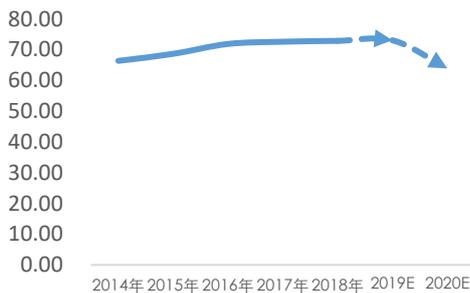


2020年2月

行业研究报告

疫情影响下旅游景区行业信用风险 2020 年展望

行业信用质量：2020 年将有所下降



样本企业信用指标中位数

主要观点：

受新冠肺炎疫情影响，预计旅游业在 2020 年上半年将呈现大幅停滞现象，2020 年整体发展将有所下滑，但短期疫情影响不改变旅游业长期向好的发展趋势；

受疫情影响，大量景区暂时关闭，加之疫情过后居民出行的谨慎性增强，景区年接待游客人次与收入规模将有所下降；

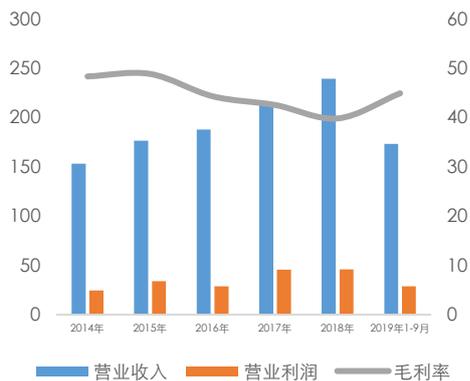
疫情冲击和景区门票降价政策的实施短期内对景区企业的盈利能力和运营效率产生负面影响；

随着疫情导致的经营现金减少，旅游景区企业外部融资需求增长，企业债务负担将略有加重；

预计 2020 年，旅游景区企业规模指标将有所下降，门票降价叠加疫情影响，企业盈利能力将明显下降，债务负担略有上升，整体信用质量将有所下滑。

旅游景区行业样本企业主要数据和指标

(亿元、%)



资料来源：Wind，东方金诚整理

注：统计数据基于剔除母子关系后的 15 家企业，其中营业总收入和利润总额为样本企业的合计值；毛利率为中位值。

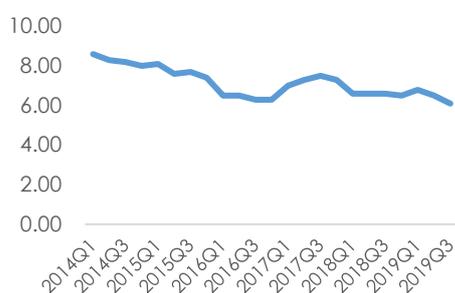
一、行业基本面

受新冠肺炎疫情影响，预计旅游业在 2020 年上半年将呈现大幅停滞现象，2020 年整体发展趋势将有所下滑，但随着居民人均可支配收入增长、交通基础设施完善及居民消费观念的改变，长期来看，旅游业整体保持良好发展态势

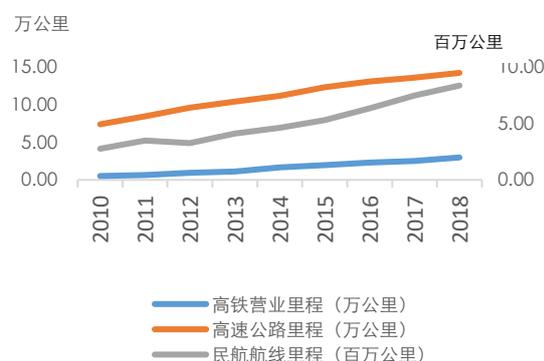
2018 年我国居民人均可支配收入 28228 元，比上年实际增长 6.5%；2019 年前三季度，我国居民人均可支配收入 22882 元，比上年同比增长 6.1%，延续稳定增长态势。交通基础设施持续完善，截至 2018 年末高铁营业里程数为 2.99 万公里，同比增长 18.84%；高速公路里程达到 14.26 万公里，同比增长 4.55%；民航航线里程数达到 837.98 万公里，同比增长 11.98%，同时 2019 年在基建稳增长的政策导向下，2019 年前三季度，我国交通固定资产投资额累计达到 15763.32 亿元，增速为 3.09%，累计增速上年全年增加 2.27 个百分点。

