

信用等级公告

联合[2019]200 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 2019 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 2019 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：

二零一九年 12 月 18 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

2019 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 40 亿元（含）

债券期限：品种一为 3 年期，品种二为 5 年期

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2019 年 04 月 08 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
资产总额（亿元）	1,198.42	1,437.00	1,470.74	1,003.54
所有者权益（亿元）	412.63	461.01	441.55	446.72
长期债务（亿元）	184.42	194.56	156.26	187.81
全部债务（亿元）	258.03	272.05	265.23	285.34
营业收入（亿元）	556.78	603.64	629.84	507.79
净利润（亿元）	34.44	40.67	43.62	47.54
EBITDA（亿元）	73.31	81.20	86.25	--
经营性净现金流（亿元）	92.04	90.75	43.61	53.51
营业利润率（%）	23.45	25.52	29.49	40.60
净资产收益率（%）	--	9.31	9.67	--
资产负债率（%）	65.57	67.92	69.98	55.49
全部债务资本化比率（%）	38.47	37.11	37.52	38.98
流动比率（倍）	0.99	0.87	0.72	1.61
EBITDA 全部债务比（倍）	0.28	0.30	0.33	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.48	8.11	8.80	--
EBITDA/本期债额度（倍）	1.83	2.03	2.16	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入所致；除特别说明外，均指人民币；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；4、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；5、2018 年前三季度财务数据未经审计，相关指标未经年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国旅游集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为国务院国资委直属企业，是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构成，经营网络遍布香港、内地及海外，整体竞争优势明显。公司成功收购日上免税行（中国）有限公司（以下简称“日上中国”）和日上免税行（上海）有限公司（以下简称“日上上海”），并相继中标香港机场烟草酒水标段经营权、首都机场T2、T3航站楼国际隔离区免税业务经营权和上海虹桥国际机场、上海浦东国际机场免税经营权，旅游主业和金融等核心业务收入持续增长，整体盈利能力强。同时，联合评级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，房地产政策调控力度的加强对旅游地产的销售和经营带来不确定性等因素可能给公司经营发展带来的影响。

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。公司旅游产业链条完整，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。公司经营规模和盈利水平有望继续保持稳定。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司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. 中国国民经济的持续增长以及人均收入水平的提高，为旅游业的长期健康发展提供了较

好的外部环境。

2. 公司是国资委直属综合性旅游企业集团，股东背景雄厚。

3. 公司是中国内地及香港地区最大的跨区域综合性旅游集团，拥有完整的旅游服务链条和全面的配套能力，品牌价值高，整体竞争优势明显。

4. 公司 2016 年 7 月与中国国旅集团有限公司重组合并，且分别于 2017 年 4 月和 2018 年上半年成功收购日上中国和日上上海 51% 股权，并相继中标香港机场烟草酒水标段经营权、首都机场 T2、T3 航站楼国际隔离区免税经营权和上海虹桥国际机场、上海浦东国际机场免税经营权，免税市场份额持续扩张，旅游主业和金融等核心业务收入持续增长，整体盈利能力强。

5. 公司经营规模大，现金类资产充裕，近几年收入规模持续增长，盈利能力强，经营活动获现能力强。

关注

1. 公司主营业务为旅游及相关产业，其经营易受经济景气度波动以及突发事件影响。

2. 公司在建旅游地产项目及土地储备计划投资规模较大，资金压力将持续存在，各地房地产政策调控力度的加强对旅游地产的销售和经营带来较大的压力和不确定性。

3. 2016 年 7 月，公司与中国国旅集团有限公司实施战略重组，重组后双方组织机构和业务资源尚在梳理中，管理和业务整合情况有待持续观察。

4. 2017 年公司协议无偿转出控股子公司港中旅华贸国际物流股份有限公司全部股权并完成物流业务整体剥离以及退出电力业务，未来上述业务不再并表。

分析师

杨 婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@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）

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它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：


袁琳

联合信用评级有限公司

一、主体概况

中国旅游集团有限公司（以下简称“公司”）原名中国港中旅集团公司，前身为中国招商国际旅游管理总公司，系由招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）于 1987 年出资组建的全民所有制企业。2005 年底，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）将公司自招商局集团无偿划拨给香港中旅（集团）有限公司（以下简称“香港中旅”），并于 2006 年批准公司更名为中国港中旅集团公司（以下简称“中国港中旅”），并将香港中旅 6 位负责人代中国旅行社总社持有的香港中旅全部股权调整为中国港中旅持有，香港中旅成为公司的全资子公司，并实施“一套机构、两块牌子”的体制。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；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；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¹变更为 158.00 亿元，公司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 2018 年 9 月底，公司本部设董事会办公厅、战略发展部等 11 个职能部门以及 1 个北京工作部、1 个深圳代表处（见附件一），公司合并范围拥有在职员工总数 41,109 人。截至 2017 年底，公司纳入合并范围的二级子公司 17 家，其中全资子公司 15 家，控股子公司 2 家。公司纳入合并范围的子公司中包含 2 家上市公司：中国国旅股份有限公司（以下简称“中国国旅”，2009 年主板上市，证券代码：601888.SH；公司持股比例 55.30%），截至 2018 年 6 月底，中国国旅股本为 19.52 亿股。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”），公司合并持股比例为 39.38%。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1,470.74 亿元，负债合计 1,029.19 亿元，所有者权益 441.55 亿元，其中归属于母公司所有者权益 196.19 亿元。2017 年，公司实现营业总收入 629.84 亿元，净利润 43.62 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 14.55 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额 43.61 亿元，现金及现金等价物净增加额为-56.62 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 1,003.54 亿元，负债合计 556.82 亿元，所有者权益合计 446.72 亿元，其中归属于母公司所有者权益 214.03 亿元。2018 年 1~9 月公司实现营业总收入 507.79 亿元，净利润 47.54 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 22.41 亿元；经营活动产生的现金流量净额 53.51 亿元，现金及现金等价物增加额 11.31 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。

¹ 后根据财政部相关通知，公司退回国有资本金 0.63 亿元，实收资本为 156.97 亿元，至报告出具日未发生变化。

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 2019 年公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”）。本期债券分为两个品种，品种一和品种二总计发行规模不超过 40 亿元（含），本期债券设品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由公司和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。本期债券品种一为 3 年期，品种二为 5 年期。本期债券采用固定利率，票面利率将根据簿记建档结果确定。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。

本期债券无担保。

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、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。

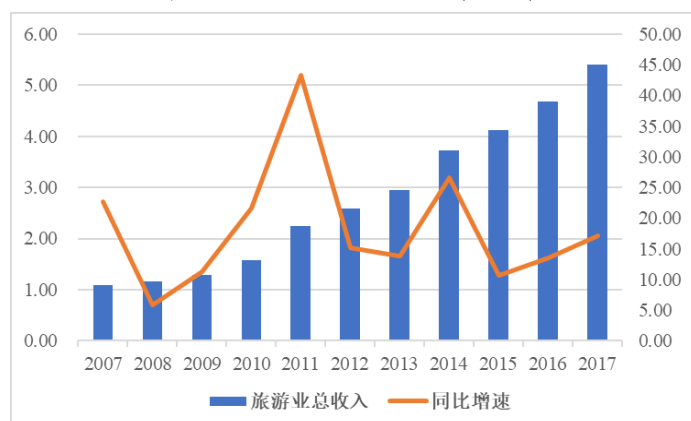
1. 行业概况

旅游业作为第三产业的支柱产业之一，是以旅游资源为基础、以旅游设施为条件，专门或者主要从事招徕、接待游客，并为其在交通、游览、住宿、餐饮、购物、文娱等六个环节提供服务的综合性行业。旅游业由旅游资源、旅游设施、旅游服务三大要素组成，主要包括景区经营、酒店餐饮和旅行社等细分子行业。

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的升级，受益于我国经济增长、居民收入增加及消费观念的逐步改变，近年我国旅游行业发展迅速。尽管受到全球经济危机冲击的影响，我国经济整体仍保持相对平稳快速增长，2007~2017 年，我国经济总量由 27.02 万亿快速增长至 82.71 万亿，年均复合增长 11.84%；在经济整体平稳发展、产业结构不断优化和灵活就业形式增加等因素的驱动下，全国居民人均可支配收入由 2013 年的 18,310.80 元增长至 2017 年的 25,974.00 元，年均复合增长 9.13%；2018 年上半年，我国实现国内生产总值 41.90 万亿元，同比增长 6.80%，全国居民人均可支配收入 14,063 元，扣除价格因素实际增长 6.6%。收入增长的同时，居民消费观念也逐步改善，旅游出行逐步成为居民生活中的重要内容之一，我国旅游行业已基本进入大众化、产业化发展阶段；目前，中国已成为世界第一大出境旅游客源国和第四大入境旅游接待国。

持续提高的人均可支配收入，特别是中等收入人群占比的上升，直接推动了国内旅游市场需求的增长和旅游行业收入的增加。2007~2017 年，全国旅游业总收入由 1.10 万亿元增长至 5.40 万亿元，年均复合增长 17.29%；2017 年，我国旅游业实现总收入 5.40 万亿元，同比增长 15.14%，增速较 2016 年提高 1.58 个百分点，处于较高水平。

