

信用等级公告

联合〔2019〕2895号

联合资信评估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及其拟发行的2020年度第二期中期票据信用状况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，中国旅游集团有限公司2020年度第二期中期票据信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年九月二十七日



中国旅游集团有限公司

2020 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：15 亿元

本期中期票据期限：5 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：补充营运资金

评级时间：2019 年 9 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
旅游企业主体信用评级方法	V3.0.201907
旅游企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果	AAA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	1	
		偿债能力	1	
调整因素和理由			调整子级	
—			—	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

中国旅游集团有限公司（以下简称“公司”）作为中国最大的综合性旅游集团，是一家经营历史悠久、旅游产业链条完整、旅游要素齐全、经营规模大、品牌价值高的旅游企业集团，目前已形成以旅游文化为主业，同时涵盖旅行服务、旅游零售、旅行酒店、旅游投资运营（景区）、旅游新业态、旅游特色金融、旅游地产等相关旅游业态和细分领域的业务布局，经营网络遍布中国及海外，整体竞争优势明显。近年来，公司相继中标上海浦东国际机场、虹桥国际机场、嘉年华旗下歌诗达邮轮等 38 项免税经营权，并于 2019 年 1 月接受海南省免税品有限公司（以下简称“海免公司”）51% 股权划入，免税业市场份额进一步提升，旅游零售业务收入及毛利率持续增长，盈利能力增强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，旅游行业易受宏观经济环境以及突发公共事件的影响，旅游地产收入确认存在一定波动，免税业务面临租金上涨压力等因素可能给公司经营发展带来的影响。

公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障能力强。

中国旅游产业规模不断壮大、发展稳定，已成为具备竞争优势的产业之一。未来公司将集中力量重点发展旅游相关主业，同时积极协调发展旅游地产和旅游特色金融等产业，产业结构协同性强，发展前景良好。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期中期票据的偿还能力极强，到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司是国务院国资委直属最大的综合性旅游集团，并通过控股中国国旅股份有限公司和香港中旅国际投资有限公司两家上市公司实现跨区域经营，品牌价值高，整体竞争优势明显。

分析师：刘嘉敏 郭察理
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)
网址：www.lhratings.com

2. 公司主营业务涵盖旅游零售、旅行服务、旅行地产、旅游金融等板块，拥有完整的旅游服务链条和全面的配套能力，主营业务协同效果良好。
3. 近年来，公司相继中标上海浦东国际机场、虹桥国际机场、嘉年华旗下歌诗达邮轮等38项免税经营权，免税业市场份额进一步提升，旅游主业收入及毛利率持续增长。
4. 公司获得政府的支持力度大，2019年1月，海南省国资委将持有的海免公司51%股权划转至公司。随着渠道整合和规模效益的显现，公司免税行业竞争力将持续增强。
5. 近年来，公司收入规模逐年扩张，整体盈利能力稳定增强；收入实现质量良好，经营活动产生的现金流保持净流入；现金类资产充裕，资产质量和流动性良好。
6. 公司EBITDA和经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障能力强。

关注

1. 公司所处旅游行业及相关产业易受宏观经济景气度波动以及突发公共事件影响。
2. 2018年9月，公司对子公司焦作中旅银行股份有限公司因失去实际控制而转入长期股权投资核算，受此影响公司资产规模下降，旅游金融业务收入下降明显。
3. 近年来，受各地房地产政策变动的的影响，公司旅游地产的竣工结算和收入确认规模有所波动，未来旅游地产的销售和经营仍面临一定不确定性，且在建旅游地产项目及土地储备计划投资规模较大，面临一定资金压力。
4. 公司期间费用对利润影响大，免税业务面临租金上涨压力。
5. 公司消费金融业务形成贷款余额规模大，且主要放款区域集中在中国香港地区，存在一定区域集中风险。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2016年	2017年	2018年	2019年6月
现金类资产(亿元)	224.37	161.68	138.23	191.66
资产总额(亿元)	1437.00	1470.74	1008.16	1116.32
所有者权益(亿元)	461.01	441.55	436.45	474.07
短期债务(亿元)	112.99	117.71	163.27	111.78
长期债务(亿元)	194.56	156.26	125.79	212.85
全部债务(亿元)	307.56	273.96	289.05	324.63
营业总收入(亿元)	603.64	629.84	669.39	366.37
利润总额(亿元)	57.50	63.70	64.73	49.75
EBITDA(亿元)	81.20	86.25	88.24	--
经营性净现金流(亿元)	90.75	43.61	31.40	26.00
营业利润率(%)	25.52	29.49	38.93	44.34
净资产收益率(%)	8.82	9.88	10.72	--
资产负债率(%)	67.92	69.98	56.71	57.53
全部债务资本化比率(%)	40.02	38.29	39.84	40.64
流动比率(%)	86.60	71.91	129.72	157.52
经营现金流动负债比(%)	12.02	5.14	7.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.27	8.80	8.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.79	3.18	3.28	--

公司本部(母公司)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年6月
资产总额(亿元)	256.71	274.13	309.10	330.06
所有者权益(亿元)	80.14	80.34	83.70	88.18
全部债务(亿元)	105.34	122.43	160.57	169.70
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	-3.10	2.78	8.48	2.49
资产负债率(%)	68.78	70.69	72.92	73.28
全部债务资本化比率(%)	56.79	60.38	65.74	65.80
流动比率(%)	60.92	55.95	70.57	70.50
经营现金流动负债比(%)	-1.89	-0.21	-1.18	--

注: 2019年上半年财务数据未经审计; 2016年数据为2017年期初数; 合并口径现金类资产已剔除受限资金; 合并口径其他应付款和其他流动负债中有息债务已计入短期债务和全部债务, 长期应付款中有息债务已计入长期债务和全部债务

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/7/16	刘嘉敏 郭察理	旅游行业企业主体信用评级方法(2017年) 消费服务行业企业信用模型(2017年)	阅读全文
AAA	稳定	2018/7/26	景雪 贺苏凝	旅游行业企业主体信用评级方法(2017年) 消费服务行业企业信用模型(2017年)	阅读全文
AAA	稳定	2009/2/4	张晓斌 张成 朱海峰	企业主体评级方法(2009年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国旅游集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国旅游集团有限公司

2020 年度第二期中期票据信用评级报告

一、企业基本情况

中国旅游集团有限公司（以下简称“公司”或“中国旅游集团”）前身是中国早期爱国银行家陈光甫先生于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”）；2005年12月，整合招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）有限公司下属的“中国招商旅游总公司”后，成立了中国港中旅集团公司（以下简称“中国港中旅”）并与香港中旅实行“两块牌子、一套班子”领导体制。后经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“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；2011年6月将重庆丽苑大酒店有限公司划拨至公司，增加公司注册资本0.49亿元；2016年7月公司与国旅集团有限公司（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；2017年6月将公司所持港中旅华贸国际物流股份有限公司全部股权无偿划转至中国诚通控股集团有限公司。2018年1月，公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，改制后公司名称更为现名，注册资本由157.59亿元变更为158.00亿元。2019年9月，为贯彻落实《国务院关于印发划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》有关部署，经财政部、人力资源社会保障部、国务院国资委研究，国务院国资委拟将持有的中国旅游集团股权的10%一次性划转给社保基金会持有，截至本报告出具日本次划转尚未完成工商变更。截至2019年8月底，公司注册资本158.00亿元，

控股股东和实际控制人为国务院国资委。

公司经营范围：经营管理国务院授权范围内的国有资产，包括旅游及相关文化产业，包括入境旅游业务、出境旅游业务、国内旅游业务，旅游景区和度假区、高尔夫球会、旅游项目的规划设计、建设和经营管理，旅游信息服务和在线旅游，旅游商品的零售和批发，旅游及相关文化产业经营，承办会议及展览，各类票务代理，旅行证件业务，邮轮游艇旅游、汽车客运及租赁业务等。

截至2018年底，公司（合并）资产总额1008.16亿元，所有者权益合计436.45亿元（含少数股东权益233.76亿元）；2018年公司实现营业总收入669.39亿元，利润总额64.73亿元。

截至2019年6月底，公司资产总额1116.32亿元，所有者权益474.07亿元（含少数股东权益259.19亿元）；2019年1—6月，公司实现营业收入366.37亿元，实现利润总额49.75亿元。

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、本期中期票据概况

公司拟注册中期票据额度35亿元，本期拟发行2020年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模15亿元，期限为5年，偿还方式为按年付息，到期一次还本。本期中期票据无担保。公司计划将募集资金用于补充营运资金。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，

复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，中国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，

表1 2016—2019年上半年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP(万亿元)	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP增速(%)	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速(%)	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速(%)	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速(%)	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速(%)	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速(%)	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI增幅(%)	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI增幅(%)	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率(%)	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速(%)	5.6	6.5	5.6	5.7

资料来源：国家统计局、Wind 资讯

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值

2019年1—6月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，

汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2% 的低水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1—6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1—3 月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较 1—3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较 1—3 月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019 年 1—6 月，中国货物贸易进出口总值 14.7 万亿元，同比增速（3.9%）较 1—3 月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了 38.9 个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019 年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投

资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019 年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在 6.2% 左右。

四、行业分析

1. 旅游行业

（1）行业概况

改革开放以来，中国实现了从旅游短缺型国家到旅游大国的历史性跨越。“十二五”期间，旅游业全面融入国家战略体系，走向国民经济建设的前沿，成为国民经济战略性支柱产业。

2018 年，国内旅游市场持续高速增长，入境旅游市场稳步进入缓慢回升通道，出境旅游市场平稳发展。其中，国内旅游人数 55.39 亿人次，比上年同期增长 10.8%；入出境旅游总人数 2.91 亿人次，同比增长 7.8%；全年实现旅游总收入 5.97 万亿元，同比增长 10.5%；全国旅游业对 GDP 的综合贡献为 9.94 万亿元，占 GDP 总量的 11.04%；旅游直接就业 2826 万人，旅游直接和间接就业 7991 万人，占全国就业总人口的 10.29%。

未来，随着社会经济水平的发展和国民生

活质量要求的提高，旅游行业有望迈入新的高速增长阶段，并带动相关的上下游行业协同发展。总体来看，未来几年将是中国旅游业发展的“黄金时代”，旅游产业将会快速发展，并成为继投资和消费后中国经济增长的第三极。