居民人均可支配收入的不断增长和交通基础设施的持续完善，有利于旅游业保持快速发展。2010 年~2018 年，全国旅游业总收入从 1.57 万亿元增长至 5.97 万亿元，年均复合增长率为 18.17%。2018 年，我国旅游业实现总收入同比增长 10.56%，增速较 2017 年下降 4.58 个百分点，仍处较高水平。

图表 1：近年我国居民人均可支配收入增长率 (%)

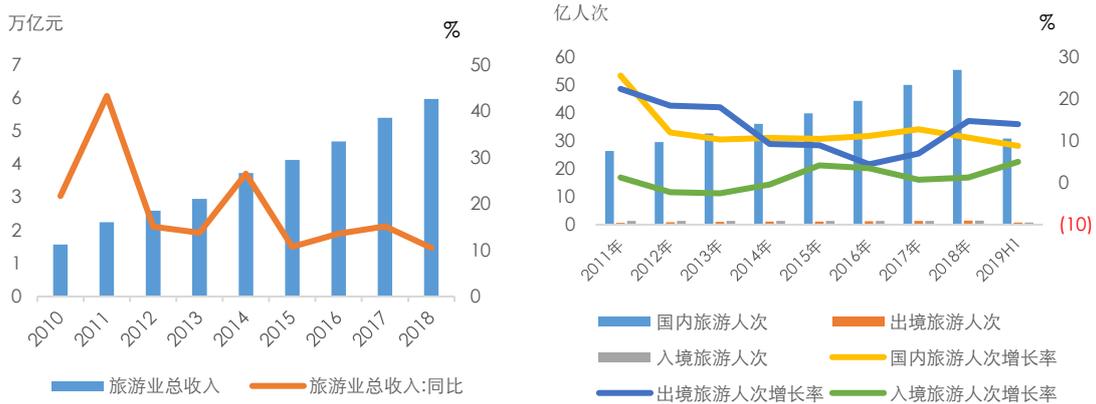


图表 2：2010 年~2018 年全国高铁、高速公路、民航营业里程数



图表 3：2010 年~2018 年全国旅游业总收入及其增长趋势

图表 4：2010 年~2019 年上半年我国游客人数及增长率 (亿人次, %)



资料来源：公开资料，东方金诚整理

我国旅游市场主要包括国内游、入境游和出境游三类，其中国内出游人数占总出游人数的比例在 90%以上。2008 年~2018 年，我国国内旅游人数由 17.12 亿人次增长至 55.40 亿人次，年均复合增长率达到 11.27%；其中我国居民因私出境旅游人数由 0.40 亿人次增长至 1.55 亿人次，年均复合增长率达到 13.07%，增速更快。2019 年上半年，我国国内旅游人数为 30.80 亿人次，同比增长 8.80%，出境旅游人次 0.81 亿人次，同比增长 14.00%，继续保持高速增长态势。

受 2019 年 12 月出现的新型冠状病毒肺炎影响，截至 2020 年 2 月 3 日，我国有 31 省区市均启动重大突发公共卫生事件一级响应，多地进行交通管制，关闭公共交通，以防止疫情扩散。2020 年 1 月 24 日文化和旅游部办公厅下发《关于全力做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作暂停旅游企业经营活动的紧急通知》文旅发电〔2020〕29 号，该通知要求：