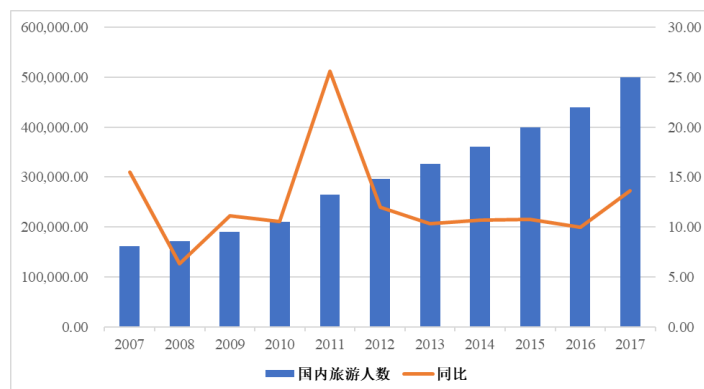
图 1 2007~2017 年全国旅游业总收入及变动情况（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理。

旅游业收入增长的背后是国内外旅游人数的快速增长和旅游消费支出的增加。我国旅游市场主要包括国内游、入境旅游和出境旅游三类，其中国内旅游是我国旅游市场主要的组成部分，国内出游人数占总出游人数的比例始终保持在 90%以上。2007~2017 年，国内居民保持着较强的出游意愿，国内旅游人数持续上升，年均复合增长 12.00%，其中 2017 年国内旅游人数为 50 亿人次，较上年增长 13.64%，保持较高增速；国内旅游总花费整体变动趋势与国内旅游人数较为一致，保持着较快的增长速度，2007~2017 年国内旅游收入基本保持在 15%以上增速，2017 年国内旅游收入达到 4.57 万亿元，同比增长 15.92%。

图 2 2007~2017 年国内旅游人数及变动情况（单位：万人、%）



资料来源：Wind，联合评级整理。

在国内旅游市场快速发展的同时，我国出境游市场亦增长迅猛，目前中高收入人群已成为出境游市场发展的主要驱动力。据国家旅游局数据显示，我国出境旅游人数由 2007 年的 4,095.40 万人次增长至 2017 年的 14,273.00 万人次，年均复合增长 13.30%，高于同期国内游年均人次增长速度；受国际经济形势低迷以及中国日渐增长的境外消费需求的影响，选择境外出游的居民日渐增长，加之发达国家对华签证政策的日渐放宽，也吸引了更多的中国游客出境旅游。相较于出境游的发展速度，中国入境游人次整体增速缓慢，入境旅游人次由 2007 年的 13,187.33 万人次增长至 2017 年的 13,948.00 万人次，年均复合增长率不足 1%。

投资方面，近年旅游投资保持快速增长，加速推进全域旅游和大众旅游的到来。根据国家旅游局统计数据，2012~2016 年我国旅游业投资由 4,064 亿元增长至 12,997 亿元，年均复合增长 33.73%，期间同比增速均保持在 20%以上；其中 2016 年全国旅游业实际完成投资 12,997 亿元，同

比增长 29%，较第三产业和固定资产投资增速分别高 18 个百分点和 21 个百分点，较房地产投资增速高 22 个百分点；在我国经济下行压力加大的情况下，全国旅游投资继续保持逆势上扬的态势，成为社会投资热点和最具潜力的投资领域。从资金流向来看，2016 年旅游景区项目实际完成投资 7,371 亿元，占全部旅游投资的 56.7%，比重最大；旅游基础设施类投资 1,122 亿元，占全部旅游投资的 8.6%，同比增长 19.8%；旅游购物项目投资 872.8 亿元，同比增长 24.4%，增幅最大；旅游饭店投资有所回落，增幅较去年下降 11 个百分点。旅游市场投资规模持续增长、投资活力的高涨进一步丰富了旅游市场产品品类，增加了旅游消费多样化选择，投资拉动下旅游环境的改善、设施的完善则进一步释放旅游市场消费能力的，推动旅游市场良性循环，加速大众旅游时代的到来。

2. 行业政策

2015 年 8 月 11 日，国务院办公厅发表《国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》（国办发[2015]62 号），提出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、优化休假安排、加大改革创新力度等措施，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、开拓旅游消费空间、激发旅游消费需求以及促进旅游投资消费持续增长。

2015 年 9 月 8 日，国家发展改革委、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），通过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措施，进一步营造良好旅游消费环境。

2015 年 9 月，国家旅游局发布《关于开展“国家全域旅游示范区”创建工作的通知》，为是实现旅游产业与其他产业的深度融合，构建“产业围绕旅游转、产品围绕旅游转、结构围绕旅游转、功能围绕旅游转、民生围绕旅游转”全域旅游发展格局，在全国范围内开展“国家全域旅游示范区”创建工作。

2016 年 12 月，国务院发布《“十三五”旅游业发展规划》，提出“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 10.00%左右，旅游总收入年均增长 11.00%以上，旅游直接投资年均增长 14.00%以上。

2017 年 8 月，国家旅游局发布《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的必需品，全域旅游因此应运而生，将成为一项中长期国家战略和国策，国家各部委将加大对全域旅游的政策和资金支持力度，全面建设小康社会必然伴随着大众旅游的兴起。

总体看，中央和地方政府近年来推行的旅游刺激方案存在积极意义，能够平缓因外部不利经济环境而带来的负面影响，最大限度保持中国旅游产业的相对平稳健康发展。虽然短期内限制“三公消费”、“八项规定”和“六项禁令”等中央政策对公务差旅的抑制一定程度上造成了对旅游业的影响，但从中长期来看，随着居民收入水平的提升及旅游产业相关支持政策效应的显现，整体上将提振个人消费旅游及国内旅游市场，从而增强中国旅游行业的竞争力。

3. 行业关注

旅游业规模化产业化层次较低

我国旅游业的发展已经开始从劳动密集型向资本技术密集型转变，全国很多景区，尤其是各个山区小景点，由于彼此间恶性竞争或者交通不便等原因，各自分散经营，相互合作少，不但造成资本和资源浪费，也很难形成规模化产业化。

旅游产业品牌化多样化进程缓慢

国内旅游行业在品牌化多样化方面优势不足，尽管一些旅游景区已经取得了大部分旅游景区在挖掘自身文化内涵、细化景观设计、更新旅游理念、扩大延伸旅游层次方面进程缓慢，仍面临产品重复性高、专业化和多样性服务水平低的问题，导致对“门票旅游经济”的严重依赖。

旅游市场秩序混乱

当前我国旅游市场“零负团费”经营模式普遍；旅行社承包、挂靠现象普遍，加剧了低价恶性竞争；旅游商品购物点、旅游景点的门票和旅游酒店的住宿费用虚高标价，导游获取回扣问题严重。虚高标价，导游和经营点相互勾结，从而获取回扣在旅游业是普遍存在的现象。

规划不到位，监管机制不健全

不少旅游景区存在着重开发、轻规划，先开发、后规划的现象，规划意识淡薄。特别是在景区开发初期，建设的自发性、自主性和随意性明显。有些景区虽然在开发前制定了规划，但是规划不够科学合理，或是景区内各投资主体只进行了局部规划，缺乏总体规划、统一规划。此外，由于景区的多重管理，使得控制权力过于分散，群龙无首，各行其是，缺乏统一的管理和协调。

4. 行业发展

行业发展处于黄金期

目前，经济增速放缓以及各地旅游市场的不规范对我国旅游行业发展带来了一定的挑战，但是，我国旅游业发展良好的基本面没有改变，我国旅游业仍处于黄金发展期，旅游需求较快增长的基本趋势不会改变。

政策环境向好

在国家加快转变经济发展方式，着力“调结构、扩内需、促消费”的大背景下，旅游业作为服务业中的龙头带动产业，将面临新一轮的发展机遇。中央经济工作会议多次突出强调扩大内需的重要性，把旅游消费纳入扩大内需的重要领域，将加大旅游业发展的政策优势。中央和各地、各部门支持旅游业发展的力度将进一步加大，旅游业发展的政策环境将持续向好。

市场需求不断增加，旅游大众化和自由行发展趋势明显

随着我国城市化发展进程加快和社会保障体系不断完善，中等收入人群规模不断扩大，旅游大众化和自由行发展趋势更为明显，旅游已成为人们最重要的休闲方式之一，老年人、青少年、学生、农民等旅游消费人群快速扩大。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为中国内地及香港地区最大的跨地区综合性旅游集团，拥有内地和香港完整的旅游服务链条和全面的配套能力，有着丰富的大型景区开发经验，成功开发了深圳世界之窗、锦绣中华、民俗文化村、珠海海泉湾等国内知名的大型综合旅游项目。2016年与国旅集团重组后，公司将其子公司中国国旅的旅行社业务纳入旗下。截至2017年底，公司在内地设有165间旅行社、会展和商旅服务等旅游周边产业公司，香港、澳门地区设有2间旅行社，在海外19个国家设有15间海外旅行社和17家签证中心，并建有网上旅游商务平台，形成了庞大的营销、服务网络。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2018年9月底，公司旅游地产在建面积195.86万平方米，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。

与国旅集团重组后，公司纳入中国国旅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”）的免税销售业务。截至 2017 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 234 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，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。此外，中免公司完成对日上中国 51% 股权的收购和日上上海 51% 股权的收购，完成上述收购后，公司免税业务市场份额明显提升，规模优势将逐步凸显，且 2017 年中免公司和日上中国分别中标首都机场 T2 和 T3 航站楼免税业务，成功弥补公司免税业务在北京市场的短板。

公司金融板块业务涵盖商业银行、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央企中最大的旅游企业集团，产业结构互补性较强，规模优势明显，整体竞争能力很强。

2. 人员素质

截至本报告出具日，公司董事及高层管理人员共 17 人，公司高层领导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 月任公司董事长。

