信用评级公告

联合〔2021〕4736号

联合资信评估股份有限公司通过对中国旅游集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国旅游集团有限公司主体长期信用等级为AAA，“19中旅01”和“20中旅01”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

中国旅游集团有限公司公开发行公司债券
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中国旅游集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
19 中旅 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中旅 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 中旅 01	40.00 亿元	40.00 亿元	2022/04/16
20 中旅 01	20.00 亿元	20.00 亿元	2025/03/26

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的公开发行公司债券

评级时间：2021 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
旅游行业企业主体信用评级方法	V3.0.201907
旅游行业企业主体信用评级模型（打分表）	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	评价结果
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	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
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，是一家历史悠久、旅游产业链条完整、旅游要素齐全、品牌价值高的旅游企业集团，主业涵盖旅行服务、旅游投资和运营、旅游零售、酒店运营、旅游金融等多个领域，经营网络遍布中国及海外，在免税行业形成了显著的市场地位，整体规模优势明显。跟踪期内，新冠肺炎疫情对公司旅行服务、酒店运营和景区业务冲击较大，但受益于海南离岛免税政策的实施和地产项目结转增加，旅游零售和旅游投资与运营板块保持增长，整体盈利能力稳健。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，突发公共卫生事件对旅游行业影响大，公司有息债务快速增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将集中发展旅游相关主业，加快旅游产业链投资布局，推动旅游产业结构优化升级，随着在建免税项目的陆续建成投入运营，公司业务发展前景良好。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“19中旅01”和“20中旅01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **消费回流以及海南离岛免税购物政策影响下，公司免税业务长期趋势向好。**2020 年初，新冠肺炎疫情对全球经济和社交场景产生了很大影响，导致全球奢侈品市场萎缩。但是，消费回流以及海南离岛免税购物政策使得公司免税零售业务实现逆势增长。随着国家为吸引海外消费回流不断推出利好政策，海南自贸区建设有望加速实施，出入境及海南客源市场持续增长，加上国民的高品质消费需求仍然旺盛等利好因素，为公司未来发展带来新的机遇。

分析师：李 明 刘嘉敏

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. **公司旅游产业链完整，主营业务协同效果良好。**公司主营业务涵盖旅游服务及景区、旅游零售、旅游地产、旅游特色金融等板块，拥有完整的旅游服务链条和全面的配套能力，经营规模大、品牌价值高，整体竞争优势明显，主营业务协同效果良好。
3. **公司在免税行业的竞争地位显著，免税业务市场份额持续扩张。**截至 2021 年 3 月底，公司免税业务已在全国 30 个省、市、区（含港、澳、台地区）和柬埔寨等地设立 236 个免税店，涵盖机场、机上、边境、外轮供应、客运站、火车站、外交人员、邮轮、市内等九大类免税业务，是全球免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商。2020 年，受益于海南离岛免税新政的实施，公司旅游零售业务收入同比增长 9.26%。
4. **公司资产质量和流动性良好，整体盈利能力稳健。**公司现金类资产充裕，2020 年实现利润总额 87.22 亿元，同比增长 16.48%，净资产收益率 10.59%，同比提升 0.54 个百分点。
5. **公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续债务保障能力强。**2020 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和现金类资产（已剔除受限类资金）分别为 875.89 亿元、68.82 亿元和 279.02 亿元，经营获现能力保持良好水平。

关注

1. **2020 年初国内爆发新冠肺炎疫情，对旅游行业短期冲击较大。**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，新冠肺炎疫情蔓延，对全球旅游业产生重大冲击，受此影响，公司营业总收入同比下降 13.72%。
2. **有息债务规模快速增长，债务负担有所加重。**近年来，受旅游地产项目开发和业务拓展推升资金需求影响，公司有息债务规模快速上升。截至 2020 年底，公司全部债务 508.57 亿元，较上年底增长 41.07%；公司全部债务资本化比率增至 48.80%，资产负债率增至 64.83%，债务负担有所加重。
3. **发放贷款及垫款规模大，存在区域集中风险。**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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	138.23	185.41	279.02	262.20
资产总额（亿元）	1011.59	1226.72	1517.32	1596.48
所有者权益（亿元）	436.45	509.95	533.63	542.92
短期债务（亿元）	163.85	144.25	139.66	123.22
长期债务（亿元）	125.79	216.27	368.90	417.42
全部债务（亿元）	289.64	360.52	508.57	540.64
营业总收入（亿元）	669.39	810.47	699.28	200.42
利润总额（亿元）	64.73	74.88	87.22	34.49
EBITDA（亿元）	88.24	100.69	119.58	--
经营性净现金流（亿元）	31.40	-6.93	68.82	-7.87
营业利润率（%）	40.79	40.01	37.36	35.98
净资产收益率（%）	10.72	10.06	10.59	--
资产负债率（%）	56.85	58.43	64.83	65.99
全部债务资本化比率（%）	39.89	41.42	48.80	49.90
流动比率（%）	129.63	150.58	162.87	172.37
经营现金流动负债比（%）	7.51	-1.51	12.00	--
现金短期债务比（倍）	0.84	1.29	2.00	2.19
EBITDA 利息倍数（倍）	8.55	8.36	6.91	--
全部债务/EBITDA	3.28	3.58	4.25	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	309.10	337.63	452.41	449.52
所有者权益（亿元）	83.70	85.19	101.37	99.36
全部债务（亿元）	160.57	179.71	276.46	280.00
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	8.48	0.08	20.09	-2.01
资产负债率（%）	72.92	74.77	77.59	77.90
全部债务资本化比率（%）	65.74	67.84	73.17	73.81
流动比率（%）	70.57	64.19	120.92	149.65
经营现金流动负债比（%）	-1.18	-1.70	-0.83	--

注：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；公司 2021 年 1－3 月财务数据未经审计

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 中旅 01 19 中旅 01	AAA	AAA	稳定	2020/7/17	高朝群 李乃鹏	旅游行业企业主体信用评级方法 V3.0.201907 旅游行业企业信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
20 中国旅游 MTN002 20 中国旅游 MTN001 14 港中旅 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/7/31	刘嘉敏 郭察理	旅游行业企业主体信用评级方法 V3.0.201907 旅游行业企业信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
20 中旅 01	AAA	AAA	稳定	2020/3/19	王金磊 袁琳	旅游行业企业主体信用评级方法 V3.0.201907 旅游行业企业信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
20 中国旅游 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/9/27	刘嘉敏 郭察理	旅游行业企业主体信用评级方法 V3.0.201907 旅游行业企业信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
20 中国旅游 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/9/27	刘嘉敏 郭察理	旅游行业企业主体信用评级方法 V3.0.201907 旅游行业企业信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
19 中旅 01	AAA	AAA	稳定	2019/06/13	杨婷 袁琳	旅游行业企业信用评级方法（2017 年） 旅游行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 中旅 01	AAA	AAA	稳定	2019/4/8	杨婷 袁琳	旅游行业企业信用评级方法（2017 年） 旅游行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
14 港中旅 MTN002	AAA	AAA	稳定	2014/7/28	董流洋 周一鹤	联合资信工商企业主体评级方法（2013 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，联合资信评估股份有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

中国旅游集团有限公司公开发行公司债券
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国旅游集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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。2018年1月，公司改制为国有独资公司，并更为现名。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2021年3月底，公司注册资本158.00亿元，实收资本158.97亿元，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；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2020年底，公司（合并）资产总额1517.32亿元，所有者权益533.63亿元（含少数股东权益272.69亿元）；2020年，公司实现营业总收入699.28亿元，利润总额87.22亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额1596.48亿元，所有者权益542.92亿元（含少数股东权益270.97亿元）；2021年1－3月，公司实现营业总收入200.42亿元，利润总额34.49亿元。

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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2021年3月底，公司公开发行由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　截至 2021 年 3 月底公司存续债券概况