(1) 即日起，全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”产品。(2) 已出行的旅游团队，可按合同约定继续完成行程。行程中，密切关注游客身体状况，做好健康防护。2020 年旅游业的发展状况与疫情发展情况紧密相关，从目前情况来看，新型冠状病毒肺炎比 2003 年出现的非典传染性更强，截至 2 月 10 日，全国确诊病例超过 4 万人，疑似病例超过 2 万人，远多于非典确诊病例 5000 多人，预计 2020 年第一季度旅游业发展将大幅停滞。目前疫情持续性尚未明朗，如疫情能在短期内控制，3 月底解除管制，则 2020 年第二季度旅游业将开始恢复，但考虑到居民出行谨慎影响，预计第二季度旅游业仍将有所下滑；如本次疫情或类似非典、中东呼吸综合症，需在气温回升后控制，则疫情要在 5、6 月份解除，加之居民外出就餐的谨慎性，则 2020 年旅游业前三季度都将同比下降。

旅游产品有效供给不足是当前我国旅游业发展的主要矛盾，未来我国将推进旅游供给侧改革，实现旅游行业从景点旅游到全域旅游发展模式的转变，受疫情影响，大量景区暂时关闭，或将持续到二季度末，预计 2020 年景区年接待游客人次与收入规模将有所下降

旅游产品结构性失调、有效供给不足一直是中国旅游产业发展的主要问题。我国旅游发展模式主要为景点旅游模式，旅游产品开发长期停留在观光旅游产品层次上，休闲度假产品较少，旅游娱乐和旅游购物不发达；另一方面，旅游业的发展又受制于景区接待和服务能力的提升，每逢节假日，大多数 5A 和 4A 级旅游景区人满为患，游客休闲放松的出行目的难以满足。

我国将推进旅游供给侧结构性改革，通过投资建设新的景点，推进景区二次消费，实现从景点旅游到全域旅游发展模式的转变，增加有效供给，实现旅游供求的积极平衡。

受疫情影响，继各省市文化和旅游部《关于做好文化和旅游领域新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作》通知后，北京、安徽、四川、湖北等大量景区宣布暂时关闭，由于新冠肺炎的传染性强，预计在基本消除之前，大部分景区将不会开放，受此影响，预计 2020 年景区年接待游客人次与收入规模将有所下降。

疫情冲击和景区门票降价政策的实施短期内对景区企业的盈利能力会产生负面影响，但不改变旅游业长期向好的发展趋势

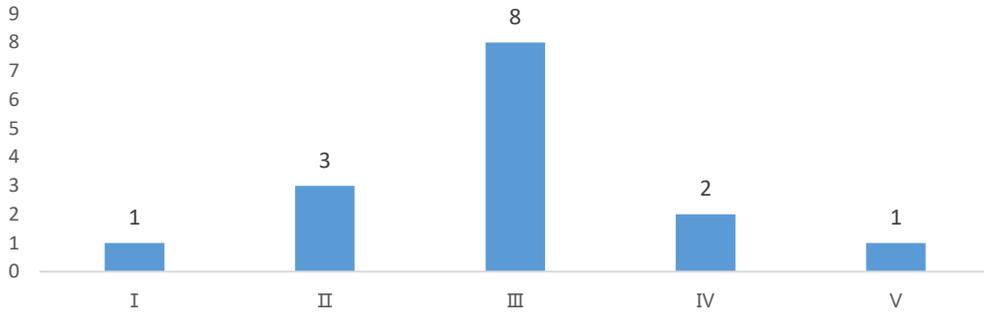
2018 年 3 月在第十三届全国人大会议上，李克强总理在政府工作报告中提出要降低重点国有景区门票价格，引导国内景区跳出“门票经济”发展模式的束缚。2019 年 3 月，国家发改委发布了《关于持续深入推进降低重点国有景区门票价格工作的通知》。长期来看，景区门票的降价将有利于促进旅游景区企业调整自身业务结构，促进二次消费，促进旅游业转型升级，有利于旅游行业的整体发展；同时，未来居民人均可支配收入将不断增长，交通基础设施将不断完善，本次短期疫情冲击不改变旅游业长期向好的发展趋势。

