

信用等级公告

联合〔2020〕472号

中国旅游集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国旅游集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

中国旅游集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中国旅游集团有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年三月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

中国旅游集团有限公司

2020年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过20亿元（含）

债券期限：5年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2020年3月19日

主要财务数据：

合并口径

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 9月
资产总额（亿元）	1,437.00	1,470.74	1,008.16	1,169.93
所有者权益（亿元）	461.01	441.55	436.45	481.08
长期债务（亿元）	194.56	156.26	125.79	212.03
全部债务（亿元）	272.05	265.23	289.05	340.58
营业收入（亿元）	603.64	629.84	669.39	547.81
净利润（亿元）	40.67	43.62	46.80	46.50
EBITDA（亿元）	81.20	86.26	88.25	--
经营性净现金流（亿元）	90.75	43.61	31.40	-22.11
营业利润率（%）	27.53	32.18	40.79	44.50
净资产收益率（%）	9.31	9.67	10.66	10.08
资产负债率（%）	67.92	69.98	56.71	58.88
全部债务资本化比率（%）	37.11	37.53	39.84	41.45
流动比率（倍）	0.87	0.72	1.30	1.52
EBITDA全部债务比（倍）	0.30	0.33	0.31	--
EBITDA利息倍数（倍）	8.11	8.79	8.55	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	4.06	4.31	4.41	--

公司本部（母公司）

资产总额（亿元）	253.61	274.13	309.10	338.17
所有者权益（亿元）	80.14	80.34	83.70	82.06
全部债务（亿元）	105.34	122.43	160.57	179.71
营业收入（万元）	0.00	1.30	9.40	9.40
净利润（亿元）	-3.10	2.78	8.48	0.73
资产负债率（%）	68.40	70.69	72.92	75.73
全部债务资本化比率（%）	56.79	60.38	65.74	68.65
流动比率（倍）	0.63	0.56	0.71	0.71

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别说明均为合并口径；3. 本报告将其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算，将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算，全部债务不包括向中央银行借款、吸收存款及同业存放、拆入资金、卖出回购金融资产款等银行类负债科目；4. 营业收入为加上利息收入、已赚保费、手续费及佣金收入之后的营业总收入；5. 2019年前三季度财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

中国旅游集团有限公司（以下简称“公司”）作为国务院国资委直属企业，公司旅游产业链条完整、经营规模大、品牌价值高。随着公司收购日上免税行（中国）有限公司（以下简称“日上中国”）、日上免税行（上海）有限公司（以下简称“日上上海”）股权以及获得多项免税经营权，公司免税业务市场份额持续扩张，旅游核心业务盈利能力增强。此外，公司获得海南省免税品有限公司（以下简称“海免公司”）51%股权，公司核心竞争力进一步提高。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到新冠肺炎疫情蔓延短期内对公司旅游主业带来一定负面影响，旅游地产存在一定资金支出压力等对公司信用水平带来的不利影响。

未来公司将聚焦旅游相关主业，随着旅游零售业务经营规模的扩大，公司发展前景良好。公司经营规模和盈利水平有望继续保持稳定增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

- 1. 政府支持力度大。**公司是国务院国资委直属综合性旅游企业集团，受到政府的支持力度大。
- 2. 竞争优势明显。**作为国务院国资委直属企业，公司旅游产业链条完整、经营规模大、品牌价值高，整体竞争优势明显。
- 3. 公司免税业务市场份额持续扩张，盈利能力增强。**近年来，公司通过外延式并购取得日上中国51%股权、日上上海51%股权，并获得海免公司51%股权，公司免税业务市场份额持续扩张，旅游主业收入持续增长，整体盈利

能力增强。

关注

1. **短期收入存在下滑风险。**旅游行业受国内外政治、宏观经济景气度及突发公共事件影响较大。2020年初，新冠肺炎疫情蔓延，对全球旅游业产生重大冲击，受此影响，公司旅游主业收入短期内存在下滑风险。

2. **公司旅游地产存在一定资金支出压力。**公司旅游地产在建项目及土地储备待开发项目投资规模大，存在一定的资金压力。

分析师

王金磊

电话：010-85172818

邮箱：wangjl@unitedratings.com.cn

袁琳

电话：010-85172818

邮箱：yuanl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦12层（100022）

网址：[//www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



一、主体概况

中国旅游集团有限公司（以下简称“公司”）前身是陈光甫先生于 1928 年设立的香港中国旅行社，1954 年由中央人民政府华侨事务委员会接管，1985 年注册成立香港中旅（集团）有限公司（以下简称“香港中旅集团”），2005 年 12 月，整合招商局集团有限公司属下的“中国招商旅游总公司”后，成立了中国港中旅集团公司并与香港中旅集团实行“两块牌子、一套班子”领导体制。后经国务院国资委批复同意，2007 年 6 月将中国中旅（集团）公司（以下简称“中国中旅”）100% 股权划拨至公司，增加公司注册资本 18.78 亿元；2016 年 7 月公司与中国国旅集团有限公司（以下简称“国旅集团”）实施战略重组，国旅集团整体并入公司，成为公司全资子公司，增加公司注册资本 84.06 亿元，公司更名为中国旅游集团公司。2018 年 1 月，公司改制为国有独资公司，并更为现名。截至 2019 年 9 月末，公司注册资本 158.00 亿元，国务院国资委持有 100% 股份，为公司实际控制人。

公司经营范围：经营管理国务院授权范围内的国有资产；旅游、钢铁、房地产开发经营及物流贸易的投资、管理；旅游景点、主题公园和度假村、高尔夫球会、旅游基础设施的建设、规划设计和经营管理；旅游信息服务；旅游商品的零售和批发；组织文化艺术交流；承办会议及展览；各类票务代理；广告业务制作、发布；饭店的投资和经营管理、受托管理、咨询；房地产开发与经营；物业租赁、物业管理；出租商业用房；国际国内货运代理；货物分包、仓储；技术开发、销售、服务、咨询；进出口业务。

截至 2019 年 9 月末，公司本部设有财务部、审计部、资本运营部等 12 个部门；公司合并范围在职员工总数 43,076 人。公司纳入合并范围的二级子公司 18 家，其中全资子公司 16 家，控股中国国旅股份有限公司（以下简称“中国国旅”，证券代码：601888.SH；公司持股比例 55.30%）和香港中旅国际投资有限公司（以下简称“香港中旅”，股票代码：0308.HK，公司合计持股比例为 39.32%）2 家上市公司。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 1,008.16 亿元，负债合计 571.71 亿元，所有者权益 436.45 亿元，其中归属于母公司所有者权益 202.69 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 669.39 亿元，净利润 46.80 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 14.17 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额 31.40 亿元，现金及现金等价物净增加额为-31.69 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司合并资产总额 1,169.93 亿元，负债合计 688.85 亿元，所有者权益 481.08 亿元，其中归属于母公司所有者权益 210.70 亿元。2019 年 1—9 月，公司实现营业总收入 547.81 亿元，净利润 46.50 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 17.67 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额-22.11 亿元，现金及现金等价物净增加额为 34.83 亿元。

公司注册地址：海南省海口综合保税区跨境电商产业园国际商务中心 217；法定代表人：万敏。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“中国旅游集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）”。本期债券发行规模不超过 20 亿元（含），债券期限为 5 年期。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还有息债务或补充流动资金。

三、行业分析

公司业务主要涉及旅游行业，因此公司的行业分析主要围绕旅游行业展开。

1. 行业概况

旅游业是第三产业中的支柱产业之一，属于敏感性行业，需求弹性较大，但易受外部经济环境和突发公共事件影响。近年来，我国旅游经济保持较快增长态势，但新冠肺炎疫情短期对旅游业生产经营造成较大冲击。

旅游业作为第三产业的支柱产业之一，是战略性产业，资源消耗低，带动系数大，综合效益好，是促进就业发展的重要板块。改革开放以来，我国旅游业快速发展，产业规模和产业体系逐步完善，当前处于城镇化快速发展时期，日益增长的大众化、多样化的消费需求为旅游业发展提供新机遇。

旅游出行作为一项可选消费品，其消费水平和规模取决于居民可支配收入的增加和消费结构升级等因素。受益于我国经济的快速增长、居民收入增加及消费观念的提升，近年来，我国旅游业发展迅速。根据国家统计局数据，2019年，全国国内生产总值99.09万亿元，按可比价格计算，较上年增长6.1%。分产业看，第一产业增加值7.05万亿元，较上年增长3.1%；第二产业增加值38.62万亿元，较上年增长5.7%；第三产业增加值53.42万亿元，较上年增长6.9%。全年全国居民人均可支配收入3.07万元，较上年增长8.9%。

与此同时，居民消费观念也发生变化，旅游出行逐渐成为居民生活中的重要内容之一，我国旅游业已基本进入大众化、产业化发展阶段。中国是世界第一大出境旅游客源国和第四大入境旅游接待国，2018年，国内旅游市场持续平稳增长，入境旅游市场稳步进入缓慢回升通道，出境旅游市场快速发展，全年国内旅游人数55.39亿人次，较上年增长10.8%；入境旅游人数1.41亿人次，较上年增长1.2%；出境旅游人数1.50亿人次，较上年增长14.7%。根据中华人民共和国文化和旅游部数据，2019年，国内旅游市场和出境旅游市场稳步增长，入境旅游市场基础更加稳固。全年国内旅游人数60.06亿人次，较上年增长8.4%；入出境旅游总人数3.0亿人次，较上年增长3.1%。

从旅游收入看，2018年，全国全年实现旅游总收入5.97万亿元，较上年增长10.5%。2019年，全国旅游经济保持增长态势，且高于GDP增速的较快增长，全年实现旅游总收入6.63万亿元，较上年增长11%。旅游业对GDP的综合贡献为10.94万亿元，占GDP总量的11.05%。

