

信用等级公告

联合〔2020〕2967号

联合资信评估有限公司通过对中国旅游集团有限公司主体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，维持“20 中国旅游 MTN002”“20 中国旅游 MTN001”“14 港中旅 MTN001”和“14 港中旅 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年七月三十一日



中国旅游集团有限公司

2020 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 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中国旅游 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
14 港中旅 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
14 港中旅 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 中国旅游 MTN002	15 亿元	15 亿元	2025/03/19
20 中国旅游 MTN001	15 亿元	15 亿元	2025/03/13
14 港中旅 MTN002	26 亿元	26 亿元	2021/09/10
14 港中旅 MTN001	10 亿元	10 亿元	2021/03/19

评级时间: 2020 年 7 月 31 日

本次评级使用的评级方法、模型:

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

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

中国旅游集团有限公司(以下简称“公司”)作为中央直属的大型综合性旅游集团,是一家经营历史悠久、旅游产业链条完整、旅游要素齐全、规模优势显著、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、旅游金融、旅游地产等相关旅游业态和细分领域的业务布局,经营和服务网络遍布中国及海外,整体竞争优势明显。跟踪期内,公司中标北京大兴机场10年免税经营权,在青岛、厦门、大连等地的5家市内免税店陆续开业,海南离岛免税业务不断深化,免税业市场份额进一步提升,旅游零售业务收入及毛利率持续增长,盈利能力增强;旅游地产业务2019年项目结转情况良好,带动当期营业收入同比提升。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,旅游行业易受宏观经济环境以及突发公共事件的影响,2020年初爆发的新型冠状病毒肺炎疫情对公司业绩形成短期冲击,期间费用对利润侵蚀较大,发放贷款及垫款余额大、存在减值风险等因素可能给公司经营发展带来的不利影响。

在国民消费转型升级、海南自贸区建设提速的背景下,中国旅游行业呈现平稳较快发展态势,已成为具备竞争优势的产业之一。未来,公司将集中力量重点发展旅游相关主业,加快旅游产业链的投资布局,推动旅游产业结构优化升级,随着在建项目陆续建成投入运营,公司在中国旅游业的影响力将不断增强。

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MTN002”“20中国旅游MTN001”“14港中旅MTN001”和“14港中旅MTN002”的信用等级为AAA,评级展望为稳定。

本次评级模型打分表及结果:

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

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

分析师: 刘嘉敏 郭察理

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

优势

1. 公司作为国务院国资委直属、中国最大的综合性旅游集团,在跟踪期内保持领先的行业竞争力。公司是国务院国资委直属企业中最大的综合性旅游集团,并通过控股中国旅游集团中免股份有限公司和香港中旅国际投资有限公司两家上市子公司实现跨区域经营,品牌价值高,整体竞争优势明显。
2. 公司旅游产业链完整,各旅游板块间协同效应良好。公司主营业务涵盖旅游零售、旅行服务、旅行地产、旅游金融等板块,拥有完整的旅游服务链条和全面的配套能力,主营业务协同效果良好。
3. 免税业务销售渠道不断拓展,竞争力明显提升。公司重点围绕机场免税店、市内免税店和离岛免税店三方面积极拓展免税业务渠道。受益于国内免税品零售市场规模的快速增长、免税相关支持政策的出台以及销售渠道的拓展,公司免税业务收入快速增长。
4. 公司资产规模持续提升,质量和流动性良好;收入规模保持扩张,收入实现质量良好。2019年,公司收入规模快速扩张,收入实现质量良好,整体盈利能力稳健;现金类资产充裕,资产质量和流动性良好。