但短期内进一步推进门票降价会对景区类公司的票价收入的增长带来一定压力，同时叠加当前疫情导致的 2020 年一季度游客人次的大幅下降，将导致 2020 年一季度旅游业的盈利能力大幅下滑。但随着国家对新冠肺炎疫情的控制加强和相应的治疗方案、药物出现，本次疫情终将在夏季前得到控制，且未来重复爆发的可能性极低。未来随着景区供给数量增加，景区门票降价带动的年接待游客增长及景区内二次消费的增加将支撑景区运营企业的盈利能力保持稳定。

二、旅游景区企业信用表现

本文选取旅游景区发债企业和上市公司为样本，在剔除异常值和数据缺失企业后，共选取 15 家典型景区运营企业（其中发债企业 9 家；上市公司 6 家）作为研究对象。本文从规模和市场地位、盈利能力和运营效率、债务负担和保障程度几个方面，对样本企业主要指标进行相对排序，以观察行业信用风险的变化趋势。

图表 5：旅游景区行业样本企业分组分布图



受疫情影响，预计 2020 年旅游景区企业规模指标将有所下降，门票降价叠加疫情影响，企业盈利能力将明显下降，整体信用质量将有所下滑

2019 年旅游景区企业信用质量保持稳定，其中企业规模和市场地位持续提升，对信用质量形成较强支撑；受景区门票降价影响，样本旅游景区企业的盈利能力和运营效率略有下降，同时受投资规模增加影响，样本旅游景区企业的债务规模有所上升导致债务负担保障程度略有下降。

预计 2020 年，旅游景区企业的信用质量将有所下降。2018 年三季度开始的景区门票降价给企业收入和盈利带来一定的负面影响，同时随着疫情的发生及疫情过后居民出行的谨慎性增强，旅游景区企业的盈利能力和运营效率将明显下降；受旅游景区行业资产整合、外部融资需求增加影响，企业债务负担将有所增长。

图 6：样本企业信用指标中位值变化情况

图 7：样本企业各一级信用指标中位数变化情况



资料来源：公开资料，东方金诚整理

1. 规模和市场地位

预计 2020 年，受发生疫情及疫情过后居民出行的谨慎性增强影响，年接待游客人次将会下降，旅游景区企业的规模与市场地位将有所下降

2019 年样本旅游景区企业资产总额与营业收入保持小幅增长，景区门票降价对公司收入造成一定的不利影响，但受益于新开发景区投入运营及二次消费增加，旅游景区企业的收入在 2019 年保持小幅增长。同时景区门票价格的下调一定程度上带动游客人次的增加，使得样本企业的规模与市场地位有所提升。其中，陕西旅游景区受益于岐山周文化景区、白鹿原影视城、汉中诸葛古镇等新开景区试运营的逐渐成熟，灵山文化旅游集团受益于尼山圣境景区的开园，游客人次均有所增加，带动公司的收入有所增长；云南世博旅游受益于增设二次消费场所纪念品销售及附加服务收入增长，公司景区运营总收入有所增长。

景区是旅游产业链的核心，拥有较高知名度景区资源的旅游企业具有较强的竞争实力。在景区门票下降，人均可支配收入增加的情况下，景区内的二次消费收入是公司收入增长的重要来源。但自然景区具有不可复制性和稀缺性，其未来发展将保持相对稳定，主题景区受益于经营模式相对成熟，复制能力较强，将保持一定的增长。其中华强方特 2019 年长沙项目开园，云南世博 2019 年收购了华侨城集团旗下文旅科技股权，新增旅游文化科技业务，与现有业务形成协同效应。

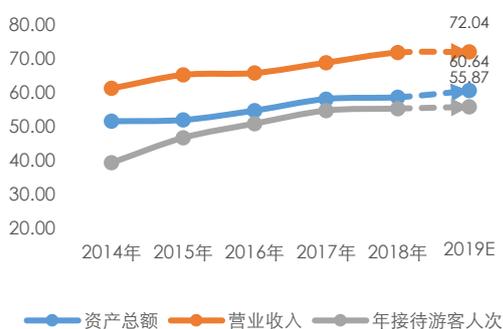
图 8：样本企业资产总额中位数变化情况（亿元）

图 9：样本企业营业收入中位数变化情况（亿元）



图 10: 样本旅企业游客人次中位数变化情况 (万人次)