国内免税销售业务作为旅游业重要的发展方向，近年来保持较快发展趋势。国内免税市场销售以出境游为主，消费商品以香水、化妆品、烟酒、精品为主，中国保持全球规模最大、消费能力最强的出境旅游客源。从出境消费构成看，购物的支出从2017年的34.34%下降至2018年的16.48%，餐饮、文化娱乐、住宿消费等快速增长，其中免税行业销售额达395亿元，较上年增长27.3%。但值得关注的是，免税业务是国际化程度很高的业务，全球旅游零售业务的公司排名分别为DFS、Lotte、Shilla和中免公司，其中受益于中国消费者的快速崛起，Lotte、Shilla等公司沿着中国人出境目的地进行规划布局，使得竞争地位得以快速提升。

2020年初，新冠肺炎疫情蔓延，对全球旅游业产生重大冲击，从短期来看，由于疫情的快速发展和异常严格的防疫措施，旅游业几乎处于停滞状态。1月24日，文化和旅游部办公厅下发《文化和旅游部办公厅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》，要求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”旅游产品，全国各地的景区、文化娱乐场所相继暂停运营，当前有部分景区为减少损失开始试运行。新冠肺炎对旅游业具体影响尚未可知，据世界旅游及旅行理事会（WTTC）初步预估，新冠肺炎疫情将导致全球旅游业损失至少 220 亿美元。据有关机构测算，以中国 2019 年春节黄金周数据为例，2019 年春节期间全国旅游接待总人数约 4.15 亿人次、旅游收入约 5,140 亿元，考虑到市场增速，正常状态下 2020 年春节期间旅游接待总人数、旅游收入预计达到 4.5 亿人次、5,500 亿元，而受疫情影响，这部分收入将损失绝大部分。此外，疫情之后的旅游恢复尚需一定时间，旅游业短时间恢复存在很大挑战。

2. 行业政策

国家相关部委推出各项政策，旨在推动旅游产业整合和市场规范，行业格局有望改善。

旅游业为第三产业支柱行业，在促进国民经济发展、调整产业结构等领域具有较大影响，国家也给予政策支持和政策导向。这些政策有助于产业整合和市场规范，市场优胜劣汰，优势企业资源将进一步丰富，行业格局有望得到改善。

表1 近年来旅游政策一览

时间	政策	主要内容
2015年8月	《国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和投资的若干意见》（国办发〔2015〕62号）	实施旅游基础提升计划、旅游投资促进计划、旅游消费促进计划、乡村旅游提升计划等，以改善旅游消费环境、开辟旅游消费市场、培育新的消费热点等
2015年9月	国家发改委、国家旅游局发布开展景区门票价格专项整治工作的通知（发改价格〔2015〕2005号）	开展门票价格专项整治工作、规范经营者价格行为、严格执行定价规则、程序、加强市场监管、建立景区质量等级评定与门票价格水平惩戒联动机制等
2016年4月	《全国旅游标准化发展规划（2016—2020）》（旅发〔2016〕48号）	提出到2020年，中国旅游国家标准将达到45项以上，行业标准达60项以上，地方标准达300项以上，新建200个以上全国旅游标准化试点示范单位
2016年12月	《“十三五”旅游业发展规划》	“十三五”期间我国旅游业发展的四大目标为旅游经济稳步增长，包括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
2017年6月	《全域旅游示范区创建工作导则》	提出创建工作要实现“五个目标”，并起到相应的示范引领作用：实现旅游治理规范化、发展全域化、供给品质化、全民参与化和效应最大化，成为旅游业惠及民生、稳增长、调结构、促协调、扩开放的典范
2017年8月	《2017年全域旅游发展报告》	报告指出旅游已成为我国民众生活必需品，全域旅游应运而生，将成为一项中长期国家战略和国策，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	《关于促进全域旅游发展的指导意见》	文件强调要牢固树立和贯彻落实新发展理念，按照“统筹协调，融合发展；因地制宜，绿色发展；改革创新，示范引导”三项基本原则，加快旅游供给侧改革，以实现旅游发展全域化、旅游供给品质化、旅游效益最大化的目标
2019年3月	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	文件提出多项激发居民消费、促进旅游市场发展的意见，旨在提升文化和旅游消费质量水平，增强居民消费意愿，以高质量文化和旅游供给增强人民群众的获得感、幸福感
2019年7月	关于修订印发《文化旅游提升工程实施方案中央预算内投资管理办法》的通知	文件明确文化和旅游提升工程的项目实施主体责任，建立工作机制，落实建设方案，统筹资金渠道，组织编制年度投资计划并及时分解转发落实，有序推进工程实施，确保工程建设质量和效益
2019年8月	《国务院办公厅关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》	文件站在构建文旅消费新生态的高度，分别针对消费者、企业、行业等提出务实举措和指引，需求和供给两侧发力，从消费这一环节补足了文化产业、旅游业的产业链闭环，有利于真正使文旅消费成为稳增长、惠民生的“生力军”

2020年1月	《文化和旅游部办公厅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》	旨在防控新冠肺炎的传播，要求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”旅游产品
---------	---	--

资料来源：联合评级根据公开资料整理

3. 行业关注

中国旅游业市场格局没有改变，存在产业化层次较低、发展模式单一等诸多问题，行业规范和发展存在挑战。

从国内旅游市场的竞争格局看，我国旅游业存在诸多问题，主要集中在旅游业规模化产业化层次较低，发展模式单一，品牌化多样化进程缓慢，旅游市场秩序混乱，监管机制不健全等。此外，旅游需求不断增加，旅游大众化和自由行发展趋势明显，存在需求和供给不匹配的情况。与国外有竞争力的旅游企业相比，中国旅游业无论从资产规模、营收规模、盈利能力还是业务类型多样性等方面，均存在较大差距，行业规范和发展挑战较大。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

作为国务院国资委直属央企中的综合性旅游企业集团，公司产业链条完整，产业结构互补性很强，规模优势明显，整体竞争力很强。

公司是国务院国资委直属央企中的综合性旅游企业集团，旅游产业链条完整、经营规模大、品牌价值高，整体竞争优势明显。公司有大型景区开发经验，成功开发了深圳世界之窗（AAAAA级）、锦绣中华（AAAAA级）、民俗文化村、珠海海泉湾等国内知名的大型综合旅游项目。公司业务网络遍布香港、内地和海外，涵盖旅行社、线上旅游、酒店、景区、免税、地产、金融、旅游客运、游轮等相关旅游业态和细分领域，控股香港中旅（HK308）、中国国旅（601888.SH）两家上市公司。在中国旅游协会和中国旅游研究院每年联合发布的中国旅游集团20强排行榜中，公司连续数年均名列前茅，公司在2018年12月的排名中名列首位。

表2 近年公司免税业务扩张情况

年份	标的	获得免税业务经营权
2017年	日上免税行（中国）有限公司 51% 股权	北京首都机场 T3 航站楼免税业务
2018年	日上免税行（上海）有限公司 51% 股权	上海浦东国际机场和虹桥国际机场的免税经营权
2019年	海南省免税有限公司 51% 股权	海口美兰机场免税店、海口日月广场免税店和琼海博鳌免税店

资料来源：联合评级根据公开资料整理

公司子公司中国免税品（集团）有限责任公司（以下简称“中免公司”）负责免税销售业务，公司2017年获得日上免税行（中国）有限公司（以下简称“日上中国”）51%股权，中免公司与日上中国当年分别中标北京首都机场 T2、T3 航站楼免税业务。2018年，公司获得日上免税行（上海）有限公司（以下简称“日上上海”）51%股权，获得上海浦东国际机场和虹桥国际机场的免税经营权，且日上上海在2018年7月中标并继续拥有上述两家机场的免税经营权。2019年1月，公司获得海南省免税有限公司（以下简称“海免公司”）51%股权，并成为其控股股东，而海免公司在海南岛运营海口美兰机场免税店、海口日月广场免税店和琼海博鳌免税店。

截至2019年9月末，中免公司拥有141个免税经营权，已在全国30个省市区（含港澳台）和柬埔寨等地设立涵盖机场、机上、边境、外轮供应、客运站、火车站、游轮、市内、外交人员九大

类型免税业务，拥有目前全球最大的免税商业综合体，同时有税业务以国内交通枢纽为主，共有 11 家零售网点。公司免税销售业务竞争力很强。

截至 2019 年 9 月末，公司在内地设有 145 间旅行社、会展和商旅服务等旅游产业公司，香港、澳门地区设有 3 间旅行社和 2 家签证中心，在海外 28 个国家设有 14 间海外旅行社和 46 家签证中心，公司营销、服务网络发达。

2. 人员素质

公司董事、高层管理人员从业经验丰富，拥有较高的学历水平，员工素质良好，基本满足公司经营管理需要。

截至 2019 年 9 月末，公司董事 9 人，高层管理人员 6 人，公司高层领导具备较长的行业从业经验、较高的学历水平和较高的专业水平。

万敏先生，上海海事大学交通运输管理工程毕业，工学学士，上海交通大学工商管理硕士，工程师；曾任上海中远货运公司总经理助理、中远集装箱运输有限公司副总经理、中远美洲公司总裁、中远集装箱运输有限公司总经理、中国远洋运输（集团）总公司副总经理、中国远洋海运集团有限公司董事、总经理等职。自 2017 年 12 月起任公司董事长。

杜江先生，南开大学旅游学系旅游外语专业毕业，获文学学士学位，南开大学国际经济研究所世界经济专业在职研究生毕业，获经济学博士学位，教授。曾任南开大学旅游学系副主任、主任、国际商学院副院长，北京第二外国语学院副院长、院长，北京市旅游局局长，国家旅游局副局长，中国旅游研究所所长，海峡两岸旅游交流协会执行会长，文化和旅游部党组成员。自 2018 年 10 月起任公司董事、总经理。

截至 2019 年 9 月末，公司合并口径拥有在职员工 43,076 人。从岗位分布看，技术人员占 72.43%，行政人员占 7.25%，管理人员占 15.58%，财务人员占 2.37%，销售人员占 2.37%。从年龄构成看，30 岁以下的占 56.34%，31~50 岁的占 35.50%，50 岁以上的占 8.16%。从学历上看，大专及以上学历占 63.17%，本科学历占 32.82%，研究生及以上学历占 4.02%。

3. 外部支持

国务院国资委在注资方面支持力度较大，带动公司资本实力增强，财政补贴是公司利润的一定补充。

2016 年 7 月，根据国务院国资委下发的《关于中国港中旅集团公司国家资本金变动有关问题的批复》（国资产权〔2016〕788 号）文件，增加公司注册资本及实收资本 84.06 亿元。