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 月任公司董事、总经理职位。

截至 2018 年 9 月底，公司合并范围拥有在职员工共计 41,109 人。从文化素质看，本科学历占员工总数的 3.77%，大专学历占员工总数的 64.03%，大专以下学历占员工总数的 32.21%；从年龄看，30 岁以下员工占 56.37%，30~50 岁员工占 36.33%，50 岁以上员工占 7.30%。

总体看，公司高层管理人员行业经验丰富，满足公司经营发展需要，员工素质较符合公司行业特点。

3. 外部支持

政府增资方面，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。

政府补贴方面，2015~2017 年，公司分别获得计入营业外收入及其他收益的政府补助 5.46 亿元、4.81 亿元和 11.49 亿元。

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。

五、管理分析

1. 公司治理

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，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公司正常运行，整体治理运行情况良好。

2. 管理体制

公司本部下设董事会办公室、办公厅、战略发展部、人力资源部、财务部、审计部、监察室、法律事务部、信息管理部、旅游研究院等职能部门，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，公司制定了本投资管理制度。集团公司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，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。

总体看，公司内部管理制度健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司业务格局以旅游业务（包括旅行社、酒店、景区、免税、旅游新业态等）为核心，辅以旅游地产和旅游特色金融业务等。2015~2017 年，公司总营业收入持续增长，年均复合增长 6.36%。

从收入构成来看，在重组效益释放以及免税业务销售扩张的带动下，2015~2017 年，公司旅游主业收入不断增长，年均复合增长 7.50%；受房地产市场调控政策影响，公司旅游地产收入波动增长，年均复合增长 27.95%。随着公司贷款规模和投资规模增加等因素影响，旅游特色金融收入年均复合增长 29.67%。近年公司持续收缩非主板块的业务资源和规模，并随着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合作期完结，公司分别自 2017 年 9 月和 5 月起不再从事物流和发电业务，上述两项业务收入规模持续下降。

表1 2015~2017年公司总营业收入及毛利率（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
旅游主业	395.06	69.19	23.75	393.47	64.11	24.84	456.53	71.39	27.82
旅游地产	36.92	6.47	34.67	75.47	12.30	31.75	60.44	9.45	53.53
旅游特色金融	36.38	6.37	62.56	51.51	8.39	69.94	61.17	9.56	62.47
物流	79.92	14.00	8.89	73.23	11.93	12.93	54.64	8.54	11.78
电力	22.67	3.97	40.32	20.09	3.27	28.14	6.75	1.06	-0.52
分部抵消	-14.18	--	--	-10.13	--	--	-9.68	--	--
合计	556.78	100.00	25.15	603.64	100.00	27.65	629.84	100.00	32.14

资料来源：公司提供

注：1、旅游主业板块包括旅行社、旅游投资运营（景区）、酒店运营、免税、旅游新业态（含旅游客运、游轮、房车）等业务；2、2015 年数据为追溯调整数据

毛利率变化方面，2015~2017 年，公司毛利率持续上升，主要系收入占比高的旅游主业毛利率持续上升所致。分板块看，公司旅游主业毛利率持续上升，主要系毛利率较高的免税收入扩张影响所致。旅游特色金融毛利率相对较高，近三年均在 60%以上。受结转项目房价上涨影响，近三年公司旅游地产毛利率整体上升，2017 年上升至 53.53%。物流板块毛利率相对稳定。电力业务毛利率持续下降，2017 年毛利率为-0.52%，主要系煤价大幅上涨使得成本增加所致。

2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入²507.79 亿元，较上年同期增长 22.00%，其中旅游主业收入 467.34 亿元，毛利率为 37.28%。实现净利润 47.54 亿元，较上年同期增长 28.90%，公司收入及利润仍主要来自旅游主业。

总体看，公司以旅游主业为核心，辅以旅游地产和旅游特色金融业务，近三年受重组效益释放、免税销售的扩张和旅游金融板块迅速发展影响，公司收入及毛利率均呈现持续增长态势，但随着物流、电力业务的剥离，上述业务不再并表。

2. 旅游主业

旅游业务是公司的传统及核心业务，主要包括免税销售、景区、酒店运营、境内外旅行社、主题公园和综合性旅游度假区、跨境水路客运、演艺及证件等业务，主要通过中国旅行社总社有限公司（以下简称“中旅总社”）、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”）系

² 收入与上年同期模拟剔除华贸物流收入

列等经营。经过 90 年的发展以重组合并，公司已经成为中国内地及香港地区最大的跨地域综合性旅游集团，拥有内地和香港完整的服务链条和全民的配套能力。2015~2017 年，受益于重组完成，旅游业务范围上互补性得到提升以及免税业务的扩张，公司收入持续增长，2015~2017 年公司旅游主营业务收入分别为 395.06 亿元、393.47 亿元和 456.53 亿元。

免税销售业务

公司与国旅集团重组后，公司新纳入免税业务（即公司旅游零售业务），主要由中免公司经营。2017 年，公司免税业务取得较大突破，先后中标香港机场烟草酒水标段经营权和首都机场 T2、T3 航站楼国际隔离区免税业务经营权，并完成日上中国的收购。上述大型渠道免税业务经营权的获得，大大提升了公司免税业务在国内和国际的影响力和竞争力，其中香港机场烟草酒水标段免税业务是公司拥有的首个国际化大型免税零售平台。在进境免税店招投标中，公司成功中标昆明、广州、青岛、南京、成都、乌鲁木齐 6 家机场进境免税店，进一步稳固公司在国内免税市场的地位，已中标进境店目前除南京机场进境免税店外，其余入境店已陆续开业。2018 年上半年，中免公司通过收购日上上海，获得了上海浦东国际机场和虹桥国际机场免税经营权，且日上上海在 2018 年 7 月中标并继续拥有上述两家机场免税经营权，预设合同期限自 2019 年 1 月 1 日始至 2025 年 12 月 31 日（其中上海浦东国际机场 T1 航站楼进出境免税场地自 2022 年 1 月 1 日零时起始，卫星厅自启用日起始），公司免税业务的市场份额进一步扩大。2017 年，中免公司商品销售收入 157.76 亿元，较上年增长 65.57%，主要系收购日上中国并表其 4~12 月收入 and 巩固优化现有离岛免税业务分别带来收入增量 43.11 亿元和 13.79 亿元。2018 年 1~9 月，中免公司实现收入 245.66 亿元，同比增长 122.54%。

零售定价方面，中免公司通过综合品牌商的建议零售价格、亚太地区大型免税运营商的零售价格、中免公司售价管理要求三方面因素，制定价格定位原则。对比有税市场，中免公司将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。另外批发价格不高于采购价，在满足零售终端毛利率基础上逆向定价，原则上保障公司收益最大化。

中免公司的免税经营模式分为零售和批发两种模式。零售方面，中免公司通过全资和合资经营等方式，设立了涵盖机场、机上、边境、客运站、火车站、外轮供应、外交人员、邮轮和市内等九大类型的免税店，总体经营面积达到 15.10 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。2017 年，该购物中心实现营业收入 60.84 亿元，较上年增长 29.31%，其中免税商品销售收入 58.67 亿元，较上年增长 28.04%；全年接待顾客 551 万人次，购物人数 131 万人次。批发方面，中国国旅通过参股上海东航中免免税、珠海市中免免税品、深圳市中免免税品等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。

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，近年先后完成对日上中国和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，对公司收入和利润贡献稳步提升。

旅行社业务

公司旅行社板块经营主体主要为国旅总社、中旅总社等。旅行社板块以拓展中国公民旅游市场作为战略定位的核心，重点发展旅行社团队产品的中高端业务，截至 2017 年底，公司在内地设有 165 间旅行社、会展和商旅服务等旅游周边产业公司，香港、澳门地区设有 2 间旅行社，在海外 19 个国家设有 15 间海外旅行社和 17 家签证中心，并建有网上旅游商务平台，形成了庞大的营销、服务网络。旅行社业务的盈利模式为：一是在前端收取游客费用，后端采购各项旅游要素整合成为旅

游产品（如旅游线路），获取前端收入和后端成本的差价；二是收取佣金和代理费（或服务费）。近年来受旅游市场竞争加剧影响，公司旅行社业务收入规模逐年下降，2015~2017 年，公司旅行社业务收入年均复合下降 4.09%，2017 年实现收入 227.74 亿元，主要来自出境游及国内游收入。2018 年 1~9 月，旅行社业务实现收入 173.71 亿元，虽然公司旅行社收入规模呈现下降趋势，但该业务具有聚拢客户资源的优势，为公司其他业务提供了重要的客源支持。

表2 2015~2018年9月公司旅行社收入情况（单位：亿元、%）

构 成	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
入境游	15.49	6.26	13.42	5.70	13.77	6.05	9.68	5.57
出境游	114.46	46.23	106.85	45.42	100.18	43.99	73.17	42.12
国内游	53.03	21.42	53.19	22.61	49.63	21.79	30.84	17.75
商旅服务	35.23	14.23	33.37	14.19	28.99	12.73	23.29	13.41
签证业务	5.77	2.33	14.74	6.27	16.05	7.05	13.97	8.04
会奖业务	9.53	3.85	9.28	3.94	12.27	5.39	15.94	9.18
其他业务	14.08	5.69	4.39	1.87	6.84	3.00	6.82	3.93
合 计	247.59	100.00	235.24	100.00	227.74	100.00	173.71	100.00

资料来源：公司提供

国旅总社于 1954 年在北京成立的新中国第一家接待海外游客的旅行社，是第一批获得国家特许经营出境旅游的旅行社、世界旅游组织在中国的第一家企业会员、北京市 5A 级旅行社之首。国旅总社先后加入了 PATA（太平洋亚洲旅行协会）、IATA（国际航空运输协会）、ASTA（美国旅行代理商协会）、WTTC（世界旅游业理事会）、WTCTF（世界旅游城市联合会）等国际组织，是中国旅行社协会副会长单位。截至 2018 年 6 月底，国旅总社合计拥有旅行社 41 家，其中境内旅行社 36 家，境外旅行社 5 家。