（单位：亿元）

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	期限
19 中旅 01	40.00	40.00	2022/04/16	3 年
20 中旅 01	20.00	20.00	2025/03/26	5 年
14 港中旅 MTN002	26.00	26.00	2021/09/10	7 年
20 中国旅游 MTN001	15.00	15.00	2025/03/13	5 年
20 中国旅游 MTN002	15.00	15.00	2025/03/19	5 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力

度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年中国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，中国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来

[1] 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。
[2] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛。**从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调**

发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、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，易受外部经济环境和突发公共事件影响。近年来，中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。

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。“十三五”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。

2020年，新冠肺炎疫情对旅游业产生了前所未有的影响。根据文化和旅游部公布的数据，2020年入出境旅游市场几乎全面停滞，国内旅游人数28.79亿人次，较上年同期减少30.22亿人次，同比下降52.1%；分季度看，国内旅游呈现降幅收窄趋势，其中一季度国内旅游人数2.95亿人次，同比下降83.4%；二季度国内旅游人数6.37亿人次，同比下降51.0%；三季度国内旅游人数10.01亿人次，同比下降34.3%；四季度国内旅游人数9.46亿人次，同比下降32.9%。中国旅游经济自2021年第二季度开始已经进入了有序复苏到全面复苏的新通道。

2．行业竞争

中国旅游业市场存在产业化层次较低、发展模式单一等问题，行业规范和发展存在挑战。

从国内旅游市场的竞争格局看，虽然中国旅游业的总体规模已位居世界前列，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，均存在差距。

整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间既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

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。

表 3　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 11 月	《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	《“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。
2018 年 6 月	《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》	文件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。
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	各地和有关部门要切实承担起文化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	《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。
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。
2020 年 4 月	《文化和旅游部 国家卫生健康委关于做好旅游景区疫情防控和安全有序开放工作的通知》	旨在规范解禁后旅游景区管理，确保旅游景区安全有序开放。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4．免税零售子行业

随着海南离岛免税政策的进一步放宽，海南离岛免税市场呈现出快速增长态势。

免税行业是旅游行业的子行业，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。

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。

近年来，免税行业得到快速发展，中国保持全球规模最大、消费能力最强的出境旅游客源。值得关注的是，免税业务是国际化程度很高的业务，2020年以前，全球旅游零售业务排名前四的公司分别为DFS、Lotte、Shilla和中国旅游集团中免股份有限公司（以下简称“中国中免”），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。

按照《海南自由贸易港建设总体方案》的指示精神，经国务院同意，自2020年7月1日起实施海南离岛免税新政（财政部海关总署税务总局公告〔2020年第33号〕），即离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税限额提至10万元，取消单件商品8000元免税限额规定；新增天然蜂蜜、茶及茶制品、酒类、手机等七大类免税商品；除化妆品单次限购30件、手机4件、酒类合计不超1500毫升以外，其他不限件数，所购商品需一次性随身携带离岛。随着海南离岛免税政策的进一步放宽，海南离岛免税市场呈现出快速增长态势。

5．行业发展

国家政策对旅游行业的支持力度较大，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，同时也需关注新冠疫情对旅游业的持续影响。

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。

六、基础素质分析

1．产权状况

截至2021年3月底，公司注册资本158.00亿元，实收资本158.97亿元，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。

2．企业规模和竞争力

跟踪期内，公司作为中国最大的综合性旅游集团，拥有完整的旅游服务链条和全面的配套能力，主业仍涵盖旅行服务、旅游投资和运营、旅游零售、酒店运营、旅游金融等多个领域，规模优势明显，在免税行业保持显著的竞争地位。

截至2021年3月底，公司控股A股上市公司中国中免（601888.SH），持股比例为53.30%，所持股权无质押或冻结；控股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”），公司持股比例合计为61.53%，所持股权无质押或冻结。

公司旅游零售业务以免税销售业务为主，运营主体为中国中免下属全资子公司中国免税品（集团）有限责任公司（以下简称“中免公司”）及其下属子公司。免税销售业务方面，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2021年3月底，中免公司已在全国30个省、市、区（含港、澳、台地区）和柬埔寨等地设立236个免税店，涵盖机场、机上、边境、外

轮供应、客运站、火车站、外交人员、邮轮、市内等九大类免税业务，是全球免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商。出入境免税店方面，公司近年来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”）51%股权、日上免税行（上海）有限公司（以下简称“日上上海”）51%股权，并通过股权划入的方式获得海南省免税品有限公司（以下简称“海免公司”）51%股权（详见“重大事项”）。截至2021年3月底，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；有税业务以国内交通枢纽为主，共有10家零售网点。

2020年初，新冠肺炎疫情爆发后，为遏制疫情蔓延，中国暂停了出入境旅游业务，从严控制不必要的人员出入境活动，全年出入境人数大幅下降，疫情对全球免税及旅游零售行业造成巨大。但是，消费回流以及海南离岛免税购物政策使得公司免税零售业务实现逆势增长。从中长期看，中国旅游业和免税业趋势向好，随着国家为吸引海外消费回流不断推出利好政策，海南自贸区建设有望加速实施，出入境及海南客源市场持续增长，加上国民的高品质消费需求仍然旺盛等利好因素，为公司未来发展带来新的机遇。

根据《国际免税新闻》（DFNI）和《穆迪戴维特报告》报道的最新统计，中国中免的业绩排名从2019年的全球第四位跃升至2020年的全球第一位，成为营业额最高的旅游零售商。

公司旅行服务业务运营主体由总部下属旅行服务事业群统一管理，涵盖出入境游、国内游、签证、会奖等各种服务类型和产品。公司拥有中国旅行社总社有限公司（以下简称“中旅总社”）、中国中旅（集团）公司（以下简称“中国中旅”）、中国国际旅行社总社有限公司（以下简称“国旅总社”）、招商旅游系列等具有较高知名度和竞争力的优质旅行社，截至2021年3月底，公司在内地设有137家旅行社、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家旅行社和2家签证中心，在海外28个国家设有14家海外旅行社和28家签证公司的50家签证中心。

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，公司旗下的香港中旅汽车服务有限公司、信德中旅船务管理有限公司跻身粤港澳跨境水陆客运的主力运营商。2018 年，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，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，新增运营广西花山景区。

旅游地产方面，公司通过“地产+旅游”的独特开发模式，可以较低成本获得优质土地资源。截至2020年底，公司商品房在开发面积为453.22万平方米，主要分布在旅游资源较为丰富的宁波、杭州、苏州、成都等城市。

旅游金融方面，公司业务涵盖财务公司、保险经纪、消费金融、旅游产业基金等。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”）是香港最大的非银行消费信贷公司，在香港拥有 35 家分行、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 家分行。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，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的壮大将形成有力支撑。

3. 企业信用状况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：1101000001867051），截至2021年5月11日，公司本部无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款。

七、管理分析

跟踪期内，公司原董事兼任总经理杜江离任，公司法人治理结构以及主要管理制度未发生变化。

2020 年底，原董事兼任总经理杜江离任，由董事长暂代总经理职责。截至 2021 年 3 月底，公司董事及高级管理人员共 14 人。其中，董事 8 人（含董事长 1 人），高级管理人员 6 人，均具备较长的行业从业经历和较高的专业水平。

跟踪期内，公司法人治理结构以及主要管理制度未发生变化。

八、重大事项

1. 参股中国东方航空集团有限公司

参股中国东方航空集团有限公司有助于公司在商务旅行和票务合作等方面与东航集团展开战略合作。

为贯彻党中央和国务院关于国有企业深化改革有关要求，东航集团于2020年10月12日与国务院国资委、全国社会保障基金理事会、国寿投资控股有限公司、上海久事（集团）有限公司、中国国新资产管理有限公司和公司共同签署《关于中国东方航空集团有限公司之增资协议》以推进东航集团股权多元化改革。

本次增资协议各方分别以现金向东航集团合计增资310亿元。其中，公司出资50亿元。截至2020年底，公司已完成向东航集团的增资，持有东航集团5.09%的股权，本次增资有助于公司在商务旅行和票务合作等方面与东航集团展开战略合作。