2019 年，国务院国资委向公司增资 2.00 亿元。

政府补贴方面，2016—2018 年及 2019 年 1—9 月，公司获得计入营业外收入和其他属收益的政府补助分别为 4.81 亿元、11.49 亿元、1.72 亿元和 2.84 亿元，是利润的一定补充。

五、公司管理

1. 治理结构

公司治理结构能够满足日常经营运行，整体治理运行情况良好。

公司是国务院国资委代表国务院履行出资人职责的国有独资公司，具有独立的企业法人资格。公司不设股东会，由国资委代表国务院对公司履行出资责任。国务院国资委维护公司依法享受的经

营自主权，并依照有关规定授予董事会行使出资人的部分职权，决定公司的重大事项。

公司设有董事会，董事会有 7~13 名董事组成，由国资委委派和更换，其中外部董事人员原则上应当超过董事会全体成员的半数。外部董事不在公司担任除董事和董事会专门委员会有关职务以外的其他职务。董事会设董事长 1 名，董事长为公司法定代表人，董事长、副董事长由国资委从董事会成员中确定。

公司设有总经理，设副总经理、总会计师、总法律顾问、总经理助理等其他高级管理人员协助总经理工作。公司的日常经营管理工作实行总经理负责制，总经理对董事会负责，向董事会报告工作接收董事会的监督管理和监事会的监督。公司总经理每届任期 3 年，任期届满可以连任。

公司实行外派监事会制度，由国资委的职工代表国务院向公司派驻监事会。目前监事会成员为 3 人。公司监事会主席由国务院任命，监事会中的职工代表经公司职工代表待会等选举产生。

2. 管理体制

公司内部管理制度健全，管理运作情况良好。

公司本部下设战略投资和企业管理部、人力资源部、财务部、审计部、科技信息部等职能部门，各职能部门分工明确。公司不断完善制度建设，制定了投资管理、预算管理、资金管理、监察审计、财务管理等一系列规章制度。

投资管理方面，为提高公司投资决策的科学性，有效防范投资风险，公司制定了投资管理制度。公司本部投资活动经集团董事会批准后执行，通过预算执行情况分析、备案管理、重大事项报告、效能监察、内部审计等多种方式对投资活动进行动态监督；子公司的投资管理办法或实施细则经公司董事会审批后报集团战略发展部备案，采用多种方式对附属全资、控股、作为单一大股东的子公司的投资活动进行动态监督，确保所属子公司的投资活动规范运作。

预算管理方面，公司设立预算和考核委员会落实全面预算管理，财务部为财务预算管理部门和全面预算的汇总部门，在预算和考核委员会领导下，负责组织财务预算编制、执行、控制和报告。公司对预算过程采用事前控制、事中控制和事后评价，保证预算的实现。

资金管理方面，公司实行高度集中的管理模式，按照“集中管理、计划安排、有偿使用、逐级审批、节约成本、注重效益”的原则统一调度，加强了对下属公司的控管，保证了资金安全，实现了资源的均衡配置。

六、经营分析

1. 经营概况

受外延式收购使得免税销售业务大幅增长影响，公司总收入规模持续增长。随着物流、电力业务的剥离以及高毛利率的免税业务扩张，公司综合毛利率持续提升。

公司业务格局以旅游主业（包括旅行服务、酒店运营、景区运营、旅游零售等）为核心，辅以旅游地产、旅游金融业务、电力和物流等。2016—2018 年，公司营业总收入逐年增长，年均复合增长 5.31%，2018 年，公司营业总收入 669.39 亿元，较上年增长 6.28%，主要系免税销售业务扩张使得旅游零售收入增长，旅游地产结转大幅下降，同时银行业务不再并表综合所致。

从收入构成看，公司旅游主业收入占营业总收入比重逐年增长，2018 年为 92.43%。2016—2018 年，公司旅游主业收入逐年增长，年均复合增长 25.39%，2018 年较上年增长 35.51%，主要系将日上上海并表及经营规模扩大所致。具体看，公司旅游零售业务逐年大幅增长，年均复合增长 90.69%，

主要系先后收购日上中国、日上上海及巩固优化现有离岛免税业务所致；公司旅行服务业务逐年下降，年均复合下降 5.91%，主要系受行业竞争加剧、公司业务网点调整等影响所致。公司旅游地产收入逐年下降，年均复合下降 61.89%，2018 年较上年下降 81.87%，主要系燕郊地区销售下降及苏宁杭地区尾盘项目使得结转规模下降所致。2016—2018 年，公司金融业务收入波动下降，2018 年为 49.82 亿元，较上年下降 18.55%，主要系公司不再将焦作中旅银行股份有限公司（以下简称“焦作中旅银行”）纳入合并范围所致。此外，2016—2017 年，公司有物流及电力业务，2018 年，上述两种业务不再确认收入，主要系港中旅华贸国际物流股份有限公司（以下简称“华贸物流”）的划出和陕西渭河发电有限公司（以下简称“渭河发电公司”）合作到期，公司分别自 2017 年 9 月和 5 月起不再从事物流和发电业务。

表3 2016-2018年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
旅游零售	95.21	15.77	46.25	159.37	25.30	46.06	346.20	51.72	52.57
旅行服务	235.24	38.97	9.10	227.74	36.16	9.10	208.25	31.11	10.44
酒店运营	27.41	4.54	61.14	28.17	4.47	61.02	29.22	4.37	61.84
景区运营	18.85	3.12	41.38	25.84	4.10	32.69	20.79	3.11	38.92
国旅集团	7.44	1.23	52.01	8.22	1.31	57.39	8.03	1.20	50.44
其他旅游业务	9.33	1.55	41.77	7.19	1.14	51.50	6.17	0.92	50.40
旅游主业小计	393.47	65.18	24.84	456.53	72.48	27.82	618.66	92.43	38.37
旅游地产	75.47	12.50	31.75	60.44	9.60	53.51	10.96	1.64	42.59
金融	51.51	8.53	69.94	61.17	9.71	62.47	49.82	7.44	61.76
物流	73.23	12.13	12.93	54.64	8.67	11.78	--	--	--
电力	20.09	3.33	28.14	6.75	1.07	-0.52	--	--	--
分部抵消	-10.13	-1.68	--	-9.68	-1.54	--	-10.06	-1.50	--
合计	603.64	100.00	27.69	629.84	100.00	32.14	669.39	100.00	40.41

资料来源：公司提供

毛利率变化方面，分板块看，受免税业务规模扩大摊薄固定成本影响，公司旅游零售业务毛利率有所提升，2018 年较上年提升 6.51 个百分点至 52.57%。受此影响，公司旅游主业毛利率逐年增加，2018 年较上年增加 10.55 个百分点至 38.37%。公司旅游地产业务毛利率波动较大，2017 年较上年增加 21.76 个百分点至 53.51%，主要系部分项目 2017 年售价的提升及部分高毛利项目结转收入占比较大所致。公司金融业务毛利率波动下降。受旅游主业毛利率提升以及毛利率低的物流板块和亏损的电力业务不再并表影响，公司毛利率逐年增加，2018 年较上年提升 8.27 个百分点至 40.41%。

2019 年 1—9 月，公司营业总收入为 547.81 亿元，较上年同期增长 7.88%，主要系经营规模增加及海免公司并表所致，毛利率为 45.71%。

2. 旅游主业

旅游主业是公司的传统及核心业务，主要包括旅游零售、旅行服务、酒店、景区等六个业务板块。2016—2018 年，公司旅游主业收入逐年增长，年均复合增长 25.39%。2018 年，公司旅游主业收入 618.66 亿元，较上年增长 35.51%，主要系将日上上海并表及经营规模扩大所致。2020 年初的新冠疫情对公司旅游主业影响较大，该业务收入短期有下滑风险。

旅游零售业务

中免公司旅游零售业务资质齐全，经营规模不断扩大，经营渠道不断完善，通过外延式并购股权相继中标多个优质平台免税经营权，市场份额持续扩张，带动旅游销售业务对公司收入和利润的贡献度持续提升。

公司旅游零售业务主要经营免税业务，是公司与国旅集团 2016 年重组后新纳入的业务板块，主要经营主体为中免公司。中免公司是唯一一家经国务院授权，可以在全国范围内开展免税业务的国有专营公司，2018 年，公司旅游零售业务板块在国内免税市场份额达 87.3%。2016—2018 年，公司旅游零售业务逐年大幅增长，年均复合增长 90.69%，2018 年，公司该业务收入 346.20 亿元，较上年增长 117.23%，主要系公司通过收购日上上海、巩固优化现有离岛免税业务带来收入增量等综合所致。2019 年 1—9 月，公司旅游零售业务收入 349.80 亿元，较上年同期增长 42.39%，主要系消费市场持续增长、收购日上上海业务及将海免公司并表综合影响所致。

近年来，公司通过外延式并购、中标大型机场免税店经营权的形式实现业务的快速发展。2017 年，公司完成对日上中国的收购，并成功中标北京首都机场免税经营权；同年，公司又中标香港机场烟酒标段，获得第一个大型国际零售平台。2018 年，公司完成对日上上海的收购，并成功中标上海浦东国际机场和虹桥国际机场免税经营权。2019 年 1 月，公司接受海免公司 51% 股权，获得海口美兰机场免税店、海口日月广场免税店和琼海博鳌免税店经营权。截至 2019 年 9 月末，中免公司拥有 141 个免税经营权，主要分布在中国北京、上海、广东、海南等 30 多个省市及香港、澳门、柬埔寨等地，开展机场、边境、市内、机上、邮轮、客运站、外轮供应、火车站、外交人员九大类型免税业务。

公司旅游零售业务经营模式为通过自有或租赁取得免税店经营场所，并通过向上游供应商采购免税商品，再向下游客户销售以赚取价差实现盈利。上游采购方面，公司对免税商品进行统一采购，具体可采用原产地采购和中间商采购两种模式，其中原材料采购合同一般每年签订一次，期满续签，而中间商采购则是针对有市场潜力但目前经营规模不大的品类、品牌。公司与全球众多知名品牌建立长期合作关系，主要采购烟草制品、酒水、香水化妆品等，常规商品采购按需求批次补货，时尚品遵从季节性采购模式，部分商品以预付款方式结算，预付比例因产品不同而有差异，账期一般 1~3 月。2018 年，公司旅游零售业务从前五大供应商采购金额合计 111.16 亿元，占比 57.95%，集中度较高。

