	20.18	24.06	14.81	19.95

资料来源：根据浙旅集团所提供数据整理

2015-2017年末，该公司流动比率分别为113.36%、98.47%和93.77%。其中2016年以来由于预收售房款增幅较大，加之2017年借入较多短期借款，公司流动负债规模迅速扩大，公司流动性趋弱。但预收款项无实际偿付压力，若将其剔除，则公司流动比率分别为130.69%、173.70%和132.70%。同期，公司现金比率分别为20.18%、24.06%和14.81%，公司现金及现金等价物仍较难覆盖其短期债务。2018年9月末，公司流动比率和现金比率分别为108.45%（剔除预收款项后为117.18%）和19.95%，流动性指标虽较上年末有所好转，公司整体流动性较上年末有所改善。

6. 表外事项

截至2018年9月末，该公司对关联方德信地产提供贷款担保合计0.70亿元，此外孙公司衢州佳德健康产业发展有限公司为国网浙江省电力公司衢州供电公司客户服务中心的用电欠费提供质押担保，质押的定期存单面额为0.90万元。

2016年3月，原告因出游期间发生事故造成的人身伤害向该公司子公司省中旅集团进行索赔；2017年6月和9月，孙公司衢州医院因医疗事故涉入2起诉讼；2017年9月和11月，孙公司仁馨医药先后与杭州城东医院、杭州瑞金门诊部因合同纠纷涉入2起诉讼；2015年6月，孙公司杭钢医院因医疗损害事件涉入1起诉讼。截至2017年末，上述案件均在审理中，尚未判决。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要负责集团的产业布局、战略规划和外部融资，同时对各子公司运营进行管控，收入主要来自对子公司和联营企业及理财产品等获取的投资收益。2015-2017年及2018年前三季度度，公司分别获得投资收益0.95亿元、0.81亿元、1.96亿元和0.69亿元，其中本部分别获得投资净收益0.61

亿元、1.16 亿元、0.50 亿元和 0.08 亿元。

2018 年 9 月末，本部资产总额为 54.14 亿元，主要由货币资金、交易性金融资产、其他应收款、长期股权投资和固定资产构成，较为符合本部经营定位。同期末货币资金为 0.42 亿元，较上年末减少 70.18%，主要系偿还部分到期债务所致；交易性金融资产为 3.45 亿元，均系国债逆回购产品；其他应收款为 16.08 亿元，主要系应收湛景置业、浙旅投资公司、淳安千岛湖浙旅名庭度假酒店有限公司、杭州萧山国际机场蝶来大酒店有限公司³²等子公司合计 10.25 亿元借款；长期股权投资为 29.47 亿元，其中对子公司的股权投资占比超过 95.00%，其他均系对联营企业的股权投资；固定资产 3.72 亿元，主要系办公楼等房屋建筑物。

2018 年 9 月末，本部负债总额为 32.13 亿元，资产负债率为 59.35%，负债经营程度尚在可控范围内。同期末刚性债务合计 26.25 亿元，包括 17.00 亿元短期借款、9.24 亿元应付债券和 0.01 亿元应付利息，在负债总额中的占比为 81.69%，刚性债务压力较重。本部流动负债占负债总额的 71.25%，期末合计 22.89 亿元，主要包括 17.00 亿元短期借款和 5.70 亿元其他应付款，本部尚存在一定的短期偿债压力。

外部支持因素

1. 政府支持

该公司是浙江省唯一的省属大型旅游集团，省国资委系公司全资股东和实际控制方，公司行业地位稳固，且可在一定程度上获得政府资金补助。2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司分别获得政府补助 0.06 亿元、0.08 亿元、0.13 亿元和 0.04 亿元。

2. 国有大型金融机构支持

该公司与多家商业银行建立了良好的、长期的合作关系，融资渠道较为通畅。截至 2018 年 9 月末，公司商业银行授信额度合计为 49.75 亿元，其中未使用授信额度为 17.00 亿元，剩余授信额度较为充足，可为公司即期债务偿付提供一定保障。

图表 28. 来自大型国有金融机构的信贷支持（单位：亿元，%）

机构类别	综合授信	已使用	未使用	附加条件/增信措施
全部	49.75	17.00	32.75	—
其中：国家政策性金融机构	14.00	4.00	10.00	—
工农中建交五大商业银行	17.05	11.00	5.05	—
其中：大型国有金融机构占比	62.41	88.24	45.95	—

资料来源：根据浙旅集团所提供数据整理（截至 2018 年 9 月末）

³² 原名为杭州萧山国际机场浙旅大酒店有限公司，2017 年 2 月 14 日更为现名。

债项信用分析

1. 本期债券特定条款

本期债券附第三年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

该公司有权决定在存续期的第 3 年末调整本期债券后 2 年的票面利率；公司将于第 3 个计息年度付息日前的第 20 个交易日，在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上发布关于是否调整票面利率以及调整幅度的公告。若公司未行使调整票面利率选择权，则后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

该公司发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在公告的回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按票面金额全部或部分回售给公司。公司将按照上交所和债券登记机构相关业务规则完成回售支付工作。若债券持有人未做登记，则视为继续持有本期债券并接受上述调整。

2. 其他偿付保障措施

核心业务盈利保障

2015-2017 年及 2018 年前三季度，该公司经营性现金流分别净流入 2.93 亿元、12.55 亿元、4.67 亿元和 2.54 亿元，近年来均呈净流入状态且保持在一定规模。随着居民生活水平的不断提升和旅游需求的增加，绍兴市游客接待量不断提升，可为公司核心业务发展起到助力作用。