（2）行业竞争

从国内旅游市场的竞争格局看，虽然中国旅游业的总体规模已经位居世界前列，但发展模式单一，产业形态落后，产业集中度低，行业秩序混乱，产品质量不高等深层结构问题依然存在，中国旅游企业的实力和规模也相对弱小。与国外有竞争力的旅游企业相比，中国旅游企业无论从资产规模、营业收入规模、盈利能力角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，都还存在相当巨大的差距。

整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间即是相互依存的合作伙 伴，又为相互排斥的竞争对手，旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。从长远看，国家政策的出台有利于产业整合和市场规范，行业内劣势企业将在竞争中加快得以淘汰，从而为优势企业进一步控制市场资源，提高市场占有率提供了机遇，行业长期竞争格局有望得到改善。

（3）行业政策

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，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。

2016年11月28日，国务院办公厅发表《国务院办公厅关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见》（国办发〔2016〕85号），提出加速升级旅游消费、创新发展文化消费、大力促进体育消费等以推进幸福产业服务消费提质扩容、大力促进传统实物消费扩大升级、持续优化消费市场环境。

2016年12月7日，国务院印发的《“十三五”旅游业发展规划》中指出，“十三五”旅游业发

展的主要目标是“旅游经济稳步增长”“综合效益显著提升”“人民群众更加满意”“国际影响力大幅提升”。

2017年6月12日，国家旅游局发布《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；实现旅游发展全域化；实现旅游供给品质化；实现旅游参与全民化；实现旅游效应最大化，成为旅游业惠民生、稳增长、调结构、促协调、扩开放的典范。

2018年6月28日，国家发改委发布《国家发展改革委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》（以下简称“《指导意见》”），《指导意见》指出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，是加快发展全域旅游，推动景区及旅游业实现持续健康发展的重要举措。2018年，在推进完善国有景区门票价格形成机制同时，降低重点国有景区门票价格任务取得明显成效。

2019年8月，国务院办公厅印发《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》，提出多项激发居民消费、促进旅游市场发展的意见，包括：继续推动国有景区门票降价，各地结合实际情况，制定实施景区门票减免、景区淡季免费开放、演出门票打折等政策；举办文化和旅游消费季、消费月，举办数字文旅消费体验等活动；整合已有资源，提升入境旅游统一宣介平台水平等。上述措施的有效实施有望提升文化和旅游消费质量水平，增强居民消费意愿。

（4）免税零售子行业

免税行业是旅游行业的一个子行业，是指部分国家和地区授权一家或几家企业，允许其在运输工具、口岸或市内设立门店，向出入境旅客销售免税商品的旅游零售行业。免税行业包含免税购物和退税购物两种形式，免税购物是指免去商品进口环节的关税、消费税和增值税等，针对的商品有化妆品、香水、箱包、首

饰、手表、服装服饰、食品、玩具、烟、酒等，通常为进口商品；退税购物是指买完商品后再办理增值税、消费税退税手续，针对的商品主要为个人使用的消费品，适用对象一般为境外人员。近年来，免税行业得到快速发展，2018年中国免税行业销售额达到395亿元，接近400亿元大关，同比增速高达27.3%。

目前，全球常见的免税店业态包括出入境免税店、离岛免税店及市内免税店。根据销售场所及供应对象的不同，免税店又可划分为机场免税店、机上免税店、边境免税店、外轮供应店、客运站免税店、火车站免税店、外交人员免税店、市内免税店、邮轮免税店。随着旅游产业的不断升级、各国出入境人数的逐年增加以及旅客购买力的大幅增长，免税零售以极具竞争力的产品价格吸引全球游客购物消费，大幅增加了旅游全产业链收入，提升了旅游目的地活力与吸引力，对目的地城市各产业的拉动与提升作用明显。

（5）行业发展

旅游行业属敏感型行业，旅游产品作为弹性消费品，易受外部经济环境的影响，突发公共事件的发生对行业内企业经营会造成较大冲击。从长期看，中国旅游业面临的基本环境没有改变，中国经济有望继续保持良好、快速的发展态势，人均收入的增长和消费结构的升级将根本性的推动中国旅游行业的发展。目前国内游依然是中国旅游行业中占比最大且发展趋势最好的市场，短期内在旅游细分市场中的支柱地位将不会被动摇。随着中国中高收入人群的扩大，出境游市场将具备较大的发展空间。

总体看，近年来国家政策对旅游行业的支持力度很大，旅游业外部政策环境良好。随着休闲度假需求的持续提升以及出境游优惠政策的逐步落地，中国旅游行业将继续保持良好的发展态势，旅游行业总收入将稳步增长。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年8月底，公司注册资本158.00亿元，国务院国资委持有公司100%股权，为公司控股股东和实际控制人。

2019年9月，为贯彻落实《国务院关于印发划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》有关部署，国务院国资委拟将持有的中国旅游集团股权的10%划转给社保基金会持有，截至本报告出具日本次划转尚未完成工商变更。

2. 企业规模

公司作为中国最大的跨地区综合性旅游集团，拥有完整的旅游服务链条和全面的配套能力，主业涵盖旅游主业、旅游地产、旅游特色金融等多个领域。截至2019年6月底，公司控股A股上市公司中国国旅股份有限公司（601888.SH，以下简称“国旅股份”），持股比例为53.30%，所持股权无质押或冻结；香港上市公司香港中旅国际投资有限公司（0308.HK，以下简称“中旅国际投资”），公司合并持股比例为60.65%，所持股权无质押或冻结。

免税销售业务方面，国旅股份下属中国免税品（集团）有限责任公司（以下简称“中免公司”）为中国免税行业龙头企业，所运营的CDF品牌具备极强的知名度。截至2018年底，中免公司已在全国30个省市自治区（包括香港、澳门、台湾地区）和柬埔寨设立涵盖机场、机上、边境、外轮供应、客运站、火车站、外交人员、邮轮和市内九大类型的200多家免税店，是世界上免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商。其中，出入境免税店方面，近年来，公司逐步完成收购日上免税行（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”）以及海免公司股权划入（详见重大事项部分分析），目前免税经营范围涵盖北京首都机场（含T2和T3航站楼免税店）、上海机场免税店（含

浦东国际机场和虹桥机场免税店)等国内重要机场航站楼,以及嘉年华旗下歌诗达邮轮等免税经营权;离岛免税店及市内店方面,中免公司拥有目前全球最大的免税商业综合体——三亚海棠湾免税购物中心,经营面积7万平方米,是全球规模最大的单体市内免税店;有税业务以国内交通枢纽为主,共有11家零售网点。总体来看,公司免税业务市场份额和竞争力不断提升,通过上下游渠道整合实现了很强的规模优势和竞争力,与旅行服务等业务实现了良好的协同作用。

旅行服务方面,公司拥有中旅总社、中国中旅、国旅总社、招商国际系列等具有较高知名度和竞争力的优质旅行社,截至2018年底,公司在内地设有155间旅行社、会展和商旅服务等旅游周边产业公司;在香港、澳门地区设有3间旅行社和2家签证中心;在海外26个国家设有15间海外旅行社和44家签证中心。公司旅行服务业务涵盖出入境游、国内游、签证、会奖等各种服务类型和产品,营销、服务网络覆盖范围不断扩大。目前,旅行服务业务仍在整合期间¹,相关业务运营主体由总部下属旅行服务事业群统一管理。

景区方面,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,公司旗下的香港中汽、信德中旅船务公司,是粤港澳跨境水陆客运的主力运营商之一;北京天创演艺公司被国家五部委授予“国家文化出口重点企业”称号,深圳聚豪球会是中国知名的高尔夫球场,还参股有黄山、庐山、衡山等景区索道项目。2018年年中,公司在华东地区的首个旅游项目——浙江安吉度假村正式开业,该项目包括Club Med Joyview安吉度假村、旅游地产、惊帆马术俱乐

部、教育农场、商业小镇等内容,新增运营景区广西花山景区。

旅游地产方面,公司通过地产加旅游的独特开发模式,可以较低成本获得优质土地资源。2018年,公司商品房在开发面积为204.52万平方米,主要分布在旅游资源较为丰富的宁波、杭州、苏州等发达二线城市。

旅游金融方面,公司业务涵盖财务公司、保险经纪、消费金融、互联网金融、产业基金等。其中,消费金融业务经营主体香港安信信贷有限公司(以下简称“安信信贷”)是目前香港最大的非银行消费信贷公司,在香港拥有35间分行、3个客服中心,其子公司深圳安信小额贷款有限责任公司(以下简称“安信深圳”)在深圳拥有6间分行。由于国家经济增长模式将向消费驱动转变,国内消费信贷在近年来增长迅速,目前消费信贷市场空间广阔,预计未来中国消费信贷市场的稳健增长将对公司消费信贷业务壮大发展形成有利支撑。

总体看,公司作为国务院国资委直属综合性旅游企业集团,产业链条完整,规模优势明显,整体竞争能力很强。

3. 人员素质

截至2019年6月底,公司董事、监事及高级管理人员共16人。其中,董事8人(含董事长1人,董事兼任总经理1人),监事3人,高级管理人员6人(含董事兼任总经理1人),均具备较长的行业从业经历和较高的专业水平。

公司董事长万敏先生,上海交通大学工商管理硕士,工程师。历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)总公司副总经理等职,具有20多年航运业经验,在集装箱运输管理以及企业运营等方面具有丰富经验。2016年1月任中国远洋海运集团有限公司董事、总经理,2017年12月起任公司董事

¹为规避同业竞争并形成协同效应,2018年12月,国旅股份董事会通过将全资子公司国旅总社100%股权转让给控股股东中旅集团,转让价格为现金18.31亿元,2019年2月完成相关工商变更。

长。

公司董事、总经理杜江先生，南开大学旅游学系旅游外语专业毕业，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。历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，2007年7月任国家旅游局副局长，2008年1月至2010年4月兼任中国旅游研究院院长，2009年2月至2016年8月兼任海峡两岸旅游交流协会执行会长，2018年3月至2018年10月任文化和旅游部党组成员，2018年10月起任公司董事、总经理职位。

截至2019年6月底，公司合并范围拥有在职员工共计41974人。从文化素质看，大专及以上学历占员工总数的67.70%，中专学历占员工总数的13.10%，高中及以下学历占员工总数的19.20%；从年龄看，35岁以下员工占55.50%，30~50岁员工占37.10%，50岁以上员工占7.40%。