销售方面，公司旅游零售业务商品销售通过其下属的设立在边境口岸、机场等场所的免税商品完成，免税品销售以现金结算，并确认收入。公司免税商品下游客户为政策允许购买免税商品的出入境及离岛旅客，下游客户较分散，不存在对单个客户的销售额占比过大的情况。

公司旅游零售业务所售商品定价分为零售定价和批发定价两种。其中，零售定价方面，中免公司考虑品牌商、亚太地区大型免税运营商及公司售价管理要求等因素，确保香化、烟酒等产品的免税价格比有税市场有较大的价格优势。另外批发价格不低于采购价，在满足零售终端毛利率基础上逆向定价。零售方面，中免公司通过全资和合资经营等方式，设立九大类型免税店，总体经营面积达到 14 万平方米，经营场所多为租赁形式。其中，三亚海棠湾免税购物中心为自有物业，经营面积 7 万平方米，是全球规模最大的单体市内免税店。2018 年，该购物中心实现营业收入 80.10 亿元，较上年增长 31.66%，主要系知名度提升和旅行社的合作带动进店购物增长、离岛免税新政策刺激等所致。2019 年 1—9 月，三亚海棠湾免税购物中心实现营业收入 73.64 亿元，较上年同期增长 29%。批发方面，公司通过参股多家地方免税品零售业务的公司，并由中免公司对其供货，可在部分由其他零售免税公司早期形成垄断经营的地方市场上，以合作方式获得免税市场份额。

旅行业务

公司是具有规模优势和品牌影响力的旅行社企业，盈利模式有前端收取游客费用、后端整合旅游资源产品和收取佣金和代理费（或服务费）两种，收入结构以出境游和国内游为主，但受行业竞争加剧、业务网点调整等影响，公司旅行服务收入逐年下降。

公司旅行服务主要经营旅行社业务，主要由中国旅游旅行社有限公司（以下简称“中国旅行社公司”）和香港中国旅行社有限公司（以下简称“香港中旅社”）经营。

中国旅行社公司旅游服务业务较多，含入境游、出境游、国内游、会展业务、签证及证件业务、商旅业务等，围绕不同目的地建立出境 9 个产品部和国内 5 个产品部，并成立入境游部、签证业务部及专业的会展和商旅航服公司，针对不同产品建立产品分级及服务标准、管理规范等，组建了线上线下一体化服务体系。中国旅行社公司在内地设有 145 间旅行社、会展和商旅服务等旅游产业公司，香港、澳门地区设有 3 间旅行社和 2 家签证中心，在海外 28 个国家设有 14 间海外旅行社和 46 家签证中心。香港中旅社成立于 1928 年，是香港具有规模优势的旅游机构之一，在港岛、九龙和新界设有 40 间分社和办事处，在澳门、广州设有附属公司，在海外 14 个国家地区设有 21 间分社，是唯一代办“港澳居民来往内地通行证”和“台湾居民来往大陆通行证”的香港旅行社。

公司旅行社业务经营模式以传统旅行社组团和接待为主。具体盈利模式有两种，其一是前端收取游客费用，后端采购各项旅游要素整合成为旅游产品（线路、酒店、机票等），获取前端收入和后端成本价差；二是收取佣金和代理费（或服务费）。目前，公司旅行社业务以自有线路门市销售为主，线上销售为辅，随着电子商务平台建设的推进，线上销售份额占比明显提升。具体结算模式以现收现付、预收预付、应收应付为主。

近年来，旅游市场竞争加剧，公司旅行服务进行提质增效、开展业务整合，关停合并亏损网点、整改质量差、控制力弱的网点，旅行服务收入逐年下降。2016—2018 年，公司旅行服务业务收入逐年下降，年均复合下降 5.91%，2018 年，公司旅行服务收入为 208.26 亿元，较上年下降 8.55%，主要系行业竞争加剧公司整理相关网点以及香港修例风波、大陆暂停台湾自由行等事件综合影响所致。从旅行服务收入看，2016—2018 年，公司旅行服务收入主要来自出境游（占 42.85%~46.35%）和国内游（占 19.07%~21.25%）。2019 年 1—9 月，公司旅行服务收入 143.89 亿元，主要来自出境游（占 45.17%）和国内游（占 20.73%）。

表4 2016—2018年及2019年1—9月公司旅行社收入情况（单位：亿元、%）

构成	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
入境游	13.37	5.68	13.78	6.05	14.48	6.95	7.37	5.12
出境游	100.81	42.85	99.61	43.74	96.53	46.35	64.99	45.17
国内游	49.99	21.25	43.44	19.07	44.09	21.17	29.83	20.73
商旅服务	33.37	14.18	30.65	13.46	8.99	4.32	4.81	3.34
签证业务	14.74	6.27	16.06	7.05	18.32	8.80	16.66	11.58
会奖业务	17.05	7.25	18.66	8.19	20.70	9.94	17.64	12.26
其他业务	5.91	2.51	5.53	2.43	5.15	2.47	2.59	1.80
合计	235.24	100.00	227.74	100.00	208.26	100.00	143.89	100.00

注：部分合计数与审计报告数据有差异，系四舍五入造成
资料来源：公司提供

酒店运营业务

公司酒店运营有自有品牌和输出管理两类，随着旅游业发展，公司酒店业务客均价和入住率均

逐年增长，带动公司酒店运营收入逐年增长，成为公司收入和利润的重要补充。

酒店业务方面，公司主要经营“维景”、“维景国际”、“睿景”和“旅居”4个系列酒店，截至2019年9月末，公司旗下自有酒店（不含输出管理的酒店和英国地区酒店）15家，分布在北京、南京、杭州、重庆、香港、澳门等地，客房总计5,049间（其中香港4家、澳门1家，客房共计1,711间），英国KG自有及管理酒店77家，客房数10,245间。2016—2018年，公司酒店运营收入分别为27.32亿元、28.17亿元和29.22亿元，逐年增长。

受益于旅游行业的快速发展、公司酒店地理位置优越等因素影响，公司酒店平均房价逐年增长，2016—2018年分别为421.25元/间、462.82元/间及544.97元/间（不含香港及英国房价）。从入住率看，公司平均入住率呈逐年增长态势，分别为67.60%、74.19%和77.19%（不含香港及英国价格）。公司酒店业务发展良好。

2019年第一、第二和第三季度，公司酒店平均房价分别为526.48元/间、543.19元/间、527.55元/间，酒店入住率分别为68.00%、79.85%、83.03%，均保持良好发展态势。

景区业务

公司目前有2家全部经营权和7家合作经营权的景区，采取以收取门票为主、带动二次消费为辅的盈利模式，经营收入有所波动，是收入和利润的重要补充。

截至2019年9月末，公司在深圳控股锦绣中华和世界之窗两个AAAAA级主题公园，拥有包括珠海海泉湾和咸阳海泉湾、青岛海泉湾、安吉度假村在内的大型温泉休闲度假区，沙坡头和嵩山在内的自然人文景区。公司运营的景区有9个，其中珠海海泉湾度假区和青岛海泉湾度假区2个拥有全部经营权，其余7个为合作经营。

经营模式方面，公司运营的景区以收取门票为主，带动主题乐园、游乐场、客房、餐饮等二次消费的盈利方式，结算模式为以现金结算为主，兼有预收和应付的结算方式。

2016—2018年，公司景区运营业务收入波动增长，分别为18.85亿元、25.84亿元和20.79亿元，2018年较上年下降19.54%，主要系2017年旅游休闲度假区的地产项目结转收入而2018年没有相关收入所致。2019年1—9月，公司景区经营收入17.53亿元，较上年同期增长10%。

3. 旅游地产

受开发周期、结转时点等因素影响，公司旅游地产收入逐年下降。公司土地储备规模较大，业务持续性较好。但旅游地产在建项目及土地储备待开发项目投资规模大，存在一定的资金压力。

公司设有旅游投资和运营事业部，主要负责地产开发和旅游投资运营，由各地公司执行项目开发运营及销售等。公司开发的旅游地产项目主要分布在苏州、宁波、杭州、燕郊等地。2016—2018年，公司旅游地产收入逐年下降，主要系项目开发周期、结转时间等因素影响所致，2018年，公司收入结转来自燕郊项目、杭州丁桥、青岛项目、苏州新区等项目。

从业务开发情况看，2016—2018年末，公司在开发面积分别为127.73万平方米、148.13万平方米和204.52万平方米，逐年增长；当年完成开发面积分别为85.57万平方米、36.55万平方米和12.87万平方米，逐年下降，主要系开发节奏及受政策影响综合所致。从销售数据看，2016—2018年，公司当年销售面积分别为38.14万平方米、35.69万平方米和36.80万平方米，较为稳定。

截至2019年9月末，公司商品房在开发面积239.02万平方米，2019年1—9月完成销售面积39.72万平方米，结转收入16.25亿元。值得关注的是，公司在燕郊、鞍山等地项目规模较大，受持续收紧政策和区域经济影响较大，公司燕郊、鞍山等地项目存在一定去化压力和跌价风险。