九、经营分析

1. 经营概况

公司旅游产业链完整，产业要素齐全。2020年以来，受新冠疫情爆发影响，公司旅行服务、酒店运营和景区等板块受到明显冲击，旅游零售业务在外延式收购、海南离岛免税新政的推动下，同比保持增长，加之旅游地产业务项目结转增加，一定程度抵消疫情对公司经营业绩的影响，综合毛利率同比小幅下滑。

公司业务布局以旅游为核心，辅以旅游地产和旅游特色金融业务等。2020 年，公司实现营业总收入 669.28 亿元，同比下降 13.72%。

从收入构成来看，2020 年，受益于外延式并购以及海南离岛免税新政的推动，公司旅游零售业务实现收入 525.97 亿元，同比增长 9.26%，2020 年占营业总收入的比重增至 75.21%，为公司收入主要来源；旅行服务实现收入 39.91 亿元，同比大幅下降 79.57%，主要系新冠疫情导致公司出入境游业务基本全面停止，2020 年占营业总收入的比重大幅下滑至 5.71%；受新冠疫情影响，公司酒店及景区业务收入规模下降明显，2020 年分别实现收入 11.57 亿元和 16.36 亿元，同比下降 59.09%和 26.54%，当期占营业总收入的比重分别降至 1.65%和 2.34%；2018 年起，公司调整战略、集中资源大力发展旅游地产业务，随着开发节奏加快，项目结转增加，旅游地产业务实现收入 76.99 亿元，同比大幅增长 60.49%，占营业总收入的比重增至 11.01%。

毛利率方面，2020 年，公司综合毛利率为 39.51%，同比下降 1.88 个百分点。分板块来看，2020 年，旅游地产毛利率为 37.10%，同比增加 4.78 个百分点，主要系当期结转项目盈利水平较高所致；受新冠疫情影响，公司加大免税商品促销折扣力度，旅游零售毛利率同比下降 10.73 个百分点至 40.68%，酒店运营和景区毛利率水平均同比下滑；公司旅行服务业务毛利率同比小幅提升，系公司提质增效、开展业务

整合，关停关并亏损网点所致。

2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 200.42 亿元，同比增长 83.19%，主要系旅游零售业务收入持续增长所致；综合毛利率为 38.45%，同比下降 4.58 个百分点，主要系占比较高的旅游零售业务加大免税商品促销折扣力度所致。

表 4　2018－2021 年一季度公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 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
中旅旅行	207.60	31.01	10.47	195.36	24.10	11.17	39.91	5.71	13.11	5.76	2.88	20.75
中旅投资景区	20.69	3.09	38.61	22.27	2.75	35.95	16.36	2.34	7.81	3.22	1.61	-27.09
中旅投资地产	10.76	1.61	44.92	47.97	5.92	32.32	76.99	11.01	37.10	1.88	0.91	16.72
中旅免税	346.20	51.72	52.57	481.39	59.40	51.41	525.97	75.21	40.68	181.34	90.48	39.11
中旅酒店	29.08	4.34	61.95	28.28	3.49	60.76	11.57	1.65	48.45	2.41	1.20	38.23
中旅金融	41.51	6.20	69.95	21.90	2.70	83.10	20.45	2.92	84.20	4.32	2.15	85.79
中旅资产	7.45	1.11	47.08	5.90	0.73	44.97	4.30	0.61	35.26	1.11	0.56	54.23
其他旅游业务	6.11	0.91	0.01	7.38	0.91	62.21	3.75	0.54	78.50	0.45	0.22	63.69
合计	**669.39**	**100.00**	**40.41**	**810.47**	**100.00**	**41.39**	**699.28**	**100.00**	**39.51**	**200.42**	**100**	**38.45**

注：尾差系四舍五入导致

资料来源：公司提供

2. 旅游主业

公司传统及核心业务围绕旅游主业开展，主要包括旅游零售、旅行服务、酒店、景区等业务。

（1） 旅游零售业务

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。跟踪期内，受益于并购拓展、股权受让和海南离岛免税新政政策，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。

公司旅游零售业务以免税销售业务为主，运营主体为中国中免下属全资子公司中免公司及中免公司的下属子公司。截至2020年底，中国中免总资产419.19亿元，净资产为261.79亿元，2020年，中国中免实现营业收入525.97亿元，利润总额96.72亿元。

2020年，公司旅游零售业务实现收入525.97亿元，同比增长9.26%，在新冠肺炎疫情的背景下，公司积极拓展线上业务发展模式，并充分把握海南离岛免税新政实施的政策机遇，实现了线上有税业务和海南地区离岛免税业务的逆势增长。

免税经营模式方面，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。采购集中度方面，2020年中国中免上游前五名供应商采购额合计247.80亿元，占年度采购总额的58.77%，均为非关联方采购，上游集中度较高。

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16万平方米，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。受益于知名度提升、旅行社的合作带动进店购物增长和离岛免税新政策刺激， 2020年，三亚店实现营业收入213.16亿元，其中免税商品营业收入为194.99亿元；全年接待顾客827.29万人次，购物人数为327.78万人次。

跟踪期内，中国中免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。

表 5　2020 年以来公司获得免税业务经营权

年份	标的	经营权期限
2020 年	成都天府国际机场出境店	10 年
2020 年	青岛胶东国际机场出境店	5 年
2020 年	济南遥墙国际机场出境店	10 年
2020 年	烟台蓬莱国际机场出境店	10 年
2020 年	义乌机场出境店	7 年
2020 年	威海港客运站出境店	5 年
2020 年	宁波栎社国际机场出境店	6 年
2020 年	天津国际邮轮母港出境店	5 年
2021 年	太原武宿国际机场	10 年
2021 年	绥芬河铁路口岸	8 年

资料来源：公司提供

（2） 旅行服务业务

公司旅行服务业务主要为旅行社业务，2020年以来新冠肺炎疫情的爆发对其形成明显冲击，公司出入境游业务处于基本全面停止状态，国内游也受到较大影响，公司旅行服务收入同比大幅下降。

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、招商旅游系列等。公司旅行服务业务主要由旅行社开展的票务、出境和入境业务、国内业务和签证服务等构成。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。跟踪期内，公司旅行服务业务的盈利模式未发生变化。

表 6　公司旅行服务收入构成情况（单位：亿元、%）

	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1—3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
入境游	14.48	6.95	10.98	5.62	1.25	3.08	0.07	1.21
出境游	96.53	46.35	89.42	45.77	8.94	21.99	0.22	3.63
国内游	44.09	21.17	47.74	24.44	14.97	36.80	2.18	36.45
商旅服务	8.99	4.32	5.93	3.04	1.90	4.66	0.36	6.00
签证业务	18.32	8.80	20.47	10.48	2.37	5.82	0.27	4.48
会奖业务	20.70	9.94	16.43	8.41	9.52	23.41	2.54	42.52
其他业务	5.15	2.47	4.39	2.25	1.71	4.24	0.34	5.71
合计	**208.26**	**100.00**	**195.36**	**100.00**	**40.66**	**100.00**	**5.98**	**100.00**

注：1.表中数据未经合并抵消，与收入构成表有细微差异；2.尾差系四舍五入导致

资料来源：公司提供

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。2020年，受疫情影响，公司国内游实现收入14.97亿元，同比大幅下降68.64%。

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。

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。

2020年，公司出境游和入境游收入同比大幅下滑，主要系受新冠疫情全球范围内爆发影响，各国对跨境实施严格管控，出入境旅游产品基本全面停止所致。

2021年一季度，公司旅行服务收入5.98亿元，同比下降54.52%，主要系疫情影响，国内游业务减少以及出入境旅游产品和签证业务基本全面停止所致。

（3） 酒店和景区业务

受新冠疫情对商务及私人出行的影响，2020年公司酒店及景区业务收入及毛利率同比均大幅下降。

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2021年3月底，公司旗下自有酒店（不含输出管理的酒店和英国地区酒店）16家，主要分布在京、宁、深、杭、渝及港澳等城市和地区，客房数总计5553间（其中港澳酒店5家，客房数1711间）。此外，境外酒店方面，公司旗下英国KG自有及管理酒店54家，客房数7537间。