总体看，公司高层管理人员行业经验丰富，公司员工以中青年员工为主，素质较高，有利于公司稳定长远发展。

4. 外部支持

政府支持方面，公司作为国务院国资委下属大型央企，在注资和资产划转方面获得有力的政府支持。2016年7月22日，根据国资委下发的《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1月，公司接受海免公司的股权划入。财政补贴方面，2016—2018年，公司分别获得政府补助4.81亿元、11.49亿元和0.88亿元，计入营业外收入及其他收益科目。

总体看，公司作为中国最大的综合性旅游集团，获得了有力的外部支持。

5. 企业信用状况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(机构信用代码：G1011010203546920A)，截至2019年9月9日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

六、管理分析

1. 公司治理

公司根据公司章程和《公司法》要求建立了由董事会、监事会和经营管理层组成的经营决策体系。

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，不设股东会，由国资委代表国务院对公司履行出资人职责。国资委维护公司依法享有的经营自主权，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。

公司设董事会，董事会由7至13名董事组成，由国资委委派和更换，其中外部董事人数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，接受董事会的监督管理和监事会的监督。总经理任期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大会等民主选举产生。

总体看，公司目前治理结构能够满足日常经营管理，整体治理运行情况良好。

2. 管理体制

为有效提高内部管理效率，防范企业运营风险，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》。集团公司投资活动需经集团董事会批准后执行，集团董事会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，集团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。

子公司管理方面，公司在行政管理、财务管理、企业管理、人力资源管理和审计管理等多个制度层面均涉及了对子公司的管理要求。其中，资金管理方面集团对属下全资及附属公司融资活动实施集中管理，集团财务部统一负责集团本部、全资及附属公司外部融资活动的组织和实施以及对集团内部融资的审核和报批；投资管理方面集团总部设立了投资评审委员会，负责投资项目的评审和预选工作。

总体看，公司内部管理制度健全，管理运作情况良好，能够保障公司的日常经营和有效管理。

七、重大事项

1. 收购日上上海

2018年2月，国旅股份公告其子公司中免公司拟收购Base Rich Investments Limited(以下简称“佰瑞投资”)和上海文语斋图书有限公司(以下简称“上海文语斋”)合计持有的日上上海51%的股权，股权转让价格为15.05亿元(或等值美元)，以现金方式支付。目前股权转让已完成，中免公司自2018年4月起将日上上海纳入合并范围。截至2018年底，日上上海总资产37.43亿元，所有者权益22.47亿元；2018年日上上海营业收入104.51亿元，营业利润12.24亿元。

为使中免公司取得上游采购权，确保收购日上上海免税业务的完整性，在签署《股权转让协议》的同时，约定在过渡期内(不超过一年)日上上海从其关联方采购的免税商品将采取零加价的模式，过渡期结束后日上上海销售的免税商品由中免公司统一采购。

日上上海在上海的国际机场隔离区经营国产和进口免税商品的批发和零售、广告阵地出租等，经营场所位于国内最大的国际机场——上海浦东国际机场和虹桥国际机场，客流量大，具有强大的客户资源基础。此次收购有利于进一步扩大公司免税业务的市场份额，快速提升公司免税业务的招商采购、零售运营、信息管理、物流配送、市场营销等能力。

2. 接受海免公司股权无偿划转

2018年10月，公司拟与海南省国有资产监督管理委员会(以下简称“海南省国资委”)就各自持有的国旅股份3904.95万股股份(占国旅股份总股本的2.00%)与海南省免税品有限公司(以下简称“海免公司”)51%股权进行资产重组。本次重组于2018年12月获得国务院国有资产监督管理委员会批准，于2019年1月通过国家市场监督管理总局的经营者集中反垄断调查。2019年1月，工商变更登记完成，公司作为控股股东将海免公司纳入合并范围。

本次重组完成后，公司持有海免公司51%股权。同时，国旅股份总股本不变，公司持有国旅股份总股本的53.30%，仍为国旅股份控股股东，海南省国资委持有国旅股份总股本的2.00%。2019年2月份，上述股份过户登记手续均办理完毕。

海免公司在海南岛内运营三家免税店，分别为海口美兰机场免税店、海口日月广场免税店、琼海博鳌免税店。截至2018年底，海免公司总资产11.14亿元，净资产为4.82亿元，2018年海免公司实现营业收入20.94亿元，净利润551万元（以上数据未经审计）。鉴于海免公司的主营业务为在海南省范围内从事国家批准的离岛免税品经营，国旅股份全资子公司中免公司的主营业务为向中国及境外市场提供免税商品的零售、商品物流服务以及向海外出入境旅客提供免税商品零售服务。为避免海免公司与中免公司产生实质性同业竞争，公司拟将所持海免公司51%股权全部注入国旅股份，目前公司暂将股权委托给国旅股份进行管理。

总体看，海免公司股权划转的完成有助公司免税业务综合竞争实力的进一步提升。

3. 中旅银行不再纳入合并范围

公司参股焦作中旅银行股份有限公司（以下简称“中旅银行”），为中旅银行第一大股东（持股比例36.68%）。2018年6月29日，河南银监局下发了《河南银监局关于核准李军霞焦作中旅银行股份有限公司董事任职资格的批复》，公司对中旅银行派出董事人数在中旅银行董事会中不再占据多数。公司自2018年7月起对中旅银行失去实际控制权，不再将其纳入公司财务报表编制的合并范围，转而计入长期股权投资核算。

截至2018年底，中旅银行资产总计775.67亿元，所有者权益68.77亿元；2018年中旅银行实现营业收入26.19亿元，净利润8.91亿元。受中旅银行划出合并范围影响，公司资产和收入规模收缩，但同时由于中旅银行资产负债率很

高，本次划出有利于公司债务负担的减轻，主业继续向旅游上下游相关产业聚焦，符合公司未来发展战略规划。

八、经营分析

1. 经营概况

目前公司业务格局以旅游主业为核心，辅以旅游地产和旅游特色金融业务等。2016—2018年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长率为5.31%。2018年，公司实现营业收入669.39亿元，同比增长6.28%。从构成上看，在免税业务销售扩张的带动下，2018年公司旅游零售业务实现收入346.20亿元，同比大幅增长117.23%；旅行服务为第二大收入贡献板块，近三年收入呈逐年下降趋势，2018年为208.25亿元，同比下降8.56%，主要系旅游社行业竞争加剧，公司主动调整关闭部分亏损的旅行社所致；酒店业务收入规模及占比近年来保持稳定，2018年实现收入29.22亿元。近年来，公司持续收缩非主业板块的业务资源和规模，旅游地产和金融业务收入规模和占比同比均有所下降，其中旅游地产2018年实现收入同比下降81.87%至10.96亿元，主要系地产板块收入确认进度波动所致；随着中旅银行划出合并范围，金融业务2018年实现收入49.82亿元，同比下降18.55%。国旅集团主要为下属商铺和物业出租收入等，其他旅游业务主要包含旅游客运、游轮、房车，2018年实现收入分别为8.03亿元和6.17亿元，业务规模相对较小。

毛利率方面，2016—2018年，公司综合毛利率持续提升，分别为29.33%、33.16%和41.29%，主要受益于收入占比最高的旅游零售业务毛利率提升带动。2018年，公司旅游零售毛利率为52.57%，同比增加7.39个百分点，主要系中免公司完成收购日上中国和日上上海后，采购渠道进行了整合优化，议价能力提升所致；旅游地产毛利率同比减少8.56个百分点，为45.94%，主要系当期结转收入的项目平均售价较低所致；旅游金融毛利率为74.97%，同比

增加 3.50 个百分点，处于较高水平。

2019 年 1—6 月，公司实现营业总收入 366.37 亿元，同比增长 10.78%；综合毛利率为 46.33%，同比增加 5.46 个百分点。其中，旅游零售业务延续快速增长态势，实现收入 242.62

亿元，同比增长 56.76%；旅行服务业务实现收入 87.38 亿元，同比继续下降 14.88%。毛利率方面，2019 年上半年地产板块毛利率为-4.52%，同比大幅下降，原因是公司地产项目收入主要于下半年结转所致。

表 2 近三年公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-6 月		
	收入	占比	毛利率	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	93.79	15.54	45.02	159.37	25.30	45.18	346.20	51.72	52.57	242.62	66.22	49.70
旅行服务	249.34	41.31	13.58	227.74	36.16	10.88	208.25	31.11	10.75	87.38	23.85	11.68
酒店	27.32	4.53	60.82	28.17	4.47	61.11	29.22	4.37	62.14	13.86	3.78	61.18
景区	18.60	3.08	40.61	25.84	4.10	32.69	20.79	3.11	38.92	10.51	2.87	41.73
旅游地产	75.45	12.50	31.80	60.44	9.60	53.55	10.96	1.64	45.94	14.45	3.95	-4.52
金融	44.98	7.45	72.95	61.17	9.71	71.47	49.82	7.44	74.97	13.00	3.55	76.65
国旅集团	6.82	1.13	52.69	8.22	1.31	57.87	8.03	1.20	50.89	2.84	0.77	72.00
其他旅游业务	4.28	0.71	47.83	7.19	1.14	33.78	6.17	0.92	56.32	3.05	0.83	52.97
物流	73.10	12.11	13.03	54.64	8.67	11.74	--	--	--	--	--	--
电力	20.09	3.33	24.12	6.75	1.07	-0.52	--	--	--	--	--	--
合并抵消	-10.13	-1.68	--	-9.68	-1.54	--	-10.06	-1.50	--	-21.34	-5.83	--
合计	603.64	100.00	29.33	629.84	100.00	33.16	669.39	100.00	41.29	366.37	100.00	46.33

资料来源：公司审计报告

注：物流板块原运营主体华贸物流于 2017 年 9 月起划出合并范围，公司不再从事物流业务；电力板块原经营主体为陕西渭河发电有限公司，公司因 2017 年 5 月与原合作方陕西秦龙电力股份有限公司、华能陕西发电有限公司合作经营关系到期，不再从事发电业务，不作为主营业务板块进行分析

2. 旅游主业

旅游主业板块主要包括旅游零售（以免税业务为主）、旅行服务（以旅行社为主）、酒店和景区等。2016—2018 年，受益于旅游零售业务的快速增长带动，公司旅游主业收入持续增长。2018 年，公司旅游主业实现收入合计 604.46 亿元，同比增长 37.03%，主要源于旅游零售业务的快速增长带动。