关注

1. 2020年初国内爆发新冠肺炎疫情,对旅游行业短期冲击较大;旅游地产业务易受宏观政策调整影响,项目结转有一定波动。旅游行业易受外部突发事件影响,2020年初,新型冠状病毒肺炎疫情爆发,公司旅游业务的经营和财务表现均明显下滑。公司旅游地产主要分布于燕郊、苏州、杭州等一二线城市,项目所在各城市政策调控力度对项目去化能力有一定影响。
2. 在建项目投资规模大,资金压力将持续存在。公司旅游地产业务未来开发建设投资规模大,截至2020年3月底,主要在建项目预计总投资318.88亿元,土地储备项目预计总投资504.05亿元,公司资金压力将持续存在,且部分地区存在去化压力和跌价风险。
3. 旅游零售和旅游金融业务模式下,期间费用、资产减值损失对利润影响较大。免税业务利润受机场租赁费为主的期间费用侵蚀影响严重,同时消费金融业务对贷款余额计提的资产减值损失保持较大规模,对利润有一定影响。
4. 发放贷款及垫款规模大,存在区域集中风险。公司消费金融业务形成贷款余额规模大,且主要放款区域集中在中国香港地区,存在一定区域集中风险。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
现金类资产(亿元)	161.68	138.23	185.41	272.54
资产总额(亿元)	1470.74	1008.16	1226.72	1331.07
所有者权益(亿元)	441.55	436.45	509.95	500.12
短期债务(亿元)	117.71	163.27	144.25	129.54
长期债务(亿元)	156.26	125.79	216.26	350.99
全部债务(亿元)	273.96	289.05	360.51	480.53
营业总收入(亿元)	629.84	669.39	810.47	109.40
利润总额(亿元)	63.70	64.73	74.88	-12.34
EBITDA(亿元)	86.25	88.24	100.69	--
经营性净现金流(亿元)	43.61	31.40	-6.93	-27.37
营业利润率(%)	29.49	38.93	39.55	40.75
净资产收益率(%)	9.88	10.72	10.06	--
资产负债率(%)	69.98	56.71	58.43	62.43
全部债务资本化比率(%)	38.29	39.84	41.42	49.00
流动比率(%)	71.91	129.72	150.58	181.38
经营现金流流动负债比(%)	5.14	7.51	-1.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.80	8.55	8.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.18	3.28	3.58	--

公司本部(母公司)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	274.13	309.10	337.63	470.08
所有者权益(亿元)	80.34	83.70	85.19	83.98
全部债务(亿元)	122.43	160.57	179.71	264.73
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	2.78	8.48	0.08	-1.21
资产负债率(%)	70.69	72.92	74.77	82.14
全部债务资本化比率(%)	60.38	65.74	67.84	75.92
流动比率(%)	55.95	70.57	64.19	129.58
经营现金流流动负债比(%)	-0.21	-1.18	-1.70	--

注: 2020年一季度财务数据未经审计; 合并口径现金类资产已剔除受限资金; 其他流动负债、其他应付款、卖出回购金融资产款中有息债务已计入短期债务和全部债务, 长期应付款中有息债务已计入长期债务和全部债务

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 中国旅游 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/9/27	刘嘉敏 郭察理	旅游企业主体信用评级方法 (V3.0.201907) 旅游企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
20 中国旅游 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/9/27	刘嘉敏 郭察理	旅游企业主体信用评级方法 (V3.0.201907) 旅游企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
14 港中旅 MTN002/ 14 港中旅 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/7/16	刘嘉敏 郭察理	旅游行业企业主体信用评级方法 (2017年) 消费服务行业企业信用模型 (2017年)	阅读全文
14 港中旅 MTN002	AAA	AAA	稳定	2014/7/28	董懿洋 周一鹤	企业主体评级方法 (2009年)	阅读全文
14 港中旅 MTN001	AAA	AAA	稳定	2013/10/18	董懿洋 景雪	企业主体评级方法 (2009年)	阅读全文

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

声 明

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

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国旅游集团有限公司2020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”）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。2018年1月，公司改制为国有独资公司并更为现名，注册资本变更为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，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¹。截至2020年3月底，公司注册资本158.00亿元，实收资本158.97亿元，国务院国资委持有公司90.00%股份，为公司实际控制人。