2020年，公司酒店业务实现营业收入11.57亿元，出租率为50.90%，2020年收入及出租率下滑主要受新冠疫情影响所致。2021年1－3月，公司自有酒店实现营业收入1.36亿元，实现净利润-0.18亿元，主要系国内大规模减少商务及私人出行所致。

表 7 近年来公司酒店业务平均房价和出租率情况

（单位：元/间、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
平均房价	545.00	526.00	427.84
出租率	77.19	78.00	50.90

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。2020年，公司景区业务收入为16.36亿元，同比有所下降主要系受新冠肺炎疫情影响所致。2021年1－3月，公司景区业务收入3.22亿元，较上年同期增长55.56%，系国内游一季度开始复苏所致。

3. 旅游地产

2020年，随着调整地产业务的战略定位，加大资源投放，公司旅游地产业务开发及销售规模不断扩大。考虑到在建房产项目和土地储备部分未来开发投资规模较大，旅游地产业务存在一定资金需求。

公司旅游地产业务运营主体为全资子公司中国旅游集团投资运营有限公司（原成得投资有限公司）。公司采用地产加旅游的独特开发模式，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，其形成的优势为较低的土地成本和独特的旅游地产产品。2020年，公司旅游地产板块实现签约销售面积102.17万平方米；同期，实现签约销售金额为172.83亿元；实现结转销售收入76.99亿元，较上年均有大幅增长，主要系公司调整战略、集中资源大力发展地产业务，随着开发节奏加快，项目结转增加所致。

表 8　截至 2021 年 3 月底公司旅游地产业务发展情况

（单位：万平方米、亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
期末在开发面积	228.24	325.75	453.22	462.95
房屋竣工面积	12.87	75.69	73.45	0.90
签约销售面积	36.80	47.13	102.17	24.41
签约销售金额	70.78	78.41	172.83	55.58
结转销售面积	6.17	21.86	49.30	1.19
结转销售收入	10.76	47.97	76.99	1.88
新增土地储备面积	62.26	95.53	108.49	14.90
新增土地投资	54.28	94.23	94.29	26.09

注：1.以上数据以合并报表口径统计；2.表中结转面积和收入使用合并报表口径，与营业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

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司在建地产项目合计 26 个，主要分布在宁波、杭州、成都、苏州、青岛等城市，建筑面积合计 1067.75 万平方米，在开发面积 462.95 万平方米；预计总投资 987.22 亿元，已完成投资 540.18 亿元。总体看，公司在建房产项目和土地储备部分未来开发建设投资规模大，存在一定资金需求。

表 9　截至 2021 年 3 月底公司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	整盘可售面积	已售面积	整盘已售金额
杭州余杭项目	住宅	20.35	2020 年 9 月	2022 年 12 月	36.37	27.13	12.62	1.37	4.12
杭州城东项目	住宅	18.70	2019 年 9 月	2022 年 8 月	48.86	39.12	10.99	6.01	27.90
杭州安吉二期	住宅	8.56	2020 年 6 月	2021 年 12 月	6.76	2.70	5.58	0.17	0.32
杭州安吉商业小镇	商业	1.19	2021 年 2 月	2022 年 4 月	1.19	1.11	自持	自持	自持
杭州萧山二期	住宅	9.00	2018 年 9 月	2021 年 6 月	20.48	0.00	4.59	4.45	15.07
杭州安吉 BC 区	住宅	8.90	2018 年 9 月	2020 年 12 月	5.90	4.76	5.73	3.15	5.21
苏州顾家荡	住宅	16.18	2018 年 5 月	2020 年 10 月	28.16	26.46	10.69	10.03	29.02
苏州东山	住宅	7.50	2021 年 3 月	2023 年 5 月	8.04	3.62	5.02	0.00	0.00
宁波慈城项目	住宅	18.73	2020 年 3 月	2021 年 12 月	21.89	16.98	12.40	9.79	20.36
宁波长兴路 3#地块	住宅	33.67	2017 年 12 月	2021 年 7 月	25.37	20.61	17.92	17.92	29.84
北京亦庄	住宅	13.45	2020 年 9 月	2022 年 10 月	39.27	33.35	7.66	2.78	14.52
成都双流	住宅	11.76	2018 年 8 月	2020 年 12 月	14.96	12.47	7.91	6.18	10.08
咸阳公馆项目	住宅	8.10	2019 年 9 月	2021 年 11 月	4.72	18.80	5.19	5.17	6.30
成都马边福来民宿	商业	0.20	2021 年 2 月	2021 年 7 月	0.50	0.50	自持	自持	自持
成都高新新川	住宅	22.54	2021 年 3 月	2023 年 7 月	41.43	20.07	14.05	0.00	0.00
广珠天晨项目	住宅	12.83	2019 年 6 月	2023 年 11 月	36.28	15.98	14.00	0.00	45.00
厦门集美项目	住宅	10.86	2021 年 2 月	2023 年 8 月	28.02	20.61	7.46	0.00	32.35
聚豪大空港项目	商业	9.77	2021 年 3 月	2024 年 5 月	22.93	13.61	6.22	0.00	0.00
香港红磡酒店	商业	2.12	2019 年 12 月	2023 年 12 月	18.15	7.19	自持	自持	自持
宁波杭州湾南部新城	住宅	24.77	2021 年 2 月	2023 年 6 月	22.60	4.99	17.57	0.00	0.00

杭州湾文化小镇	住宅/商业	132.87	2018 年 11 月	2023 年 9 月	94.77	43.25	74.45	34.70	42.39
杭州湾海泉湾	住宅/商业	111.19	2019 年 8 月	2023 年 11 月	82.92	32.73	60.51	20.32	25.05
燕郊项目	住宅	158.59	2014 年 9 月	2026 年 12 月	126.91	77.09	49.78	45.97	85.47
青岛项目	住宅	124.98	2010 年 6 月	2026 年 12 月	41.36	25.83	35.13	32.89	35.71
珠海项目	住宅/商业	209.05	2019 年 7 月	2026 年 8 月	136	63.93	86.00	7.80	9.80
成都金堂项目	住宅	71.89	2017 年 3 月	2025 年 7 月	73.38	7.29	50.42	0.00	0.00
合计	--	**1067.75**	--	--	**987.22**	**540.18**	**521.87**	**208.69**	**438.50**

注：以上数据以合并口径统计，非权益口径；尾差系四舍五入导致
资料来源：公司提供

公司积极进行土地储备战略布局，土地储备主要集中在宁波、成都、珠海、杭州和青岛等地，截至 2021 年 3 月底，公司土地储备量为 504.47 万平方米，为地产业务的可持续发展提供了有力保障。

表 10　截至 2021 年 3 月底地产土地储备情况（单位：万平方米）

项目	拟建项目类别	计容面积	开工时间	预计竣工时间
苏州东山项目	住宅	5.16	2021 年	2023 年
咸阳沣西项目	住宅	19.78	2021 年	2024 年
成都总部基地	写字楼/商业	5.27	2022 年	2024 年
杭州湾文化小镇项目	住宅/商业	27.65	2018 年	2023 年
杭州湾海泉湾项目	住宅/商业	28.46	2019 年	2023 年
成都金堂项目	住宅	23.10	2017 年	2025 年
青岛项目	住宅	38.85	2010 年	2026 年
鞍山项目	住宅	88.54	2013 年	2026 年
燕郊项目	住宅	77.33	2014 年	2026 年
珠海项目	住宅/商业	190.33	2019 年	2026 年
合计	--	**504.47**	--	--

注：1.以上数据以合并口径统计；2.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
资料来源：公司提供

4. 旅游金融业务

公司近年来发展消费信贷等旅游特色金融服务，2020年旅游金融业务收入同比略有下降，考虑到公司发放贷款及垫款规模较大，存在一定资产减值风险。

公司旅游金融业务包括旅游产业基金、消费金融、财务公司和保险经纪等。2020 年，公司旅游金融业务实现收入 20.45 亿元，同比略有下降，毛利率始终维持在较高水平，2020 年为 84.20%，同比变动不大。