截至2019年9月末，公司在建旅游地产项目主要分布在燕郊、苏州、杭州、宁波和成都等城市，

总在开发面积合计 239.02 万平方米，预计总投资 418.22 亿元，已完成投资 195.11 亿元，存在一定投资支出压力。

表 5 截至 2019 年 9 月末公司在建旅游地产情况（单位：亿元、万平方米）

项目	类别	在开发面积	开工时间	预计竣工时间	预计总投资	已投资
燕郊 1-2	住宅	17.98	2016 年 11 月	2019 年 11 月	17.64	12.11
宁波长兴路 2#	住宅	25.60	2017 年 9 月	2019 年 11 月	22.81	14.57
宁波长兴路 3#	住宅	33.67	2017 年 11 月	2020 年 11 月	30.79	14.12
杭州萧山二期	住宅	9.02	2018 年 9 月	2020 年 12 月	37.14	15.62
成都金堂一期	住宅/商业	2.71	2017 年 3 月	2020 年 1 月	5.25	3.17
成都双流东升	住宅	11.76	2018 年 7 月	2020 年 9 月	14.52	9.86
苏州张家港	住宅	17.71	2018 年 2 月	2020 年 3 月	16.64	11.90
苏州吴江	住宅	16.17	2018 年 2 月	2020 年 3 月	24.24	17.33
青岛三区	住宅	6.84	2018 年 4 月	2019 年 7 月	6.65	3.80
苏州顾家荡	住宅	16.15	2018 年 6 月	2020 年 3 月	32.55	20.74
杭州湾 3#-g-e	住宅	21.53	2018 年 11 月	2020 年 10 月	30.28	8.58
杭州湾 3#f 地块	住宅	9.50	2019 年 6 月	2021 年 5 月	6.39	4.33
宁波杭州湾海泉湾	住宅	31.67	2019 年 8 月	长期开发	119.84	23.53
杭州城东新城地块	住宅	18.71	2019 年 9 月	2022 年 6 月	53.48	35.46
合计		239.02	--	--	418.22	195.11

注：燕郊 1-2 地块、宁波长兴路 2#地块和青岛三区已于 2019 年竣工
资料来源：公司提供

土地储备方面，公司积极进行土地储备战略布局，主要集中在河北燕郊、杭州等地，均为住宅用地，截至 2019 年 9 月末，公司土地储备面积为 355.92 万平方米，不存在两年未开发土地的情况，预计总投资 533.06 亿元，未来将面临一定的投资支出压力。

表 6 截至 2019 年 9 月末旅游地产土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

项目	土地储备面积	开工时间	预计竣工时间	预计总投资
青岛项目	42.83	2015 年	2020 年	41.36
鞍山项目	84.84	2014 年	2021 年	43.50
燕郊项目	72.63	2014 年	2020 年	126.91
成都金堂项目	29.59	2016 年	2020 年	60.00
杭州湾文化小镇项目	51.93	2019 年	2023 年	66.44
杭州湾海泉湾项目	44.70	2019 年	2024 年	80.47
杭州城东项目	5.25	2019 年	2022 年	49.40
北京亦庄项目	12.20	2020 年	2022 年	41.50
宁波慈城项目	11.95	2020 年	2022 年	23.48
合计	355.92	--	--	533.06

注：部分项目中有部分土地已开工，表中土地储备指相应项目地块中未取得施工许可证的部分，开工时间为整盘项目开工时间，预计投资为土地储备部分的投资额
资料来源：公司提供

4. 其他业务

旅游金融

公司近年发展旅游产业基金、消费信贷等旅游特色金融服务，受丧失焦作中旅银行控股权影响，

公司金融业务收入有一定下滑。

近年来，公司大力发展旅游特色金融业务，业务范围包括产业基金、互联网金融、商业银行、消费信贷等，2016—2018年，公司金融业务收入分别为51.51亿元、61.17亿元和49.82亿元，波动下降，2018年较上年下降18.55%，主要系公司丧失焦作中旅银行控股权不再并表所致。

基金方面，2017年6月，公司联合其他企业成立中旅（青岛）旅游发展基金（有限合伙），计划首期规模3.00亿元，公司认缴1.10亿元，并于2018年7月取得私募股权投资基金管理人资格。2018年，经国家旅游局报国务院批准，公司拟牵头发起“中国旅游产业基金”并负责筹建“中国旅游产业基金管理有限公司”。

商业银行方面，公司为焦作中旅银行第一大股东，截至2017年末持股36.68%，公司通过对中旅银行董事会的重大影响力实施控制，但2018年6月焦作中旅银行董事会改组，公司丧失了控制权，不再将其纳入并表范围。

消费信贷方面，公司控股子公司安信金融控股有限公司¹（以下简称“安信金控”）下属子公司深圳安信小额贷款有限责任公司（以下简称“安信信贷”）主要经营小额贷款，房贷资金来源于股东资金、资产证券化和银行贷款。安信金控是香港具有规模优势的非银行消费信贷公司，在香港设有30家分行，3家电话销售中心和2个办公室经营地产，2018年，安信金控在香港和大陆分别发放贷款90.9亿港元和5.0亿元人民币；截至2018年，安信信贷不良率²为7.8%，2019年6月末为8.8%。

物流和电力

受华贸物流股权划出及发电业务经营期限到期的影响，公司不再从事物流和电力业务。

公司原物流业务经营主体为华贸物流，主营综合物流服务及供应链贸易业务。2017年6月，经国务院国资委批复，公司将持有的华贸物流51.09%股份无偿划转至国务院国资委出资监管的其他企业，华贸物流自2018年9月起不再纳入合并范围。

发电业务原非公司主业，经营主体是渭河发电公司，根据公司与相关公司签署的合作合同、公司章程等约定，公司对渭河发电公司的合作经营期限为1997年5月起持续20年。2017年5月，公司按期退出，公司不再从事发电业务。

5. 未来发展

作为行业龙头企业，公司主业发展清晰，发展规划具有较强实施性。

公司近年对公司战略进行调整，提出实施“两步走”战略，以市场为驱动，全面优化升级旅游产业链集群。公司将通过并购重组、产业基金、资产管理等方式，加快在旅游产业链条的布局，推动旅游产业结构升级，提升公司影响力。此外，公司将选择性的培育旅游地产、旅游房车、旅游航空、旅游消费金融服务、旅游免税购物、旅游集散中心等新产业，寻找新的收入增长点，提升公司整体竞争力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供2016年合并财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计、2017—2018年度合并财务报表经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。公

¹ 安信金控原为渣打银行全资子公司。

² 安信信贷为小额贷款公司，未设置资本充足率指标。

司执行最新的企业会计准则。

2016年，根据国资委批复经国务院批准，国旅集团整体并入中国港中旅集团公司，成为其全资子公司，中国港中旅集团公司更为现名，公司按照同一控制下企业合并，对比较报表进行追溯调整，无会计政策变更、会计估计变更及会计差错调整。2017年，公司自2017年采用《企业会计准则第16号——政府补助》、《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组及终止经营》相关规定，增加其他收益9.04亿元、营业利润9.04亿元、持续经营损益43.83亿元等，无会计变更，无重大会计差错更正。2018年，会计政策变更方面，公司根据财政部一般企业财务报表格式列报，执行修订后的新收入准则和新金融工具准则，对于新金融工具准则和新收入准则的调整，公司未对2017年度的比较财务报表进行重列，但影响较小。

合并范围方面，2017年，公司新纳入并表子公司20家，不再纳入并表范围子公司109家。2018年，公司合并范围新增27家子公司，不再纳入合并范围子公司38家。2018年，日上上海购买日账面价值资产合计20.23亿元，净资产9.21亿元。公司失去焦作中旅银行控制权，2018年不再纳入公司合并范围。2019年1—9月，公司新纳入并表子公司16家，不再纳入并表范围的子公司33家。报告2016年、2017年数据采用2017年报、2018年报的期初数。

公司合并报表范围变化较大，对公司财务数据可比性产生一定影响。

2. 资产质量

受焦作中旅银行出表影响，公司资产规模有所下降，资产结构相对均衡。公司货币资金充裕，非流动资产以土地、房屋建筑物和对金融及旅游主业相关的企业投资为主，整体资产质量高。但需关注公司存货去化风险、发放贷款及垫款的贷款损失风险及商誉减值风险。

2016—2018年，公司合并资产总额波动下降。截至2018年末，公司合并资产总额1,008.16亿元，较年初下降31.45%，主要系焦作中旅银行不再并表使得非流动资产下降所致。公司资产结构相对均衡。公司资产构成和变化情况见表7。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016年		2017年		2018年		年复合增长率	2019年9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	654.07	45.52	610.19	41.49	542.08	53.77	-8.96	672.76	57.50
货币资金	299.08	20.81	259.96	17.68	171.28	16.99	-24.32	195.19	16.68
其他应收款	21.89	1.52	16.88	1.15	14.99	1.49	-17.27	26.73	2.28
存货	142.47	9.91	196.42	13.36	272.35	27.01	38.26	383.97	32.82
非流动资产	782.94	54.48	860.55	58.51	466.08	46.23	-22.84	497.18	42.50
发放贷款及垫款	292.24	20.34	362.52	24.65	82.90	8.22	-46.74	87.22	7.46
长期股权投资	21.10	1.47	21.02	1.43	58.61	5.81	66.77	57.27	4.90
投资性房地产	49.82	3.47	46.72	3.18	52.24	5.18	2.40	53.28	4.55
固定资产	151.75	10.56	136.04	9.25	129.28	12.82	-7.70	136.57	11.67
无形资产	35.02	2.44	46.59	3.17	52.99	5.26	23.01	67.96	5.81
商誉	40.79	2.84	20.13	1.37	30.53	3.03	-13.48	31.55	2.70
资产总额	1,437.00	100.00	1,470.74	100.00	1,008.16	100.00	-16.24	1,169.93	100.00

资料来源：公司审计报告及2019年前三季度财务报告，联合评级整理

（1）流动资产

2016—2018年，公司流动资产逐年下降。截至2018年末，公司流动资产542.08亿元，较年初

下降 11.16%，主要系货币资金和其他流动资产下降所致。

2016—2018 年，公司货币资金逐年下降。截至 2018 年末，公司货币资金 171.28 亿元，较年初下降 34.11%，主要系地产销售回款减少所致。

2016—2018 年，公司应收账款逐年下降。截至 2017 年末，公司应收账款 17.89 亿元，较年初下降 51.07%，主要系公司不再将应收款较多的物流和电力业务并表所致。截至 2018 年末，公司应收账款 17.27 亿元，较年初下降 3.46%。公司应收账款中应收前五大客户金额合计 3.35 亿元，占 19.41%。公司应收账款累计计提坏账准备 2.44 亿元。