公司通过控股下属两家大型上市公司实现旅游行业全产业链和跨区域经营：中国旅游集团中免股份有限公司²（股票代码“601888.SH”，以下简称“中国中免”）2009年起在上交所上市，为国内旅游零售龙头企业，公司直接持有中国中免53.30%股权，未质押；香港中旅国际投资有限公司（股票代码“0308.HK”，以下简称“香港中旅”）1992年起在香港挂牌上市，专门从事旅游业及相关产业投资，公司通过香港中旅集团间接持有香港中旅60.13%股权，未质押。

公司经营范围：经营管理国务院授权范围

¹ 根据国家企业信用信息公示系统，公司唯一股东为国务院国资委，尚未完成工商登记变更。

² 原名“中国国旅股份有限公司”，2020年6月更为现名。

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

截至2019年底，公司（合并）资产总额为1226.72亿元，所有者权益合计509.95亿元（含少数股东权益271.85亿元）；2019年，公司实现营业总收入810.47亿元，利润总额74.88亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额为1331.07亿元，所有者权益合计500.12亿元（含少数股东权益266.48亿元）；2020年1—3月，公司实现营业总收入109.40亿元，实现利润总额-12.34亿元。

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

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2020年3月底，公司存续期内由联合资信评级的债券如下表所示。跟踪期内，除“20中国旅游MTN002”和“20中国旅游MTN001”未到付息日外，公司存续债券均正常付息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
20中国旅游MTN002	15.00	15.00	2020/3/19	2025/3/19
20中国旅游MTN001	15.00	15.00	2020/3/13	2025/3/13
14港中旅MTN001	10.00	10.00	2014/03/19	2021/03/19

14 港中旅 MTN002	26.00	26.00	2014/09/10	2021/09/10
------------------	-------	-------	------------	------------

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至本报告出具日仍处于存续期的债券

资料来源：Wind，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 国内宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。

2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比下降6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2 2016—2020年一季度中国主要经济数据

（单位：万亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6	5.9
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2016-2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：根据国家统计局和Wind数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。

2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。

2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企

业营业收入同比增长-12.2%（1—2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。

2019年，全国一般公共预算收入190,382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157,992亿元，同比增长1.0%；非税收入32,390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238,874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。

制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 国内宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2,900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便

利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3,000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5,000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 国内宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观

政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

1. 旅游行业

(1) 行业概况

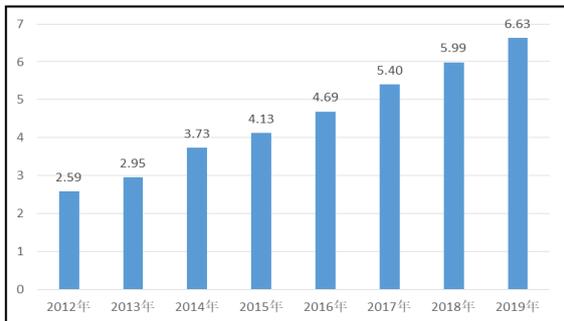
在经济发展新常态下，中国旅游行业呈现平稳较快发展态势。2020年初爆发的新冠肺炎疫情对旅游行业形成短期冲击，随着疫情

影响的缓解和国家多项支持政策的落实，旅游行业景气度有望回升。

改革开放以来，中国实现了从旅游短缺型国家到旅游大国的历史性跨越。“十三五”期间，旅游业的发展首次被纳入国家重点专项规划，走向国民经济建设的前沿，成为国民经济战略性支柱产业。

经文化和旅游部批准，中国旅游研究院（文化和旅游部数据中心）受权发布《2019年旅游市场基本情况》。2019年，旅游经济继续保持高于GDP增速的较快增长态势。国内旅游市场和出境旅游市场稳步增长，入境旅游市场基础更加稳固。全年国内旅游人数60.06亿人次，比上年同期增长8.4%；入出境旅游总人数3.0亿人次，同比增长3.1%；全年实现旅游总收入6.63万亿元，同比增长11%。旅游业对GDP的综合贡献为10.94万亿元，占GDP总量的11.05%。旅游直接就业2825万人，旅游直接和间接就业7987万人，占全国就业总人口的10.31%。