公司消费金融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”，持股比例为 100.00%）。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，主要为本地及佣工提供贷款、信用卡和按揭贷款；子公司安信深圳主要为小企业主、工薪族提供个人贷款。

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。截至 2020 年底，安信金控资产总额 102.36 亿元，所有者权益 41.88 亿元；2020 年，安信金控实现营业收入 20.06 亿元，净利润 3.61 亿元。

2020 年，安信金控在香港发放贷款 94.49

亿港元，在中国大陆发放贷款 0.02 亿元，实现利息收入 18.94 亿元，税前利润为 5.21 亿元。风险控制方面，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。但消费信贷作为小额贷款业务中的一种，具备“高息差、高减值损失、高收益率”的业务特点。截至 2020 年底，公司发放贷款及垫款余额 72.85 亿元，较上年底减少 19.85%；2020 年，公司对发放贷款及垫款计提损失准备 4.74 亿元。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。

截至 2021 年 3 月底，公司对参股公司中旅银行持股 36.68%，为其第一大股东。近年来，中旅银行资金实力不断扩充，业务规模持续扩张。

5. 经营效率

跟踪期内，公司主要经营效率指标总体有所下降。

2020 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 50.61 次、0.87 次和 0.51 次，公司主要经营效率指标有待提升。

6. 在建项目及发展规划

公司发展战略立足于现有业务，发展思路清晰，有利于进一步扩大业务范围、增强各板块间的协同效应；公司主要在建项目资金来源以自筹为主，未来存在对外融资需求。

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，未来拟在旅游零售、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 2021 年 3 月底，公司主要在建项目（不含地产）1 个，为海口市国际免税城项目，项目计划总投资 128.57 亿元，已投资 25.50 亿元，资金来源以中国中免自筹为主，未来存在对外融资需求。

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 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，截至 2021 年 3 月底，免税购物中心已完成地下结构施工和地上钢结构主体框架封顶。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 11 截至 2021 年 3 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	2021 年 4—12 月	未来三年投资计划			资金来源
						2022 年	2023 年	2024 年	
海口国际免税城项目	商业、公寓、写字楼、住宅、酒店	128.57	25.50	2019 年-2025 年	23.00	13.80	8.00	18.20	自筹为主

资料来源：公司提供

未来，公司计划集中资源做强做优做大免税，加快旅行服务业务转型发展，积极获取稀缺旅游目的地资源，快速提升酒店轻资产管理规模和能力，稳健发展金融业务服务旅游主业，培育旅游交通新业态。公司将通过并购重组、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，不断提升中国旅游集团在旅游业的控制力和影响力。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2020 年财务报告，天职国际会

计师事务所（特殊普通合伙）对财务报告进行了审计，并出具标准无保留意见的审计结论。2021 年 1 月 1 日起公司全面适用收入、租赁、金融工具新准则。公司 2021 年 1－3 月财务数据未经审计。

2020 年底，公司合并范围较 2019 年底新增 27 家子公司，其中投资设立 22 家子公司，非同一控制下企业合并 4 家子公司，同一控制下企业合并 1 家子公司，注销子公司 16 家。总体来看，合并范围的变动对公司财务数据可比性影响不大。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额 1517.32 亿元，所有者权益 533.63 亿元（含少数股东权益 272.69 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 699.28 亿元，利润总额 87.22 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1596.48 亿元，所有者权益 542.92 亿元（含少数股东权益 270.97 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 200.42 亿元，利润总额 34.49 亿元。

2. 资产质量

截至2020年底，随着公司旅游零售业务的扩张、旅游地产业务加大资源投放以及战略投资东航集团，公司资产规模持续增长，资产结构较为均衡，以流动资产为主。流动资产中货币资金充裕，以旅游地产为主的存货规模大。公司整体资产质量及流动性良好。

截至2020年底，公司合并资产总额1517.32亿元，较上年底增长23.69%。其中，流动资产占61.57%，非流动资产占38.43%。跟踪期内资产结构变化不大。

表 12　2018－2021 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**542.08**	**53.59**	**692.21**	**56.43**	**934.26**	**61.57**	**960.66**	**60.17**
货币资金	171.28	16.93	205.90	16.78	284.07	18.72	260.02	16.29
存货	272.35	26.92	395.07	32.21	569.43	37.53	609.64	38.19
非流动资产	**469.50**	**46.41**	**534.51**	**43.57**	**583.06**	**38.43**	**635.82**	**39.83**
长期股权投资	58.61	5.79	59.46	4.85	111.22	7.33	113.98	7.14
投资性房地产	52.24	5.16	94.96	7.74	93.25	6.15	93.29	5.84
固定资产（合计）	129.28	12.78	134.45	10.96	142.98	9.42	142.67	8.94
资产总额	**1011.59**	**100.00**	**1226.72**	**100.00**	**1517.32**	**100.00**	**1596.48**	**100.00**

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至 2020 年底，流动资产 934.26 亿元，较上年底增长 34.97%，主要系货币资金及存货增长所致。

截至 2020 年底，公司货币资金 284.07 亿元，较上年底增长 37.96%，主要构成主要为银行存款 281.62 亿元，其中存放在境外的款项共 75.07 亿元；货币资金中有 9.44 亿元受限资金，受限比例为 3.32%，主要为存放中央银行法定准备金。

截至 2020 年底，公司存货 569.43 亿元，较上年底增长 44.13%，主要系为迎接海南旅游旺季和春节的消费高峰，加大海南地区备货以及房地产开发产品增加所致。存货主要由房地产开发产品（占 59.01%）、库存商品（产成品）（占 32.05%）和其他（尚未开发土地储备）（占

8.66%）构成，累计计提跌价准备 13.37 亿元，计提比例 2.29%。

截至 2020 年底，公司其他应收款 21.19 亿元，较上年底下降 8.13%，构成主要为土地款、往来款和保证金等；按账龄组合计提的应收款中，账龄一年以内的（含 1 年）为 96.52%，整体账龄短；公司累计计提坏账准备 4.99 亿元（对单项金额重大并单项计提坏账准备的应收款余额 9.59 亿元计提坏账 3.03 亿元），整体坏账计提比例为 19.04%，计提比例较充分；按欠款方归集的期末余额前五名单位余额合计 6.23 亿元，占余额的 23.79%，除对广东国际信托投资有限公司的业务结算款已全额计提坏账准备外，其余债务人资信状况良好，资金回收风险不大。

表 13 截至 2020 年底其他应收款余额前五名单位情况

（单位：亿元）

债务人名称	款项性质	账面余额	账龄	坏账准备
广东国际信托投资有限公司	往来款	2.33	1-5 年	2.33
宁波杭州湾新区开发建设管理委员会	往来款	1.62	1-2 年、2-3 年	--
成都高新技术产业开发区公园城市建设局	往来款	1.16	1 年以内	--
广州珠江实业开发股份有限公司	往来款	0.60	1 年以内	--
武汉三合利管理咨询有限公司	往来款	0.52	1 年以内、2-3 年	--
合计	--	**6.23**	--	**2.33**

资料来源：公司审计报告

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 583.06 亿元，较上年底增长 9.08%，主要系长期股权投资增长所致。

截至 2020 年底，公司发放贷款及垫款 68.11 亿元，较上年底下降 20.65%，主要系发放给华南地区的个人信用贷款和垫款减少所致。

截至 2020 年底，公司长期股权投资 111.22 亿元，较上年底增长 87.04%，主要为对东航集团增资 50.00 亿元进行战略投资所致。

截至 2020 年底，公司投资性房地产 93.25 亿元，较上年底变化不大。截至 2020 年底，公司固定资产（合计）142.98 亿元，较上年底增长 6.34%；固定资产主要由房屋、建筑物构成，累计计提折旧 114.38 亿元，累计计提减值准备 13.12 亿元。