2016—2018 年，公司存货逐年增长。截至 2017 年末，公司存货 196.42 亿元，较年初增长 37.87%，主要系库存商品、开发产品增加所致。截至 2018 年末，存货账面价值 272.35 亿元，较年初增长 38.66%，主要系在建开发成本及产成品增加所致。公司存货由自制半成品及在产品（在建开发成本）（占 53.24%）、库存商品（产成品）（占 26.87%）和其他（尚未开发土地）（占 19.77%）构成。公司累计计提跌价准备 6.99 亿元，主要来自产成品 4.42 亿元和在建开发产品 2.43 亿元，公司存货规模较大，存在进一步计提跌价风险。

2016—2018 年，公司其他流动资产波动下降。公司其他流动资产主要为理财产品、预交税费、信托投资、委托贷款等。截至 2018 年末，公司其他流动资产 42.67 亿元，较年初下降 57.69%，主要系合并范围变化，信托投资大幅下降所致。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产波动下降。截至 2018 年末，公司非流动资产 466.08 亿元，较年初下降 45.84%，主要系发放贷款及垫款下降所致。

2016—2018 年，公司发放贷款及垫款波动下降。截至 2018 年末，公司发放贷款及垫款 82.90 亿元，较年初大幅下降 77.13%，主要系焦作中旅银行不再并表使得公司对企业贷款及垫款规模下降所致，公司贷款方个人贷款余额比重由上年的 36.19% 上升至本年 99.46%；逾期贷款共 5.34 亿元，较年初下降 43.79%，逾期主要以逾期 1 天至 90 天为主（占 99.63%）。公司计提贷款损失准备 4.58 亿元，计提比例为 5.52%。

2016—2018 年，公司长期股权投资波动增长。截至 2018 年末，公司长期股权投资 58.61 亿元，较年初增长 178.83%，主要系对港中旅（沈阳）置业有限公司增加投资 7.66 亿元以及对焦作中旅银行失去控制权转为联营企业计入长期股权投资综合所致。

2016—2018 年，公司投资性房地产波动增长。截至 2018 年末，公司投资性房地产账面价值 52.24 亿元，较年初增长 11.82%，主要系按公允价值计量的境内外投资性房地产公允价值变动所致。公司投资性房地产按公允价值计量为 34.61 亿元，按成本计量的为 17.63 亿元。

2016—2018 年，公司固定资产逐年下降。截至 2018 年末，公司固定资产账面价值 129.28 亿元，较年初下降 4.97%，变化不大。公司固定资产主要由房屋建筑物（82.05%）构成，累计计提折旧 99.01 亿元，固定资产成新率 56.26%，成新率一般。

2016—2018 年，公司无形资产逐年增长。截至 2018 年末，公司无形资产 52.99 亿元，较年初增长 13.73%，主要系土地使用权增加所致。无形资产中土地使用权占 93.24%，计提跌价 0.01 亿元。

2016—2018 年，公司商誉波动下降。截至 2018 年末，公司商誉 30.53 亿元，较年初增长 51.68%，主要系合并日上上海形成商誉 8.22 亿元、中旅银行划出减少 4.58 亿元所致。公司商誉累计计提减值准备 7.83 亿元。公司商誉主要为收购安信信贷（18.47 亿元）、日上上海（8.22 亿元）、CTS Metropark Limited & its subsidiaries（9.00 亿元）产生，计提商誉主要来自 CTS Metropark Limited & its subsidiaries（7.78 亿元）。

截至 2019 年 9 月末，公司资产总计 1,169.93 亿元，较年初增长 16.05%，主要系流动资产增长所致。公司货币资金较年初增长 13.96% 至 195.19 亿元，主要系地产销售增加、债务融资增加所致；其他应收款较年初增长 78.35% 至 26.73 亿元，主要系往来款增加所致；存货较年初增长 40.98% 至 383.97 亿元，主要系地产板块投资增加所致；其他流动资产较年初下降 41.15% 至 25.12 亿元，主要系短期理财产品到期所致。公司在建工程较年初增长 38.60% 至 25.21 亿元，主要系项目投资增加所致；公司无形资产较年初增长 28.25% 至 67.96 亿元，主要系公司拿地规模增加所致。

截至 2019 年 9 月末，公司受限资产 27.74 亿元，其中受限货币资金 23.77 亿元、固定资产 3.95 亿元，投资性房地产 0.02 亿元。公司受限资产占总资产的 2.37%，受限比例低。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

随着负债占比较高的焦作中旅银行不再并表的影响，公司资产负债率明显下降，但公司全部债务规模大幅增加。

2016—2018 年，公司负债总额波动下降。截至 2018 年末，公司负债较年初下降 44.45%，主要系流动负债下降所致。公司负债以流动负债为主，但占比大幅下降，2019 年 9 月末为 64.07%。公司负债构成和变化情况见表 8。

表 8 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年		年均复合增长率	2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	755.24	77.38	848.59	82.45	417.88	73.09	-25.62	441.34	64.07
短期借款	16.95	1.74	37.16	3.61	57.89	10.13	84.81	62.13	9.02
应付账款	54.30	5.56	51.65	5.02	54.62	9.55	0.29	61.57	8.94
预收款项	50.32	5.16	42.37	4.12	97.04	16.97	38.87	146.71	21.30
其他应付款	39.57	4.05	50.83	4.94	53.28	9.32	16.04	60.63	8.80
一年内到期的非流动负债	1.15	0.12	23.96	2.33	52.27	9.14	573.16	21.27	3.09
其他流动负债	104.89	10.75	142.27	13.82	53.37	9.33	-28.67	44.72	6.49
非流动负债合计	220.75	22.62	180.60	17.55	153.83	26.91	-16.52	247.52	35.93
长期借款	41.18	4.22	25.46	2.47	41.24	7.21	0.07	51.56	7.49
应付债券	153.38	15.72	130.76	12.71	83.53	14.61	-26.20	160.47	23.30
负债	975.99	100.00	1,029.19	100.00	571.71	100.00	-23.46	688.85	100.00

资料来源：公司审计报告及 2019 年前三季度财务报表，联合评级整理

2016—2018 年，公司流动负债波动下降。截至 2018 年末，公司流动负债 417.88 亿元，较年初下降 50.76%，主要系其他流动负债、吸收存款及同业存放等金融业务负债大幅下降所致。

2016—2018 年，公司短期借款逐年大幅增长。截至 2018 年末，公司短期借款较年初增长 55.77%，主要系公司经营规模增加，融资需求增加所致。公司短期借款中信用借款占 99.25%。

2016—2018 年，公司应付票据及应付账款波动下降。公司应付票据及应付账款主要为应付账款，占比超过 99.94%，截至 2018 年末，公司应付账款 54.62 亿元，较年初增长 5.75%，主要系应付尚未结算的工程款增加所致。

2016—2018 年，公司预收款项波动增长。公司预收账款主要为预收的货款及房款，截至 2018 年末，公司预收款项 97.04 亿元，较年初大幅增长 129.05%，主要系预收售房款增加所致。

2016—2018 年，公司其他应付款波动增长。截至 2017 年末，公司其他应付款 66.05 亿元，较年

初增长 36.42%，主要系球会退出应付款、应付关联方往来款及待结算款项增加所致。截至 2018 年末，公司其他应付款 57.69 亿元，较年初下降 12.65%，主要系支付应交税费以及股利下降所致。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债逐年大幅增长。公司一年内到期的非流动负债主要系长期债务转入，截至 2017 年末，公司一年内到期的非流动负债 23.96 亿元，较年初增加 22.81 亿元；截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动负债 52.27 亿元，较年初增长 118.14%。

2016—2018 年，公司其他流动负债波动下降。公司其他流动负债主要系资产证券化融资资金、同业存单等。截至 2018 年末，公司其他非流动负债 53.37 亿元，较年初下降 62.49%，主要系公司不再将焦作中旅银行并表使得同业存单减少 93.28 亿元所致。

2016—2018 年，公司非流动负债逐年下降。截至 2018 年末，公司非流动负债 153.83 亿元，较年初下降 14.83%，主要系应付债券下降所致。

2016—2018 年，公司长期借款波动增长。截至 2018 年末，公司长期借款较年初增长 61.96%，主要系信用借款增加所致。公司长期借款由信用借款（占 91.46%）和抵押借款（占 4.83%）构成。

2016—2018 年，公司应付债券逐年下降。截至 2018 年末，公司应付债券 83.53 亿元，较年初下降 36.12%，主要系将“12 港中旅 MTN1”（发行规模 26 亿元，到期时间为 2019 年 5 月 23 日）、5 年期 3 亿美元债重分类至一年内到期的非流动负债所致，上述两只债券已兑付。

2016—2018 年，公司递延收益波动下降。截至 2018 年末，公司递延收益 17.08 亿元，较年初增长 3.56%，主要由基础设施补偿款（占 66.11%）和港中旅温泉度假区项目（占 8.94%）构成。

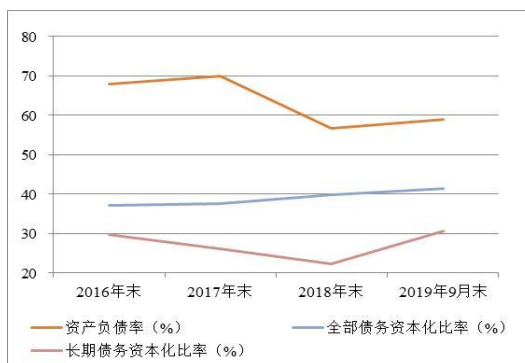
2016—2018 年，公司全部债务波动增长。截至 2018 年末，公司全部债务 289.05 亿元，较年初增长 8.98%，其中，短期债务比重由年初的 41.09% 上升至 56.48%。2016—2018 年，公司资产负债率波动下降，全部债务资本化比率逐年增长，长期债务资本化比率逐年下降，截至 2018 年末，公司上述指标分别为 56.71%、39.84% 和 22.37%，较年初分别下降 13.27 个百分点、提高 2.31 个百分点和下降 3.77 个百分点，债务负担整体有所上升但处于适中水平。

