

信用评级公告

联合〔2022〕4565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，“20 中国旅游 MTN001”“20 中国旅游 MTN002”“21 中国旅游 MTN001”“20 中旅 01”“21 中旅 01”和“21 中旅 02”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：

二〇二二年六月二十三日

中国旅游集团有限公司

2022 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
20 中国旅游 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中国旅游 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
21 中国旅游 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
21 中旅 02	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中旅 01	AAA	稳定	AAA	稳定
21 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
20 中国旅游 MTN001	15 亿元	15 亿元	2025/03/13
20 中国旅游 MTN002	15 亿元	15 亿元	2025/03/19
21 中国旅游 MTN001	20 亿元	20 亿元	2026/10/18
21 中旅 02	15 亿元	15 亿元	2026/09/07
20 中旅 01	20 亿元	20 亿元	2025/03/26
21 中旅 01	15 亿元	15 亿元	2026/08/30

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债券

评级时间：2022 年 6 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
旅游企业信用评级方法	V3.0.201907
旅游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

评级观点

中国旅游集团有限公司（以下简称“公司”）作为唯一一家以旅游为核心主业的央企，产业布局涵盖免税、旅游服务、景区、酒店、旅游地产、金融等多个领域，产业链条完整。跟踪期内，公司免税业务保持行业龙头地位，业务规模进一步扩大，为公司贡献稳定的利润和现金流；本部直接持有上市公司股权市值高，对本部全部债务的覆盖能力极强。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，疫情对旅游行业的影响仍未消除；公司地产类存货规模大，存在一定减值风险；跟踪期内公司债务负担有所加重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并投入运营，公司综合竞争力有望进一步提升。

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“20 中国旅游 MTN001”“20 中国旅游 MTN002”“21 中国旅游 MTN001”“20 中旅 01”“21 中旅 01”和“21 中旅 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司产业链条完整，业务协同效果良好。**公司业务布局涵盖免税、旅游服务、景区、酒店、旅游地产、金融等多个领域，有利于公司整合旅游产品和业务资源，发挥全产业链要素优势；经过 90 余年的发展，公司网络遍布内地、港澳及海外近 30 个国家和地区。

2. **跟踪期内，公司免税业务行业龙头地位稳固，业务规模持续扩张，为公司贡献稳定的利润和现金流。**公司免税业务拥有免税综合牌照，在内地、港澳台和海外开设 200 多家免税店，全球行业排名第一，其中三亚国际免税城是全球最大单体市内免税店。2021 年，海南离岛免税市场快速增长，公司免税业务收入同比增长 28.67%；免税业务实现毛利润 228.48 亿元，经营主体实现经营活动现金净流入 83.29 亿元。

3. **母公司持股市值高，对有息债务保障能力极强。**截

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	2
			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	2	
		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

分析师：李明 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

至 2022 年 3 月底，母公司直接持有中国旅游集团中免股份有限公司 53.30% 的股权，且未质押，期末参考市值 1710.50 亿元，对全部债务的覆盖能力极强，有效提升了母公司的偿债安全性。

4. **融资渠道畅通。**截至 2022 年 3 月底，公司共获得各主要银行授信额度人民币 1928 亿元，其中未使用额度人民币 1543 亿元，且部分子公司在 A 股和 H 股上市，具备直接融资渠道。

关注

1. **新冠肺炎疫情对旅游行业影响仍未消除。**2021 年，受新冠肺炎疫情持续影响，国际旅游业虽略有复苏但仍未恢复至正常水平，中国出入境旅游业仍处于停摆状态。受此影响，跟踪期内，公司旅行服务业务仍未见明显好转。

2. **公司房地产相关存货资产账面价值大，存在一定跌价风险。**截至 2021 年底，公司存货为 791.83 亿元，其中房地产相关存货为 592.83 亿元，2021 年公司存货跌价损失为 22.80 亿元，对利润形成侵蚀。

3. **跟踪期内，公司有息债务规模增长较快，债务负担有所加重。**受旅游地产项目开发和业务拓展推升资金需求影响，公司有息债务规模上升较快。截至 2021 年底，公司全部债务为 667.19 亿元，较上年底增长 30.48%；公司全部债务资本化比率增至 54.04%，资产负债率增至 69.71%，债务负担有所加重。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	206.67	288.46	330.00	293.20
资产总额(亿元)	1226.72	1517.32	1873.03	1901.46
所有者权益(亿元)	509.95	533.63	567.41	580.50
短期债务(亿元)	144.25	139.66	241.71	196.27
长期债务(亿元)	218.97	371.68	425.45	447.37
全部债务(亿元)	363.22	511.35	667.17	643.64
营业总收入(亿元)	810.47	699.28	814.73	186.92
利润总额(亿元)	74.88	87.22	90.39	21.95
EBITDA(亿元)	100.69	119.58	136.38	--
经营性净现金流(亿元)	-6.93	68.82	50.65	-24.72
营业利润率(%)	40.01	37.36	30.39	31.42
净资产收益率(%)	10.06	10.59	11.03	--
资产负债率(%)	58.43	64.83	69.71	69.47
全部债务资本化比率(%)	41.60	48.93	54.04	52.58
流动比率(%)	150.58	162.87	143.46	149.47
经营现金流负债比(%)	-1.51	12.00	6.05	--
现金短期债务比(倍)	1.43	2.07	1.37	1.49
EBITDA 利息倍数(倍)	8.36	6.91	6.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.61	4.28	4.89	--
公司本部(母公司)				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	337.63	452.41	481.49	478.32
所有者权益(亿元)	85.19	101.37	106.96	104.38
全部债务(亿元)	179.71	276.46	303.37	302.76
营业总收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	0.08	20.09	3.92	-2.58
资产负债率(%)	74.77	77.59	77.79	78.18
全部债务资本化比率(%)	67.84	73.17	73.93	74.36
流动比率(%)	64.19	120.92	106.55	95.50
经营现金流负债比(%)	-1.70	-0.83	-1.08	--

注: 1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计; 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, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 2019-2021 年合并口径其他应付款和其他流动负债中的有息债务已计入短期债务, 长期应付款中的有息债务已计入长期债务
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

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 中国旅游 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/09/30	李明 郭察理	旅游企业信用评级方法 V3.0.201907 旅游企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
20 中旅 01	AAA	AAA	稳定	2021/06/24	李明 刘嘉敏	旅游企业信用评级方法 V3.0.201907 旅游企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
20 中国旅游 MTN001/20 中国旅游 MTN002	AAA	AAA	稳定	2021/06/24	李明 刘嘉敏	旅游企业信用评级方法 V3.0.201907 旅游企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
21 中旅 01/21 中旅 02	AAA	AAA	稳定	2021/05/28	李明 郭察理	旅游企业信用评级方法 V3.0.201907 旅游企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
20 中旅 01	AAA	AAA	稳定	2020/03/19	王金磊 袁琳	旅游企业信用评级方法 V3.0.201907 旅游企业主体信用评级模型（打分表）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	旅游企业信用评级方法 V3.0.201907 旅游企业主体信用评级模型（打分表）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	旅游企业信用评级方法 V3.0.201907 旅游企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	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

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受中国旅游集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

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

2022 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”或“中国旅游集团”）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”）下属的中国招商国际旅游管理总公司（以下简称“招商旅游”）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；2016年7月，公司与中国国旅集团有限公司（以下简称“国旅集团”）实施战略重组，国旅集团整体并入公司，成为公司全资子公司，增加公司注册资本84.06亿元，公司更名为中国旅游集团公司；2018年1月，公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，并变更为现名，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2022年3月底，公司注册资本158.00亿元，实收资本162.97亿元，控股股东和实际控制人为国务院国资委。

2021年，公司经营范围较上年未发生变化。

截至2021年底，公司合并范围内拥有2级子公司14家。

截至2021年底，公司合并资产总额为1873.03亿元，所有者权益合计567.41亿元（含少数股东权益295.01亿元）；2021年，公司实现营业总收入814.73亿元，利润总额90.39亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额为1901.46亿元，所有者权益合计580.50亿元（含少数股东权益310.01亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入186.92亿元，利润总额21.95亿元。

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：陈寅。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续公募债券见下表，除“21 中国旅游 MTN001”募集资金尚未使用完毕外，其他债券募集资金均已按指定用途使用完毕，除“21 中旅 01”“21 中旅 02”和“21 中国旅游 MTN001”尚未到付息日外，其他债券均在付息日正常付息。

表 1 截至本报告出具日公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
20 中国旅游 MTN001	15.00	15.00	2020/03/13	5 年
20 中国旅游 MTN002	15.00	15.00	2020/03/19	5 年
20 中旅 01	20.00	20.00	2020/03/26	5 年
21 中旅 01	15.00	15.00	2021/08/30	5 年
21 中旅 02	15.00	15.00	2021/09/07	5 年

21 中国旅游 MTN001	20.00	20.00	2021/10/18	5 年
----------------	-------	-------	------------	-----

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务

消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出

¹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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同。

口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，

其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 旅游行业

2021 年，受新冠肺炎疫情持续影响，国际旅游业虽有复苏但速度缓慢，中国出入境旅

游仍处于停摆状态；同时，受益于国内疫情的有效防控，国内旅游有序恢复；其中海南旅游业已恢复至疫情前水平，海南离岛免税销售保持快速增长态势。

旅游业作为第三产业的支柱之一，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。

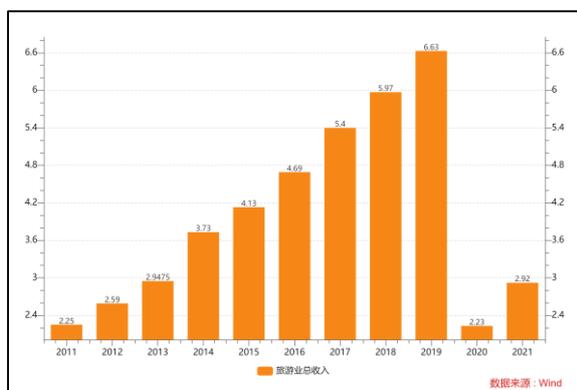
2021年，受新冠肺炎疫情疫情影响，国际旅游业虽略有复苏但速度缓慢。根据联合国世界旅游组织（UNWTO）初步估计，2021年全球旅游人数同比增长4%，达到4.15亿人次，但仍比2019年下降72%；2021年旅游业的经济贡献估计为1.9万亿美元，高于2020年的1.6万亿美元，但仍远低于2019年的3.5万亿美元。