截至 2020 年底，公司无形资产 51.63 亿元，较上年底下降 22.43%，主要系房地产开发，将土地使用权转入存货核算所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 94.50%）构成，累计摊销 16.64 亿元，计提减值准备 0.05 亿元。

截至 2020 年底，公司资产受限情况如下表所示，资产受限比例不高。

表 14 截至 2020 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	9.44	0.62	三个月以上定期存款、保证金及存款准备金等
存货	66.75	4.40	抵押借款抵押标的物
固定资产	1.64	0.11	抵押借款抵押标的物及法院查封
投资性房地产	1.09	0.07	抵押借款抵押标的物及法院查封
无形资产	0.04	0.00	质押借款抵押标的物
长期应收款	0.50	0.03	质押借款质押标的物
一年内到期的非流动资产	0.80	0.05	质押借款质押标的物
合计	**80.27**	**5.29**	--

资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2021年3月底，公司资产总额1596.48亿元，较上年底增长5.22%，主要系存货和新租赁准则下使用权资产增长所致；其他科目较上年底变动不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至2020年底，公司所有者权益保持增长，少数股东权益占比较高，公司所有者权益稳定性一般。

截至2020年底，公司所有者权益533.63亿元，较上年底增长4.64%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。所有者权益中归属于母公司所有者权益占比为48.90%，少数股东权益占比为51.10%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占29.79%、1.50%和18.10%。所有者权益结构稳定性一般。

截至2021年3月底，公司所有者权益542.92亿元，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为50.09%，少数股东权益占比为49.91%。

（2）负债

跟踪期内，旅游地产项目建设和业务拓展推升公司资金需求，带动有息债务规模快速增长，公司债务负担有所加重。

截至2020年底，公司负债总额983.69亿元，较上年底增长37.24%。其中，流动负债占58.32%，非流动负债占41.68%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

表15 2018—2021年3月末公司负债主要构成

科目	2018年末		2019年末		2020年末		2021年3月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	**418.17**	**72.71**	**459.71**	**64.14**	**573.64**	**58.32**	**557.34**	**52.90**
应付账款	54.62	9.50	75.27	10.50	79.23	8.05	64.33	6.11
预收款项	97.04	16.87	122.54	17.10	160.25	16.29	7.63	0.72
应交税费	24.94	4.34	30.73	4.29	56.54	5.75	61.01	5.79
其他应付款	57.69	10.03	64.61	9.01	101.97	10.37	76.53	7.26
一年内到期的非流动负债	52.85	9.19	8.01	1.12	62.40	6.34	42.06	3.99
合同负债	2.23	0.39	3.90	0.54	21.31	2.17	212.53	20.17
非流动负债	**156.97**	**27.29**	**257.06**	**35.86**	**410.05**	**41.68**	**496.22**	**47.10**
长期借款	41.24	7.17	34.88	4.87	120.48	12.25	164.57	15.62
应付债券	83.53	14.52	179.81	25.09	246.08	25.02	250.44	23.77
负债总额	**575.14**	**100.00**	**716.77**	**100.00**	**983.69**	**100.00**	**1053.56**	**100.00**

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2020年底，公司流动负债573.64亿元，较上年底增长24.78%，主要系预收款项、其他应付款、合同负债和一年内到期的非流动负债增加所致。

截至2020年底，公司短期借款32.31亿元，较上年底下降59.56%，主要系用长期债务置换短期借款所致。

截至2020年底，公司应付账款79.23亿元，较上年底增长5.26%，主要系中国中免销售规模扩大，应付商品款增加所致。

截至2020年底，公司预收款项160.25亿元，较上年底增长30.78%，主要系预收售房款增加所致。

截至2020年底，公司应交税费56.54亿元，

较上年底增长 83.99%，主要系有税商品销售增加所致。

截至 2020 年底，公司其他应付款（含应付利息及股利）101.97 亿元，较上年底增长 57.81%，主要系中国中免在北京及广州等地的机场租金（50.26 亿元）尚未支付所致。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 62.40 亿元，较上年底增长 679.47%，主要系“14 港中旅 MTN001”“14 港中旅 MTN002”和 3 年期 5 亿美元债等长期负债即将于一年内到期转入增加所致。

截至 2020 年底，公司其他流动负债 44.71 亿元，较上年底下降 18.16%，构成上以资产证券化融入资金为主（占 98.31%）。

截至 2020 年底，公司非流动负债 410.05 亿元，较上年底增长 59.51%，主要系长期借款和应付债券增加所致。

截至 2020 年底，公司长期借款 120.48 亿元，较上年底增长 245.44%，长期借款主要由信用借款（占 78.65%）和抵押借款（占 20.35%）构成，其中信用借款利率期间为 1.20%～5.70%，抵押借款利率期间为 4.41%～10.30%。

截至 2020 年底，公司应付债券 246.08 亿元，较上年底增长 36.86%，包含美元债（入账金额为 156.12 亿元）、中期票据（69.96 亿元）和公司债券（20.00 亿元）。

有息债务方面，截至2020年底，公司全部债务508.57亿元，较上年底增长41.07%。债务结构方面，短期债务占27.46%，长期债务占72.54%，以长期债务为主。从债务指标来看，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64.83%、48.80%和40.87%，债务指标较上年底均有所加重。

截至2021年3月底，公司负债总额1053.56亿元，较上年底增长7.10%，主要系长期借款、应付债券和新租赁准则下租赁负债增长所致。其中，流动负债占52.90%，非流动负债占47.10%，公司负债结构相对均衡，较上年底变化不大。

截至2021年3月底，公司全部债务540.64亿元，较上年底增长6.31%，主要系长期借款和应付债券增长所致。债务结构方面，短期债务及长期债务占比分别为22.79%和77.21%，长期债务比重进一步提升4.67个百分点。从债务指标来看，截至2021年3月底，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65.99%、49.90%和43.47%，较上年底分别提高1.16个百分点、1.10个百分点和2.59个百分点。

表 16　截至 2021 年 3 月底公司存续债券情况

（单位：亿元）

债券名称	发行规模	期限	起息日	到期日
26 亿中期票据	26.00	7年	2014.9.10	2021.9.10
7 亿美元债券	45.90	10年	2014.11.3	2024.11.3
5 亿美元债券	32.50	3年	2019.3.21	2022.3.21
40 亿公司债券	40.00	3年	2019.4.16	2022.4.16
3 亿美元债券	19.31	10年	2019.10.23	2029.10.23
15 亿中期票据	14.99	5年	2020.3.13	2025.3.13
15 亿中期票据	14.99	5年	2020.3.19	2025.3.19
20 亿公司债券	20.00	5 年	2020.3.26	2025.3.26
6 亿美元债券	38.90	10 年	2020.4.23	2030.4.23
3 亿美元债券	19.50	5 年	2020.4.23	2025.4.23
合计	**272.08**	--	--	--

注：尾差系四舍五入导致

资料来源：公司提供、Wind

4. 盈利能力

2020年，受新冠疫情爆发影响，公司旅行服务、酒店及景区业务受到明显冲击，营业总收入规模同比有所下降，加之公司加大有税商品以及免税品促销力度，营业利润率同比小幅下降，但整体盈利能力仍保持良好水平。2021年一季度，公司营业总收入和利润总额同比回升明显，但营业利润率较2020年度进一步下滑。

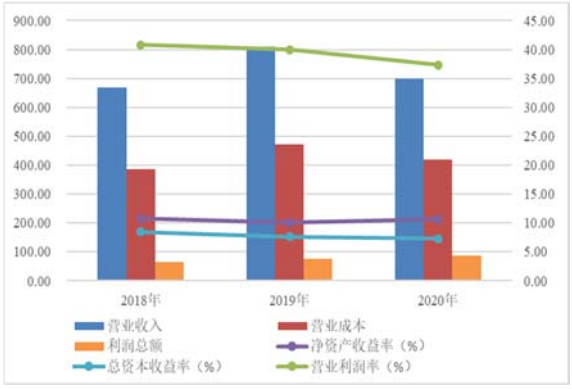
2020年，公司实现营业总收入699.28亿元，同比下降13.72%，主要系受新冠疫情爆发影响，公司旅行服务、酒店及景区业务受到明显冲击所致；营业成本增长较快，主要系公司加大有税商品及免税品打折力度所致。2020年，公司营业利润率为37.36%，同比减少2.65个百分点。