图1 公司长短期债务情况



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

图2 公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至 2019 年 9 月末，公司负债 688.85 亿元，较年初增长 20.49%，主要系非流动负债增长所致。公司预收账款较年初增长 51.18% 至 146.71 亿元，主要系杭州湾项目等销售房款增加所致；一年内到期的非流动负债较年初下降 59.30% 至 21.27 亿元，主要系偿付到期债务所致。公司应付债券较年初增长 92.10% 至 160.47 亿元，主要系 2019 年 3 月发行一只三年期 5.00 亿美元海外债，2019 年 4 月发行一只 3 年期 40 亿元的“19 中旅 01”公司债所致。2019 年 10 月，公司发行两只均为 3 亿美元的海外债，其中一只为三年期，一只为永续债。

截至 2019 年 9 月末，公司全部债务 340.58 亿元，较年初增长 17.83%，主要系发行债券增加所

致。公司全部债务中短期债务占比降至 37.74%。截至 2019 年 9 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.88%、41.45% 和 30.59%，分别较年初增加 2.17 个百分点、1.61 个百分点和 8.22 个百分点。

截至 2019 年 9 月末，公司全部债务 2019 年 10—12 月、2020 年、2021 年和 2022 年到期本金分别为 91.00 亿元、34.82 亿元、86.37 亿元和 77.00 亿元，其余均为 2023 年及以后年份到期，公司不存在集中兑付压力。

(2) 所有者权益

受并表范围变化及汇兑损失影响，公司所有者权益逐年下降，且少数股东权益占比较高，公司权益稳定性一般。

2016—2018 年，公司所有者权益逐年下降。截至 2018 年末，公司所有者权益为 436.45 亿元，较年初下降 1.15%。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 202.69 亿元（占 46.44%），其中实收资本 156.97 亿元³、其他综合收益-5.24 亿元（以汇兑损失为主）、未分配利润 49.98 亿元，归属于母公司所有者权益占比低，权益稳定一般。

截至 2019 年 9 月末，公司所有者权益 481.08 亿元，较年初增长 10.22%，主要系公司将海免公司并表使得少数股东权益增长所致。公司归属于母公司所有者权益构成较年初变化不大，少数股东权益占比仍较高。

4. 盈利能力

受旅游主业增长影响，公司收入规模有所增长，但资产减值损失规模较大，期间费用侵蚀公司利润明显。随着公司非旅游业务的剥离以及高毛利率免税业务的扩张，公司盈利能力增强。

2016—2018 年，公司营业总收入逐年增长，营业成本则逐年下降。同期，公司营业利润率逐年上升，2018 年为 40.79%，较上年增加 8.61 个百分点。

表 9 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	年均复合增长率
营业收入	603.64	629.84	669.39	5.31
营业成本	424.54	410.45	386.41	-4.60
销售费用	35.34	51.26	127.73	90.10
管理费用	46.60	48.79	47.89	1.38
财务费用	7.29	8.93	11.29	24.46
资产减值损失	16.50	24.47	25.45	24.17
净利润	40.67	43.62	46.80	7.28
营业利润率	27.53	32.18	40.79	--
总资本收益率	7.19	7.42	7.98	--
净资产收益率	9.31	9.67	10.66	--

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从期间费用看，2016—2018 年，公司期间费用逐年增长。其中，销售费用和管理费用占比合计超过 90%。公司销售费用逐年增长，2018 年较上年增长 149.17% 至 127.73 亿元（占 68.34%），主要系租赁费增长所致。公司管理费用波动不大。公司财务费用逐年增长，2018 年较上年增长 26.47% 至 11.29 亿元（占 6.04%），主要系利息支出增长所致。2016—2018 年，公司费用收入比逐年增长，

³ 该数据为公司实收资本账面数值，注册资本 158.00 亿元为国务院国资委批复数据。

2018年较上年增加10.62个百分点至27.92%。公司费用控制能力较弱，期间费用侵蚀利润明显。

2016—2018年，公司资产减值损失逐年增长，占营业利润比重31.04%~38.32%，侵蚀利润明显。2018年，公司资产减值主要是坏账损失2.23亿元、存货跌价损失6.50亿元、固定资产减值损失8.90亿元等。2016—2018年，公司投资收益波动增长，2018年较上年增长323.60%，主要系对焦作中旅银行丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计算产生的利得增加所致，对营业利润影响有一定影响但其持续性较弱。

从盈利指标看，2016—2018年，公司总资产收益率、净资产收益率逐年增长，总资产报酬率波动增长。2018年，上述指标分别为7.98%、6.06%和10.66%，较上年分别提高0.55个百分点、提高1.00个百分点和提高0.99个百分点，公司盈利能力增强。

2019年1—9月，公司实现营业收入547.81亿元，较上年同期增长7.88%；净利润46.50亿元，较上年同期下降2.19%。

5. 现金流

公司业务获现能力很强，收入实现质量较高。受合并范围变化影响，公司经营性净现金净流入规模持续下降，投资现金净流出规模较大，公司外部筹资需求大。

表10 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年	年均复合增长率	2019年1—9月
销售商品、提供劳务收到的现金	621.65	651.48	774.94	11.65	684.78
收到其他与经营活动有关的现金	116.67	159.50	38.03	-42.91	33.50
经营活动现金流入（金融类）	202.22	158.42	91.03	32.91	16.90
购买商品、接受劳务支付的现金	451.66	499.31	551.52	10.50	487.32
支付其他与经营活动有关的现金	155.07	187.81	153.50	-0.50	170.76
经营活动现金流出（金融类）	149.54	136.41	55.14	-39.28	-0.65
收回投资收到的现金	921.57	0.79	394.04	-34.61	0.01
收到其他与投资活动有关的现金	414.87	1,179.52	74.13	-57.73	231.05
投资支付的现金	1,000.39	3.61	394.53	-37.20	0.03
支付其他与投资活动有关的现金	345.82	1,246.24	99.31	-46.41	197.39
取得借款收到的现金	93.79	43.38	94.33	0.28	140.08
偿还债务支付的现金	96.51	45.58	80.16	-8.87	88.77
经营活动产生的现金流量净额	90.75	43.61	31.40	-41.18	-22.11
投资活动产生的现金流量净额	-12.28	-66.85	-51.59	--	19.13
筹资活动产生的现金流量净额	1.58	-30.18	-13.14	--	36.24

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2016—2018年，经营活动现金流入波动下降。其中销售商品、提供劳务收到的现金主要为旅游主业收入及地产销售收入，逐年增长；公司金融类业务经营活动现金流入规模较大，但随着焦作中旅银行不再并表的影响，公司金融类现金流入大幅下降；公司收到其他与经营活动有关的现金主要为地产拍土保证金、租金、退还的押金等。2016—2018年，公司经营活动现金流出波动增长。其中旅游主业等现金流出规模逐年增长，且占比大幅提升。公司经营性现金流持续净流入，但净流入规模大幅下降。同期，公司现金收入比分别为102.98%、103.44%和115.77%，经营获现能力逐年增强。

2016—2018年，公司投资活动现金流入逐年下降。2018年，公司投资活动现金流入较上年大幅下降，主要系收回的到期理财大幅下降所致。2016—2018年，公司投资活动现金流出逐年下降。2018

年，公司投资活动现金流出规模大幅下降，主要焦作中旅银行不再并表使得公司对企业贷款及垫款规模下降所致。2016—2018年，公司投资活动现金流持续净流出，且净流出规模波动增长。

2016—2018年，公司筹资活动现金流入规模波动下降，主要为银行借款融入资金。同期，公司筹资活动现金流出波动下降，主要为偿还债务形成的资金流出。公司筹资活动净现金流波动下降。

2019年1—9月，公司经营活动现金净流量为净流出，投资活动现金净为净流入，筹资活动现金流为净流入，公司外部融资依赖有所增加。

6. 偿债能力

公司偿债指标处于较好水平，考虑到公司作为国资委直属的综合性旅游企业集团，旅游服务链条完整、品牌价值高，经营活动获现能力好，融资渠道畅通等因素，公司整体偿债能力极强。

表 11 公司偿债能力指标（单位：倍）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
短期偿债能力指标				
流动比率	0.87	0.72	1.30	1.52
速动比率	0.68	0.49	0.65	0.65
现金短期债务比	3.89	2.39	1.10	1.53
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	8.11	8.79	8.55	--
EBITDA 全部债务比	0.30	0.33	0.31	--

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，2016—2018年末，公司流动比率波动增长，速动比率波动下降，现金短期债务比逐年下降，截至2019年9月末，公司上述指标分别为1.52倍、0.65倍和1.53倍，公司短期偿债指标较好。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA逐年增长，公司EBITDA主要由折旧（占11.38%~13.69%）、计入财务费用的利息支出（占11.37%~12.09%）、利润总额（占70.81%~73.85%）构成。同期，公司EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比均波动增长。2018年，上述指标分别为8.55倍和0.31倍，EBITDA对利息及全部债务的覆盖程度均较高。

截至2019年9月末，公司无对外担保情况。

截至2019年9月末，公司重大未决诉讼3笔，其中公司作为被告的有2笔，涉案金额3.39亿元；公司作为原告有1笔，涉案金额1.63亿元。上述未决诉讼均为正常生产经营活动产生，对公司影响有限。

截至2019年9月末，公司获得的银行授信额度为1,221.73亿元，未使用额度为1,117.85亿元，考虑到A、H股上市子公司，具有直接融资渠道，公司融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为G1011010203546920A），截至2020年2月26日，公司无未结清不良和关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 母公司财务概况

公司收入主要来源于子公司，母公司对子公司管控力度较强。母公司收入规模较小，盈利能力很弱，债务负担较重。

公司主营业务主要由各子公司具体运营，母公司对子公司管控力度较强。

截至2018年末，母公司资产总额为309.10亿元，较年初增长12.76%。其中，流动资产为102.87

亿元，非流动资产为 206.23 亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，非流动资产主要为长期股权投资。截至 2018 年末，母公司货币资金为 13.34 亿元。

截至 2018 年末，母公司所有者权益为 83.70 亿元，较年初增长 4.18%。其中，实收资本占 187.54%，未分配利润-77.40 亿元，所有者权益稳定性弱。

截至 2018 年末，母公司负债总额 225.41 亿元，较年初增长 16.32%。其中，流动负债 145.77 亿元（占 64.67%），非流动负债 79.63 亿元（占 35.33%）。从构成看，流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，非流动负债由长期借款、应付债券构成。母公司 2018 年资产负债率为 72.92%，较年初增长 2.23 个百分点。