受新冠肺炎疫情持续影响，2021年，中国出入境旅游仍处于停摆状态，根据文化和旅游部报告，未恢复旅行社及在线旅游企业经营出入境团队旅游及“机票+酒店”业务。

2021年，受益于国内疫情的有效防控，国内旅游有序恢复。文化和旅游部发布数据显示，2021年，国内旅游总人次32.5亿，比上年同期增加3.7亿，增长12.8%，恢复到2019年的54%，国内旅游收入2.9万亿元，比上年同期增加0.69万亿元，增长31%，恢复到2019年的51%。

图1 2011—2021年旅游业总收入情况

(单位：万亿元)



资料来源：Wind

2021年，在疫情防控进入常态化的背景下，海南省旅游业稳步复苏。据海南省旅游和文化广电体育厅统计，2021年，海南省全省接待游客

总人数为8100.43万人次，同比增长25.5%，恢复至2019年的97.5%；实现旅游总收入1384.34亿元，同比增长58.6%，较2019年增长30.9%。

2021年，海南离岛免税销售继续保持快速增长态势。据海南省商务厅公布的数据显示，2021年海南省全省10家离岛免税店实现销售额601.73亿元，同比增长84%，其中免税销售额504.9亿元，同比增长83%；免税购物人数967.66万人次，同比增长73%；免税购买件数5349.25万件，同比增长71%。

奢侈品市场方面，贝恩公司的研究显示，2021年，中国境内个人奢侈品市场达到近4710亿元人民币，同比增长36%，是疫情之前2019年消费总额2340亿元的两倍多，主要由于出境游受限，大部分中国消费者选择在境内购买奢侈品。从全球范围来看，中国境内市场占全球奢侈品消费总额的比重略有增长，从2020年的约20%上升至2021年的21%左右。根据Generation研究机构2021年12月的预测，从区域看，2021年亚太市场销售额为2368亿元（371.4亿美元），美元口径同比增长15%，占全球的比重为62.3%，随后分别为欧洲市场（占比18.4%）、美洲市场（占比12%）、中东市场（占比6.5%）和非洲市场（占比0.9%）。按渠道看，包括市内免税店在内的其它渠道占比达到56.3%，是全球最大的销售渠道，随后分别为机场渠道（占比40.3%）、渡轮渠道（2%）和机上渠道（1.8%）。从品类看，2021年香化销售额2186.5亿元（344亿美元），美元口径同比增长26.6%，占比高达57.7%，其后是时尚饰品（占比11.9%）、酒水（8.8%）等。香化成为免税及旅游零售市场主要销售品类主要系中国消费升级，中高档香化品牌全面进入中国百姓的日常生活，对于免税店的香化需求随之快速增长所致。

2. 房地产行业

(1) 行业概况

2021年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但2021年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021年上半年，全国房地产开投资同比增长14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021年全年，全国房地产开发投资14.76万亿元，同比仅增长4.4%，增速较2020年下降2.6个百分点，下滑明显。其中住宅投资11.12万亿元，同比增长6.4%，增速较2020年下降1.2个百分点；办公楼投资0.60万亿元，同比下降8.0%，出现负增长；商业营业用房投资1.24万亿元，同比下降4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021年上半年新开工面积同比增长3.8%，进入7月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021年全年新开工面积19.89亿平方米，同比下降11.4%。从施工面积看，2021年全国房屋施工面积达97.54亿平方米，同比增长5.2%，增速较2020年有所回升。由于2017—2018年新开工房屋逐步进入竣工期，2021年全国房屋竣工面积10.14亿平方米，同比增长11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021年上半年商品房销售面积同比增长27.70%，较2019年上半年增长16.70%。但2021年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021年7—12月，全国商品房单月销售面积同比增速连续6个月为负；但得益于上半年销售增长，2021年全年

全国商品房销售面积17.94亿平方米，同比增长1.90%，增速较2020年下降0.7个百分点；住宅销售面积15.65亿平方米，同比增长1.1%。

（2）土地市场与信贷环境

2021年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021年土地购置面积2.16亿平方米，同比下降15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021年土拍市场出现了新景象：2021年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近50%的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021年7—12月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此2021年下半年房地产开发到位资金同比下降10.51%。2021年全年房地产开发到位资金合计20.11万亿

元，同比增长4.2%，增速较2020年下滑3.4个百分点。

表3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况

主要开发资金来源	2019年		2020年		2021年	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

(3) 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021年初严查经营贷，2021年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但2022年3月的国务院金融委会议表明房地产政策出现转向。

2021年初，房地产市场延续上年底热度，针

对个别城市出现“余热不降”的现象，政策坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。

表4 2021年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年2月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
2021年7月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021年9月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021年12月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年2-3月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证交

付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表 5 2021 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021 年 3 月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021 年 6 月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021 年 7 月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021 年 9 月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021 年 10 月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021 年 12 月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022 年 1 月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月底，公司注册资本158.00亿元，实收资本162.97亿元，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。

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，国务院国资委将其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. 企业规模及竞争力

公司作为国内旅游龙头企业，产业链条完整、品牌价值高，旗下免税业务已在内地、港澳台和海外开设200多家免税店，全球行业排名第一。

公司是唯一一家以旅游为核心主业的央企，经过90余年的发展，已形成由中旅旅行、中旅投资、中旅免税、中旅酒店、中旅金融、中旅资产、

中旅邮轮七大业务单元组成的产业布局，网络遍布内地、港澳和海外近30个国家和地区，旗下汇聚了港中旅、国旅、中旅、中免等众多知名旅游品牌。

免税业务是公司与中国国旅集团2016年重组后纳入的业务板块，该板块主要经营主体为上市公司中国旅游集团中免股份有限公司（以下简称“中国中免”）。截至2022年3月底，公司直接持有中国中免53.30%的股权，期末参考市值1710.50亿元，未质押。中国中免旗下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”）作为中国免税行业代表企业，在免税商品供应商中拥有较高的知名度，积累了较强的上游供应商资源，CDF品牌在国人旅游购物市场知名度高。中国中免收购日上免税行（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”）、海南省免税品有限公司（以下简称“海免公司”）、中国港中旅资产经营有限公司（以下

简称“港中旅资产公司”)后,在免税行业的品牌优势进一步提升。2021年6月,根据世界品牌实验室发布的“2021年(第十八届)中国500最具价值品牌”榜单,“中免集团”品牌价值为962.91亿元,在旅游服务行业位居第一。中免公司在中国30多个省、市、自治区、特别行政区和柬埔寨等地设立了涵盖机场、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,覆盖超过90个城市,已发展成为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。截至2021年底,中国中免在海南省拥有5家离岛免税店,其中包括全球最大的免税商业综合体三亚国际免税城。目前中国中免正在建设更大规模的海口市国际免税城项目,不断扩大其在海南市场的免税业务布局。

旅行服务业务是公司的基础业务。公司经营入境游、出境游、国内游、定制游、会奖业务、商旅业务、签证及证件业务等,在境内外拥有近3000家经营网点。会展业务目前行业排名第一;证件业务在25个国家和地区运营中国境外签证中心,市场份额第一;受公安部委托,在香港地区独家办理“港澳居民来往内地通行证”和“台湾居民来往大陆通行证”。

酒店业务方面,公司拥有“维景”“睿景”“旅居”三个系列特色品牌酒店,在全球持有和管理酒店近200家,客房超过51000间,其中内地酒店覆盖北京、上海、南京、杭州、苏州、重庆、深圳等60余座城市;在英国自有的42家酒店覆盖伦敦、里兹、伯明翰、林肯、朴次茅斯、布莱顿等多个城市。

旅游投资和运营业务拥有和运营约50个景区、度假区(含管理输出),其中5A景区12家;开发运营绿色旅游地产和城市休闲地产,适度发展城市持有型商业地产,2020年首次进入排行榜100强;旅游客运业务是粤港澳跨境水陆客运的主力运营商之一,已实现“大湾区”9+2城市全覆盖。

公司金融业务涉及旅游产业基金、旅游特色银行、融资租赁公司以及消费信贷公司等,是

公司利用金融产品和服务为旅游主业发展赋能的平台,目前正逐步在产融结合领域进行拓展和布局。旗下安信信贷有限公司(以下简称“安信信贷”)拥有25间分行,是香港最大的非银行消费金融公司之一。

中旅邮轮业务致力打造民族邮轮品牌,共孵化星旅远洋邮轮和南海邮轮两个项目。星旅远洋邮轮旗下“鼓浪屿”号,是国内首艘自主运营管理、首家获批海南无目的地海上游资质的国际豪华邮轮;南海邮轮旗下“南海之梦”号运营三亚-西沙航线。

3. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录,公司无逾期或违约记录,履约情况良好。

截至2022年6月10日,联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内,公司董事长和总经理变更,治理结构和管理制度方面无重大变化。

2021年11月2日,公司发布《中国旅游集团有限公司董事长发生变动的公告》称,2021年10月31日,接上级通知,万敏先生不再担任公司董事长,陈寅先生任公司董事长。

2022年6月7日,公司发布《中国旅游集团有限公司总经理发生变动的公告》称,2020年12月,接上级通知,杜江先生不再担任公司董事、总经理职务。2022年6月6日,接上级通知,王海民先生任公司董事、总经理。

跟踪期内,公司股权结构以及主要管理制度未发生变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年,免税业务收入保持快速增长趋势,带动公司营业总收入同比增长,受地产业务毛利率下降影响,综合毛利率有所下滑。

2021年，公司继续保持中旅旅行、中旅投资、中旅免税、中旅酒店、中旅金融、中旅资产、中旅邮轮七大业务单元组成的产业布局，其中中旅免税业务为收入和毛利润的主要来源。