从期间费用看，2020年，公司期间费用总额为161.77亿元，同比下降32.24%。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为65.20%、28.95%和5.85%，以销售费用和管理费用主。2020年受新冠肺炎疫情影响，机场等渠道免税店客源同比大幅下降，与销售额挂钩的应付租金减少，导致销售费用大幅下降至105.48亿元，同比下降40.34%；管理费用为46.83亿元，同比下降6.82%，主要系疫情期间降本控费所致；财务费用为9.46亿元，同比下降18.99%，主要系人民币汇率升值所致。2020年，公司期间费用率同比减少6.32个百分点至23.13%。

非经常损益方面，2020年，公司发生资产减值损失20.99亿元，主要包括存货跌价损失9.09亿元、长期股权投资减值损失3.55亿元、固定资产减值损失2.13亿元（主要为对房屋建筑物计提）以及其他6.17亿元。2020年，公司实现投资收益4.64亿元，同比大幅增长96.00%，主要包括可供出售金融资产等取得的投资收益1.30亿元，取得控制权时股权按公允价值重新计量产生的利得3.19亿元；公司实现其他收益4.92亿元，同比增长258.61%，主要为财政扶持款等各项政府补贴。

2020年，公司利润总额为87.22亿元，同比增长16.48%，构成以经营性利润为主。

图 1　2018－2020 年公司盈利指标（单位：亿元）



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

盈利指标方面，2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为7.01%和10.59%，同比变化不大。公司整体盈利情况良好。

2021年1－3月，公司实现营业总收入200.42亿元，同比增长83.19%；营业利润率为35.98%；2021年1－3月，公司实现利润总额34.49亿元，同比扭亏为盈。

5. 现金流

受新冠肺炎疫情影响，2020年公司旅行服务业务经营性支出减少，加之旅游零售业务机场租金减免政策，公司经营活动产生的现金流入净额有所增长，收入实现质量保持良好水平；2021年一季度，旅游零售业务为迎接海南旅游旺季和春节的消费高峰增加库存备货，经营活动现金转为净流出；考虑到公司聚焦发展旅游零售及旅游地产业务，相关在建及拟建项目投资规模大，融资需求持续存在。

表 17　2018－2020 年及 2021 年 1-3 月公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
经营活动现金流入小计	904.06	961.64	875.89	271.63
经营活动现金流出小计	872.66	968.57	807.07	279.49
经营现金流量净额	**31.40**	**-6.93**	**68.82**	**-7.87**
投资活动现金流入小计	480.70	307.59	412.43	49.30
投资活动现金流出小计	532.29	283.40	483.12	66.29
投资活动现金流量净额	**-51.59**	**24.19**	**-70.69**	**-16.99**
筹资活动前现金流量净额	**-20.19**	**17.26**	**-1.87**	**-24.86**
筹资活动现金流入小计	96.54	237.35	323.53	90.77
筹资活动现金流出小计	109.68	201.48	227.73	90.07
筹资活动现金流量净额	**-13.14**	**35.87**	**95.80**	**0.70**
现金收入比	**115.77**	**109.15**	**112.53**	**123.58**

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入875.89亿元，同比下降8.92%，以销售商品、提供劳务收到的现金（786.94亿元）和收到其他与经营活动有关的现金（65.80亿元，主要为地产业务收回的拍地保证金、免税

收回的受限资金等）为主；经营活动现金流出807.07亿元，同比下降16.67%，以购买商品、接受劳务支付的现金（542.63亿元）和支付其他与经营活动有关的现金（144.83亿元，主要为免税业务支付租金、地产业务支付拍地保证金等）；公司经营活动现金流量净额为68.82亿元，由净流出转为净流入，现金收入比为112.53%，同比略有增长，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入412.43亿元，同比增长34.09%，构成上以收回投资收到的现金（398.70亿元，主要为理财产品赎回）和收到其他与投资活动有关的现金（10.69亿元，主要为下属公司定期存款等受限资金到期现金流入）为主；投资活动现金流出483.12亿元，同比增长70.47%，主要系集团总部及下属公司理财资金流出以及参股投资东航集团所致。2020年，公司投资活动现金净流出70.69亿元，同比由净流入转为净流出。

2020年，公司筹资活动现金流入较快增长；筹资活动主要以借款和偿还债务为主。公司投资活动支出规模较大，对外筹资需求持续存在，2020年，公司筹资活动现金流量净额为95.80亿元。

从经营活动来看，2021年1—3月，公司实现经营活动现金净流出7.87亿元，主要系旅游零售业务为迎接海南旅游旺季和春节的消费高峰增加库存备货采购货款支出增加所致，现金收入比为123.58%；实现投资活动现金净流出16.99亿元；实现筹资活动现金净流入0.70亿元。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标表现良好，同时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，融资渠道通畅等因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率同比快速增长；同期，公司速动比率变化不大，经营现金流动负债比均处于较低水平。截至2020年底，公司现金短期债务比保持增长，现金类资产对短期债务的保障程度强。截至2021年3月底，公司流动比率和现金短期债务比有所增长，速动比率较稳定。

表18 公司偿债能力指标

项目	项目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
短期偿债能力指标	流动比率（%）	129.63	150.58	162.87	172.37
	速动比率（%）	64.50	64.64	63.60	62.98
	经营现金流动负债比（%）	7.51	-1.51	12.00	--
	现金短期债务比（倍）	0.84	1.29	2.00	2.19
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	88.24	100.69	119.58	--
	全部债务/EBITDA（倍）	3.28	3.58	4.25	--
	EBITDA利息倍数（倍）	8.55	8.36	6.91	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA保持增长，EBITDA利息倍数有所下降，2020年为6.91倍，EBITDA对利息的覆盖程度仍较高；同期，全部债务/EBITDA为4.25倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度强。

截至2021年3月底，公司对外担保8228.80万元，主要为关联方提供债务担保，具体情况如下表。

截至2021年3月底，公司获得各主要银行授信额度共计2033.81亿元，其中未使用额度1847.62亿元，且部分子公司在A股和H股上市，具备直接融资渠道，公司融资渠道畅通。

表 19　截至 2021 年 3 月底公司对外担保情况（单位：万元）

关联方名称	对外担保金额
香港国际机场码头服务有限公司	4.80
广东省拱北口岸中国旅行社有限公司	574.00
海南海免观澜湖国际购物中心有限公司	7650.00
合计	**8228.80**

资料来源：公司提供

未决诉讼方面，截至 2021 年 3 月底，公司重大未决诉讼 3 笔，公司均为被告，涉案金额 4.39 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。

表 20　截至 2021 年 3 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
深圳市中苑城商业投资控股有限公司	LUCK TREAT LIMITED	中苑城公司申请认定经北交所挂牌出售的NEWPOWER公司股权及相应债权协议已成立并生效，同时要求被申请人承担违约金、资金损失赔偿、仲裁律师费等。	36700.00	等待仲裁庭裁判
港中旅房车休闲旅游发展有限公司	郝刚	房车公司于2016年3月与四川快捷叁壹捌汽车旅馆投资管理有限公司及其全部股东签订《增资协议》，同时房车公司与四川快捷叁壹捌汽车旅馆投资管理有限公司的控股股东郝刚签订《合作协议》约定，房车公司先完成增资，然后由郝配合实现房车公司对四川快捷叁壹捌汽车旅馆投资管理有限公司报表合并。但被告未按照《合作协议》的约定配合房车公司实现对四川快捷叁壹捌汽车旅馆投资管理有限公司的报表合并，故房车公司诉请被被告回购四川快捷叁壹捌汽车旅馆投资管理有限公司股权。	14516.00	已上诉，二审待审理