中旅总社是由国旅总社、港中旅国际（CTI）、招商国旅（CMT）、香港中旅社和海外分社经过整合重组而成。截至 2018 年 9 月底，中旅总社合计拥有全级次法人单位 88 家，遍布全球 13 个国家和地区，其中海外签证中心 6 家、海外旅行社 11 家。近年来，中旅总社分别被北京市旅游发展委员会和国家旅游局评为北京市 5A 级旅行社、北京市旅游标准化示范单位和全国旅游标准化示范单位，并连续四年在工信部中国品牌力指数之旅行社行业品牌中名列榜首。

总体看，公司旅行社品牌知名度较高，但受市场竞争加剧影响，公司旅行社收入规模持续下降。

酒店业

酒店业务方面，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，主要分布在北京、港澳、南京、杭州、重庆等城市，客房数总计 5,463 间（其中港澳酒店 5 家，客房数 1,711 间），北京酒店有丽都饭店、广安门维景、北京维景、华侨饭店等，南京维景、杭州维景、深圳维景、重庆丽苑等，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 6,893 间。2015~2017 年，公司酒店业务产生的营业收入（含英国地区酒店）分别为 30.80 亿元、27.41 亿元和 28.17 亿元。

近年来，得益于旅游行业发展快速、公司酒店地理位置优越等因素综合影响，近三年公司酒店总体平均房价呈增长趋势，2015~2017 年分别为 457.29/间、463.86/间和 477.00/间（不含香港及英国房价），从出租率来看，近三年总体平均出租率呈增长趋势，分别为 72.73%、73.00%和 76.00%，公司酒店业整体经营稳定。

总体看，近三年，公司酒店业经营状况相对稳定，客房出租率均维持在较高水平，对公司收入

形成有益补充。

景区业务

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，深圳聚豪球会是国内和港澳地区知名的高尔夫球场，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，并委托全球知名的法国度假连锁集团 Club Med 进行管理，定位为家庭与携伴出游的旅客提供一价全包假期。

公司景区业务的盈利模式为以收取门票为主、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。2015~2017 年公司景区业务收入分别为 20.71 亿元、18.85 亿元和 25.84 亿元，利润总额分别为 5.63 亿元、3.77 亿元和 9.86 亿元，实现毛利率分别为 43.80%、39.90%和 30.70%，总体来说公司景区业务对公司收入和利润的影响较小。

总体看，随着公司景区版图的不断扩张，未来景区业务或将会成为公司新的利润增长点。

3. 旅游地产

公司地产加旅游的独特开发模式³，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，其形成的优势就是独特的旅游地产产品。2015~2017 年，公司商品房在开发面积分别为 164.00 万平方米、127.73 万平方米和 148.13 万平方米，全年分别完成开发面积 49.00 万平方米、85.57 万平方米和 36.55 万平方米。其中，2017 年，销售面积 35.69 万平方米、结转收入 60.44 亿元，较上年分别下降 6.42%和 19.92%，收入主要来自燕郊项目、杭州丁桥、杭州三墩、江西宜春、沈阳项目、青岛项目、苏州新区等项目交房部分，受益于部分项目 2017 年售价的提升以及部分高毛利项目结转收入占比较大，当期销售毛利率由 31.92%提升至 53.48%。截至 2018 年 6 月底，公司完工（及待售）旅游地产项目总投资 115.77 亿元，累计销售金额为 171.18 亿元，总可售面积为 151.94 万平方米，已完成销售 110.47 万平方米，已结转销售收入 164.05 亿元，公司完工（及待售）项目销售情况良好。

截至 2018 年 9 月底，公司在建旅游地产项目建筑面积合计 195.86 万平方米，预计总投资 243.46 亿元，已完成投资 133.83 亿元，项目主要分布在苏州、杭州、宁波和成都等城市。

表 3 截至 2018 年 9 月底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	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 9 月	17.64	8.75	13.25	--	暂无
宁波长兴路 1#	住宅	12.87	2016 年 12 月	2018 年 11 月	10.47	7.44	8.48	8.45	11.92
宁波长兴路 2#	住宅	25.60	2017 年 9 月	2019 年 11 月	22.81	9.64	16.53	12.22	20.91
宁波长兴路 3#	住宅	33.67	2017 年 11 月	2020 年 11 月	31.09	11.40	17.95	--	暂无
苏州太湖	住宅	14.28	2017 年 3 月	2018 年 12 月	12.53	7.51	10.27	6.50	9.18
杭州萧山一期	住宅	11.10	2017 年 7 月	2019 年 8 月	26.20	19.21	7.39	4.89	15.86

³ 景区附近拿地或者计划培育景区区域拿地开发。

杭州萧山二期	住宅	9.02	2018年9月	2020年12月	23.32	14.92	4.59	--	暂无
成都金堂一期	住宅/商业	2.71	2017年3月	2019年5月	5.22	2.23	0.85	--	暂无
成都双流东升	住宅	11.76	2018年7月	2020年9月	14.49	8.59	7.9	--	暂无
苏州张家港	住宅	17.71	2018年2月	2020年3月	16.26	8.87	12.42	--	暂无
苏州吴江	住宅	16.17	2018年2月	2020年3月	25.15	14.98	11.25	--	暂无
青岛三区	住宅	6.84	2018年4月	2019年12月	5.83	1.93	3.13	1.70	2.87
苏州顾家荡	住宅	16.15	2018年6月	2020年3月	32.45	18.36	10.31	--	暂无
合计		195.86	--	--	243.46	133.83	124.32	33.76	60.74

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、沈阳、青岛、宁波、宜春等地，均为住宅用地，其中 2016~2017 年新增土地储备分别为 25.67 万平方米和 43.17 万平方米（计容面积），为旅游地产业务的可持续发展提供了有力保障。截至 2018 年 9 月底，公司土地储备面积为 328.82 万平方米，不存在两年未开发土地的情况。

表 4 截至 2018 年 9 月底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	项目预计投资
青岛项目	56.78	2015 年	2020 年	41.36
鞍山项目	88.54	2014 年	2021 年	43.50
燕郊项目	72.63	2014 年	2020 年	126.91
成都金堂项目	27.31	2016 年	2020 年	53.00
杭州湾文化小镇项目	83.56	2018 年	2021 年	116.00
合计	328.82	--	--	380.77

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，预计投资为土地储备部分的投资额。

总体看，公司旅游地产业务对公司收入形成有益补充，公司土地储备较为充足，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。此外，随着项目所在各城市房地产政策调控力度的加强，未来旅游地产的销售和经营或将面临较大的压力和不确定性。

4. 旅游特色金融业务

近年来公司大力发展旅游特色金融业务，业务范围包括商业银行、财务公司、保险经纪、消费金融、互联网金融等，2015~2017 年实现收入分别为 36.38 亿元、51.51 亿元和 61.17 亿元，毛利率均在 60.00%以上，盈利能力较强。

基金方面，2017 年 4 月，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，且该公司已于 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”，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。

公司作为焦作中旅银行股份有限公司（以下简称“中旅银行”）第一大股东，截至 2017 年底对

其持股 36.68%，将其纳入合并范围。中旅银行资金实力进一步扩充，业务规模迅速扩大。截至 2017 年底，中旅银行各项存款余额为 356.16 亿元，贷款余额 306.71 亿元，较上年分别增长 18.52% 和 26.98%。截至 2017 年底，中旅银行资产总额 621.86 亿元，所有者权益 59.60 亿元；2017 年实现收入 18.38 亿元、投资收益 15.20 亿元，利润总额 6.83 亿元。2017 年 8 月，公司获得中旅银行 2016 年的现金分红 6,065 万元。

消费信贷方面，公司控股子公司安信金融控股有限公司（以下简称“安信金控”）下属子公司安信信贷主要经营小额贷款，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：本地及佣工贷款、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。安信信贷是香港最大的非银行消费信贷公司，在香港设有 35 间分行，3 间客服中心，在深圳有 6 间分行。2017 年，安信信贷合并范围共放贷 95.80 亿港元，年底贷款余额为 94.50 亿港元。2017 年，安信金控实现利息收入 20.79 亿港元，税前利润 6.24 亿港元，较上年分别增长 12.87% 和 42.90%。

安信信贷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”，2017 年安信信贷合并范围确认不良贷款损失 5.50 亿港元，为其全年月均贷款余额的 6.30%，较上年下降 2.54 个百分点。

总体看，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。在收入提高、失业率下降和财富效应的共同作用下，信用情况不断改善，未来公司旅游金融板块发展前景良好。

5. 物流和电力

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。综合物流服务包括空运业务、海运业务、仓储业务、工程物流和特种物流等多种运输服务，并于近年着重培养跨境物流业务。供应链贸易的主要贸易商品为电子产品和钢材，目标客户主要为原材料生产商、生产加工型企业、大中型商贸企业，由于华贸物流正着力打造跨境电商物流业务综合平台，因而主动缩减对供应链贸易的资源配置。2017 年 1~8 月，公司物流业务实现营业收入为 54.64 亿元；华贸物流划出后，公司于 2017 年 9 月起不再从事物流业务。

发电业务原非公司主业，经营主体为陕西渭河发电有限公司。根据公司与陕西秦龙电力股份有限公司、华能陕西发电有限公司签署的《合作合同》、《公司章程》约定，对陕西渭河发电有限公司的合作经营期限为 1997 年 5 月 8 日起持续 20 年。2017 年 5 月 7 日，公司按期退出，不再从事发电业务。