图 11: TOP5 样本旅游景区企业资产、收入及年接待游客人次占比情况 (%)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

预计 2020 年，旅游景区企业规模和市场地位将有所下降，资产总额将保持相对稳定；营业收入在门票降价叠加疫情导致的年接待游客减少的情况下，将大幅下降。如 2003 年受非典疫情影响，黄山景区游客接待量自 2002 年的 135 万人大幅下跌至 2003 年的 104 万人，同比增速下降至 -22.96%，2003 年黄山旅游和峨眉山的营业收入分别下降 36.06% 和 6.98%，其中疫情严重的第二季度营业收入同比分别下降 78.34% 和 61.22%，解除疫情后的第三季度营业收入同比分别下降 25% 和 1.56%，本次疫情影响范围更广，且景区直接关闭，预计各旅游企业营业收入的下降幅度将会大于 2003 年，同时，以湖北和出入境旅游为主要业务的旅游企业受到的冲击将更明显。

图表 12: 重点企业规模和市场地位情况 (亿元、万人次)

企业名称	资产总额			营业收入			年接待游客人次		
	2017	2018	2019.9	2017	2018	2019年 1-9月	2017	2018	2019年
陕西旅游	168.59	231.76	262.04	33.20	45.06	32.49	384.44	427.37	-
云南世博	186.02	193.43	221.25	31.71	43.38	22.79	491.55	4234.45	-
华强方特	183.03	194.26	219.17	38.53	38.09	41.17	3849.50	560.57	-
黄山旅游	66.55	70.85	79.62	23.50	24.14	17.46	362.81	356.26	-

西安旅游	53.31	52.03	52.64	19.62	21.34	14.65	225.83	252.58	-
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	--------	--------	---

数据来源：Wind，东方金诚整理

2. 盈利能力和运营效率

预计 2020 年，受景区门票降价叠加疫情影响，旅游景区企业盈利能力和运营效率将明显下降

2019 年样本旅游景区企业的盈利能力和运营效率略有下降。2019 年样本景区运营企业的毛利率有所下降，主要系 2018 年政府工作报告中提出要降低重点国有景区门票价格及 2019 年发改委发布的《关于持续深入推进降低重点国有景区门票价格工作的通知》等相关政策的实施导致景区门票降价所致。

图 13: 样本旅游景区企业毛利率中位数变化情况(%)



图 14: 样本旅游景区企业总资产周转次数中位数变化情况(次)



资料来源：Wind，东方金诚整理

景区门票收入在营业收入中占比较大及新开放景区较多的样本企业 2019 年毛利率有所下降；景区门票收入在营业收入中占比相对较小，收入利润主要来源于旅游景区相关的高毛利的索道、酒店等业务的旅游景区企业 2019 年毛利率略有增长。

整体来看，预计 2020 年旅游景区企业的盈利能力和运营效率将明显下降。一方面，景区门票降价将导致公司毛利率的下降；另一方面，在疫情期间，年接待游客人次的下降导致旅游景区企业的收入下降，但运营相关的设施、人工等成本将不会明显下降，从而致使旅游景区企业盈利能力和运营效率有所下降。

图表 15: 2018 年及 2019 年 1~9 月部分样本企业营业收入和毛利率情况 (亿元、%)