2018 年，母公司营业收入为 9.40 万元，净利润为 8.48 亿元，主要来自投资收益。

截至 2019 年 9 月末，母公司资产总额 338.17 亿元，所有者权益 82.06 亿元。2019 年 1—9 月，母公司实现营业收入 9.40 万元，净利润 0.73 亿元。

八、公司债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司债务的影响

截至 2019 年 9 月末，公司全部债务为 340.58 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 20 亿元，对公司债务规模影响一般。

截至 2019 年 9 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.88%、41.45% 和 30.59%。以公司 2019 年 9 月末报表财务数据为基础，预计本期公司债发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 59.57%、42.84% 和 32.54%，分别上升 0.69 个百分点、1.39 个百分点和 1.95 个百分点，公司债务负担有所增加但整体可控。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2018 年相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 88.25 亿元，为本期债券发行额度（20.00 亿元）的 4.41 倍，EBITDA 对本期债券的保障能力高。2018 年经营活动产生的现金流入额为 904.06 亿元，为本期债券发行额度的 45.20 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度很高。2018 年经营活动现金流量净额为 31.40 亿元，为本期债券发行额度的 1.57 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度高。

总体看，公司 EBITDA 及经营活动现金流入规模较大，且现金类资产较为充裕，未使用授信额度较高，可为本期债券的偿还提供很好的保障，考虑到公司规模、行业地位、股东背景等因素，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

九、综合评价

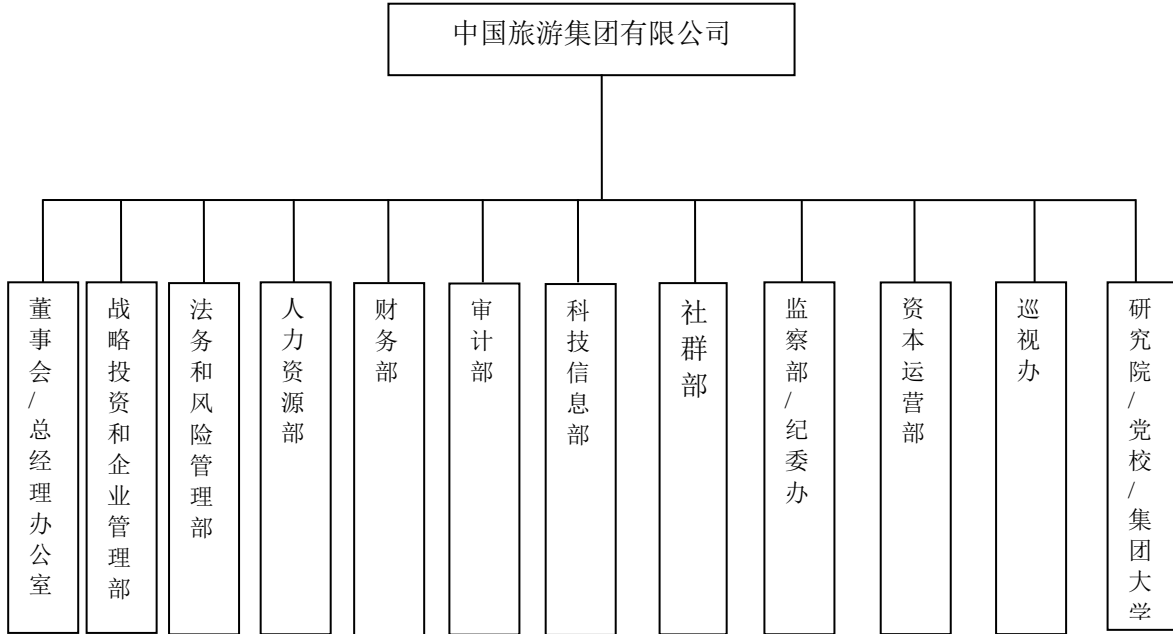
公司作为国务院国资委直属企业，公司旅游产业链条完整、经营规模大、品牌价值高。随着公司收购日上中国、日上上海股权以及获得多项免税经营权，公司免税业务市场份额持续扩张，旅游核心业务盈利能力增强。此外，公司获得海免公司 51% 股权，公司核心竞争力进一步提高。同时，联合评级也关注到新冠肺炎疫情蔓延短期内对公司旅游主业带来一定负面影响，旅游地产存在一定资金支出压力等对公司信用水平带来的不利影响。

未来公司将聚焦旅游相关主业，随着旅游零售业务经营规模的扩大，公司发展前景良好。公司

经营规模和盈利水平有望继续保持稳定增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 中国旅游集团有限公司
组织结构图（截至 2019 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附件 1—2 中国旅游集团有限公司 二级子公司（截至 2019 年 9 月末）

序号	公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	香港中旅（集团）有限公司	223,747.75	100.00
2	中国中旅酒店（集团）有限公司	253,560.67	100.00
3	海南省免税品有限公司	20,000.00	51.00
4	港中旅酒店有限公司	27,064.21	100.00
5	招商局上海国际旅行社有限责任公司	150.00	100.00
6	中国国际旅行社总社有限公司	87,271.25	100.00
7	深圳招商国际旅游有限公司	2,046.66	100.00
8	港中旅（深圳）投资发展有限公司	90,000.00	100.00
9	港中旅财务有限公司	200,000.00	100.00
10	星旅易游信息科技（北京）有限公司	100.00	100.00
11	港中旅投资（上海）有限公司	5,010.00	100.00
12	中国国旅股份有限公司	195,247.55	53.30
13	中国国旅集团有限公司	103,715.80	100.00
14	中旅金融控股（深圳）有限公司	150,000.00	100.00
15	中旅芒果网发展（深圳）有限公司	1,000.00	100.00
16	港中旅邮轮投资（深圳）有限公司	50,000.00	100.00
17	中国旅游旅行服务有限公司	40,871.05	100.00
18	Sunny Express Enterprises Corp.	1 美金 ⁴	100.00

资料来源：公司提供

⁴ Sunny Express Enterprises Corp. 注册地为英属维京群岛，注册资本为 1 美金。

附件 2-1 中国旅游集团有限公司
主要财务指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	1,437.00	1,470.74	1,008.16	1,169.93
所有者权益（亿元）	461.01	441.55	436.45	481.08
短期债务（亿元）	77.48	108.98	163.27	128.55
长期债务（亿元）	194.56	156.26	125.79	212.03
全部债务（亿元）	272.05	265.23	289.05	340.58
营业收入（亿元）	603.64	629.84	669.39	547.81
净利润（亿元）	40.67	43.62	46.80	46.50
EBITDA（亿元）	81.20	86.26	88.25	--
经营性净现金流（亿元）	90.75	43.61	31.40	-22.11
应收账款周转次数（次）	16.55	21.40	33.82	--
存货周转次数（次）	2.78	2.41	1.62	--
总资产周转次数（次）	0.46	0.43	0.54	--
现金收入比率（%）	102.98	103.44	115.77	125.00
总资本收益率（%）	7.19	7.42	7.98	--
总资产报酬率（%）	5.11	5.06	6.06	--
净资产收益率（%）	9.31	9.67	10.66	--
营业利润率（%）	27.53	32.18	40.79	44.50
费用收入比（%）	14.78	17.30	27.92	32.04
资产负债率（%）	67.92	69.98	56.71	58.88
全部债务资本化比率（%）	37.11	37.53	39.84	41.45
长期债务资本化比率（%）	29.68	26.14	22.37	30.59
EBITDA 利息倍数（倍）	8.11	8.79	8.55	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.30	0.33	0.31	--
流动比率（倍）	0.87	0.72	1.30	1.52
速动比率（倍）	0.68	0.49	0.65	0.65
现金短期债务比（倍）	3.89	2.39	1.10	1.53
经营现金流动负债比率（%）	12.02	5.14	7.51	-5.01
EBITDA/本期发债额度（倍）	4.06	4.31	4.41	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 本报告将其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算，将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算，全部债务不包括向中央银行借款、吸收存款及同业存放、拆入资金、卖出回购金融资产款等银行类负债科目；4. 计算应收账款周转次数和存货周转次数时，分子中的收入采用“营业总收入”计算；5. 费用收入比的分母为“营业总收入”；6. 营业收入为加上利息收入、已赚保费、手续费及佣金收入之后的营业总收入；7. 2019 年前三季财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 2-2 中国旅游集团有限公司
主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	253.61	274.13	309.10	338.17
所有者权益（亿元）	80.14	80.34	83.70	82.06
短期债务（亿元）	20.00	59.90	80.94	80.01
长期债务（亿元）	85.34	62.53	79.63	99.70
全部债务（亿元）	105.34	122.43	160.57	179.71
营业收入（万元）	0.00	1.30	9.40	9.40
净利润（亿元）	-3.10	2.78	8.48	0.73
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-2.76	-0.28	-1.73	-1.27
应收账款周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	--	--	--	--
现金收入比率（%）	--	100.00	106.38	0.00
总资本收益率（%）	-2.30	1.43	3.80	--
总资产报酬率（%）	-1.53	1.05	2.91	--
净资产收益率（%）	-7.70	3.47	10.34	--
营业利润率（%）	--	-1,923.08	-715.96	-1,544.68
费用收入比（%）	--	--	--	--
资产负债率（%）	68.40	70.69	72.92	75.73
全部债务资本化比率（%）	56.79	60.38	65.74	68.65
长期债务资本化比率（%）	51.57	43.77	48.75	54.85
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
EBITDA 全部债务比（倍）	--	--	--	--
流动比率（倍）	0.63	0.56	0.71	0.71
速动比率（倍）	0.63	0.56	0.71	0.71
现金短期债务比（倍）	0.05	0.32	0.16	0.11
经营现金流流动负债比率（%）	-3.13	-0.21	-1.18	-0.81

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为母公司口径；3. 母公司 2019 年前三季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、C 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 中国旅游集团有限公司 2020年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年中国旅游集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国旅游集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国旅游集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中国旅游集团有限公司的相关状况，如发现中国旅游集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如中国旅游集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至中国旅游集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中国旅游集团有限公司、监管部门等。