图1 2012年以来中国旅游总收入（单位：万亿元）



资料来源：联合资信整理

中国旅游业作为第三产业的主要支柱产业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。近年来国家政策对旅游行业的支持力度很大，各项引导政策可平抑因外部经济等环境波动而带来的不利影响，保障旅游产业平稳发展。同时，为提高行业整体服务质量，主管部门实施了一系列监管措施，规范各业态发展。

(2) 主要子行业

旅游业是为游客提供游览、住宿、餐饮、购物和娱乐等环节的服务并获取经济收益的综合性产业，旅游业的发展带动了旅游零售、酒店、旅行社等细分子行业的发展。

旅游行业蓬勃发展，游客购买力强劲，旅游零售市场发展空间较大。免税属于国家特许经营，由政府统一管控，门槛要求高，中国中免的综合实力遥遥领先其他竞争对手，政策对免税市场的放宽与规范，有助于防止恶性竞争，长期来看有利于巩固中国中免的龙头地位。

旅游行业蓬勃发展，尤其是与免税行业高度相关的出境旅游业2013—2018年保持了强劲增长，复合增长率达到11%。2019年，中国出境游市场规模再创历史新高，出境旅游人数为1.68亿人次，同比增长12.75%。同时，中国出境旅客依然是全球规模最大、消费能力最强的出境旅游客源，保持了强劲购买能力。根据携程和银联国际联合发布《新旅游、新消费、新中产：2019年中国人出境旅游消费报告》，中国出境游人数和海外购买力持续居世界第一，以销售高端消费品和奢侈品为主的中国旅游零售行业仍具有相对广阔的市场空间。

根据销售场所及供应对象的不同，全球常见的免税店分为：机场免税店、机上免税店、边境免税店、外轮供应免税店、客运站免税店、火车站免税店、外交人员免税店、市内免税店、邮轮免税店等九大类型。其中机场免税店和市内免税店是排名第一和第二的渠道类型。目前，国内免税市场的销售对象以出境游客为主，消费商品以香水、化妆品、烟、酒、精品为主，销售额中约有60%以上是来自于高端香化。2018年，中国免税行业销售额达到395亿元，接近400亿元，增速高达27.3%。

行业政策方面，2018年11月28日，财政部印发《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》。上调离岛免税消费额度至30000元，同时放开岛内居民购物次数限制，并在免税清单上增加部分家用医疗器械商品；2018年

12月28日，海关总署放开了轮船离岛免税资格的限制。2019年5月17日，财政部、商务部、文化和旅游部印发《关于印发〈口岸出境免税店管理暂行办法〉的通知》（财关税〔2019〕15号），促进出境免税呈现有限竞争格局；2020年6月底，财政部发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，离岛旅客每年每人免税购物额度为10万元、不限次，离岛免税购物品种从38种增至45种，取消单件商品8000元免税限额规定，自2020年7月1日起实施。国务院相继出台上述多项政策，扩大了免税购物金额、品种、数量和销售渠道，推动了免税行业的快速发展，促进了消费回流，扩大了国内的免税市场，有利于进一步开放国内免税市场，形成有限的竞争格局。