（1）旅游零售业务

公司旅游零售业务以免税销售业务为主，运营主体为国旅旗下的中免公司及下属子公司。2018 年，公司旅游零售业务实现收入 346.20 亿元，同比增长 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和开展首都机场及香港机场免税业务带动所致。

免税经营模式方面，通常由中免公司本部

统一向供应商采购免税商品后，通过配送中心向中免系统下属免税店批发各类免税商品，再由中免系统下属免税店销售给出入境或离岛旅客。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。2018 年，该购物中心实现营业收入 80.10 亿元，同比增长 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。集中度方面，2018 年国旅股份上游前五名供应商采购额合计 68.24 亿元，占年度采购总额的 22.54%，均为非关联方采购，上游集中度较低；公司下游客户较为分散，2018 年下游前五名客户销售额合计 7.63 亿元，占年度销售总额 1.62%。

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、中免公司售价管理要

求三方面因素，确保香化产品免税价格比有税市场的价格优势在30%~50%，烟酒产品原则上与有税差价在10%以上。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。

旅游零售业务成本主要包括商品采购和免税运营场所租金等，其中与机场的租金（项目经营费）计算方式通常采用相应的计费年度或半年度内，保底经营费和按实际销售额提成两者孰高额计算。以中免公司与北京首都机场商贸有限公司约定的有关大兴机场国际区免税店项目经营费收取方式为例（根据国旅股份公告，中免公司于2019年4月10日签订合同），第一标段烟酒、食品标段基准年保底经营费用为23000.00万元，其中烟酒类商品的销售额提取比例为49%，食品类商品的销售额提取比例为49%；第二标段香化、精品标段，基准年保底经营费用为41600.00万元，其中香化类商品的销售额提取比例为46%，精品类商品的销售额

提取比例为20%。项目经营费计入销售费用，随着免税销售业务规模的快速扩张，按销售额比例收取的项目经营费也呈上涨趋势。

总体看，中免公司免税业务资质全面，经营规模大，经营渠道优势显著，近年来完成对日上中国、日上上海的股权收购并相继中标多个优质平台免税经营权，在销售渠道、平台层次和市场份额方面取得较大突破，以免税业务为主的旅游销售业务对公司收入和利润贡献持续提升。

（2）旅行服务业务

公司旅行服务业务运营主体主要包括下属中旅总社、中国中旅、国旅总社、招商国际系列等经营。公司旅行服务业务主要为旅行社开展的票务、出境和入境业务、国内业务和签证服务等构成，其中出境游和国内游为公司传统优势业务，收入贡献较高。旅行服务业务盈利模式分为前端收取游客费用，后端整合旅游产品和收取佣金和代理费（或服务费）两种。

表3 公司旅行服务收入构成情况（单位：亿元、%）

	2016年		2017年		2018年		2019年1-6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
入境游	13.42	5.70	13.77	6.05	14.48	6.95	4.51	5.16
出境游	106.85	45.42	100.18	43.99	96.53	46.35	39.96	45.73
国内游	53.19	22.61	49.63	21.79	44.09	21.17	16.49	18.87
商旅服务	33.37	14.19	28.99	12.73	8.99	4.32	3.11	3.56
签证业务	14.74	6.27	16.05	7.05	18.32	8.80	10.52	12.04
会奖业务	9.28	3.94	12.27	5.39	20.70	9.94	11.06	12.66
其他业务	4.39	1.87	6.84	3.00	5.15	2.47	1.73	1.98
合计	235.24	100.00	227.74	100.00	208.26	100.00	87.38	100.00

资料来源：公司提供

注：表中数据未经合并抵消，与收入构成表有细微差异

国内游方面，公司在全国建立了较高的知名度和稳定的客户网络，下设长线旅游、周边旅游、特种旅游、地接等子业务，产品线路既有温泉、滑雪、订车、订房等单项服务产品，也有红色旅游、会议、拓展、考察等主题产品。2018年，公司国内游实现收入44.09亿元，同比下降11.63%。

出境游业务方面，公司产品覆盖欧洲、美洲、澳洲、非洲、亚洲五大洲近百个国家和地区，产品种类从订机票、订酒店、签证服务、景区门票、散客游、团队游等常规旅游，到蜜月游、亲子游、老年游、美食游、海岛游、邮轮游、世界文化遗产游等主题旅游，还可为客户提供个性化特殊化旅游行程设计。2018年，

公司出境游业务实现收入96.53亿元，同比下降3.64%。

此外，公司入境游业务常年接待来自欧洲、美洲、大洋洲、亚洲、非洲100多个国家的来华旅游团队和散客，可提供车票、机票、酒店预订、签证申请等多种旅游产品，更可根据客户需求提供个性化特种旅游服务。公司商旅服务和会奖业务主要为境内外跨国公司、大中型企业、行业协会和政府部门等提供个性化服务和专业解决方案，业务涉及企业会议接待、大型旅游奖励、商务公务考察、体育赛事服务接待及专业培训等，拥有了较为广泛的知名度。公司其他业务主要包括票务代理、签证办理、观光车服务，以及为客户提供订房、订票等单项委托业务。2018年，商旅服务收入同比大幅下降，主要系会计政策调整，2018年起对票务代理等业务按照净额法确认收入所致。

总体看，近年来受旅游行业竞争加剧等因素影响，公司旅行服务业务收入逐年略有下降，但旅行服务业务作为公司的传统优势业务，具有一定聚拢客户资源的优势，与其他主营业务板块具有良好的协同作用。未来，随着公司海外布局旅行社和签证中心的效益逐步显现，旅行服务板块盈利能力有望提升。

（3）酒店和景区业务

酒店业务方面，公司主打“维景”“维景国际”“睿景”和“旅居”4个系列特色品牌，截至2019年6月底，公司旗下自有酒店（不含英国地区酒店）15家，主要分布在北京、港澳、南京、杭州、重庆等城市，客房数总计4939间（其中港澳酒店5家，客房数1710间），包括丽都饭店、广安门维景、北京维景、华侨饭店等，南京维景、杭州维景等，香港酒店4家及澳门酒店1家，英国KG自有及管理酒店54家，客房数7166间。2016—2018年，公司酒店业务产生的营业收入分别为27.32亿元、28.17亿元和29.22亿元，主要系公司酒店地理位置优越，带动平均房价保持增长等因素综合影响所致。

表4 近年来公司酒店业务平均房价和出租率情况

（单位：元/间、%）

	2016年	2017年	2018年	2019年1-6月
平均房价	463.86	477.00	545.00	606.00
出租率	73.00	76.00	77.19	78.00

资料来源：公司提供

公司景区业务盈利模式以收取门票为主，并带动主题乐园、游乐场、客房、餐饮等二次消费。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年-2018年公司景区业务收入分别为18.60亿元、25.84亿元和20.79亿元，其中2018年收入同比下降主要系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。

3. 旅游地产

旅游地产方面，公司采用地产加旅游的独特点开发模式，即在景区附近或者计划培育景区区域周边拿地开发，能够满足旅游资源丰富的地方政府提高城市形象、创造经济效益和社会效益等多方面的综合需要，从而为公司获得优质土地资源创造有利条件，其形成的优势就是较低的土地成本和独特的旅游地产产品。2016—2018年，公司旅游地产板块实现收入分别为75.45亿元、60.44亿元和10.96亿元，其中2018年收入同比下降81.87%，主要系房地产分期开发收入结转规模有所波动，当期结转收入主要来自燕郊、苏宁杭地区项目尾盘所致；毛利率为45.94%，同比减少7.61个百分点。

近年来，公司房地产业务规模不断扩大，截至2019年6月底，公司商品房在开发面积增至214.02万平方米。同时，受房地产收入确认进度波动影响，2018年公司完成开发面积12.87万平方米、结转销售面积和销售收入同比均大幅下降。销售方面，2018年，公司签约销售面积36.80万平方米，签约销售收入70.78亿元，同比均有所增长，签约销售项目为宁波长兴路、杭州萧山一期等。

表5 公司房地产业务发展情况

(单位: 万平方米、万元/平方米、亿元)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-6月
期末在开发面积	127.73	148.13	204.52	214.02
房屋竣工面积	85.57	36.55	12.87	14.28
签约销售面积	37.67	35.69	36.80	23.01
签约销售金额	61.86	57.01	70.78	40.73
结转销售面积	66.45	45.66	6.17	5.83
结转销售收入	75.47	60.44	10.76	12.42
新增土地储备面积	0.00	43.17	62.26	11.24
新增土地投资	0.00	47.82	54.28	47.28

资料来源: 公司提供

注: 表中结转面积和收入使用合并报表口径, 与营业总收入构成中的旅游地产收入有细微差异, 因未包含部分出租和物业管理收入所致

截至2019年6月底, 公司在建旅游地产项目13个, 分布在河北燕郊、宁波、苏州和杭州等城市, 建筑面积合计199.74万平方米, 预计总投资264.01亿元, 已完成投资150.65亿元。

表6 截至2019年6月底公司旅游地产主要在建项目情况(单位: 万平方米、亿元)

项目	类别	建筑面积	开工时间	预计竣工时间	预计总投资额	已投资额	可售面积	已售面积	协议销售金额
燕郊1-2	住宅	17.98	2016年11月	2019年11月	17.64	11.41	9.71	3.69	8.84
宁波长兴路2#	住宅	25.60	2017年9月	2019年11月	22.81	13.65	16.53	16.48	28.38
宁波长兴路3#	住宅	33.67	2017年11月	2020年11月	31.09	13.57	17.95	7.50	11.79
杭州萧山一期	住宅	11.10	2017年7月	2019年8月	26.71	21.82	7.39	7.01	23.45
杭州萧山二期	住宅	9.02	2018年9月	2020年12月	23.32	15.26	5.86	--	暂无
成都金堂一期	住宅/商业	2.71	2017年3月	2019年7月	5.23	1.98	0.85	--	暂无
成都双流东升	住宅	11.76	2018年7月	2020年9月	14.49	8.72	10.75	--	暂无
苏州张家港	住宅	17.71	2018年2月	2020年3月	16.29	11.08	12.64	3.98	5.21
苏州吴江	住宅	16.17	2018年2月	2020年3月	25.16	16.37	11.56	--	暂无
青岛三区	住宅	6.84	2018年4月	2019年7月	5.83	3.06	3.13	2.88	4.91
苏州顾家荡	住宅	16.15	2018年6月	2020年3月	32.46	19.62	10.69	--	暂无
杭州湾3#-g-e	住宅	21.53	2018年11月	2020年10月	36.59	9.78	15.14	6.10	7.01
杭州湾3#f地块	住宅	9.50	2019年6月	2021年5月	6.39	4.33	6.52	--	暂无
合计	--	199.74	--	--	264.01	150.65	128.72	47.64	--