企业名称	营业收入 (亿元)			毛利率 (%)		
	2018年	2019年1-9月	同比变动	2018	2019年1-9月	同比变动 (百分点)
陕西旅游	45.06	32.49	-11.21%	27.60	37.99	10.39
云南世博	38.09	22.79	-40.78%	18.90	20.22	1.32
华强方特	43.38	41.17	-5.12%	58.09	57.57	-0.52
酉阳桃花源	7.71	3.08	-60.01%	69.83	85.90	16.07
无锡灵山	11.69	9.37	-20.42%	47.72	46.70	-1.02
黄山旅游	24.14	17.46	-27.61%	44.80	53.97	9.17
四川省峨眉山	13.90	7.00	-49.65%	43.84	50.81	7.00
西安旅游	21.34	14.65	-31.35%	22.67	23.29	0.62
苏州高新旅游	1.61	1.43	-11.18%	(2.68)	22.94	25.62
浙江西塘旅游	2.43	1.78	-26.75%	59.85	61.60	1.75
广州塔	6.27	3.13	-50.08%	64.46	61.31	-3.15
桂林旅游	5.73	4.75	-17.10%	45.97	45.62	-0.35
武汉三特索道	6.48	5.23	-19.29%	55.61	58.35	2.74
丽江玉龙旅游	6.78	5.58	-17.70%	67.16	71.50	4.34
张家界	4.68	3.24	-30.77%	31.52	35.09	3.57

3. 债务保障程度

预计 2020 年, 随着疫情导致的经营现金减少, 外部融资需求增长, 旅游景区企业债务负担将略有加重

2019 年旅游景区企业资产负债率整体有所上升, 受企业项目建设投资增加所致, 资金需求有所扩张, 债务负担有所增加, 相应利息支出有所增加, EBITDA 利息倍数有所下降; 受益于年接待游客人次的增长, 样本旅游景区企业的经营活动现金流量净额有所增长, 经营现金流流动负债比有所改善。

2019 年旅游景区企业的债务负担增加主要是部分旅游景区企业为实现业务增长的需求及减弱年接待游客接近饱和的不利影响的情况下, 企业通过投资建设新的景区及扩大景区运营范围来实现业务的不断发展, 投资建设项目的增加导致企业的债务规模有所上升。如华强方特、云南世博旅游及浙江西塘在建项目的资金投入导致公司债务负担有所增长。

预计 2020 年, 受疫情影响, 游客人次的减少将导致景区企业的经营现金减少, 但运营成本难以大幅下滑, 现金不充沛的企业将有较大的外部融资需求, 债务负担预计将有所增加, 同时信用风险相对较大。

图 16: 样本企业资产负债率中位数变化情况 (%)

图 17: 样本企业经营现金流流动负债比中位数变化情况

图 18: 样本企业 EBITDA 利息倍数中位数变化情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 19：重点企业债务保障程度情况（%、倍）

企业名称	资产负债率			经营现金流/流动负债比			EBITDA 利息倍数		
	2017	2018	2019.9	2017	2018	2019.9	2017	2018	2019.9
陕西旅游	78.58	76.77	76.69	2.22	5.23	-	1.84	1.89	-
云南世博	29.87	27.92	33.35	4.62	3.65	-	6.97	9.31	-
华强方特	48.19	47.73	51.06	29.88	45.74	-	16.41	19.36	-
黄山旅游	33.78	36.14	37.46	68.58	63.87	-	20.18	28.35	-
西安旅游	53.89	59.42	56.74	8.86	-1.22	-	3.18	-0.03	-

数据来源：Wind，东方金诚整理

三、旅游景区企业债市表现

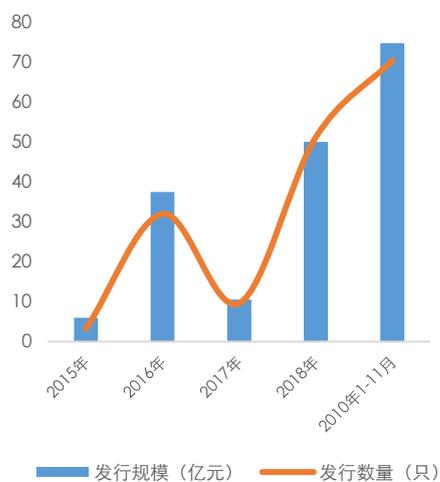
2019 年旅游景区行业信用利差总体较为稳定，AA 等级利差走阔

近年来，旅游景区行业样本企业信用债发行规模有所波动，行业整体发债规模不大。2019 年 1-11 月，旅游景区行业企业新发债券主要为短期融资券和公司债，且以 AA 信用等级的发行人为主；从发行利差来看，AAA 和 AA+信用等级的主体发行利差有所下降¹。