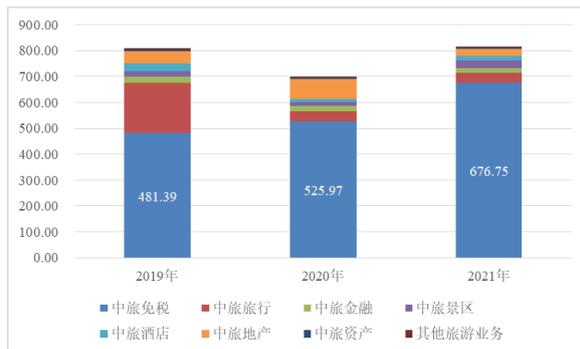
2021年，公司实现营业总收入814.73亿元，同比增长16.51%。其中，83.07%来自中旅免税业务。受益于海南地区业务持续保持高增长，中旅免税业务收入同比增长28.67%。随着新冠肺炎疫情影响有所缓和，中旅景区和中旅酒店板块客流量上升，收入分别同比增长80.01%和50.82%。同期，受开发周期影响，中旅地产收入同比下降65.57%。其他板块收入同比变动不大。

毛利率方面，2021年，公司综合毛利率同比减少6.56个百分点。其中，中旅免税毛利率同比减少6.92个百分点，主要系促销投入加大所致。受结转项目毛利率影响，中旅地产毛利率同比减少15.66个百分点。其他板块毛利率变动较小或对毛利润影响较小。

2022年一季度，公司实现营业总收入186.92亿元，同比下降6.73%，主要系3月份国内疫情多点散发和局部暴发，中旅免税经营受到较大冲击，该板块收入同比下降6.94%所致。综合毛利率同比减少4.41个百分点。

图2 2019—2021年营业总收入构成情况

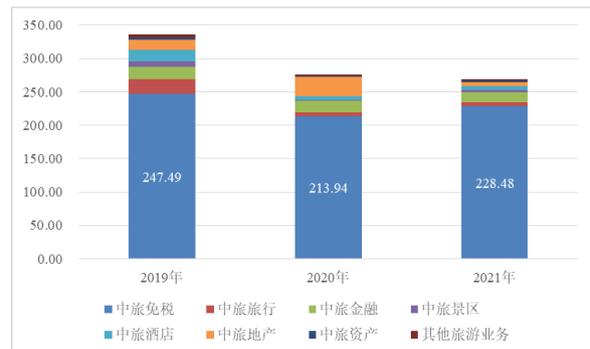
(单位：亿元)



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图3 2019—2021年毛利润构成情况

(单位：亿元)



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

表6 2019—2021年及2022年1—3月公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2019年			2020年			2021年			2022年1—3月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
中旅免税	481.39	59.40	51.41	525.97	75.21	40.68	676.75	83.07	33.76	168.75	90.28	34.50
中旅旅行	195.36	24.10	11.17	39.91	5.71	13.11	38.55	4.73	13.69	4.16	2.23	20.84
中旅金融	21.90	2.70	83.10	20.45	2.92	84.20	18.06	2.22	83.81	4.36	2.33	87.98
中旅景区	22.27	2.75	35.95	16.36	2.34	7.81	29.44	3.61	12.99	2.49	1.33	-33.49
中旅酒店	28.28	3.49	60.76	11.57	1.65	48.45	17.45	2.14	33.02	3.92	2.10	11.61
中旅地产	47.97	5.92	32.32	76.99	11.01	37.10	26.51	3.25	21.44	1.63	0.87	15.88
中旅资产	5.90	0.73	44.97	4.30	0.61	35.26	4.50	0.55	44.55	1.32	0.71	51.79
其他旅游业务	7.38	0.91	62.21	3.75	0.54	78.50	3.46	0.42	66.60	0.27	0.15	52.43
合计	810.47	100.00	41.39	699.28	100.00	39.51	814.73	100.00	32.95	186.92	100.00	34.04

资料来源：公司提供

表7 主要参控股公司财务数据（单位：亿元）

子公司名称	主营业务所属板块	持股比例 (%)	是否上市	是否发债	截至 2021 年底		2021 年		资产负债率 (%)
					资产总额	负债	营业收入	净利润	
主要控股子公司									
香港中旅（集团）有限公司	除免税外其他板块	100.00	否	否	1155.21	942.20	88.12	-25.81	81.56
中国旅游集团中免股份有限公司	免税	53.30	是	否	554.74	206.82	676.76	123.65	37.28
中国旅游集团旅行服务有限公司	旅行	100.00	否	否	29.82	29.81	38.17	-6.69	99.97
中旅集团财务有限公司	金融	90.66	否	否	167.50	142.46	3.18	0.31	85.05
中国旅游集团酒店控股有限公司	酒店	100.00	否	否	48.07	32.95	5.22	-0.98	68.55
港中旅（深圳）投资发展有限公司	地产	100.00	否	否	201.56	204.75	0.00	-10.75	101.58
中国旅游集团投资和资产管理有限公司	资产	100.00	否	否	51.10	18.84	5.39	-5.97	36.87
公司合并口径	--	--	否	是	1873.03	1305.63	814.73	62.56	69.71
主要参股公司									
焦作中旅银行股份有限公司	--	37.00	否	是	892.26	822.80	54.30	2.15	92.22
中国东方航空集团有限公司	--	5.09	否	是	3801.24	2699.92	848.99	-15.69	71.03

资料来源：公司提供

2. 中旅免税

2021年，受益于海南地区业务持续保持高速增长，免税业务对公司的收入和毛利润贡献持续提升。

中旅免税业务运营主体为中国中免。中国中免主要从事以免税业务为主的旅游零售业务，包括烟酒、香化、精品、服饰、电子产品等免税商品的批发、零售等业务。此外，中国中免

还从事以免税业务为核心的商业综合体投资开发业务。中国中免下属全资子公司中免公司和中免投资发展有限公司（以下简称“中免投资公司”）分别负责免税业务和旅游目的地商业综合体投资开发业务。中免公司免税业务经营主体主要包括中免集团三亚市内免税店有限公司（以下简称“三亚市内免税店”）、日上上海和海免公司。

表8 2021年中国中免主要下属公司财务数据（单位：亿元）

子公司/孙公司名称	持股比例 (%)	总资产	净资产	营业收入	营业利润	归属于上市公司股东的净利润
中免公司	100	544.86	278.77	673.84	146.63	95.54
三亚市内免税店	100	201.79	69.78	355.09	44.70	41.68
海免公司	51	51.11	36.36	159.62	19.42	7.93
日上上海	51	74.72	42.07	124.91	18.06	6.90
中免投资公司	100	83.63	29.94	6.62	1.47	0.21

资料来源：公司提供

2021年，中国中免海南离岛免税业务持续保持高速增长，其中三亚市内免税店实现营业收入355.09亿元，同比增长66.58%，实现归属于上市公司股东的净利润41.68亿元，同比增长40.46%；海免公司实现营业收入159.62亿元，同比增长61.05%，实现归属于上市公司股东的净

利润7.93亿元，同比增长20.75%。

免税经营模式方面，中免公司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海南离岛旅客。部分距离配送中心地理位置较远的免税店，考虑

到运输成本等原因，由供应商直接向这些免税店发货，再由中免系统下属免税店销售给出入境或海南离岛旅客。

供应链方面，中国中免在长期深耕免税领域的过程中，先后与全球1000多家知名品牌供应商建立了长期稳定的合作关系，拥有丰富的品牌资源和稳定的产品供应能力。2021年，中国中免成功引进12个香化品牌，30个服饰、鞋类、童装品牌，62款特供商品，26款限量商品。中国中免在大连、青岛、上海、深圳、三亚、香港和北京设立了覆盖全国的7大海关监管物流中心，采用先进的管控体系提升物流效率和水平，在全国范围内实现商品高效快捷配送。采购集中度方面，2021年中国中免前五名供应商采购额合计297.85亿元，占年度采购总额的60.01%，均为非关联方采购，上游集中度高。

渠道方面，中免公司在中国30多个省、市、自治区、特别行政区和柬埔寨等地设立了涵盖机场、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，覆盖超过90个城市，已发展成为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。截至2021年底，中国中免在海南省拥有5家离岛免税店，其中包括全球最大的免税商业综合体三亚国际免税城。2021年，在口岸渠道方面，中国中免中标了绥芬河铁路口岸、太原机场、泉州石井口岸3家免税经营权，并完成了成都天府国际机场、青岛胶东国际机场、宁波栎社国际机场、义乌机场等免税店的筹建。

重点项目建设方面，截至2021年底，中国中免主要在建项目为海口市国际免税城项目和三亚国际免税城一期2号地项目，上述项目计划总投资165.47亿元，已投资26.43亿元，资金来源为自筹资金。

海口市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

底，项目屋面钢结构工程已经完工，幕墙、机电及精装修工程施工有序推进中。

三亚国际免税城一期2号地项目坐落于海南省三亚市东北部，位于海棠湾一线海景区域内，距离三亚市区28公里，项目占地面积10.88万平方米。中国中免拟将其建设成为集免税商业与高端酒店为一体的旅游零售综合体项目。截至2021年底，项目商业部分已实现主体结构封顶。

表9 截至2021年底中国中免主要在建项目情况
(单位: 亿元)

项目名称	总投资金额	2021年投入资金	已完成投资额
海口市国际免税城项目	128.57	13.45	23.75
三亚国际免税城一期2号地项目	36.90	2.68	2.68
合计	165.47	16.13	26.43

资料来源：中国中免2021年年报

上述项目建成后，将增强中国中免在海南市场的业务协同效应，进一步提升其在免税市场的综合竞争力和品牌影响力。

3. 中旅旅行

2021年，受疫情影响，出入境及国内游业务收入进一步减少，会奖业务收入同比提升，中旅旅行业务整体收入规模同比小幅下降。

中国旅游集团旅行服务有限公司（以下简称“中旅旅行”）是公司旗下旅行服务业务的全资子公司。2018年10月，中国旅行社总社有限公司与中国国际旅行社总社有限公司实施战略重组，共同组成中旅旅行。重组后的中旅旅行旅游产业要素更加齐全，是集旅行社业务（包括入境业务、出境业务、国内业务、定制业务、创新业务等）、会展业务、商旅及航票业务、签证及证件业务等综合业务于一体的大型旅游企业，也是国内最具规模实力和品牌影响力的旅行社央企。