整体看，物流与电力业务的划转剥离对公司收入规模产生一定负面影响，但使公司得以将各类资源集中于较有优势的旅游相关业务，强化核心竞争力。

6. 重大事项

无偿划转华贸物流

2017 年 6 月，经国务院国资委批复，公司及公司有关全资子公司将合计持有的 5.10 亿股华贸物流股份（占总股本的 51.09%）无偿划转至国务院国资委出资监管的中国诚通控股集团有限公司及其有关全资子公司、中国国新控股有限责任公司及其有关全资子公司，华贸物流自 2018 年 9 月起不再

纳入公司合并范围。

华贸物流成立于 2010 年 9 月，于 2012 年首次公开发行 A 股股票并在上海交易所上市（证券代码：603128.SH），主要从事综合物流服务和供应链贸易业务，为公司综合物流业务的核心经营主体。截至 2016 年底，华贸物流经审计资产总额 51.23 亿元，所有者权益合计 35.85 亿元，占同期公司所有者权益的 7.78%；2016 年实现营业收入 73.08 亿元，利润总额 2.77 亿元。

收购日上中国

2017 年 3 月，中国国旅全资子公司中免公司以 3,882.00 万元对价收购日上上海和日上免税行集团有限公司（以下简称“日上集团”）合计持有的日上中国 51%的股权，其余 49%股权仍由日上集团持有。以 2017 年 2 月 28 日为评估基准日，采用资产基础法，中联资产评估集团有限公司对日上中国全部股权价值的评估结果为 7,612 万元。

上述收购的实施以日上中国中标 2017 年北京首都机场第二标段（即 T3 航站楼国际出境隔离区域及国际入境区）免税店经营权为条件，该条件已于 2017 年 7 月北京市招投标公共服务平台发布《中标公告》时得以满足，上述收购已确定实施完毕，公司自 4 月 1 日起将日上中国纳入合并范围。

日上中国于 2005 年在北京成立，至收购日，日上中国在北京首都机场 T2、T3 航站楼经营出境和进境免税店，其中 T2 号航站楼自 2005 年 11 月开始营业，T3 号航站楼自 2008 年 3 月开始营业。截至 2017 年底，日上中国资产总额为 21.37 亿元，净资产为 5.02 亿元，2017 年 4~12 月营业收入 43.11 亿元，净利润 4.02 亿元。

2017 年 7 月，中免公司和日上中国分别成功中标首都机场 T2 和 T3 航站楼免税业务，经营期限自机场商贸公司将经营区域交付之日起 8 年。本次收购完成后，公司通过首都机场免税业务的并表迅速提高免税业务的市场份额，同时扩大收入规模，提升经济效益。

收购日上上海

2018 年 2 月，中国国旅公告其子公司中免公司拟以人民币 15.05 亿元（或等值美元）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。

根据经审计的模拟财务数据⁴，日上上海 2016 年底总资产 19.80 亿元，净资产 8.41 亿元；2016 年营业收入 63.30 亿元，利润总额 3.42 亿元。根据中联资产评估集团有限公司出具的《资产评估报告》，日上上海（按收益法评估）在评估基准日 2017 年 6 月 30 日合并资产负债表归属于母公司的所有者权益账面值-0.55 亿元，评估值 31.62 亿元，评估增值 32.17 亿元，增值率 5,841.29%，增值较高主要考虑了日上上海经营资质、市场优势、采购优势、品牌优势、销售渠道等无形资产的价值和盈利能力。经双方协商一致，本次股权转让以评估值为基础定价，扣除未来处置房地产资产可能发生的 2.10 亿元土地增值税后，双方确定本次交易的日上上海 51%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。

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

⁴ 因 2017 年 4 月日上上海将所持日上中国 51%股权转让给中免公司，日上上海 2016 年财务报表系基于股权转让后的合并范围编制的模拟财务数据。

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。

划转海免公司股权至公司

2018年10月22日，中国国旅收到公司发来的《关于接受无偿划转的海南省免税品有限公司51%股权事项的通知》，公司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”）于当日签署了《海南省国有资产监督管理委员会与中国旅游集团有限公司关于海南省免税品有限公司股权无偿划转协议》，海南省国资委将其持有的海南省免税品有限公司（以下简称“海免公司”）51%股权无偿划转给公司（以下简称“本次无偿划转”）。本次无偿划转尚需国资委等主管部门批准。本次无偿划转完成后，公司将持有海免公司51%股权，成为海免公司的控股股东。

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，中国国旅全资子公司中免公司的主营业务为向内地及海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，公司承诺在本次无偿划转完成后，立即启动将所持海免公司51%股权注入中国国旅的程序。如中国国旅决定不予收购，则公司将在中国国旅作出不予收购的有效决定后1年内通过出售等方式处置所持有的海免公司51%股权，中国国旅享有优先购买权。公司将与中国国旅在本次无偿划转完成后立即签订股权托管协议，将海免公司51%股权在注入中国国旅或处置之前交由中国国旅托管。

总体看，公司本次无偿划转后将有助提高公司免税业务的综合竞争实力，对公司未来经营形成有利影响，但划转事宜仍需主管部门批准。

7. 经营关注

经济周期波动风险

公司主营为旅游及相关产业，其经营易受经济景气度波动影响。如果未来国民经济增速放缓或者出现衰退，将对公司的整体经营产生不利影响。

房地产政策调控风险

截至2017年底，公司在建及在售旅游地产预计总投资205.65亿元，土地储备计划投资433.26亿元，投资规模较大，资金压力将持续存在，各地房地产政策调控力度的加强对旅游地产的销售和经营带来较大的压力和不确定性。

业务整合风险

公司与国旅集团重组后双方组织机构和业务资源尚在梳理中，管理和业务整合情况将持续观察。

收入规模下降风险

公司协议无偿转出所持控股子公司华贸物流全部股权，获批并完成后物流业务将整体剥离，此外，公司终止与陕西渭河发电有限公司合作，退出电力业务，未来上述业务收入不再并表。

8. 未来发展

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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016 年度⁵合并财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，提供的 2017 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，均出具了标准无保留意见的审计结论，公司提供的 2018 年前三季度财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则》及其应用指南的有关规定编制。

会计政策变更方面，2017 年公司根据《企业会计准则第 16 号——政府补助》相关规定，将 2017 年 1 月 1 日之后发生的与日常活动相关的政府补助，计入其他收益，不再计入营业外收入。受此影响，2017 年公司其他收益增加 9.04 亿元，营业利润相应增加；公司自 2017 年 5 月 28 日采用《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，采用未来适用法处理，受此影响，2017 年公司持续经营损益增加 43.83 亿元，终止经营损益增加-0.21 亿元。

合并范围方面，2016 年，公司合并范围新增 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；2017 年，公司合并范围新增 20 家子公司，其中新设立 16 家子公司，新收购 4 家子公司，不再纳入合并范围子公司 109 家。2018 年 1~9 月，公司合并范围新增 13 家子公司，不再纳入合并范围子公司 11 家，其中由于对中旅银行⁶失去控制权，中旅银行不再纳入公司合并范围，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。

总体看，公司近三年合并财务报表范围变化较大，公司财务数据可比性受到一定影响，本报告以 2017 年和 2018 年 1~9 月财务数据为主要分析对象。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 10.78%。截至 2017 年底，公司合并资产总额 1,470.74 亿元，较年初增长 2.35%。从资产结构看，公司资产以非流动资产为主，占比为 58.51%。

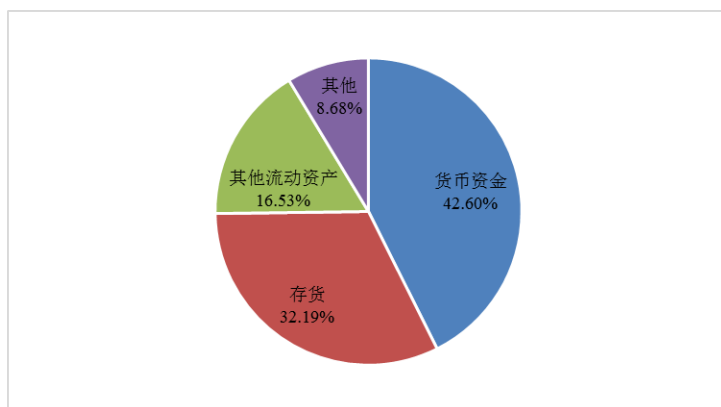
流动资产

2015~2017 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 3.56%。截至 2017 年底，公司流动资产合计 610.19 亿元，较年初下降 6.71%，主要系买入返售金融资产减少所致；公司流动资产主要由货币资金、存货和其他流动资产构成。

⁵ 2016 年，国旅集团整体并入公司，作为重组后的母公司，公司对比较报表进行了追溯重述，本报告中 2015 年财务数据为 2016 年期初数据。

⁶ 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。公司对中旅银行不再具有实际控制权，中旅银行不应再纳入公司财务报表编制的合并范围。

图 3 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金波动上升，年均复合增长 1.46%。截至 2017 年底，公司货币资金 259.96 亿元，较年初下降 13.08%，主要系用于补充储备土地所致；公司货币资金以银行存款（占 88.67%）为主，其中使用受限资金为 98.30 亿元，包括存放央行的准备金 58.70 亿元、存放同业款项 18.05 亿元和结构性存款 10.40 亿元，受限比例为 37.81%，考虑到公司受限资金多为金融业务产生，公司实际受限资金规模较小。