资料来源：公司提供

7. 母公司财务分析

母公司无经营性业务，利润主要来自下属企业的分红收益。跟踪期内，母公司有息债务水平增长较快，债务负担重，偿债资金对再融资存在依赖。

截至 2020 年底，母公司资产总额 452.41 亿元，较上年底增长 34.00%，主要系货币资金及长期股权投资增加所致。其中，流动资产 164.93 亿元（占 36.46%），非流动资产 287.48 亿元（占 63.54%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 41.99%）和其他应收款（占 55.44%）构成，分别为 69.25 亿元和 91.44 亿元，其中本部其他应收款前五大单位包括港中旅（中国）投资有限公司 50.20 亿元、港中旅置业（深圳）有限公司 12.64 亿元、香港中旅（集团）有限公司 7.91 亿元、南京维景国际大酒店有限公司 6.92 亿元和中国旅游集团投资运营有限公司 5.92 亿元，均为关联方往来款。非流动资产主要为长期股权投资 270.14 亿元，较上年底增长 18.03%，主要系参股东航集团所致。

截至 2020 年底，母公司负债总额 351.04 亿元，较上年底增长 39.06%。其中，流动负债 136.40 亿元（占 38.86%），非流动负债 214.64 亿元（占 61.14%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占 54.23%）和一年内到期的非流动负债（占 41.01%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 58.08%）和应付债券（占 41.92%）构成。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 77.59%，较 2019 年增加 2.83 个百分点。

截至 2020 年底，母公司全部债务 276.46 亿

元，较上年底增长 53.84%，主要系发行美元债券所致。从构成来看，短期债务占 22.36%，长期债务占 77.64%。截至 2020 年底，母公司全部债务资本化比率为 73.17%，母公司整体债务负担重，偿债对再融资存在依赖。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 101.37 亿元，较上年底增长 18.99%，主要系未分配利润减亏所致。所有者权益中，实收资本为 158.97 亿元，未分配利润为-61.27 亿元，所有者权益稳定性较弱。

2020 年，母公司无营业收入，利润总额为 20.09 亿元。同期，母公司投资收益为 31.30 亿元。

现金流方面，2020 年，母公司经营活动现金流量净额为-1.13 亿元；投资活动现金流量净额-28.56 亿元，其中，取得投资收益收到的现金 9.61 亿元；筹资活动现金流量净额 85.69 亿元。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至2021年3月底，公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续债务保障能力强。

截至2021年3月底，公司存续债券余额共272.08亿元。其中一年内到期的应付债券合计58.50亿元；2021和2022年到期债券存续金额分别为26.00亿元和72.50亿元。截至2021年3月底，公司现金类资产262.20亿元，为一年内到期债券余额的4.48倍；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为875.89亿元、68.82亿元、119.58亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的12.08倍、0.95倍和1.65倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 20　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2020 年
一年内到期债券余额	58.50
未来待偿债券本金峰值	72.50
现金类资产/一年内到期债券余额	4.48
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	12.08
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.95
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.65

资料来源：联合资信整理

总体看，公司现金类资产对一年内到期债券保障能力强；经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障能力强。

十二、结论

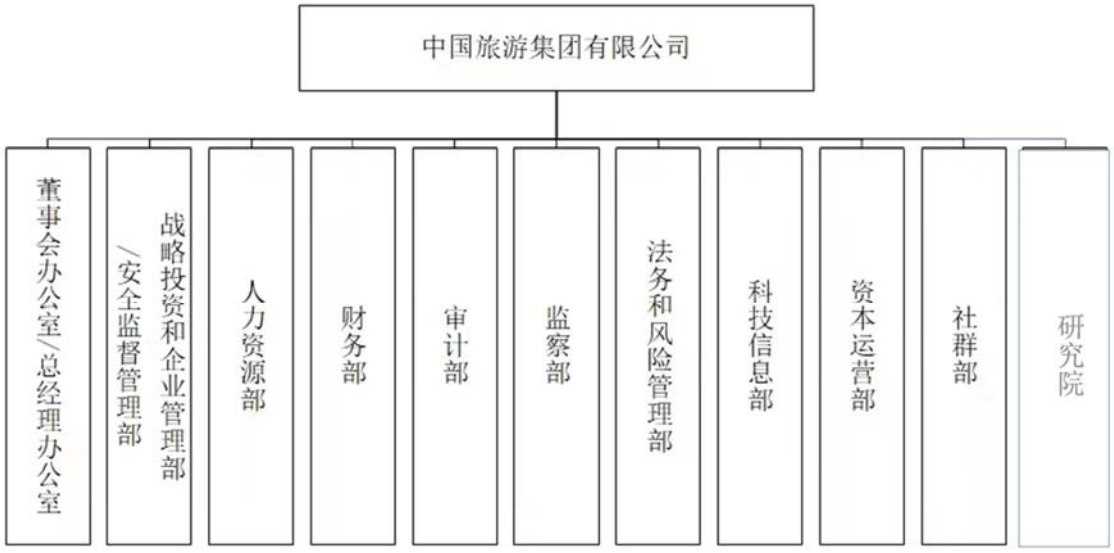
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“19 中旅 01”和“20 中旅 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	138.23	185.41	279.02	262.20
资产总额（亿元）	1011.59	1226.72	1517.32	1596.48
所有者权益（亿元）	436.45	509.95	533.63	542.92
短期债务（亿元）	163.85	144.25	139.66	123.22
长期债务（亿元）	125.79	216.27	368.90	417.42
全部债务（亿元）	289.64	360.52	508.57	540.64
营业总收入（亿元）	669.39	810.47	699.28	200.42
利润总额（亿元）	64.73	74.88	87.22	34.49
EBITDA（亿元）	88.24	100.69	119.58	--
经营性净现金流（亿元）	31.40	-6.93	68.82	-7.87
财务指标				
销售债权周转次数（次）	77.52	46.62	50.61	--
存货周转次数（次）	1.65	1.41	0.87	--
总资产周转次数（次）	0.54	0.72	0.51	--
现金收入比（%）	115.77	109.15	112.53	123.58
营业利润率（%）	40.79	40.01	37.36	35.98
总资本收益率（%）	7.87	7.21	7.01	--
净资产收益率（%）	10.72	10.06	10.59	--
长期债务资本化比率（%）	22.37	29.78	40.87	43.47
全部债务资本化比率（%）	39.89	41.42	48.80	49.90
资产负债率（%）	56.85	58.43	64.83	65.99
流动比率（%）	129.63	150.58	162.87	172.37
速动比率（%）	64.50	64.64	63.60	62.98
经营现金流动负债比（%）	7.51	-1.51	12.00	--
现金短期债务比（倍）	0.84	1.29	2.00	2.19
EBITDA 利息倍数（倍）	8.55	8.36	6.91	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.28	3.58	4.25	--

注：公司 2021 年 1—3 月财务数据未经审计；合并口径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

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	13.34	13.25	69.25	49.16
资产总额（亿元）	309.10	337.63	452.41	449.52
所有者权益（亿元）	83.70	85.19	101.37	99.36
短期债务（亿元）	80.94	92.88	61.82	26.75
长期债务（亿元）	79.63	86.83	214.64	253.25
全部债务（亿元）	160.57	179.71	276.46	280.00
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	8.48	0.08	20.09	-2.01
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-1.73	-2.82	-1.13	-0.72
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（%）	106.38	106.38	105.26	--
营业利润率（%）	--	--	--	--
总资本收益率（%）	3.47	0.68	5.14	--
净资产收益率（%）	10.14	2.10	19.14	--
长期债务资本化比率（%）	48.75	50.48	67.92	71.82
全部债务资本化比率（%）	65.74	67.84	73.17	73.81
资产负债率（%）	72.92	74.77	77.59	77.90
流动比率（%）	70.57	64.19	120.92	149.65
速动比率（%）	70.57	64.19	120.92	149.65
经营现金流动负债比（%）	-1.18	-1.70	-0.83	--
现金短期债务比（倍）	0.16	0.14	1.12	1.84
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：公司 2021 年 1—3 月财务数据未经审计

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3　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	（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%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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 4-1　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 4-2　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 4-3　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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。