资料来源: 公司提供

公司积极进行土地储备战略布局, 主要集中在河北燕郊、鞍山、青岛等地, 为旅游地产业务的可持续发展提供了有力保障。截至2019

年6月底, 公司土地储备量为315.10万平方米, 不存在两年未开发土地的情况。总体看, 公司土地储备较为充足。

表7 截至2019年6月底旅游地产土地储备情况(单位: 万平方米、亿元)

项目	拟建项目类别	占地面积	开工时间	预计竣工时间	预计投资
青岛项目	住宅	56.78	2015年	2020年	41.36
鞍山项目	住宅	84.84	2014年	2021年	43.50
燕郊项目	住宅/商业	72.63	2014年	2020年	126.91
成都金堂项目	住宅/商业	29.59	2016年	2020年	60.00
杭州湾文化小镇项目	住宅/商业	51.93	2019年	2023年	66.44
杭州湾海泉湾项目	住宅/商业	44.70	2019年	2024年	80.47

项目	拟建项目类别	占地面积	开工时间	预计竣工时间	预计投资
杭州城东项目	住宅	5.25	2019年	2022年	49.40
合计	--	345.72	--	--	468.08

资料来源：公司提供

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

总体看，近三年公司地产板块收入有一定波动，其中2018年受燕郊、苏宁杭地区结转规模下降影响，公司旅游地产收入规模大幅下降；公司加大在售项目去化力度，签约销售情况良好；在建房产项目和土地储备部分未来开发建设投资规模大，资金压力将持续存在。随着项目所在各城市房地产政策调控力度的加强，公司旅游地产收入确认情况存在较大波动，未来旅游地产的销售和经营仍面临一定不确定性。

4. 旅游金融业务

公司旅游金融业务包括基金、消费金融、商业银行、财务公司、保险经纪、互联网金融等。2016—2018年，公司旅游金融业务实现收入分别为44.98亿元、61.17亿元和49.82亿元，其中2018年受中旅银行不再纳入合并范围影响收入有所下降；旅游金融业务毛利率有所波动，但维持在较高水平，2018年为74.97%。

消费金融方面，运营主体为香港中旅下属子公司安信金融控股有限公司（以下简称“安信金控”，持股比例55%），安信金控主要经营小额贷款，放贷资金来源于股东资金、资产证券化和银行贷款，主要业务组合为：本地及员工贷款、信用卡、按揭贷款；子公司深圳安信小额贷款有限责任公司的业务组合为：为小企业主、工薪族提供个人贷款。安信金控原为渣打银行全资子公司，具备较为完善的风控技术体系，并根据实际经营情况调整风控管理策略，创新风险管理方法，将风控嵌入到前中后台工作中，严把风控关，建立了完整的风控体系。但消费信贷作为小额贷款，业务特点是“高息差、高减值损失、高收益率”。安信金控是香港地区最大的非银行消费信贷公司，在香港设有30家分行，3个电话销售中心和2个办公室经

营地产，在深圳设有6家分行。截至2018年底，安信金控资产总额115.61亿元，所有者权益42.79亿元；2018年，安信金控实现营业收入20.91亿元，净利润4.66亿元。2019年1—6月，安信金控在香港发放贷款51.10亿港元，在中国大陆发放贷款2.40亿元，实现利息收入14.40亿元，税前利润3.10亿元。截至2019年6月底，安信金控贷款余额合计为86.90亿元；截至2019年6月底，安信金控合并范围内确认不良贷款4.90亿元，为其全年月均贷款余额的9.00%。

公司参股焦作中旅银行股份有限公司（以下简称“中旅银行”，持股36.68%，为第一大股东）。近年来，中旅银行资金实力不断扩充，业务规模持续扩张。截至2018年底，中旅银行吸收存款余额为470.37亿元，发放贷款和垫款贷款余额363.00亿元，同比分别增长32.07%和18.35%。2018年，公司对中旅银行确认权益法下投资收益1.95亿元。

基金方面，2017年4月，公司全资子公司港中旅投资（上海）有限公司联合山东龙冈控股有限公司发起设立山东中旅股权投资管理有限公司，2017年6月中旅（青岛）旅游发展基金（有限合伙）成立，计划首期规模3.00亿元，目前已认缴1.10亿元，其中山东中旅股权投资管理有限公司投资0.10亿元，该公司已于2018年7月取得私募股权投资基金管理人资格。此外，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”，目前公司正持续加大基金募集力度，加强与大型央企、金融机构的对接和沟通，就投资意向及主要条款进行磋商。

总体来看，近年来公司旅游金融业务收入

有所波动，但毛利率保持较高水平，对公司利润形成良好补充。公司消费金融业务形成贷款余额规模大，且主要放款区域集中在中国香港地区，存在一定区域集中风险。

5. 经营效率

2016—2018年，公司销售债权周转次数逐年增长，存货周转次数逐年下降，总资产周转次数有所波动，三年加权平均值分别为29.04次、2.18次和0.49次，2018年分别为38.05次、1.70次和0.54次，公司整体经营效率一般。

6. 在建项目及发展规划

2018年9月，公司总部迁入海口，成为首家总部进驻海南的中央企业，未来拟在旅行服务、旅游酒店、旅游消费金融以及国际邮轮等方面与海南共谋发展。截至2019年6月底，公司主要在建项目（不含地产）2个，为三亚海棠湾河心岛项目和海口市国际免税城项目，项目计划总投资140.57亿元，截至2019年6月

底已投资23.92亿元，资金来源以自筹为主。考虑到公司地产项目投资规模大，整体来看公司未来存在一定资本支出压力。

三亚海棠湾核心岛项目性质为商业及旅游建筑，总建筑面积约6.40万平方米，其中地上建筑面积约3.40万平方米，地下建筑面积约3.00万平方米。项目预计总投资12.00亿元，定位有税商业零售，未来将填补三亚休闲度假商业设施的空白，建成后有望成为国际一流旅游目的地型商业综合体。

海口国际免税城项目位于海南省海口市西海岸粤海铁路港口区域，项目总投资约128.57亿元，项目占地面积32.35万平方米，共分为6宗地块，以商业用地为主。该项目系大型国际免税综合体建筑群，建设内容涵盖免税商业、有税商业、办公、酒店、人才公寓等。项目采用分期开发模式，目前项目一期工程处于方案设计、土方开挖阶段。海口国际免税城项目建设作为海南全岛离岛免税业务重要布局的一部分，建成后将进一步促进海南旅游消费升级。

表8 截至2019年6月底公司主要在建项目（不含地产）情况（单位：亿元）

项目名称	建设内容	总投资金额	已完成投资额	建设期	未来三年投资计划			资金来源
					2019年	2020年	2021年	
三亚海棠湾河心岛项目	商业项目	12.00	7.45	2016年-2019年	4.55	--	--	自筹为主
海口国际免税城项目	商业、公寓、写字楼、住宅、酒店	128.57	16.47	2019年-2025年	15.68	16.31	9.61	自筹为主
合计	--	140.57	23.92	--	20.23	16.31	9.61	--

资料来源：公司提供

未来，公司计划通过并购重组、产业基金、资产管理等多种方式，加快在旅游产业链的投资布局，推动旅游产业结构优化升级，不断提升集团在旅游业的控制力和影响力，并将择机选择和培育新产业，如旅游地产、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，打造新的利润增长点。

公司在“十三五”期间努力做旅游业供给侧结构性改革的引领者、旅游强国战略实现的主力军、游客全球旅行的系统服务商和人们美好生活的创造者。公司将始终坚持以“服务大

众，创造快乐”为己任，坚持创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，推动经济发展，造福社会百姓，成为具有全球竞争力的世界一流旅游文化服务集团。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2016—2018年财务报告，大华会计师事务所有限公司（特殊普通合伙）对公司2016年合并财务报告进行了审计，天职国际

会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017-2018 年合并财务报告进行了审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年上半年财务数据未经审计。

合并范围方面，截至 2016 年底，公司合并范围较上年底新增 33 家子公司，其中新设立 21 家子公司，非同一控制下企业合并 12 家子公司，注销了 16 家子公司，处置 4 家子公司；截至 2017 年底，公司纳入合并范围二级子公司 17 家，较 2016 年底增加 5 家；二级以下层级子公司变动较大，其中收购和新成立子公司 20 家（含日上中国），因注销、出售、无偿划出和丧失控制权导致不再纳入合并范围子公司 109 家（含华贸物流）。截至 2018 年底，公司合并范围较 2017 年底新增 27 家子公司（含日上上海），不再纳入合并范围子公司 38 家（含中旅银行）；其中，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；由于对中旅银行失去控制权，中旅银行不再纳入公司合并范围，转入长期股权投资核算。截至 2019 年 6 月底，公司合并范围较 2018 年底无变化。总体来看，合并范围的变动对公司财务数据可比性产生一定影响。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 1008.16 亿元，所有者权益合计 436.45 亿元（含少数股东权益 233.76 亿元）；2018 年公司实现营业总收入 669.39 亿元，利润总额 64.73 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司资产总额 1116.32 亿元，所有者权益 474.07 亿元（含少数股东权益 259.19 亿元）；2019 年 1—6 月，公司实现营业总收入 366.37 亿元，实现利润总额 49.75 亿元。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模有所波动，分别为 1437.00 亿元、1470.74 亿元和 1008.16 亿元。截至 2018 年底，公司资产总额同比下降 31.45%，主要系合并范围变动所致。截至 2018 年底，公司流动资产占 53.77%，非流动资产占 46.23%，公司资产结构转变为以流动资产为主。

2016—2018 年，公司流动资产逐年下降，

年均复合增长率-8.96%，截至 2018 年底，公司流动资产 542.08 亿元，同比下降 11.16%，主要由货币资金（占 31.60%）、存货（占 50.24%）和其他流动资产（占 7.87%）构成。

2016—2018 年，公司货币资金逐年下降，年均复合下降 24.32%，截至 2018 年底，公司货币资金 171.28 亿元，同比下降 34.11%，构成主要为银行存款 159.07 亿元，其中存放在境外的款项共 40.14 亿元；货币资金受限比例为 24.12%，构成主要为结构性存款、定期存款和存放央行的准备金等。