中旅旅行在全国范围内拥有分支机构近3000家，在全球28个国家和地区拥有分支机构60家，年均接待旅游者超过2000万人次，

形成了立足国内、放眼全球的现代化经营网络。

旅行服务业务盈利模式分为两种：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(旅游线路、酒店、机票、门票、

餐费等)，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)。跟踪期内，公司旅行服务业务的盈利模式未发生变化。

表 10 中旅旅行收入构成及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1-3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
入境游	10.97	5.61	13	1.06	2.65	14	0.48	1.28	12	0.10	2.28	5
出境游	86.85	44.42	6	9.21	23.07	9	0.45	1.22	22	0.03	0.65	26
国内游	42.71	21.84	7	17.70	44.34	5	15.90	42.60	8	0.94	22.50	17
商旅服务	5.93	3.03	51	1.84	4.60	79	2.93	7.86	57	0.47	11.23	58
签证业务	21.21	10.85	26	2.39	6.00	29	1.16	3.10	36	0.28	6.56	31
会奖业务	24.04	12.29	10	6.28	15.72	12	14.92	39.95	9	2.41	57.49	9
其他业务	3.83	1.96	29	1.44	3.61	37	1.49	4.00	29	-0.03	-0.72	-153
合计	195.53	100.00	11	39.92	100.00	13	37.34	100.00	14	4.20	100.00	19

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

旅行社业务方面，2021年受疫情影响，出入境旅游产品仍基本处于全面停止状态，中旅旅行入境游和出境游收入同比小幅下滑，国内游收入同比亦小幅下降。

中旅旅行入境游客源市场涵盖欧洲、美洲、大洋洲、亚洲、非洲的100多个国家和地区，连续多年处于中国入境游市场行业领先地位，并拥有“CITS”品牌。中旅旅行的出境旅游业务涵盖欧洲、北美、南美、中东非洲、澳大利亚、新西兰、日韩、东南亚、港澳台、南北极等目的地，业务类型包括跟团游，自由行，邮轮，以及签证、酒店，当地玩乐等单项业务。国内游方面，中旅旅行国内游产品包括跟团游、自由行、自驾游、房车游、单项产品等。

会展业务范畴覆盖多方面，包括国际大会会议服务、奖励旅游定制服务、巡演及展览、商务考察和培训、活动策划及体育赛事、差旅管理及接待服务、国内业务、出境业务及入境业务等。

2022年一季度，受国内疫情反复影响，中旅旅行实现收入 4.20 亿元，同比下降 29.77%。

4. 中旅金融

2021年，中旅金融业务收入同比略有下降。

其中，消费信贷为中旅金融业务主要收入来源，同时该业务发放贷款及垫款规模较大，存在一定资产减值风险。

公司金融板块主要参股企业为焦作中旅银行股份有限公司(以下简称“中旅银行”)；主要控股企业为安信信贷(截至2021年底公司合计持股100%)。其中，安信信贷实现的利息收入为金融业务主要收入来源。

2021年，公司金融业务实现收入18.06亿元，同比下降11.65%，毛利率始终维持在较高水平，2021年为83.81%，同比变动不大。

中旅银行是中国第一家旅游特色商业银行。截至2021年底，公司持有中旅银行37%的股权，计入长期股权投资，期末余额为25.78亿元，2021年贡献投资收益0.79亿元。

安信信贷是香港最大的非银行消费金融公司之一，也是香港可发行信用卡的仅有的两家非银行机构之一。截至2021年底，公司发放贷款和垫款总额为74.72亿元，其中信用贷款74.61亿元；期末逾期贷款2.89亿元，主要为逾期1天至90天的信用贷款；累计计提贷款损失准备4.74亿元，其中本期计提3.12亿元，本期核销4.09亿元，期末账面价值为69.98亿元。

公司消费金融业务形成的贷款余额规模大，且主要放款区域集中在中国香港地区，存在一定资产减值风险和区域集中风险。

5. 中旅景区

2021年，随着新冠肺炎疫情影响有所缓和，景区客流量逐渐恢复，景区收入同比增长，但

尚未恢复至疫情前水平。

中旅景区板块收入包括公司下属景区运营收入及景区周边部分地产开发收入。2021年，公司各景区共接待1435万人次（含嵩山少林景区），同比增长96.84%；实现运营收入12.66亿元（含嵩山少林景区），同比增长60.25%。

表 11 景区收入及毛利润情况（单位：万元）

景区名称	2019年		2020年		2021年		2022年1-3月	
	营业收入	毛利润	营业收入	毛利润	营业收入	毛利润	营业收入	毛利润
世界之窗主题公园	49596	28764	14713	-2585	22042	1853	2307	-2021
锦绣中华主题公园	23571	11692	8076	-1859	11427	613	2020	-792
嵩山少林景区	23622	8571	5471	-134	21612	5519	287	-1947
沙坡头景区	22372	9099	13758	2049	10574	1449	164	-1096
广西德天景区	9316	3324	6043	596	8102	976	908	-542
安吉旅游度假区	6036	11	5865	195	12924	-3536	2023	-1678
珠海海泉湾度假区	24111	3140	15063	-5	8707	2171	1121	-127
咸阳海泉湾度假区	6880	1233	4388	-341	9188	-442	1911	-533
青岛海泉湾度假区	11147	-109	5645	-2152	22042	1853	2307	-2021
合计	176651	65725	79022	-4236	126618	10456	13048	-10757

注：2021年公司退出嵩山少林景区经营；安吉旅游度假区2019年上半年开始营业，暂无门票收入，以酒店住宿为主
资料来源：公司提供

截至2021年底，公司运营的景区共8个，其中2个拥有全部经营权，分别为珠海海泉湾度假区和青岛海泉湾度假区；6个为合作经营（均纳入公司合并范围），分别为世界之窗主题公园、锦绣中华主题公园、安吉旅游度假区、咸阳海泉湾度假区、沙坡头景区和广西德天景区，各景区与合作经营机构按持股比例分成，利润分配根据合作协议的具体约定回款。

景区板块的盈利模式和收支模式是以门票销售为主，带动旅游产品销售，收入主要分为景区门票收入和二次消费收入两部分。景区门票收入即一次消费，二次消费主要是指游客进入景区后的消费，包括餐饮、住宿等。景区门票销售主要是通过景区现场销售、旅行社代销及网上销售三种方式进行，结算方式主要有两种，一种是现场付款，主要针对一般散客和小型旅行社；一种是月度对账现款结算，主要针对与景区具有长期合作关系的大型旅行社或网络平台公

司。

2022年一季度，国内疫情反复，人员流动受到严格管控，旅客数量下降，导致公司景区业务毛利润为负。

6. 中旅酒店

2021年，受益于新冠疫情影响有所缓和，酒店板块收入同比提升，恢复至疫情前的六成左右。

公司酒店业务主打“维景”“维景国际”“睿景”和“旅居”4个系列特色品牌，覆盖中高端、中端、商旅快捷型三类产品线业务，截至2021年底，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，主要分布在北京、港澳、南京、杭州、重庆等城市，客房数总计5044间（其中港澳酒店5家，客房数1714间）。输出管理酒店15家，主要分布在北京、苏州、重庆、三亚等地，客房数总计4495间。另外，英国KG自有及管理

酒店54家，客房数4906间。

2021年，公司酒店业务实现营业收入17.45亿元，同比增长50.82%，是2019年收入的61.69%。2022年一季度，中旅酒店板块实现营业收入3.92亿元，为上年同期的2.88倍。

表 12 近年来公司酒店业务平均房价和出租率情况

项目	2019年	2020年	2021年
平均房价(元/间)	526.00	430.62	429.08
出租率(%)	78.00	55.90	62.80

注：表内数据不含港澳及英国数据

资料来源：公司提供

7. 中旅地产

2021年，受开发周期影响，地产板块结转收入同比下降；签约销售金额在签约销售均价提升带动下同比实现增长。受部分地区房价下跌影响，2021年公司针对地产类存货计提了跌价损失22.80亿元。考虑到公司地产业务资金占用规模大、在建项目和储备项目未来开发投资

规模大，且经济下行压力加大以及疫情多点频发，均对市场需求产生抑制，公司旅游地产业务未来去化情况有待关注。

公司设立旅游投资和运营事业群，业务涵盖地产开发及旅游投资运营，事业群负责统筹安排协调各地公司项目获取、资金运营、制度制定等，各地公司在集团及事业群制度范围内执行其获取项目的开发运营管理、销售管理等。公司“地产+旅游”的独特开发模式，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。

2021年，公司旅游地产板块实现签约销售面积95.00万平方米，同比下降7.02%；同期，在签约销售均价增长带动下，实现签约销售金额为224.24亿元，同比增长29.75%；实现结转销售收入22.03亿元，同比下降幅度大。

表 13 公司旅游地产业务发展情况(单位：万平方米、亿元)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
期末在开发面积	325.75	453.22	538.15	491.77
房屋竣工面积	75.69	73.45	95.51	16.56
签约销售面积	47.13	102.17	95.00	8.68
签约销售金额	78.41	172.83	224.24	15.13
结转销售面积	21.86	49.30	20.10	0.54
结转销售收入	47.97	76.99	22.03	0.40
新增土地储备面积	95.53	108.49	195.31	--
新增土地投资	94.23	94.29	103.59	--

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2022年3月底，公司在建旅游地产项目21个，分布在宁波、杭州、成都、苏州、青岛等城市，建筑面积合计746.10万平方米，预计总投资899.93亿元，已完成投资526.61亿元，

资金主要来自自有资金和开发贷款。总体看，公司在建旅游地产项目和土地储备未来开发建设投资规模大，存在较大资金需求。

表 14 截至2022年3月底公司旅游地产在建项目情况(单位：万平方米、亿元)