图 20：旅游景区企业近年新发债券情况

图 21：2019 年 1-11 月旅游景区企业发行利差情况（BP、只）

¹ 2018 年 AAA 级、AA+、AA 级债券的平均发行利差分别为 137.71BP、219.16BP 和 328.40BP。



资料来源: Wind, 东方金诚整理

2019年,旅游景区行业信用利差总体较为稳定,AAA级信用利差总体稳定,AA+级信用利差略有下降,AA等级利差走阔,投资者风险偏好下降,呈现结构性紧信用特征。AAA级别的旅游景区行业的信用利差与产业债均值利差走势保持一致。典型企业来看,AA+发行人灵山旅游主体信用利差整体呈波动下降趋势,AA发行人陕西旅游主体信用利差波动上行。

预计2020年,旅游景区行业新发债券仍将以高等级发行人为主,同时随着疫情影响和行业内企业项目建设的进行,其债务融资需求总体有所增长。

类型	期限	债项等级	样本数	利差区间	利差均值
中票	3年	AA	4	104.85-367.34	245.7
	3年	AAA	2	25.75-63.53	44.64
	10年	AAA	1	128.84	128.84
公司债	3年	AA	2	275.39-345.76	310.58
	3年	AA+	2	141.79-265.14	203.47
	5年	AA	4	256.59-502.45	379.52
短期融资券	1年	AA ²	4	72.17-259.66	165.92
	1年	AA+	4	27.5-90.40	58.95

图 22: 旅游景区行业不同等级信用利差对比 (BP)

图 23: 旅游景区行业债券与产业债 AAA 信用利差对比 (BP)



图 24: 无锡灵山 (AA+) 主体信用利差变动情况 (BP)



图 25: 陕西旅游 (AA) 主体信用利差变动情况 (BP)

² 为债券发行主体的信用等级



资料来源：Wind，东方金诚整理

2020 年样本旅游景区企业到期债权金额较大，但信用风险较小

样本发债旅游景区企业 2020 年到期及行权债券金额 55.03 亿元，占全部样本企业存续债券金额的 35.05%，占比较高，其中上半年到期及行权债券金额 40 亿元，但由于样本旅游景区企业的发债主体多为地方国企，在资金融资方面具有一定的优势，信用风险较小。

四、结论

预计 2020 年，旅游景区企业规模指标将有所下降，门票降价叠加疫情影响，企业盈利能力将明显下降，债务负担略有上升，整体信用质量将有所下滑

长期来看，在我国居民人均可支配收入的持续增长，交通基础设施的不断完善，居民的旅游需求有望进一步激发的背景下，旅游景区企业的经营规模仍将有所扩大，但短期内，旅游景区企业营业收入在门票降价叠加疫情导致的年接待游客人次的大幅减少影响下将大幅下降。门票降价导致的景区毛利率下降及收入下降导致的运营效率降低，使得旅游景区企业盈利能力和运营效率将明显下降。同时，受疫情影响，游客人次的减少将导致景区企业的经营现金减少，为维持旅游景区企业一定的项目投资，外部融资需求增加，债务负担将略有增加，旅游景区企业债务保障程度将略有下降。整体来看，预计 2020 年旅游景区企业规模和市场地位、盈利能力和运营效率将有所下降、债务负担将略有加重，旅游景区企业整体信用质量将有所下降。