此外，自浙医健并表以来，该公司积极将旅游资源和医疗资源相结合，并对康复养生项目进行投资，公司产业布局得以扩大，可为未来收入水平的提升奠定基础。

评级结论

该公司是浙江省唯一的省属大型旅游集团，省国资委系公司全资股东和实际控制方，股东实力较强且控股地位稳定，公司可持续获得一定的政府补助。公司作为浙江省旅游服务行业龙头企业，旅游主业产业链优势显著，区域市场地位较为突出。受相关市场因素影响，2016 年公司旅行社和酒店业虽略有下滑，但在旅游大环境向好的驱动下，2017 年旅游各版块业绩均有所提升。为充分利用其旅游资源，公司通过“旅游+健康”的模式积极发展医疗健康板块，扩大产业布局，促进营收规模的增长。此外，公司以参股方式对医疗健康和旅游等多个板块进行项目投资，投资风险较为可控。

2016 年以来，随着浙医健的并表，该公司收入水平呈逐年增长趋势。公

司主业获利能力虽因较重的折旧及人工成本而受到一定的侵蚀，但投资净收益对盈利起到了较好的补充作用。由于公司规划参投的项目较多，投融资需求较大，公司刚性债务规模有所扩大，但负债经营程度仍较为稳定。随着 2018 年下半在建及拟建房地产项目的开工预售，公司近期内可获得的资金回笼将为短期债务偿付提供一定保障。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后2个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起6个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具5个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

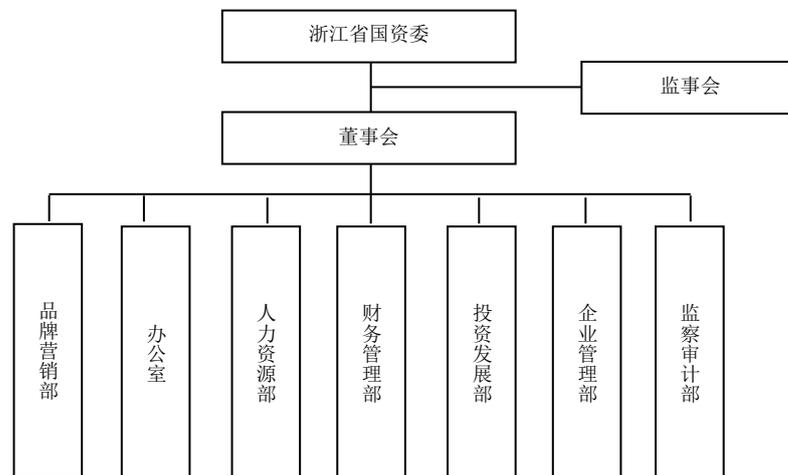
公司与实际控制人关系图



注：根据浙旅集团提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据浙旅集团提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)				
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量
浙江省旅游集团有限责任公司	浙旅集团	本部	—	旅游等	21.25	21.13	0.58	-0.06	0.25
浙江湛景置业有限公司	湛景置业	核心子公司	100.00	房地产开发	0.01	2.11	0.55	1.13	3.24
浙江浙旅投资有限责任公司	浙旅投资	核心子公司	100.00	投资	—	4.42	0.21	-0.02	0.17
浙江省中国旅行社集团有限公司	省中旅集团	核心子公司	100.00	旅行社	—	1.24	16.25	0.03	16.92
浙江外事旅游汽车有限公司	外事旅游	核心子公司	75.00	运输	—	2.44	2.28	0.45	2.41
浙旅蝶来酒店集团有限公司 ³³	酒店集团	核心子公司	100.00	酒店管理	1.71	11.43	3.71	0.06	4.13
浙江省医疗健康集团有限公司	浙医健	核心子公司	45.00	医疗产业投资管理等	0.99	8.52	9.60	0.53	10.64
浙江省旅游集团有限责任公司	浙旅集团	核心子公司	100.00	旅游等	—	4.42	0.21	-0.02	0.17

注：根据浙旅集团 2017 年度经审计的财务报告及所提供的其他资料整理。

³³ 原名为浙江浙旅酒店管理集团有限公司，2016 年 11 月 4 日更为现名。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年前三季度
资产总额 [亿元]	48.91	63.81	77.11	77.98
货币资金 [亿元]	2.83	5.92	5.86	6.57
刚性债务[亿元]	19.38	14.19	23.95	29.09
所有者权益 [亿元]	21.35	27.30	28.96	30.91
营业收入[亿元]	26.07	26.52	34.24	39.68
净利润 [亿元]	1.04	0.84	2.43	2.62
EBITDA[亿元]	3.48	3.27	5.33	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.93	12.55	4.67	2.54
投资性现金净流入量[亿元]	1.11	-4.18	-13.78	-5.17
资产负债率[%]	56.35	57.21	62.44	60.36
权益资本与刚性债务比率[%]	110.15	192.37	120.94	106.26
流动比率[%]	113.36	98.47	93.77	108.45
现金比率[%]	20.18	24.06	14.81	19.95
利息保障倍数(倍)	1.58	1.95	4.38	—
担保比率[%]	15.48	5.13	2.42	—
营业周期[天]	10.67	15.53	17.53	—
毛利率[%]	27.14	28.53	26.12	24.07
营业利润率[%]	4.69	3.81	8.43	8.37
总资产报酬率[%]	4.67	3.28	5.11	—
净资产收益率[%]	4.96	3.46	8.63	—
净资产收益率*[%]	4.78	3.66	8.90	—
营业收入现金率[%]	137.57	132.17	106.28	84.11
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	21.54	61.56	14.52	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率	10.35	39.18	11.03	—
EBITDA/利息支出[倍]	14.28	26.15	-21.52	—
EBITDA/刚性债务[倍]	2.40	3.45	6.48	—

注：表中数据依据浙旅集团经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2])
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务。

注：除 AAA、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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。