序号	项目	开工时间	竣工及预计竣工时间	建筑面积	预计总投资	期末总投资	投资进度	项目类别	未来三年投资计划		
									2022年	2023年	2024年
1	咸阳沣西项目	2021年4月	2024年12月	28.40	38.65	21.30	55%	住宅	2.70	6.40	1.70
2	厦门集美项目	2021年2月	2023年8月	10.86	26.75	22.09	83%	住宅	2.65	1.70	0.46

3	青岛项目	2019年6月	2023年9月	17.06	11.36	5.46	48%	住宅/商业	3.78	0.08	1.47
4	北京亦庄	2020年9月	2022年10月	13.45	39.27	38.48	91%	住宅	3.36	--	--
5	燕郊项目	2014年9月	2026年12月	158.59	126.91	84.35	66%	住宅	0.84	3.99	0.98
6	成都金堂项目	2017年3月	2022年4月	71.89	73.38	9.63	13%	住宅	1.60	4.70	3.91
7	成都高新新川	2021年3月	2023年7月	22.54	41.43	32.81	79%	住宅	4.06	1.95	1.09
8	广珠天晨项目	2019年6月	2023年11月	12.83	37.29	27.52	74%	住宅	2.23	3.07	4.47
9	聚豪大空港项目	2021年3月	2024年5月	9.77	22.93	14.32	62%	商业	2.12	2.63	1.89
10	珠海项目	2019年7月	2022年12月	18.67	12.88	10.10	78%	住宅/商业	2.78	--	--
11	中旅名门府项目	2021年10月	2024年3月	64.24	100.00	39.71	40%	高层/叠墅	21.92	7.02	7.46
12	北站东广场项目	2021年12月	2025年12月	55.38	99.60	25.17	25%	免税综合体/ 商业/公寓/ 办公楼	20.50	13.46	12.55
13	杭州余杭项目	2020年9月	2022年12月	20.35	36.37	29.86	82%	住宅	1.97	2.72	1.82
14	杭州城东项目	2019年9月	2022年8月	18.70	48.86	41.94	86%	住宅	1.07	5.85	--
15	杭州安吉二期	2020年6月	2022年9月	8.56	6.96	5.02	72%	住宅	0.32	1.62	--
16	杭州安吉商业小镇	2021年2月	2023年5月	1.19	1.19	0.57	48%	商业	0.31	0.31	--
17	苏州东山	2021年3月	2023年5月	7.50	8.05	4.91	61%	住宅	1.29	1.84	0.02
18	宁波慈城	2020年3月	2022/5/1	18.73	21.89	19.32	88%	住宅	1.31	0.63	0.63
19	宁波杭州湾南部新城	2021年2月	2024年5月	24.77	22.60	12.22	54%	住宅	1.03	3.72	2.86
20	杭州湾海泉湾	2019年8月	2023年11月	73.36	57.27	32.55	57%	住宅/商业	4.91	12.92	6.89
21	杭州湾文化小镇	2018年11月	2023年9月	89.26	66.29	49.28	74%	住宅/商业	5.32	8.67	3.02
合计	--	--	--	746.10	899.93	526.61	--	--	86.07	83.29	51.22

注：以上数据以合并口径统计，非权益口径
资料来源：公司提供

公司积极进行土地储备战略布局，主要集中在宁波、成都、珠海、河北燕郊、鞍山、青岛等地，截至2022年3月底，公司土地储备量为

426.43 万平方米，为旅游地产业务的可持续发展提供了有力保障。

表 15 截至 2022 年 3 月底旅游地产土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

序号	项目名称	项目所在地	拟建项目类别	土地取得时间	预计开工时间	预计竣工时间	占地面积	预计总投资	期末投资额	土地出让金额	已缴纳土地出让金金额
1	青岛项目	青岛市即墨区	住宅	2007年	2010年	2026年	28.85	0.97	0.97	0.97	0.97
2	鞍山项目	鞍山市千山区	住宅	1993年	2013年	2026年	84.84	55.93	7.64	7.64	7.64
3	咸阳沣西项目	陕西省西咸新区	住宅/商业	2020年	2021年	2024年	9.2	38.65	18.73	18.17	18.17
4	燕郊项目	廊坊市三河市	住宅/商业	2013年	2014年	2026年	72.63	126.91	81.73	21.58	21.58
5	成都金堂项目	成都市金堂县	住宅/商业	2015年	2017年	2025年	29.59	60.00	3.34	3.34	3.34
6	成都总部基地	成都市天府新区	商业	2021年	2022年	2024年	0.87	7.44	0.81	0.64	0.64
7	成都成华项目	成都市成华区	住宅	2021年	2021年	2023年	6.68	25.01	15.11	13.13	13.13
8	珠海项目	珠海市金湾区	住宅/商业	2014年	2019年	2026年	59.06	62.43	6.76	6.75	6.63
9	广州中旅名门府项目	广州市花都区	高层/叠墅	2021年	2021年	2024年	19.09	100	39.71	49.25	38.32
10	广州北站东广场项目	广州市花都区	免税综合体/ 商业/公寓/ 办公楼	2021年	2021年	2025年	8.11	99.6	25.17	34.7	24.77
11	广州九龙湖项目	广州市花都区	住宅/公寓/商业	2002年 2003年 2004年	2023年 2023年 2022年	2025 2024 2023	79.79	147.40	20.91	6.02	1.57
12	苏州东山40#地块	苏州吴中区	住宅	2021年	2022年	2025年	6.64	14.74	3.52	5.87	5.87

13	杭州湾文化小镇项目	宁波市杭州湾新区	住宅/商业	2018年	2018年	2023年	9.39	13.81	3.71	3.71	3.71
14	杭州湾海泉湾项目	宁波市杭州湾新区	住宅	2018年	2019年	2023年	11.69	25.06	7.69	7.69	7.69
合计	--	--	--	--	--	--	426.43	777.95	235.80	179.46	154.03

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

8. 经营效率

2021年，公司经营效率良好。

2021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80.16次、0.80次和0.48次，与同行业其他企业相比，公司经营效率表现良好。

表 16 2021 年同行业公司经营效率对比情况

企业名称	存货周转率 (次)	总资产周转率 (次)	现金周转率 (%)
深圳华侨城股份有限公司	0.30	0.22	161.32
北京首都旅游集团有限责任公司	7.58	0.24	258.91
公司	0.80	0.48	276.90

注：表中企业信用债 Wind 行业相同；为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind

9. 未来发展

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。

公司战略定位为成为拥有卓越产品创新能力与资源禀赋，具备全球竞争力的世界一流旅游产业集团。

中旅免税将依托公司的旅游产业链资源，继续落实重点项目，加大并购整合力度，稳步推进国际化发展战略，将自身建设成为更具全球竞争力的世界一流旅游零售商。

中旅旅行的目标和愿景为打造以产品和服务为核心竞争力的世界一流的全球化旅游综合服务运营商。

中旅金融将把服务实体经济、服务消费者生活作为根本，致力于为中国消费者旅行美好生活提供配套金融服务，并始终围绕市场，围绕主业，服务实体，服务消费者，立志在中国旅游金融领域，做产融结合的先行者、试验者、实践者。

中旅投资将围绕公司战略定位，打造一流

旅游目的地的投资与运营服务商。

中旅酒店将传承数十载品牌文化积淀，聚焦主责主业，强化使命担当，精耕国内迭代民族品牌形象，加快国际化布局，合纵连横整合产业链优质资源，不断注入鲜活动力加速规模发展，以科技开启业务创新，以智慧赋能创造惊喜体验，以专业匠心与人文情怀丰富消费场景，精心打造链接品质住宿体验与美好出行愿望的未来企业，为中国人全球旅游旅行提供高品质的住宿产品和服务，努力成为酒店行业运营管理的引领者。

中旅资产将通过投资业务和资产经营业务，为公司孵化旅游交通产业、构建专业化的投资和资产运营平台，为公司产业结构优化、业务协同和创新贡献力量。

中旅邮轮的愿景是发挥公司综合优势，秉承“星相伴，行无疆；陆海一色，寓游于旅”的文化内涵，重点瞄准“两富一中”核心市场，以客户需求为导向，以产品设计为基石，聚焦邮轮运营环节，组建邮轮船队；联合优势企业通过外部合作适度向上、下游延伸，走“优势互补、合作共赢”的道路；通过差异化战略，为客户提供优雅、舒适、高品质的邮轮生活，做更懂中国人的邮轮公司，打造民族邮轮品牌。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务数据未经审计。

2021年，公司合并范围内通过投资设立和现金收购新纳入合并范围的子公司共28家，由于清算、出售转让、无偿划出等原因不再纳入合

并范围的主体共29家。截至2021年底，公司合并范围内的二级子公司共14家。2022年一季度，公司合并范围未发生变化。跟踪期内合并范围变动对财务数据可比性影响较小。

截至2021年底，公司合并资产总额为1873.03亿元，所有者权益合计567.41亿元（含少数股东权益295.01亿元）；2021年，公司实现营业总收入814.73亿元，利润总额90.39亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额为1901.46亿元，所有者权益合计580.50亿元（含少数股东权益310.01亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入186.92亿元，利润总额

21.95亿元。

2. 资产质量

截至2021年底，随着旅游地产项目开发和免税业务在建项目的持续投入，公司资产规模持续增长，资产结构以流动资产为主。流动资产中货币资金充裕，以旅游地产为主的存货规模大，存在一定跌价风险。公司整体资产质量及流动性良好。