2015~2017 年，公司存货波动增长，年均复合增长 10.18%。截至 2016 年底，公司存货账面价值 142.47 亿元，较年初下降 11.95%，主要系在建开发成本减少所致；截至 2017 年底，公司存货账面价值 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。公司存货主要由在建开发成本（占 38.66%）、已完工开发产品（占 35.16%）和库存商品（产成品）（占 26.01%）构成，共计提跌价准备 0.69 亿元，计提比例为 0.35%。

2015~2017 年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 5.70%。截至 2016 年底，公司其他流动资产 73.02 亿元，较年初下降 19.13%，主要系理财产品规模下降所致；截至 2017 年底，公司其他流动资产 100.87 亿元，较年初增长 38.13%，主要系信托投资规模扩大所致。

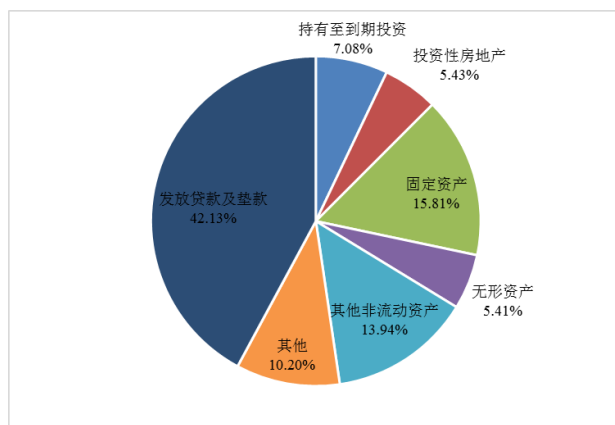
2015~2017 年，公司应收账款波动下降，年均复合下降 25.42%。截至 2017 年底，公司应收账款 17.89 亿元，较年初大幅下降 51.07%，主要系应收款较多的华贸物流和陕西渭河发电有限公司不再纳入合并范围所致；公司按信用风险特征组合计提坏账的应收账款余额 18.04 亿元（占应收账款余额的 90.77%），从账龄看，以 1 年以内（占 92.08%）为主；公司共计提坏账准备 1.98 亿元，计提比例为 9.99%，计提较为充分。从欠款集中度看，前五名欠款方占 11.18%，主要为旅行社业务产生，集中度较低，回收风险较小。

2017 年，公司买入返售金融资产由年初的 45.87 亿元降为 0 元，主要系公司买入的返售金融资产（债券）到期所致。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 16.92%。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 860.55 亿元，较年初增长 9.91%，主要系发放贷款及垫款增长所致。公司非流动资产主要由发放贷款及垫款、持有至到期投资、投资性房地产、固定资产、无形资产和其他非流动资产构成。

图 4 截至 2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司发放贷款及垫款逐年增长，年均复合增长 29.73%。截至 2017 年底，公司发放贷款及垫款账面价值 362.52 亿元。从贷款方看，个人和企业贷款余额分别占 36.19%和 63.81%，从行业分布看，主要分布于租赁和商务服务业（占 18.02%）、制造业（占 15.05%）、批发和零售业（占 9.64%）等，较为分散；从担保方式看，信用贷款、保证贷款、附担保物贷款分别占 28.07%、36.65%和 35.28%；逾期贷款共 9.50 亿元，从逾期 1 天至 3 年以上不等，其中逾期 3 年以上贷款占比为 33.38%，逾期 1 天至 90 天贷款占比为 34.45%，整体逾期时间较长，公司计提贷款损失准备 27.92 亿元，计提比例为 7.15%。

2015~2017 年，公司持有至到期投资逐年增长，年均复合增长 26.23%。截至 2017 年底，公司持有至到期投资 60.90 亿元，较年初增长 46.13%，主要系公司持有的金融债规模增长所致。公司持有至到期投资以金融债（占 73.33%）和政府债（占 14.25%）为主。

2015~2017 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 10.14%。截至 2017 年底，公司投资性房地产 46.72 亿元，较年初下降 6.22%，主要系合并报表范围变化所致。公司投资性房地产以成本计量的为 15.97 亿元，以公允价值计量的为 30.75 亿元，当期发生公允价值变动损益 1.01 亿元。

2015~2017 年，公司固定资产逐年下降，年均复合下降 7.21%。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 136.04 亿元，较年初下降 10.36%，主要系合并报表范围变化所致。公司固定资产原值 232.86 亿元，以房屋及建筑物（占 76.45%）为主，固定资产累计计提折旧 95.23 亿元，计提减值准备 1.58 亿元，固定资产成新率为 53.29%，成新度一般。

2015~2017 年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长 16.81%。截至 2017 年底，公司无形资产 46.59 亿元，较年初增长 33.04%，主要系土地使用权增长所致。公司无形资产以土地使用权（占 91.78%）为主，公司对无形资产计提减值准备 0.02 亿元。

2015~2017 年，公司其他非流动资产逐年增长，年均复合增长 41.50%。截至 2017 年底，公司其他非流动资产 119.99 亿元，较年初增长 11.80%，主要系应收款项类投资增长所致。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 1,003.54 亿元，较年初下降 31.77%，主要系中旅银行不再纳入合并范围所致，其中货币资金（占流动资产比重 34.75%）较年初下降 26.40%、其他流动资产（占流动资产比重 8.66%）较年初下降 52.73%、其他非流动资产（占非流动资产比重 1.56%）较年初下降 94.12%、发放贷款及垫款（占非流动资产比重 18.90%）较年初下降 76.39%。受合并范围变化影响，公司流动资产占比由年初的 41.49%上升至 54.86%。受限资产方面，截至 2018 年 9 月底，公司受限资产 18.36 亿元，受限资产主要为保证金、存款准备金及定期存款等货币资金，资产受限

比例较低。

总体看，公司资产规模稳步增长，流动资产中货币资金充裕，但存货规模较大，对公司资金形成一定占用，非流动资产以固定资产、发放贷款及垫款为主，公司整体资产流动性较好，资产质量较高。

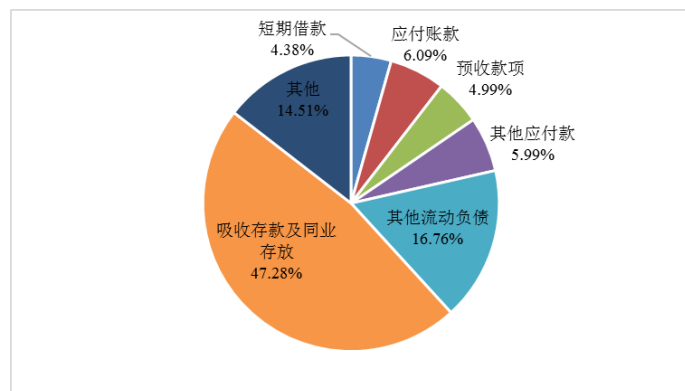
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，公司负债总额逐年增长，年均复合增长 14.44%。截至 2017 年底，公司负债总额为 1,029.19 亿元，较年初增长 5.45%，主要系流动负债增长所致。从负债结构看，公司负债中流动负债占 82.45%，非流动负债占 17.55%，以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 21.53%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 848.59 亿元，较年初增长 12.36%，主要系其他流动负债、短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款、其他流动负债和吸收存款及同业存放构成。

图 5 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 37.14%。截至 2017 年底，公司短期借款 37.16 亿元，较年初大幅增长 119.26%，主要系信用借款规模扩大所致；短期借款主要为信用借款（占 94.30%）。

2015~2017 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 10.59%。截至 2017 年底，公司应付账款 51.65 亿元，较年初下降 4.88%，主要系前期应付工程款已部分结算所致。

2015~2017 年，公司预收款项逐年下降，年均复合下降 14.51%。截至 2017 年底，公司预收款项 42.37 亿元，较年初下降 15.81%，主要系预收房款下降所致。

2015~2017 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 22.45%。截至 2017 年底，公司其他应付款 50.83 亿元，较年初增长 28.46%，主要系球会退出应付款、应付关联方往来款项和待结算款项增长所致。

2015~2017 年，公司其他流动负债逐年增长，年均复合增长 63.19%。截至 2017 年底，公司其他流动负债 142.27 亿元，较年初增长 35.63%，主要系同业存单增加所致。公司其他流动负债主要由资产证券化融入资金（占 33.64%）和同业存单（占 65.57%）构成。

2015~2017 年，由于中旅银行业务规模的扩大，公司吸收存款及同业存放逐年增长，年均复合

增长 15.19%。截至 2017 年底，公司吸收存款及同业存放为 401.18 亿元，较年初增长 4.85%；以活期存款（占 32.36%）、定期存款（含通知存款，占 38.34%）、汇出汇款、应解汇款等其他存款（占 17.76%）和同业及其他金融机构存放款（占 11.54%）为主。

2015~2017 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 7.54%。截至 2017 年底，公司非流动负债 180.60 亿元，较年初下降 18.19%，主要系长期借款和应付债券减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 14.10%）、应付债券（占 72.40%）和递延收益（占 9.13%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 15.57%。截至 2016 年底，公司长期借款 41.18 亿元，较年初增长 15.30%，主要系信用借款增长所致；截至 2017 年底，公司长期借款 25.46 亿元，较年初大幅下降 38.17%，主要系信用借款及抵押借款减少所致。公司长期借款以信用借款（占 92.59%）为主。