截至 2018 年底，公司交易性金融资产同比新增 8.26 亿元，主要为子公司中旅国际投资所持金融资产。

2016—2018 年，公司应收账款逐年下降，截至 2017 年底，应收账款账面价值 17.89 亿元，同比下降 51.07%，主要因应收款较多的华贸物流和电厂子公司出表所致；截至 2018 年底，应收账款为 17.27 亿元，同比变化不大；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款（占 91.15%）中，1 年内的占 92.04%，整体账龄短；集中度方面，余额前五名合计占 17.01%，集中度较低；累计计提坏账准备 2.44 亿元，计提比例为 12.37%。

2016—2018 年，公司预付款项变动不大，截至 2018 年底，预付款项 14.52 亿元，同比略有增长，构成主要是预付航空公司押金和商品采购预付款等，其中账龄一年内的（含 1 年）为 96.14%，账龄短，公司计提坏账准备 1.61 亿元，集中度方面，预付前五名单位预付款合计占 21.43%，主要为对中烟国际（香港）有限公司、古驰新加坡有限公司等供应商。

2016—2018 年，公司其他应收款逐年下降。截至 2018 年底，其他应收款 14.99 亿元，同比下降 11.20%，构成均主要为土地款、往来款和保证金等，按账龄组合计提的应收款 9.29 亿元中，账龄一年内的（含 1 年）为 79.67%，整体账龄较短，公司累计计提坏账准备 5.98 亿元，综合坏账计提比例为 28.51%，计提较充分。

2016—2018年，公司存货逐年增长，年均复合增长率38.26%，截至2018年底，公司存货账面价值272.35亿元，同比增长38.66%，主要系在建开发成本及产成品增加所致，构成以在建开发成本144.99亿元、库存商品73.17亿元（其中已完工开发产品13.57亿元，其余主要为免税业务备货）和尚未开发的土地储备（53.84亿元）构成；公司累计计提跌价准备6.99亿元，其中对在建开发成本和库存商品计提跌价准备分别增长至4.45亿元和2.53亿元。

2016—2018年，公司其他流动资产波动较大，截至2018年底，公司其他流动资产42.67亿元，同比下降57.69%，主要系合并范围变化，中旅银行出表后信托投资随之大幅下降所致；构成上包括理财产品26.33亿元、预缴税费7.57亿元、信托投资4.00亿元和委托贷款2.40亿元等，其中委托贷款为控股子公司中旅国际投资与其子公司深圳世界之窗有限公司及深圳锦绣中华发展有限公司之非控股股东深圳华侨城股份有限公司订立的无抵押委托贷款安排。根据约定安排，非控股股东须于接获通知一个月内偿还该委托贷款，且按一年期中国人民银行贷款基准利率计息。

截至2017年底，买入返售金融资产由2016年底的45.87亿元降为零，系公司所持债券资产全部于当年到期所致。

2016—2018年，公司非流动资产波动下降，截至2018年底，公司非流动资产466.08亿元，同比下降45.84%，主要源于发放贷款及垫款、持有至到期投资和其他非流动资产的下降，构成上以发放贷款和垫款（占17.79%）、长期股权投资（占12.58%）、投资性房地产（占11.21%）、固定资产（占27.74%）和无形资产（占11.37%）为主。

截至2018年底，公司发放贷款和垫款余额合计87.48亿元，同比大幅下降，主要系中旅银行出表使得公司对企业贷款及垫款规模下降所致。按贷款方来分，对个人贷款和垫款及对企业贷款和垫款余额分别为87.00亿元和0.48

亿元，公司贷款方个人贷款余额比重由上年末的36.19%增长至99.46%；按担保方式来分，信用贷款占99.71%，其余为抵押贷款；其中已逾期贷款共5.34亿元，逾期贷款以逾期1天至90天的为主（占99.63%）。公司累计计提贷款损失准备4.58亿元，计提比例为5.52%。截至2018年底，公司发放贷款及垫款账面价值82.90亿元，同比大幅下降77.13%。

截至2018年底，公司持有至到期投资0.50亿元，同比下降99.17%，主要系中旅银行不再纳入合并范围所致。

2016—2018年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长率66.67%，截至2018年底，公司长期股权投资58.61亿元，同比增长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，对中旅银行的投资（含当期权益法下确认的投资收益1.95亿元）25.40亿元转入长期股权投资计量所致。

2016—2018年，投资性房地产有所波动；截至2018年底，公司投资性房地产账面价值52.24亿元，同比增长11.82%，构成以房屋、建筑物为主；其中以成本计量的为17.63亿元，以公允价值计量的为34.61亿元，当期实现公允价值变动收益2.87亿元。

2016—2018年，公司固定资产逐年下降，年均复合下降7.70%，截至2018年底，公司固定资产账面价值129.28亿元，同比下降4.97%；固定资产主要由房屋建筑物（占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；累计计提减值准备10.46亿元。

2016—2018年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长率23.01%，截至2018年底，公司无形资产账面价值52.99亿元，同比增长13.73%，主要源于土地使用权的增加；无形资产主要由土地使用权（占93.24%）构成，累计摊销12.77亿元，累计计提跌价准备0.01亿元。

2016—2018年，公司商誉有所波动；截至2017年底，商誉余额为32.51亿元，同比下降

20.67%，主要系德祥集团公司、中特物流有限公司等子公司及其商誉随华贸物流一并划出所致。公司商誉账面价值为20.13亿元，构成主要为安信信贷17.62亿元；账面价值同比下降50.65%，除上述划出外，当期计提商誉减值12.38亿元，包括会计师事务所进行商誉减值测算后按照资产评估报告对Metropark Limited和中旅银行分别计提减值准备7.78亿元和4.58亿元。截至2018年底，公司商誉30.53亿元，同比增长51.68%，主要系合并日上上海形成商誉8.22亿元和中旅银行划出减少4.58亿元综合作用所致。除本期纳入合并的日上上海外，公司商誉构成主要包括安信信贷18.47亿元、Metropark Limited 9.00亿元、深圳安信小额贷款有限责任公司1.81亿元等。

2016—2018年，公司其他非流动资产波动较大，截至2018年底，公司其他非流动资产13.51亿元，同比下降88.74%，主要系中旅银行划出后应收款项类投资随之减少所致。公司其他非流动资产构成上主要包括预付土地款9.64亿元、预付机场租约保证金2.91亿元等。

截至2018年底，公司资产中所有权和使用权受到限制的账面价值42.39亿元，其中受限货币资金41.30亿元、固定资产0.61亿元、投资性房地产0.47亿元；受限资产合计占总资产的4.20%，受限比例低。截至2018年底，公司合计境外资产477.58亿元，其中在香港地区以港币计价资产折合人民币419.24亿元，在英国以英镑计价资产折合人民币44.10亿元。

截至2019年6月底，公司资产总额1116.32亿元，较上年底增长10.73%，其中货币资金增长至215.40亿元；存货较上年底增长17.83%至320.92亿元，主要是由于集团新增土地储备以及免税品存货增加所致；其他流动资产较上年底下降32.06%至28.99亿元；其余科目变动不大；资产结构变动不大，流动资产和非流动资产占比分别为56.50%和43.50%。

总体看，受合并范围变动影响，公司资产近年来波动较大，资产结构相对均衡。目前，

公司流动资产中货币资金充裕，以房地产在建开发成本、库存商品和土地储备为主的存货规模大，存在一定去化压力；非流动资产中发放贷款及垫款、长期股权投资、固定资产和无形资产规模大，公司资产流动性和资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

近三年，公司所有者权益受合并范围变动逐年下降，截至2018年底，公司所有者权益为436.45亿元，同比下降1.15%；归属于母公司的所有者权益202.69亿元中，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占77.44%、0.27%和24.66%；其他综合收益为-5.24亿元，主要来源于外币财务报表折算差额变动。

截至2019年6月底，公司所有者权益474.07亿元，较上年底增长8.62%，主要源于实收资本、少数股东权益和未分配利润的增长，其中实收资本较2018年底增加2亿元，为国务院国资委增资款；权益构成变动不大。

总体看，公司所有者权益受合并范围变动影响有所波动，少数股东权益占比较高，公司所有者权益稳定性一般。

负债

2016—2018年，公司负债总额波动下降，年均复合下降23.46%，截至2018年底，公司负债总额为571.71亿元，同比下降44.45%，其中流动负债与非流动负债均大幅下降；构成上，流动负债占比为73.09%，同比减少9.36个百分点，仍为负债的主要构成部分。

截至2018年底，公司流动负债417.88亿元，同比下降50.76%，构成以短期借款（占13.85%）、应付票据及应付账款（占13.08%）、其他应付款（占13.81%）、预收款项（占23.22%）、一年内到期的非流动负债（占12.51%）和其他流动负债（占12.77%）为主。随着2018年中旅银行不再纳入合并范围，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金融负债随之转出，公

司流动负债大幅下降。

2016—2018年，公司短期借款逐年快速增长，年均复合增长率84.81%，截至2018年底，公司短期借款57.89亿元，同比增长55.77%，构成主要为信用借款57.64亿元，其余为少量抵押借款。

截至2018年底，吸收存款及同业存放大幅下降至0.32亿元，同时拆入资金和卖出回购金融资产款均下降为零，主要是由于中旅银行出表所致。

2016—2018年，公司应付账款变动不大，截至2018年底，公司应付账款54.62亿元，同比增长5.75%，主要系应付尚未结算的工程款增加所致，账龄以1年以内为主。

2016—2018年，公司预收款项有所波动，年均复合增长率38.87%，截至2018年底，公司预收款项97.04亿元，同比大幅增长129.05%，主要系预收房款增加所致。

2016—2018年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长率16.04%，截至2018年底，公司其他应付款(含应付利息及股利)57.69亿元，同比下降12.65%，主要系支付应交税费以及股利所致，其他应付款构成主要为押金及保证金、应付工程款、待结算款项等。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债52.27亿元，同比增长118.14%，主要系“12港中旅MTN1”(发行规模26.00亿元，到期时间为2019年5月23日)、5年期3亿美元债等长期负债即将于一年内到期转入所致。

2016—2018年，公司其他流动负债波动加大，截至2017年底，其他流动负债142.27亿元，同比增长35.63%，主要来自同业存单的增加；截至2018年底，公司其他流动负债53.37亿元，同比下降62.49%，主要系中旅银行出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，年均复合下降16.52%。截至2018年底，公司非流动负债153.83亿元，同比下降14.83%，主要源于应付债券的下降。构成上，非流动负债