截至2021年底，公司合并资产总额为1873.03亿元，较上年底增长23.44%，主要系存货、在建工程和使用权资产增加所致。其中，流动资产占64.12%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 17 2019—2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)						
流动资产	692.21	56.43	934.26	61.57	1201.01	64.12	1241.65	65.30
货币资金	205.90	29.75	284.07	30.41	309.87	25.80	273.38	22.02
存货	395.07	57.07	569.43	60.95	791.83	65.93	846.86	68.20
非流动资产	534.51	43.57	583.06	38.43	672.03	35.88	659.80	34.70
发放贷款及垫款	85.84	16.06	68.11	11.68	69.98	10.41	66.26	10.04
长期股权投资	59.46	11.12	111.22	19.08	116.95	17.40	116.48	17.65
投资性房地产	94.96	17.77	93.25	15.99	100.53	14.96	100.25	15.19
固定资产 (合计)	134.45	25.15	142.98	24.52	146.30	21.77	141.68	21.47
在建工程 (合计)	17.63	3.30	22.76	3.90	41.64	6.20	49.14	7.45
使用权资产	3.35	0.63	3.28	0.56	51.29	7.63	48.66	7.38
无形资产	66.56	12.45	51.63	8.85	45.08	6.71	44.67	6.77
资产总额	1226.72	100.00	1517.32	100.00	1873.03	100.00	1901.46	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2021年底，公司流动资产合计1201.01亿元，较上年底增长28.55%，主要系旅游地产板块开发投入导致存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占25.80%）和存货（占65.93%）构成。

截至2021年底，公司货币资金309.87亿元，较上年底增长9.08%，其中存放在境外的款项共97.01亿元；货币资金中有9.54亿元受限资金，受限比例为3.08%，主要为存放中央银行法定准备金和保函保证金。

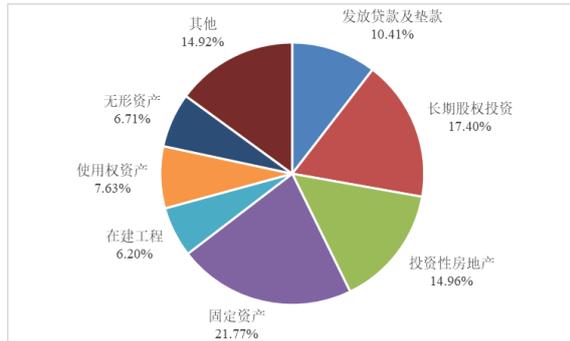
截至2021年底，公司存货为791.83亿元，较

上年底增长39.06%，主要系公司下属房地产开发企业的开发成本及库存商品增加所致。存货主要由开发成本（占58.28%）、开发产品（占12.40%）和尚未开发土地储备（占4.18%）构成，累计计提跌价准备29.96亿元，计提比例为3.65%。

(2) 非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产合计672.03亿元，较上年底增长15.26%。公司非流动资产主要由发放贷款及垫款、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程、使用权资产和无形资产构成。

图4 截至2021年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司发放贷款及垫款为安信信贷在香港地区发放的个人贷款和垫款。截至2021年底，公司发放贷款及垫款为69.98亿元，较上年底增长2.73%。

截至2021年底，公司长期股权投资为116.95亿元，较上年底增长5.15%。其中，中旅银行25.78亿元，中国东方航空集团有限公司49.03亿元（权益法下确认的投资收益-0.97亿元）。

截至2021年底，公司投资性房地产为100.53亿元，较上年底增长7.81%；公司固定资产为146.30亿元，较上年底增长2.32%。固定资产主要由房屋及建筑物构成，累计计提折旧116.04亿元，累计计提减值准备13.40亿元。

截至2021年底，公司在建工程为41.64亿元，较上年底增长82.92%，主要系当期持续建设海口新海港项目（即海口市国际免税城项目）及新增九龙湖生态旅游景区等项目所致。

2021年，公司执行新租赁准则。截至2021年底，公司使用权资产为51.29亿元，主要为房屋及建筑物50.86亿元。

截至2021年底，公司无形资产为45.08亿元，较上年底下降12.68%。公司无形资产主要由土地使用权41.86亿元构成，累计摊销16.25亿元。

截至2021年底，公司商誉为32.59亿元，较上年底增加3.03亿元，主要系当期收购香港龙湖投资有限公司和广州市天邑湖房地产开发有限公司所致。期末商誉主要由安信信贷17.24亿元和日上上海8.22亿元构成。

截至2021年底，公司所有权和使用权受到限制的资产合计81.70亿元，占资产总额的4.36%，主要为抵押的存货63.49亿元。

表18 截至2021年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值(亿元)	占该类别资产账面价值的比例(%)	受限原因
货币资金	9.54	3.08	存放中央银行法定准备金、旅游质量保证金、法院冻结资金等
存货	63.49	11.15	质押借款抵押标的物、抵押借款抵押标的物
固定资产	1.23	0.87	抵押借款抵押标的物及法院查封
无形资产	0.44	0.86	抵押借款抵押标的物
在建工程	4.95	21.76	抵押借款抵押标的物
投资性房地产	1.61	1.73	抵押借款抵押标的物及法院查封
其他	0.44	--	质押借款质押标的物
合计	81.70	--	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年3月底，公司合并资产总额为1901.46亿元，较上年底增长1.52%。其中，流动资产占65.30%，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至2021年底，公司所有者权益保持增长，少数股东权益占比较高，权益稳定性一般。

截至2021年底，公司所有者权益合计567.41亿元，较上年底增长6.33%，主要系少数股东权益增加所致。2021年12月，公司收到财政部拨付的2021年国有资本经营预算4.00亿元，计入实收资本。香港中旅子公司香港中旅金融控股有限公司收购少数股东权益增加资本溢价5.38亿元，导致当期资本公积增加。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比为48.01%，少数股东权益占比为51.99%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占28.72%、2.41%、0.95%和15.91%。所有者权益结构稳定性一般。

截至2022年3月底，公司所有者权益合计580.50亿元，较上年底增长2.31%，规模和结构较上年底变化不大。

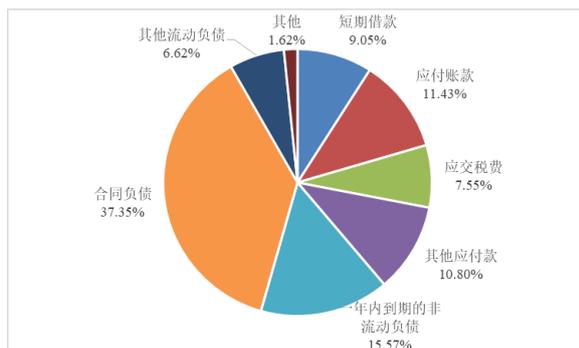
(2) 负债

截至2021年底，旅游地产项目建设和业务拓展提升公司资金需求，带动有息债务规模增长，公司债务负担有所加重。

截至2021年底，公司负债总额合计1305.63亿元，较上年底增长32.73%，主要系预收房款和有息债务增加所致。其中，流动负债占64.12%，公司负债以流动负债为主。

截至2021年底，公司流动负债合计837.15亿元，较上年底增长45.94%，主要系短期借款、预收房款及一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、应交税费、其他应付款、一年内到期的非流动负债、合同负债和其他流动负债构成。

图5 截至2021年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司短期借款为75.73亿元，较上年底增长134.37%，主要系当期信用借款增加所致。公司短期借款中，信用借款占95.54%。

截至2021年底，公司应付账款为95.68亿元，较上年底增长20.76%，主要系免税业务备货所致。应付账款账龄以一年以内（含1年）（占72.06%）为主。

公司合同负债主要为预售房款。截至2021年底，公司合同负债为312.69亿元，较年初增长86.12%，主要系预售房款较年初增长100.87%至274.62亿元所致。

公司应交税费主要包括企业所得税、增值税、消费税和其他税费。截至2021年底，公司应交税费为63.21亿元，较上年底增长11.79%，主要系收入增加导致特许经营费增加所致。

截至2021年底，公司其他应付款为90.42亿元，较上年底下降6.63%，主要由待结算款项23.85亿元、关联方往来款14.20亿元等构成。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债为130.37亿元，较上年底增长108.93%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券增加所致。

截至2021年底，公司其他流动负债为55.46亿元，较上年底增长24.04%，主要系待转销税额增加所致。期末其他流动负债包括资产证券化融入资金33.64亿元和应交税费-待转销税额21.78亿元。

截至2021年底，公司非流动负债合计468.47亿元，较上年底增长14.25%，主要系长期借款和租赁负债增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占33.27%）、应付债券（占47.76%）和租赁负债（占9.55%）构成。

截至2021年底，公司长期借款为155.88亿元，较上年底增长29.38%，主要系公司调整融资结构，增加长期借款，同时，地产板块开发贷款有所增长所致；长期借款主要由信用借款（占66.09%）和抵押借款（占28.89%）构成。公司信用借款期末利率区间为1.05%~6.00%，抵押借款期末利率区间为3.85%~9.65%。

截至2021年底，公司应付债券为223.72亿元，较上年底下降9.09%，主要系2019年发行的公司债和美元债到期兑付所致。

表 19 截至 2021 年底公司存续债券情况

债券名称	发行日期	期限	期末余额 (亿元)
2014 年 10 年期 7 亿美元债券	2014/11/3	10 年	44.96
2020 年 5 年期 15 亿中期票据 MTN001	2020/3/13	5 年	15.39
2020 年 5 年期 15 亿中期票据 MTN002	2020/3/19	5 年	15.40
2020 年 5 年期 20 亿公司债	2020/3/26	5 年	20.54
2021 年 5 年期 15 亿公司债	2021/8/30	5 年	15.17
2021 年 5 年期 15 亿公司债	2021/9/7	5 年	15.16
2021 年 5 年期 20 亿中期票据	2021/10/18	5 年	20.15

2019年10年期 3亿美元债券	2019/10/23	10年	19.18
2020年5年期3 亿美元债券	2020/4/24	5年	19.29
2020年10年期 6亿美元债券	2020/4/24	10年	38.49
合计	--	--	223.72

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021年，公司执行新租赁准则，调整期初租赁负债42.39亿元。截至2021年底，公司租赁负债为44.73亿元，主要为免税业务租赁付款额。

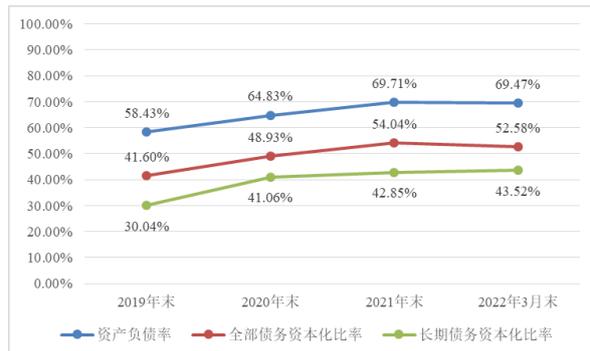
截至2022年3月底，公司负债总额为1320.95亿元，较上年底增长1.17%。其中，流动负债占62.89%，负债结构较上年底变化不大。