2015~2017 年，公司应付债券波动下降，年均复合下降 6.23%。截至 2016 年底，公司应付债券 153.38 亿元，较年初增长 3.15%，变化不大；截至 2017 年底，公司应付债券 130.76 亿元，较年初下降 14.75%，主要系将“11 港中旅 MTN1”（发行规模 23 亿元，到期时间为 2018 年 1 月 13 日）重分类至一年内到期的非流动负债所致。2015~2017 年，公司递延收益波动下降，年均复合下降 3.48%。截至 2016 年底，公司递延收益 18.80 亿元，较年初增长 6.19%，主要系港中旅温泉度假区项目递延收益增加所致；截至 2017 年底，公司递延收益 16.49 亿元，较年初下降 12.27%，主要系高尔夫球会籍收入减少 2.90 亿元所致。公司递延收益主要由基础设施补偿款（占 68.78%）和港中旅温泉度假区项目（占 9.67%）构成。

截至 2018 年 9 月底，公司负债合计 556.82 亿元，较年初大幅下降 45.90%，主要系中旅银行不再纳入合并范围所致；其中，流动负债 342.05 亿元（占 61.43%），较年初下降 59.69%，主要系其他流动负债及吸收存款及同业存放大幅下降所致；非流动负债 214.77 亿元，较年初增长 18.92%，主要系长期借款增长所致。

2015~2017 年，公司全部债务规模较稳定。截至 2017 年底，公司全部债务 265.23 亿元，较年初下降 2.50%，其中短期债务为 108.98 亿元（占 41.09%），较年初增长 40.65%，主要系短期借款及一年内到期的非流动负债增长所致；长期债务为 156.26 亿元（占 58.91%），较年初下降 19.69%，主要系长期借款和应付债券减少所致，公司长期债务到期期限较为分散，集中偿付压力不大。债务指标方面，公司资产负债率随债务规模扩大逐年增长，2017 年为 69.98%，全部债务资本化比率波动增长，近三年分别为 38.47%、37.11%和 37.53%，长期债务资本化比率逐年下降，近三年分别为 30.89%、29.68%和 26.14%。公司债务规模较为稳定，以长期债务为主，债务负担适中。

表 5 截至 2017 年底公司债务到期期限分布情况（单位：亿元）

到期年份	短期债务			长期债务（长期借款+应付债券）	合计
	短期借款	一年内到期的非流动负债	其他流动负债		
2018 年	37.16	23.96	47.85	--	108.98
2019 年	--	--	--	41.33	41.33
2020 年	--	--	--	30.25	30.25
2021 年	--	--	--	36.00	36.00
2022 年	--	--	--	--	--
2023 年及以上	--	--	--	48.64	48.64
合计	37.16	23.96	47.85	156.23	265.20

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：上表中全部债务不包含长期应付款中的有息债务，故与上文全部债务规模不一致；上表中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入所致。

截至 2018 年 9 月底，公司全部债务为 285.34 亿元，较年初增长 7.58%，其中短期债务和长期债务的占比分别为 34.18%和 65.82%，长期债务占比进一步增加；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 55.49%、38.98%和 29.60%，较年初下降 14.49 个百分点、上升 1.45 个百分点和 3.46 个百分点，由于高负债率的中旅银行划出，公司资产负债率较年初明显下降。

总体看，随着中旅银行业务规模的扩大和短期借款的增加，公司整体负债规模扩大，其中中旅银行金融负债占比高，符合金融业务负债特征。公司全部债务以长期为主，考虑到金融负债的业务属性，公司实际债务负担较轻。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 3.44%。截至 2016 年底，公司所有者权益 461.01 亿元，较年初增长 11.73%，主要系实收资本增长所致；截至 2017 年底，所有者权益 441.55 亿元，较年初下降 4.22%，主要系华贸物流不再纳入合并范围及少数股东权益下降所致，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益合计 196.19 亿元（占 44.43%），其中实收资本占 80.01%、资本公积占 0.39%、未分配利润占 18.95%。整体看，归属于母公司所有者权益中资本公积占比较高，但少数股东权益规模较大，公司所有者权益结构稳定性一般。

2015~2017 年，公司实收资本分别为 73.53 亿元、156.97 亿元和 156.97 亿元，2016 年公司实收资本较年初大幅增长 113.48%，主要系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 84.06 亿元所致。

2015~2017 年，公司资本公积逐年快速下降，年均复合下降 87.46%。截至 2016 年底，公司资本公积 6.44 亿元，较年初下降 86.65%，主要系公司以 43.76 亿元资本公积转增资本、中旅银行溢价发行新股及子公司认购华贸物流新股使得资本公积减少 4.02 亿元；截至 2017 年底，公司资本公积 0.76 亿元，较年初下降 88.21%，主要系公司根据国务院国资委《关于港中旅华贸国际物流股份有限公司国有股东所持股份无偿划转有关问题的批复》将持有的华贸物流全部股份无偿划转至中国诚通控股集团有限公司，使得资本公积减少 5.99 亿元所致。

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益 446.72 亿元，较年初增长 1.17%；归属于母公司的所有者权益 214.03 亿元，其构成较年初变化不大。

总体看，受国务院国资委注资及划出资产影响，公司所有者权益有所波动，公司所有者权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 5.96%。2017 年，公司营业收入 591.27 亿元，较上年增长 3.41%，主要系旅游主业收入增长所致。同期，公司营业成本较为稳定，2017 年，公司营业成本 410.45 亿元，较上年下降 3.32%。由于公司营业收入增幅快于营业成本增幅，近三年，公司营业利润率逐年增长，分别为 23.45%、25.52%和 29.49%。2015~2017 年，公司净利润逐年增长，分别为 34.44 亿元、40.67 亿元和 43.62 亿元；其中归属于母公司所有者的净利润分别为 14.50 亿元、19.15 亿元和 14.55 亿元。

从期间费用看，2015~2017 年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长 12.96%。2017 年，公司期间费用总额为 108.98 亿元，较上年增长 22.14%，主要系销售费用增长所致。从期间费用构成看，销售费用占 47.04%、管理费用占 44.77%，财务费用占 8.19%。2017 年公司管理费用 48.79 亿元，较上年增长 4.71%，主要系中旅银行管理费用增加所致；财务费用 8.93 亿元，较上年增长 22.48%，主要系公司利息收入较上年减少所致；销售费用 51.26 亿元，较上年增长 45.04%，主要系合并日上中

国使得租赁费用大幅增长所致。近三年，公司费用收入比分别为 15.34%、14.78%和 17.30%，费用控制能力有所减弱。

2015~2017 年，公司资产减值损失逐年快速增长，年均复合增长 90.64%。2017 年，公司发生资产减值损失 24.47 亿元，较上年增长 48.28%，其中坏账损失 2.34 亿元、商誉减值损失 12.36 亿元（2017 年，会计师事务所进行商誉减值测算后按照资产评估报告对 CTS Metropark Limited 和中旅银行分别计提减值准备 7.78 亿元和 4.58 亿元）。2017 年，资产减值损失占营业利润的比重为 36.92%，对公司利润造成较高侵蚀。

2015~2017 年，公司投资收益逐年下降，2017 年投资收益为 3.95 亿元，主要为持有权益法核算的长期股权投资收益 2.02 亿元和处置长期股权投资产生收益 1.55 亿元，其中持有收益主要来自合作旅游项目和参股的免税业务公司。2017 年，公司其他收益 9.04 亿元，主要为球会土地置换收益 8.30 亿元和各项政府补助，且球会土地置换收益不具有可持续性。2017 年，公司投资收益和其他收益占公司营业利润的比重分别为 5.96%和 13.64%，合计占 19.60%，对公司营业利润的贡献程度一般。

从营业外收入看，2015~2017 年，公司营业外收入分别为 5.46 亿元、4.81 亿元和 2.45 亿元，2017 年较上年大幅减少，主要系与日常活动相关的政府补助计入其他收益核算及非流动资产处置利得减少所致。2017 年公司营业外收入整体规模较小，对利润总额的贡献程度有所下降。

从各项盈利指标来看，2017 年⁷，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.42%、5.06%和 9.67%，公司盈利能力较好。

2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 507.79 亿元，较上年同期增长 22.00%，实现利润总额 63.46 亿元，较上年同期增长 18.90%；实现净利润 47.54 亿元，较上年同期增长 28.90%。

总体看，近三年，公司营业总收入和营业利润率逐年增长，期间费用侵蚀程度不高，但资产减值损失对公司利润侵蚀较高，整体看公司盈利能力较好。

5. 现金流

从经营活动看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 6.09%，2017 年为 969.45 亿元。2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金较稳定，为 651.48 亿元；金融类业务资金流入 158.42 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 159.50 亿元，较上年增长 36.70%，主要为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。同期，公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 9.70%，2017 年为 925.84 亿元。2017 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金较稳定，为 499.31 亿元；金融类业务资金流出 136.41 亿元，支付其他与经营活动有关的现金逐年增长，年均复合增长 33.32%，2017 年为 187.71 亿元，主要为旅游地产板块支付竞拍保证金等约 110.00 亿元、其他板块各类保证金等合计 42.70 亿元等。综合影响下，近三年，公司经营活动现金流量净额分别为 92.04 亿元、90.75 亿元和 43.61 亿元，均保持大规模净流入状态，但净流入规模逐年下降。从收入实现质量看，2015~2017 年，公司现金收入比分别为 116.15%、102.98%和 103.44%，收入实现质量高。

从投资活动看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 27.28%，2017 年为 1,199.69 亿元；公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 19.33%，2017 年为 1,266.54 亿元。公司投资活动主要构成为收到和支付其他与投资活动有关的现金，分别为 1,179.52 亿元和 1,246.24 亿元，主要为购买和赎回理财产品和中旅银行开展金融投资业务产生的现金流。近三年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-148.96 亿元、-122.83 亿元和-66.85 亿元，净流出规模有所