以长期借款(占26.81%)和应付债券(占54.30%)为主。

2016—2018年，公司长期借款有所波动，截至2018年底，公司长期借款41.24亿元，同比增长61.96%；构成上以信用借款(占91.46%)为主，公司长期借款利率区间为1.20%~7.00%。

截至2018年底，公司应付债券83.53亿元，同比下降36.12%，主要系部分债券重分类至流动负债所致。截至2018年底公司应付债券包含10年期7亿美元债券(按人民币47.78亿元入账)和两期人民币中期票据(发行额度合计36.00亿元)。

2016—2018年，公司递延收益变动不大，截至2018年底，公司递延收益17.08亿元，构成上包括政府补助(主要为基础设施补偿款)13.79亿元、高尔夫球会籍收入1.90亿元和为实现售后租回损益1.19亿元等。

截至2019年6月底，公司负债总额642.25亿元，较2018年底增长12.34%，主要源于预收款项、长期借款和应付债券的增长。其中，公司短期借款较上年下降18.97%至46.91亿元；预收款项较上年增长32.59%至128.67亿元；长期借款和应付债券分别增长至53.93亿元和157.99亿元，应付债券的增长主要系2019年上半年新增5年期美元债券(5亿美元，利率3.5%)和3年期“19中旅01”(40亿元，利率3.68%)；其他科目变化不大。构成上，流动负债和非流动负债占比分别为62.35%和37.65%，非流动负债占比较2018年底有所提升。

表9 截至2019年6月底公司存续债券情况

债券名称	发行规模	期限	起息日	到期日
19年公司债券	40亿元	7年	2014.3.19	2021.3.19
14年中期票据	10亿元	7年	2014.9.10	2021.9.10
14年中期票据	26亿元	3年	2019.4.16	2022.4.16
5年期3亿美元债券	3亿美元	5年	2014.11.3	2019.11.3
10年期7亿美元债券	7亿美元	10年	2014.11.3	2024.11.3
3年期5亿美元	5亿美元	3年	2019.3.21	2022.3.21

资料来源：公司提供

近三年,公司全部债务波动增长。截至2018年底,公司全部债务为289.05亿元,同比增长5.51%;其中短期债务占比升至56.48%,债务结构较为均衡。2018年,随着中旅银行的出表,公司资产负债率下降至56.71%,同比减少13.27个百分点;全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为39.84%和22.37%,同比变化不大。截至2019年6月底,公司全部债务为324.63亿元,较上年底增长12.31%,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57.53%、40.64%和30.99%。

总体看,近年来公司负债规模受合并范围影响较大,2018年以来,随着中旅银行不再纳入合并范围,公司资产负债率有所降低;同时公司全部债务略有增长,债务结构较为均衡,债务负担适宜。

4. 盈利能力

近三年,公司营业总收入规模逐年提升,2016—2018年分别为603.64亿元、629.84亿元和669.39亿元;同期营业成本(含利息支出、手续费及佣金支出等)分别为436.71亿元、427.42亿元和398.89亿元。2018年,公司营业总收入同比增长6.28%,当期中旅银行不再纳入合并范围对公司收入有一定影响,但收购并表的日上上海收入增长迅速,带动旅游主业收入保持快速增长;2018年公司营业成本同比下降6.68%,主要系剥离物流、电力板块所致。近三年,营业利润率呈逐年增长趋势,分别为25.52%、29.49%和38.93%。

近三年,公司期间费用快速增长,分别为89.23亿元、108.98亿元和186.91亿元,其中,销售费用2018年同比增长149.17%至127.73亿元(占68.34%),主要系日上上海并表、免税销售业务规模扩大带来的租赁费大幅增长所致;管理费用同比下降1.86%至47.89亿元(占25.62%);财务费用同比增长26.47%至11.29亿元(占6.04%),主要系利息支出增长所致。2018年,公司期间费用占营业总收入的27.92%,同比增加10.62个百分点,公司费用控制能力有待

增强。受收入占比最高的免税业务目前的租金收取模式影响,期间费用对公司利润侵蚀严重。

2018年,公司发生资产减值损失25.46亿元,同比增长3.99%,主要包括坏账损失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(主要为对房屋建筑物计提,较上年同期(0.23亿元)大幅增长)以及其他7.74亿元。公司实现投资收益16.75亿元,同比大幅增长323.60%,主要包括权益法核算的长期股权投资收益5.37亿元、处置长期股权投资产生的投资收益6.17亿元和对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2.65亿元。公司实现其他收益0.84亿元,较上年同期下降90.71%,主要系2017年的球会土地置换收益8.30亿元不具持续性所致。2018年,公司资产减值损失和投资收益分别为当期利润总额的39.30%和25.85%,非经营性损益对利润有一定影响。

2016—2018年,公司利润总额逐年增长,三年分别为57.50亿元、63.70亿元和64.73亿元。总资本收益率和净资产收益率逐年增长,2018年分别为7.87%和10.72%,同比分别增加0.41和0.84个百分点。

2019年1—6月,公司实现营业总收入366.37亿元,同比增长10.78%;营业利润率为44.34%,较2018年增加5.41个百分点。在收入规模扩大和毛利空间上升的共同推动下,公司实现利润总额49.75亿元,同比增长10.10%。

近年来,合并范围变化带来收入构成发生变动的情况下,公司营业总收入持续增长,期间费用对公司利润的影响大,资产减值损失和投资收益等非经营性损益对利润有一定影响。随着非旅游主营业务的剥离以及高毛利率免税业务的扩张,公司盈利能力稳定增强。

5. 现金流及保障

经营活动方面,2016—2018年,公司经营活动现金流入量分别为940.58亿元、969.45亿元和904.06亿元,2018年,公司经营活动产生

的现金流入量同比下降 6.75%，以销售商品、提供劳务收到的现金（774.94 亿元）和收到其他与经营活动有关的现金（38.03 亿元，主要为房地产业务收回保证金及其他业务收到的租金、退还的押金等）为主。2016—2018 年，公司经营活动产生现金流出分别为 849.82 亿元、925.84 亿元和 872.66 亿元，2018 年同比下降 5.74%，构成上以购买商品、接受劳务支付的现金（551.52 亿元）和支付其他与经营活动有关的现金（153.50 亿元，主要为旅游地产板块支付竞拍保证金和其他板块各类保证金支出等）。2018 年以来，随着中旅银行不再纳入合并范围，金融类业务产生的现金流入和流出均大幅下降，分别为 91.03 亿元和 55.14 亿元。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 31.40 亿元，同比下降 28.01%；现金收入比为 120.68%，同比增加 11.12 个百分点，公司收入实现质量良好。

投资活动方面，近三年，公司投资活动现金流入量分别为 1356.18 亿元、1199.69 亿元和 480.70 亿元，2018 年，公司投资活动产生的现金流入同比下降 59.93%，主要是由于中旅银行不再纳入合并范围，其开展金融投资业务产生的现金流下降所致；构成上以收回投资收到的现金（394.04 亿元，主要为理财产品赎回）和收到其他与投资活动有关的现金（74.13 亿元，主要为金融业务产生的现金流入）为主。同期，公司投资活动产生的现金流出同比下降 57.97%至 532.29 亿元。2018 年，公司发生投资活动净流出 51.59 亿元，净流出规模同比下降 22.83%。

从筹资活动来看，近三年公司筹资活动现金流入分别为 124.39 亿元、46.58 亿元和 96.54 亿元，2018 年，公司筹资活动产生的现金流入主要为取得借款发生的现金流，筹资活动产生的现金流出近三年分别为 122.81 亿元、76.76 亿元和 109.68 亿元，主要为偿还债务支付的现金及分配股利、利润或偿还利息支付的现金。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为

-13.14 亿元，筹资活动产生的现金流净流出规模同比收紧 56.46%。

2019 年 1—6 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 26.00 亿元，现金收入比为 122.01%，其中支付其他与经营活动有关的现金 107.93 亿元，主要用于支付旅游投资和运营拍地保证金、广告宣传费、租赁费等 17.88 亿元，支付旅游零售广告宣传费、免税店租金、押金及保证金等 76.53 亿元，支付其他费用及内部往来 43.45 亿元，内部资金往来抵消 43.30 亿元等；投资活动产生的现金流量净额为 6.73 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 20.82 亿元。

总体看，公司收入实现质量较好，受中旅银行不再纳入合并范围影响，公司经营性现金净流入和投资活动现金净流出规模收缩；由于在建及拟建项目投资规模较大，融资需求持续存在。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，公司流动比率呈波动增长趋势、速动比率近三年呈波动下降趋势，三年加权平均值分别为 103.75% 和 60.45%，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 129.72% 和 64.55%，同比大幅增长；截至 2019 年 6 月底上述两项指标继续增长至 157.52% 和 77.37%。2018 年，公司经营现金流动负债比增长至 7.51%。考虑到公司货币资金较充裕，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 81.20 亿元、86.25 亿元和 88.24 亿元；EBITDA 利息倍数近三年变动不大，分别为 8.27 倍、8.80 倍和 8.55 倍；全部债务/EBITDA 倍数分别为 3.79 倍、3.18 倍和 3.28 倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至 2019 年 6 月底，公司获得各主要银行授信额度共计 904 亿元，其中未使用额度 724 亿元，且下属 A、H 股上市子公司具有直接融资渠道，公司直接融资渠道和间接融资渠道畅