图6 2019-2021年末及2022年3月末公司债务结构
(单位：亿元)



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图7 2019-2021年末及2022年3月末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，截至2021年底，公司全部债务为667.17亿元，较上年底增长30.47%，主要系地产板块开发贷款增加及新增确认租赁负债所致。债务结构方面，长期债务占63.77%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至2021年底，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69.71%、54.04%和42.85%，较上年底分别提高4.88个百分点、提高5.11个百分点和提高1.80个百分点。公司债务负担有所加重。从有息债务期限结构来看，2022年下半年及2023年到期债务偿付压力不大。

表20 截至2021年底公司有息债务期限分布情况
(单位：亿元)

项目	6个月以内(含)	6个月(不含)至1年(含)	1年(不含)至2年(含)	2年以上(不含)	合计
公司信用类债券	71.88	--	--	221.44	293.32
银行贷款	81.51	16.76	39.35	116.83	254.45
非银行金融机构贷款	--	17.09	--	47.86	64.95

其他有息债务	--	--	--	2.47	2.47
合计	153.39	33.85	39.35	388.60	615.19
占比(%)	24.93	5.50	6.40	63.17	100.00

资料来源：联合资信根据公司公司债券年度报告整理

截至2022年3月底，公司全部债务为643.64亿元，长期债务占69.51%，债务结构仍以长期债务为主。从债务指标来看，截至2022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69.47%、52.58%和43.52%，较上年底分别下降0.24个百分点、下降1.46个百分点和提高0.67个百分点。

4. 盈利能力

2021年，在免税业务的带动下，公司收入规模保持较快增长，地产业务受结转波动影响，当期对毛利润的贡献下降，受此影响，公司毛利润规模小幅下降。受益于免税业务在机场的租赁费减少，期间费用规模下降，公司利润总额保持稳定增长。2022年一季度，受新冠肺炎疫情反复影响，公司收入和利润规模同比均有

不同程度下降。

2021年,公司实现营业总收入814.73亿元,同比增长16.51%,营业成本543.40亿元,同比增长29.41%,主要系免税业务规模扩大所致;营业利润率为30.39%,同比下降6.97个百分点,主要系地产业务和免税业务毛利率下降所致。

从期间费用看,2021年,公司费用总额为125.52亿元,同比下降22.41%,主要系销售费用同比大幅下降所致。从构成看,公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为42.87%、41.62%、0.11%和15.41%,以销售费用和管理费用为主。其中,销售费用为53.81亿元,同比下降48.99%,主要系免税业务在机场的租赁费减少所致;财务费用为19.34亿元,同比增长104.41%,主要系利息支出和手续费增加所致。2021年,公司期间费用率为15.41%,同比下降7.73个百分点。公司费用规模较大,对整体利润有一定侵蚀。

非经营性损益方面,2021年,公司实现投资收益2.23亿元,同比下降51.95%,主要系2020年公司收购信德中旅船务投资有限公司取得控制权,原持有股权按公允价值重新计量产生投资收益所致;其他收益5.44亿元,同比增长10.41%,主要由财政扶持款3.28亿元及其他政府补助构成。同期,公司公允价值变动净收益为-5.88亿元(上年同期为0.90亿元),主要来自按公允价值计量的投资性房地产-6.11亿元;公司资产减值损失为26.12亿元,同比增加5.13亿元,主要系存货跌价损失由9.09亿元增加至22.80亿元所致;信用减值损失为4.61亿元,较上年同期增加4.75亿元,主要系新增贷款减值损失3.12亿元所致。上述非经常性损益合计-28.94亿元,对利润形成侵蚀。

表 21 公司盈利能力变化情况

项目	2019年	2020年	2021年
营业总收入(亿元)	810.47	699.28	814.73
毛利润(亿元)	335.45	276.29	268.47
期间费用(亿元)	238.74	161.77	125.52
非经常性损益(亿元)	-9.26	-10.39	-28.94
利润总额(亿元)	74.88	87.22	90.39
营业利润率(%)	40.01	37.36	30.39

总资本收益率(%)	7.19	6.99	6.64
净资产收益率(%)	10.06	10.59	11.03

注:非经常性损益包括其他收益、投资收益、公允价值变动净收益、资产减值损失、信用减值损失

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面,2021年,公司总资本收益率和净资产收益率分别为6.64%和11.03%,同比分别下降0.35个百分点和提高0.43个百分点。公司各盈利指标表现良好。

与所选公司比较,公司总资产报酬率较高。从行业看,公司整体盈利水平较好。

表 22 2021年同行业公司盈利情况对比

公司名称	销售毛利率(%)	总资产报酬率(%)	净资产收益率(%)
深圳华侨城股份有限公司	26.15	2.73	4.76
北京首都旅游集团有限责任公司	26.21	-0.73	-17.19
公司	31.73	6.32	-1.64

资料来源:Wind

2022年1-3月,受深圳、上海等地疫情蔓延影响,公司实现营业总收入186.92亿元,同比下降6.73%;营业成本122.77亿元,同比变化不大;营业利润率为31.42%,同比下降4.56个百分点;受毛利润减少及资产减值损失增加影响,净利润为15.34亿元,同比下降35.04%。

5. 现金流

公司免税业务经营获现能力强,2021年,公司经营活动现金保持净流入状态,收入实现质量良好;投资活动净流出规模下降,考虑到公司聚焦发展免税及旅游地产业务,相关在建及拟建项目投资规模大,融资需求持续存在。

表 23 公司现金流量情况(单位:亿元)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
经营活动现金流入小计	961.64	875.89	1081.74	237.58
经营活动现金流出小计	968.57	807.07	1031.09	262.30
经营现金流量净额	-6.93	68.82	50.65	-24.72
投资活动现金流入小计	307.59	412.43	147.21	21.10
投资活动现金流出小计	283.40	483.12	186.03	41.70
投资活动现金流量净额	24.19	-70.69	-38.83	-20.61
筹资活动前现金流量净额	17.26	-1.87	11.83	-45.33
筹资活动现金流入小计	237.35	323.53	223.40	84.55
筹资活动现金流出小计	201.48	227.73	206.98	80.92
筹资活动现金流量净额	35.87	95.80	16.42	3.63

现金收入比 (%)	109.15	112.53	124.41	121.44
-----------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入1081.74亿元，同比增长23.50%；经营活动现金流出1031.09亿元，同比增长27.76%，主要系免税业务规模扩大所致。2021年，中国中免实现经营活动现金净流入83.29亿元，公司整体经营活动现金净流入50.65亿元，同比下降26.40%，主要系支付的各项税费增加所致。2021年，公司现金收入比为124.41%，同比提高11.88个百分点，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入147.21亿元，同比下降64.31%；投资活动现金流出186.03亿元，同比下降61.49%，主要系理财产品购买和赎回减少所致。购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为32.54亿元，同比增长34.97%。2021年，公司投资活动现金净流出38.83亿元，同比下降45.07%。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为11.83亿元。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入223.40亿元，同比下降30.95%，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出206.98亿元，同比下降9.11%，主要为偿还债务支付的现金。分配股利、利润或偿付利息支付的现金为45.82亿元，同比增长60.76%。2021年，公司筹资活动现金净流入16.42亿元，同比下降82.86%。

2022年1—3月，公司经营活动现金流入237.58亿元，同比下降12.53%；经营活动现金净流出24.72亿元（上年同期为-7.87亿元），主要系一季度商品采购备货，购买商品支付的现金增加同时一季度受疫情影响销售商品收到的现金同比有所下降所致；投资活动现金净流出20.61亿元；筹资活动现金净流入3.63亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司偿债能力指标有所弱化，但仍保持良好水平，融资渠道通畅。

表 24 公司偿债指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年
短期偿债能力	流动比率 (%)	150.58	162.87	143.46
	速动比率 (%)	64.64	63.60	48.88
	经营现金/流动负债 (%)	-1.51	12.00	6.05
	经营现金/短期债务 (倍)	-0.05	0.49	0.21
	现金类资产/短期债务 (倍)	1.43	2.07	1.37
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	100.69	119.58	136.38
	全部债务/EBITDA (倍)	3.61	4.28	4.89
	经营现金/全部债务 (倍)	-0.02	0.13	0.08
	EBITDA/利息支出 (倍)	8.36	6.91	6.28
	经营现金/利息支出 (倍)	-0.58	3.98	2.33

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至2021年底，公司流动比率与速动比率由上年底的162.87%和63.60%分别下降至143.46%和48.88%，流动资产对流动负债的保障程度减弱。2021年，公司经营现金流动负债比率为6.05%，同比下降5.95个百分点；经营现金/短期债务为0.21倍。截至2021年底，公司现金短期债务比由上年底的2.07倍下降至1.37倍，现金类资产对短期债务的保障程度减弱。截至2022年3月底，公司流动比率与速动比率分别为149.47%和47.53%，较上年底分别提高6.01%和下降1.35%。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA为136.38亿元，同比增长14.05%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占16.18%）、计入财务费用的利息支出（占14.22%）、利润总额（占66.28%）构成。2021年，公司EBITDA利息倍数由上年的6.91倍下降至6.28倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA由上年的4.28倍提高至4.89倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度尚可；经营现金/利息支出由上年的3.98倍下降至2.33倍，经营现金对利息支出的保障程度降低。

对外担保方面，截至2022年3月底，公司对外担保余额为2624万元，主要为关联方（旅行社）提供债务担保。

未决诉讼方面，截至2022年3月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2022年3月底，公司共获得各主要银行授信额度人民币1928亿元，其中未使用额度人民币1543亿元，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。

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部主要职能为控股平台，无收入，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有所增长，债务负担较重。考虑到母公司直接持有的中国中免的股权市值高，且未质押，有效提升了母公司的偿债安全性。