⁷ 公司未对 2014 年财务数据进行追溯调整。

缩小。

从筹资活动看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入分别为 174.74 亿元、124.39 亿元和 46.58 亿元，呈快速下降趋势，2017 年，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的 43.38 亿元。同期，公司筹资活动现金流出分别为 136.26 亿元、122.81 亿元和 76.76 亿元，2017 年主要为偿付债务支付的 45.58 亿元及分配股利、利润或偿付利息支付的 30.31 亿元。2015~2017 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 38.49 亿元、1.58 亿元和 -30.18 亿元，公司筹资活动现金流量净额由上年的小规模净流入转为大规模净流出。

2018 年 1~9 月，公司经营活动现金流量净流入 53.51 亿元，投资活动现金净流出 33.44 亿元，筹资活动现金净流出 11.37 亿元，投资活动和筹资活动保持净流出状态。

总体看，近三年公司经营活动现金均保持大规模净流入状态，但净流入规模有所缩小，收入实现质量高，投资和筹资活动呈净流出状态，未来随着公司在建项目的推进，公司存在一定的融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年公司流动比率和速动比率逐年下降，流动比率分别为 0.99 倍、0.87 倍和 0.72 倍，速动比率分别为 0.71 倍、0.68 倍和 0.49 倍；同期，公司现金短期债务比分别为 4.07 倍、3.89 倍和 2.39 倍。截至 2018 年 9 月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 1.61 倍、0.93 倍和 1.96 倍。总体看，考虑到公司金融负债占比高，现金类资产充裕，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，近三年，公司 EBITDA 逐年增长，年均复合增长 8.47%，分别为 73.31 亿元、81.20 亿元和 86.25 亿元，主要系利润总额增长所致。2017 年，公司 EBITDA 主要由折旧（占 11.38%）、摊销（占 3.40%）、计入财务费用的利息支出（占 11.36%）和利润总额（占 73.86%）构成。同期，公司 EBITDA 利息倍数分别为 7.48 倍、8.11 倍和 8.80 倍。近三年，EBITDA 全部债务比分别为 0.28 倍、0.30 倍和 0.33 倍。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年 9 月底，公司对外担保余额为 2.24 亿元，对外担保规模相对于公司净资产规模较小，代偿风险较小。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2018 年 9 月底，公司获得的银行授信额度为 657.91 亿元，未使用额度为 553.60 亿元，考虑到子公司中国国旅为上市公司，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。

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 2019 年 2 月 1 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。

截至 2018 年 9 月底，公司重大未决诉讼 3 笔，具体情况如下表所示，涉案金额 3.04 亿元。

表 6 截至 2018 年 9 月底公司重大未决诉讼情况

原告	被告	诉讼（仲裁）请求	涉案金额	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	7,184 万元	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金、利润、滞纳金共计 6,901.6 万元（其中本金为 1,800 万元）及诉讼费、保全费等。	6,902 万元	被告中国国旅（广东）国际旅行社股份有限公司已提起反诉，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	要求被申请人支付违约金、赔偿金、维修费等合计 16,287 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 389,919,658.48 元，工程量造价可确定部分为 261,271,802.37 元（含社保费）。	16,287 万元	待沈阳市仲裁委员会进行工期以及质量鉴定
---------------	----------------	--	-----------	---------------------

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司整体偿债能力强，同时考虑到公司作为国资委直属最大的综合性旅游企业集团，旅游服务链条完整、品牌价值高等因素，融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

截至2018年9月底，公司全部债务为285.34亿元，本期拟发行债券规模为不超过40亿元（含），对公司现有债务规模有一定影响。

截至 2018 年 9 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 55.49%、38.98%和 29.60%。以公司 2018 年 9 月底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 57.19%、42.14%和 33.77%，分别上升 1.71 个百分点、3.16 个百分点和 4.17 个百分点，公司债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2017 年相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 86.25 亿元，为本期公司债券发行额度（40 亿元）的 2.16 倍，EBITDA 对本期债券的保障能力很高。2017 年经营活动产生的现金流入额为 969.45 亿元，为本期公司债券发行额度（40 亿元）的 24.24 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度很高。2017 年经营活动现金流量净额为 43.61 亿元，为本期公司债券发行额度（40 亿元）的 1.09 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、股东背景等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

九、综合评价

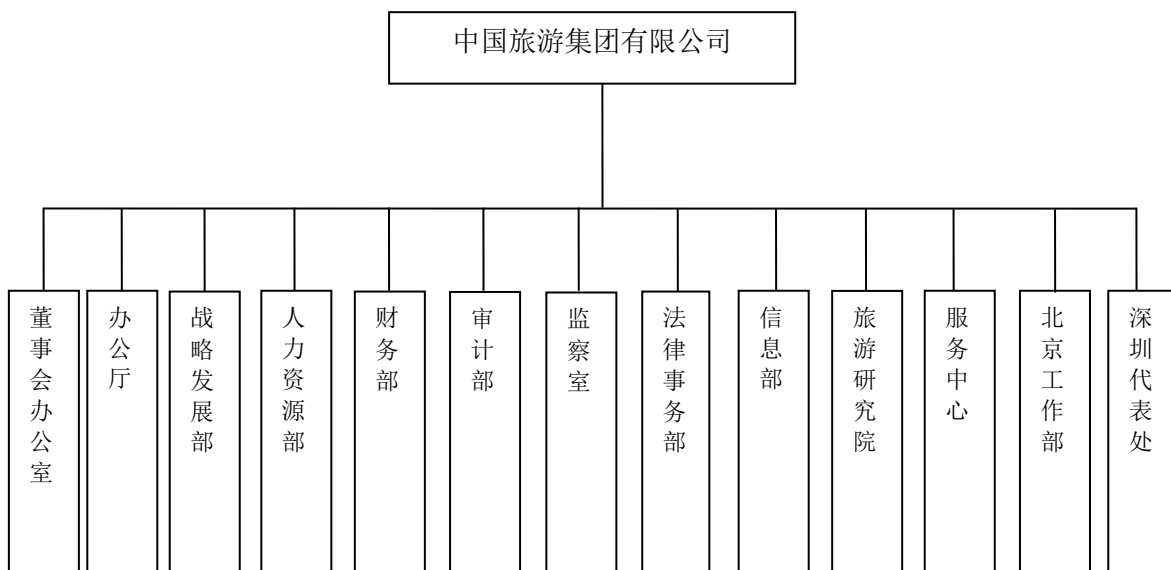
公司作为国务院国资委直属企业，是中国最大的综合性旅游集团，是一家经营历史悠久、旅游产业链条完整、旅游要素齐全、经营规模大、品牌价值高的旅游企业集团，目前已形成以旅游文化为主业，同时涵盖旅行服务、旅游零售、旅行酒店、旅游投资运营（景区）、旅游新业态、旅游特色金融、旅游地产等相关旅游业态和细分领域的业务构成，经营网络遍布香港、内地及海外，整体竞争优势明显。公司成功收购日上中国和日上上海，并相继中标香港机场烟草酒水标段经营权、首都机场 T2、T3 航站楼国际隔离区免税业务经营权和上海虹桥国际机场、上海浦东国际机场免税经营权，旅游主业和金融等核心业务收入持续增长，整体盈利能力强。同时，联合评级也关注到旅游行业易受宏观经济环境以及突发公共事件的影响，房地产政策调控力度的加强对旅游地产的销售和经营带来不确定性等因素可能给公司经营发展带来的影响。

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。公司旅游产业链条完整，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。公司经营规模和盈利水平有望继续保持稳定。联合评级

对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司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 公司组织结构图



附件2 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
资产总额 (亿元)	1,198.42	1,437.00	1,470.74	1,003.54
所有者权益 (亿元)	412.63	461.01	441.55	446.72
短期债务 (亿元)	73.61	77.48	108.98	97.53
长期债务 (亿元)	184.42	194.56	156.26	187.81
全部债务 (亿元)	258.03	272.05	265.23	285.34
营业收入 (亿元)	556.78	603.64	629.84	507.79
净利润 (亿元)	34.44	40.67	43.62	47.54
EBITDA (亿元)	73.31	81.20	86.25	--
经营性净现金流 (亿元)	92.04	90.75	43.61	53.51
应收账款周转次数 (次)	--	16.55	21.40	--
存货周转次数 (次)	--	2.86	2.51	--
总资产周转次数 (次)	--	0.46	0.43	--
现金收入比率 (%)	134.83	131.19	122.47	127.47
总资本收益率 (%)	--	7.19	7.42	--
总资产报酬率 (%)	--	5.11	5.06	--
净资产收益率 (%)	--	9.31	9.67	--
营业利润率 (%)	23.45	25.52	29.49	40.60
费用收入比 (%)	15.34	14.78	17.30	26.40
资产负债率 (%)	65.57	67.92	69.98	55.49
全部债务资本化比率 (%)	38.47	37.11	37.53	38.98
长期债务资本化比率 (%)	30.89	29.68	26.14	29.60
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.48	8.11	8.80	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.28	0.30	0.33	--
流动比率 (倍)	0.99	0.87	0.72	1.61
速动比率 (倍)	0.71	0.68	0.49	0.93
现金短期债务比 (倍)	4.07	3.89	2.39	1.96
经营现金流动负债比率 (%)	16.02	12.02	5.14	15.64
EBITDA/本期发债额度 (倍)	1.83	2.03	2.16	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入所致；除特别说明外，均指人民币；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；4、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；5、2018 年前三季度财务数据未经审计，相关指标未经年化。

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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次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 / 本次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 / 本次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 + 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、CC 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 2019 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。