通。

截至 2019 年 6 月底，公司无对外担保。
未决诉讼方面，截至 2019 年 6 月底，公司

合并范围内子公司所涉及重大（5000.00 万元以上）未决诉讼共 4 起，案值合计 3.97 亿元，规模较小。

表 10 截至 2019 年 6 月底公司重大未决诉讼情况

原告	被告	诉讼（仲裁）理由	案值（万元）	所处阶段
广州通钻投资有限公司	中国国旅（广东）国际旅行社股份有限公司	原告主张与被告签订《签证业务合同》，合作过程中被告违约，要求被告返还垫付签证费、保证金、律师费、财产保全费用等。	7184.00	被告已提起上诉，目前案件正在审理中
丁周松、易妹	中国国旅（广东）国际旅行社股份有限公司；广东国旅出国咨询顾问有限公司	原告要求广东国旅与出国咨询公司连带支付注册资本、利润、滞纳金共计 6901.60 万元（其中本金 1800 万元）及诉讼费、保全费等。	6902.00	被告已提起反诉，目前案件正在审理中
港中旅（沈阳）置业有限公司	中国建筑一局（集团）有限公司	要求被告申请人支付违约金、赔偿金、维修费等合计 16287 万元。造价鉴定结果已出，中建一局反请求主张的工程结算价款本金为 38991.97 万元，工程量造价可确定部分为 26127.18 万元（含社保费）。	16287.00	待沈阳市仲裁委员会进行工期以及质量鉴定
深圳市中苑城商业投资控股有限公司	香港中旅（集团）有限公司、北京港中旅维景国际酒店管理有限公司等 5 家公司	原告要求就深圳维景项目中双方签订的《产权交易合同》、《债权清偿协议》提起仲裁申请，要求被告方承担违约责任，向原告支付违约金 3028.79 万元和资金损失 6310.0 万元等	9338.79	最高院审理中

资料来源：公司提供

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 309.10 亿元，其中流动资产 102.87 亿元，非流动资产 206.23 亿元，资产结构以非流动资产为主；流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，分别为 13.34 亿元和 77.77 亿元；非流动资产主要是长期股权投资 205.48 亿元。截至 2018 年底，母公司负债合计 225.41 亿元，其中流动负债 145.77 亿元，非流动负债 79.63 亿元；流动负债以短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主，分别为 50.00 亿元、64.82 亿元和 30.94 亿元；非流动负债以长期借款和应付债券为主，分别为 43.88 亿元和 35.75 亿元。截至 2018 年底，母公司有息债务 160.57 亿元，资产负债率为 72.92%。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 83.70 亿元，其中实收资本 156.97 亿元，未分配利润 -77.40 亿元，主要是由于以前年度无偿划转国丰钢铁导致本部会计处理需要冲减未分配利润所致。

截至 2019 年 6 月底，母公司全部资产总额 330.06 亿元，负债合计 241.88 亿元，有息债

务增长至 169.70 亿元。所有者权益合计 88.18 亿元。

盈利能力方面，2018 年，母公司营业收入 9.4 万元，无营业成本，当期财务费用 6.32 亿元，投资收益 15.20 亿元，利润总额 8.48 亿元。2019 年 1—6 月，母公司未实现营业收入，当期投资收益 6.03 亿元，利润总额 2.49 亿元。

2018 年，母公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 -1.73 亿元、-24.65 亿元和 20.62 亿元，其中取得投资收益收到的现金 7.50 亿元。

总体看，公司本部无经营性业务，收入规模很小，利润主要来自下属企业的分红收益，母公司有息债务规模偏高，对再融资存在依赖。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
公司本期中期票据发行额度为 15 亿元，分别占 2019 年 6 月底长期债务和全部债务的 7.05% 和 4.62%。本期中期票据的发行对公司现

有债务规模影响较小。

截至2019年6月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为30.99%、40.64%和57.53%。以2019年6月底财务数据为基础，本期中期票据发行后，上述三项指标将分别上升至32.46%、41.74%和58.10%。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为90.75亿元、43.61亿元和31.40亿元，分别为本期中期票据发行金额的6.05倍、2.91倍和2.09倍；同期，公司EBITDA分别为81.20亿元、86.25亿元和88.24亿元，分别为中期票据发行金额的5.41倍、5.75倍和5.88倍。总体看，公司EBITDA和经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障能力强。

十一、结论

公司作为国务院国资委直属中国最大的综合性旅游集团，是一家经营历史悠久、旅游产业链条完整、旅游要素齐全、经营规模大、品牌价值高的旅游企业集团，经营网络遍布中国及海外，整体竞争优势明显。近年来，公司完成收购日上中国、日上上海和海免公司股权划入等事项，带动免税业市场份额不断提升，公司旅游零售业务收入及毛利率持续增长，盈利能力增强。同时，旅游行业易受宏观经济环境以及突发公共事件的影响、旅游地产行业收入确认存在一定波动、免税业务面临租金上涨压力等因素给公司经营发展带来一定影响。财务方面，近年来公司收入规模逐年扩张，整体盈利能力稳定增强；收入实现质量良好，经营活动产生的现金流保持净流入；现金类资产充裕，资产质量和流动性良好。

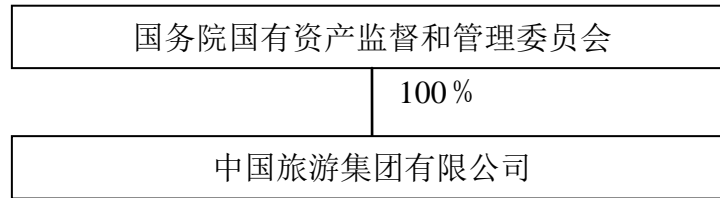
公司EBITDA和经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障能力强。

中国旅游产业规模不断壮大、发展稳定，已成为具备竞争优势的产业之一。未来公司将

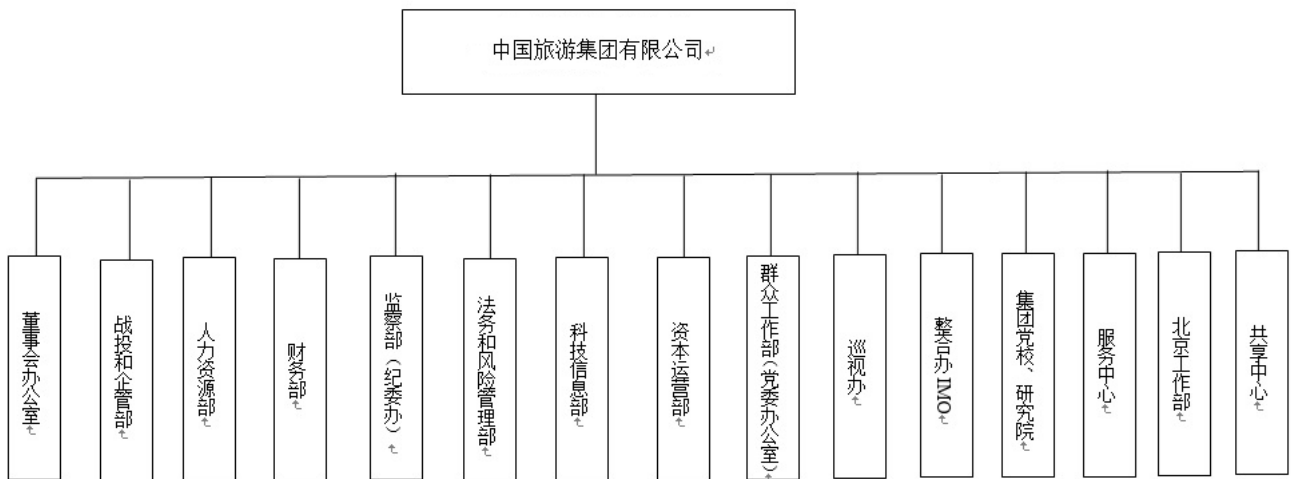
集中力量重点发展旅游相关主业，同时积极协调发展旅游地产和旅游特色金融等业务，产业结构协同性强，发展前景良好。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期中期票据的偿还能力极强，到期本息不能偿还的风险极低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	224.37	161.68	138.23	191.66
资产总额(亿元)	1437.00	1470.74	1008.16	1116.32
所有者权益(亿元)	461.01	441.55	436.45	474.07
短期债务(亿元)	112.99	117.71	163.27	111.78
长期债务(亿元)	194.56	156.26	125.79	212.85
全部债务(亿元)	307.56	273.96	289.05	324.63
营业总收入(亿元)	603.64	629.84	669.39	366.37
利润总额(亿元)	57.50	63.70	64.73	49.75
EBITDA(亿元)	81.20	86.25	88.24	--
经营性净现金流(亿元)	90.75	43.61	31.40	26.00
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.87	22.13	38.05	--
存货周转次数(次)	2.87	2.52	1.70	--
总资产周转次数(次)	0.46	0.43	0.54	--
现金收入比(%)	108.27	109.55	120.68	122.01
营业利润率(%)	25.52	29.49	38.93	44.34
总资产收益率(%)	6.57	7.47	7.87	--
净资产收益率(%)	8.82	9.88	10.72	--
长期债务资本化比率(%)	29.68	26.14	22.37	30.99
全部债务资本化比率(%)	40.02	38.29	39.84	40.64
资产负债率(%)	67.92	69.98	56.71	57.53
流动比率(%)	86.60	71.91	129.72	157.52
速动比率(%)	67.74	48.76	64.55	77.37
经营现金流动负债比(%)	12.02	5.14	7.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.27	8.80	8.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.79	3.18	3.28	--

注：2019 年上半年财务数据未经审计；2016 年数据为 2017 年期初数；现金类资产已剔除受限资金；其他流动负债和其他应付款中有息债务已计入短期债务和全部债务，长期应付款中有息债务已计入长期债务和全部债务

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.01	19.10	13.34	12.16
资产总额(亿元)	256.71	274.13	309.10	330.06
所有者权益(亿元)	80.14	80.34	83.70	88.18
短期债务(亿元)	20.00	59.90	80.94	70.01
长期债务(亿元)	85.34	62.53	79.63	99.69
全部债务(亿元)	105.34	122.43	160.57	169.70
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	-3.10	2.78	8.48	2.49
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-1.72	-0.28	-1.73	-4.98
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	--	100.00	106.38	--
营业利润率(%)	--	--	--	--
总资本收益率(%)	0.44	4.20	6.06	--
净资产收益率(%)	-3.87	3.46	10.14	--
长期债务资本化比率(%)	51.57	43.77	48.75	53.06
全部债务资本化比率(%)	56.79	60.38	65.74	65.80
资产负债率(%)	68.78	70.69	72.92	73.28
流动比率(%)	60.92	55.95	70.57	70.50
速动比率(%)	60.92	55.95	70.57	70.50
经营现金流动负债比(%)	-1.89	-0.21	-1.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--

注：公司 2019 年上半年财务数据未经审计

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	(销售商品、提供劳务收到的现金+收取利息、手续费及佣金的现金)/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 中国旅游集团有限公司 2020 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国旅游集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在公司年报披露后 3 个月内发布跟踪评级结果和报告。

中国旅游集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中国旅游集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国旅游集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国旅游集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中国旅游集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国旅游集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国旅游集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国旅游集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中国旅游集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。