截至2021年底，母公司资产总额481.49亿元，较上年底增长6.43%，主要系母公司拨付给下属企业的运营资金借款（计入长期应收款）增加所致。其中，流动资产156.90亿元（占32.59%），非流动资产324.59亿元（占67.41%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占37.05%）和其他应收款（占60.09%）构成；非流动资产主要由长期应收款（占15.27%）和长期股权投资（占84.16%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为58.13亿元。

截至2021年底，母公司负债总额为374.53亿元，较上年底增长6.69%。其中，流动负债147.25亿元（占39.32%），非流动负债227.28亿元（占60.68%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占48.22%）和一年内到期的非流动负债（占51.67%）构成；非流动负债主要由长期借款（占55.20%）和应付债券（占44.79%）构成。截至2021年底，母公司资产负债率为77.79%，较2020年底提高0.19个百分点；母公司全部债务资本化比率73.93%，债务负担较重。

截至2021年底，母公司所有者权益为106.96亿元，较上年底增长5.51%，主要系收到财政部拨付的2021年国有资本经营预算所致，所有者权益稳定性较强。所有者权益中，实收资本为162.97亿元，资本公积为4.13亿元，未分配利润合计为-59.58亿元。

2021年，母公司无收入，投资收益为10.39亿元，其中成本法核算的长期股权投资收益为11.03亿元；同期，母公司财务费用为5.45亿元，利润总额为3.92亿元。投资收益为公司本部主要利润来源。

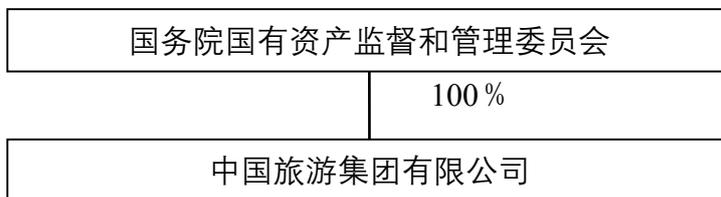
现金流方面，截至2021年底，公司母公司经营活动现金流净额为-1.60亿元；取得投资收益收到的现金为11.08亿元，投资活动现金流净额-25.39亿元；分配股利、利润或偿付利息支付的现金为13.02亿元，筹资活动现金流净额15.87亿元。

截至2021年底，母公司全部债务为303.37亿元，占合并口径全部债务的45.47%。其中，短期债务为76.09亿元，现金短期债务比为1.12倍。截至2022年3月底，母公司直接持有中国中免53.30%的股权，且未质押，期末参考市值1710.50亿元，对全部债务的覆盖能力极强，有效提升了母公司的偿债安全性。

十、结论

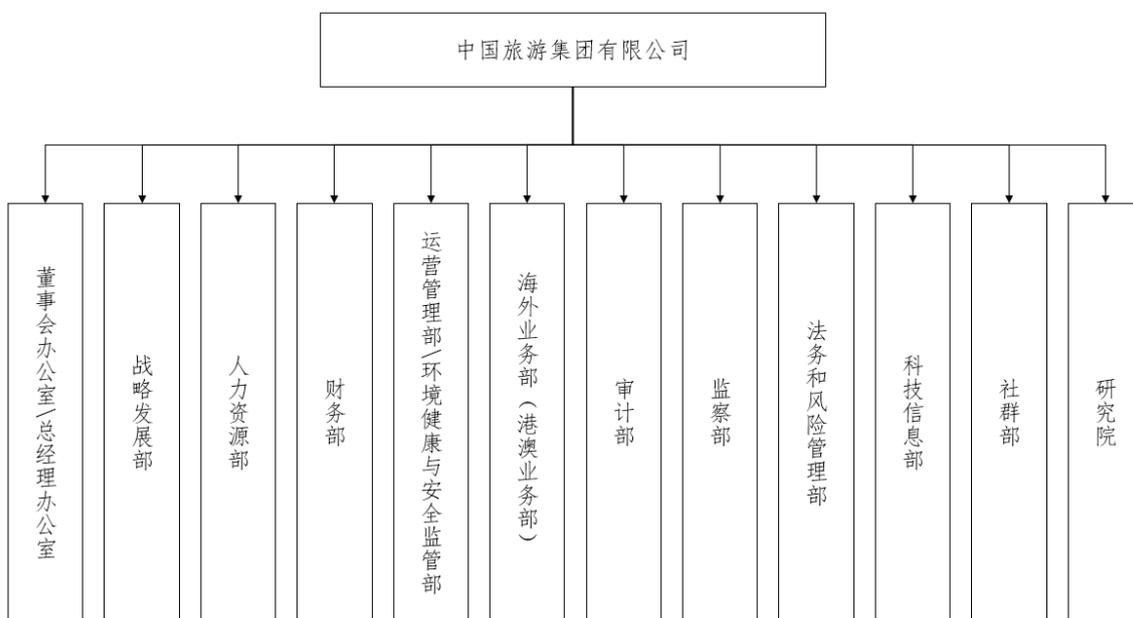
基于对公司经营风险及财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“20中国旅游MTN001”“20中国旅游MTN002”“21中国旅游MTN001”“20中旅01”“21中旅01”和“21中旅02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底中国旅游集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底中国旅游集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底中国旅游集团有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	实收资本 (亿元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	取得方式
1	香港中旅(集团)有限公司	旅游及相关业务	26.37	100.00	100.00	投资设立
2	中国旅游集团酒店控股有限公司	旅游及相关业务	19.28	100.00	100.00	投资设立
3	港中旅(深圳)投资发展有限公司	旅游地产及相关业务	9.00	100.00	100.00	投资设立
4	港中旅财务有限公司	理财、金融咨询	20.00	90.66	100.00	投资设立
5	中国旅游集团中免股份有限公司	旅游及相关业务	19.52	53.30	53.30	同一控制下的企业合并
6	中国旅游集团投资和资产管理有限公司	旅游及相关业务	10.37	100.00	100.00	同一控制下的企业合并
7	中旅金融控股(深圳)有限公司	理财、金融咨询	1.50	100.00	100.00	投资设立
8	中国旅游集团旅行服务有限公司	旅游及相关业务	4.09	100.00	100.00	投资设立
9	港中旅投资(上海)有限公司	理财、金融咨询	0.50	100.00	100.00	投资设立
10	招商局上海国际旅行社有限责任公司	旅游及相关业务	0.02	100.00	100.00	同一控制下的企业合并
11	中国旅游集团迪庆香格里拉旅游投资发展有限公司	旅游及相关业务	0.15	100.00	100.00	投资设立
12	Sunny Express Enterprises Corp	投资与资产管理	--	100.00	100.00	投资设立
13	中旅邮轮(海南)有限公司	旅游及相关业务	--	100.00	100.00	投资设立
14	中旅芒果网发展(深圳)有限公司	旅游及相关业务	--	100.00	100.00	投资设立

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	206.67	288.46	330.00	293.20
资产总额 (亿元)	1226.72	1517.32	1873.03	1901.46
所有者权益 (亿元)	509.95	533.63	567.41	580.50
短期债务 (亿元)	144.25	139.66	241.71	196.27
长期债务 (亿元)	218.97	371.68	425.45	447.37
全部债务 (亿元)	363.22	511.35	667.17	643.64
营业总收入 (亿元)	810.47	699.28	814.73	186.92
利润总额 (亿元)	74.88	87.22	90.39	21.95
EBITDA (亿元)	100.69	119.58	136.38	--
经营性净现金流 (亿元)	-6.93	68.82	50.65	-24.72
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	46.62	50.61	80.16	--
存货周转次数 (次)	1.41	0.87	0.80	--
总资产周转次数 (次)	0.73	0.51	0.48	--
现金收入比 (%)	109.15	112.53	124.41	121.44
营业利润率 (%)	40.01	37.36	30.39	31.42
总资本收益率 (%)	7.19	6.99	6.64	--
净资产收益率 (%)	10.06	10.59	11.03	--
长期债务资本化比率 (%)	30.04	41.06	42.85	43.52
全部债务资本化比率 (%)	41.60	48.93	54.04	52.58
资产负债率 (%)	58.43	64.83	69.71	69.47
流动比率 (%)	150.58	162.87	143.46	149.47
速动比率 (%)	64.64	63.60	48.88	47.53
经营现金流流动负债比 (%)	-1.51	12.00	6.05	--
现金短期债务比 (倍)	1.43	2.07	1.37	1.49
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.36	6.91	6.28	--
全部债务/EBITDA (倍)	3.61	4.28	4.89	--

注: 1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计; 2. 2019-2021 年其他应付款和其他流动负债中的有息债务已计入短期债务, 长期应付款中的有息债务已计入长期债务

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	13.25	69.25	58.13	59.35
资产总额 (亿元)	337.63	452.41	481.49	478.32
所有者权益 (亿元)	85.19	101.37	106.96	104.38
短期债务 (亿元)	92.88	61.82	76.09	96.10
长期债务 (亿元)	86.83	214.64	227.28	206.66
全部债务 (亿元)	179.71	276.46	303.37	302.76
营业总收入 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额 (亿元)	0.08	20.09	3.92	-2.58
EBITDA (亿元)	0.10	20.10	3.98	--
经营性净现金流 (亿元)	-2.82	-1.13	-1.60	-0.59
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 (%)	--	--	--	--
营业利润率 (%)	--	--	--	--
总资本收益率 (%)	0.68	5.14	0.96	--
净资产收益率 (%)	2.10	19.14	3.67	--
长期债务资本化比率 (%)	50.48	67.92	68.00	66.44
全部债务资本化比率 (%)	67.84	73.17	73.93	74.36
资产负债率 (%)	74.77	77.59	77.79	78.18
流动比率 (%)	64.19	120.92	106.55	95.50
速动比率 (%)	64.19	120.92	106.55	95.50
经营现金流流动负债比 (%)	-1.70	-0.83	-1.08	--
现金短期债务比 (倍)	0.14	1.12	0.76	0.62
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注：公司 2022 年一季度财务报表未经审计

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+平均应收款项融资)
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/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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持