从具体企业信用分化情况来看，2020 年旅游业的发展状况与疫情发展情况紧密相关，短期内，受疫情影响，全国大多数景区关闭，多地实行交通管制，景区运营企业的发展将大幅停滞，部分规模较小，现金流紧张的企业或将面临一定的流动性趋紧，如苏高旅集团、桂林旅游 2019 年 9 月末货币资金占总资产的比例低于 5%，货币资金较少，相对来说或面临更高的信用风险；部分规模较大，现金流充足的景区运营企业，如黄山旅游、峨眉山³2019 年 9 月末货币资金在总资产中的占比超过 20%，流动比率在 1.5 左右，流动性较充裕，信用风险较低。

³ 峨眉山为 2019 年 6 月末数据

附件一： 2019 年以来我国出台的主要与旅游景区行业相关政策梳理

发文时间	文件名称	主要内容
2019.03	《关于持续深入推进降低重点国有景区门票价格工作的通知》	1、推进更大范围降价； 2、推动更大力度降价； 3、强化配套服务价格监管； 4、确保降价取得实效； 5、加强政策宣传和舆论引导。
2019.08	《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》	提出了 9 项激发文化和旅游消费潜力的政策举措：推出消费惠民措施；是提高消费便捷程度；提升入境旅游环境；推进消费试点示范；着力丰富产品供给；推动景区提质扩容；发展假日和夜间经济；促进产业融合发展。九是加强市场监管执法
2019.12	《关于改善节假日旅游出行环境促进旅游消费的实施意见》	完善交通基础设施，优化节假日出行环境；加大投入力度，着力增加旅游产品供给；提升旅游景区管理水平，优化民众出游体验；加大力度落实职工带薪休假制度，推动错峰出行；加强部门沟通协作，健全节假日旅游出行监测和拥堵防范化解工作机制。
2020.1	《关于全力做好新型冠状病毒肺炎疫情防控工作暂停旅游企业经营活动的紧急通知》	（1）即日起，全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”产品。（2）已出行的旅游团队，可按合同约定继续完成行程。行程中，密切关注游客身体状况，做好健康防护。

数据来源：公开资料，东方金诚整理

附件二：旅游景区样本企业分组分布及 2019 年 1~9 月主要财务指标（单位：亿元、倍、%）

分组	企业全称	总资产	营业总收入	利润总额	毛利率	资产负债率	经营现金流动负债比 ⁴
I	黄山旅游集团有限公司	79.62	17.46	6.54	53.97	37.46	0.02
II	华强方特文化科技集团股份有限公司	219.17	41.17	8.98	57.57	51.06	0.03
	张家界旅游集团股份有限公司	26.61	3.24	0.48	35.09	38.80	0.19
	丽江玉龙旅游股份有限公司	28.31	5.58	2.62	71.50	5.39	0.11
III	武汉三特索道集团股份有限公司	31.41	5.23	0.81	58.35	62.40	0.07
	四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司	52.15	7.00	1.09	50.81	48.07	0.28
	桂林旅游股份有限公司	29.20	4.75	0.47	45.62	44.95	0.17
	云南世博旅游控股集团有限公司	221.25	22.79	0.57	20.22	33.35	(0.06)
	无锡灵山文化旅游集团有限公司	113.81	9.37	0.54	46.71	55.52	(0.39)
	陕西旅游集团有限公司	262.04	32.49	2.36	37.99	76.69	(6.64)
	酉阳县桃花源旅游投资(集团)有限公司	142.87	3.08	1.15	85.90	49.29	1.46
	广州塔旅游文化发展股份有限公司	30.48	3.13	0.99	61.31	58.35	0.22
IV	西安旅游集团有限责任公司	52.64	14.65	(0.35)	23.29	56.74	0.19
	浙江西塘旅游文化发展有限公司	45.81	1.78	0.53	61.60	80.53	1.61
V	苏州高新旅游产业集团有限公司	41.09	1.43	2.06	22.94	32.92	0.46

资料来源：Wind，东方金诚整理，酉阳桃花源、四川峨眉山和广州塔无三季报，采用半年报数据

⁴ 经营活动现金流动负债比=2019年1-9月经营活动现金流量净额/2019年9月末流动负债

声明

本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权力，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。