酒店业作为旅游业传统业态，近年迅速扩容，导致景气度下行，行业竞争激烈，大型酒店集团具备一定行业垄断竞争地位。未来，管理模式、特色及技术创新将促进行业转型升级。

酒店是旅游行业的重要基础设施，其数量和服务质量是旅游行业发展水平的衡量标准之一，在国民经济中的地位日益显现。

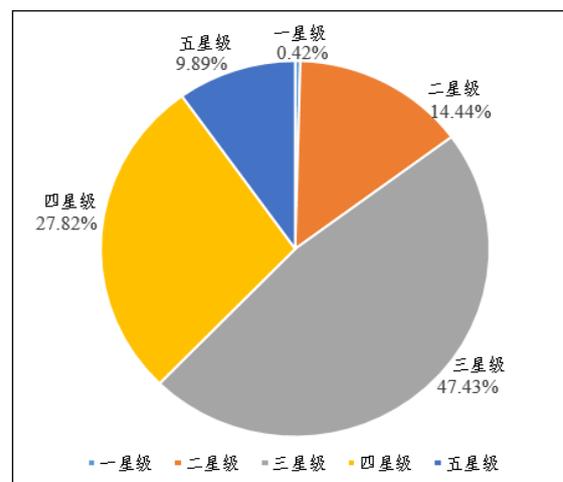
国家旅游局制定的《旅游饭店星级的划分与评定》（GB/T14308-2010）中将酒店分为五星级、四星级、三星级、二星级和一星级5个等级。中国饭店协会发布的《2018中国酒店连锁发展与投资报告》中，将STRGlobal的等级标准与《旅游饭店星级的划分与评定》（GB/T14308-2010）的等级标准大致进行了对应，高端以上为五星级，高端和中端偏上为四星级，中端为三星级，经济型为二星级及以下。

2013年以来，受三公消费限制以及整体宏观经济放缓影响，中国酒店市场整体不景气。根据国家旅游局公布的数据，2016年中国星级饭店营业收入总额为2027.26亿元，同比下降3.77%，为近十年来最低。2017年，中国星级饭店营业收入为2083.93亿元，摆脱了连续4年的负增长趋势，同比增长了2.80%；2018年星级饭店营业收入略有增长，为2090.97亿元。

从收入结构来看，客房收入仍为最主要的收入来源。2019年上半年，全国星级饭店营业收入为938.13亿元。其中餐饮收入占40.74%，客房收入占45.48%，其他收入占13.78%。

根据中国文化和旅游部公布数据，近年来中国星级酒店数量总体呈下降趋势，2012年全国星级饭店统计管理系统中共有星级饭店13304家。截至2019年9月底，全国星级饭店总数为10281家。其中，三星级占比最高。

图2 2019年9月底全国星级饭店数量结构图



资料来源：文化和旅游部

从经营情况看，2019年上半年，全国星级饭店平均房价为354.59元/间夜，同比增长2.45%；平均出租率为53.05%，同比下降0.92%；每间可供出租客房收入为188.11元/间夜，同比增长3.10%；每间客房分摊营业收入为33451.46元/间，同比增长0.65%。分地区来看，上海和北京各项指标均排名前两位。

从酒店行业总体竞争格局来看，近年来行业供给和行业需求增速相对接近，行业总体竞争格局呈现充分竞争的局面。目前，酒店集团占据了酒店行业主要份额，以中国饭店协会公布的已开业酒店房间数这一市场规模指标来看，国内酒店集团前10强占据了超过65%的市场份额，特别是锦江国际、首旅如家、华住等行业龙头企业已经具备一定行业垄断竞争地位。上述三大酒店集团在管理方式上均以加盟模式为主，近几年，由于中高端酒店的需求不

断增长，且不断扩张的加盟店数量使得上述酒店集团能够迅速获利，三大酒店集团均进行了快速扩张。加之OYO、H等酒店集团不断争抢单体酒店，使得三大酒店集团在2019年加速扩张。截至2019年底，上述国内三大酒店集团旗下酒店总数达到18582家，新开酒店数超过4000家。

从细分行业来看，经济型酒店由于近十年的投资高峰和经济型需求萎缩，已经处于竞争过剩和“行业洗牌”的阶段，目前经济型酒店正面临行业规模和结构重整双重挑战的竞争局面，行业集中度不断提升，以如家（首旅如家旗下）、汉庭（华住旗下）、7天（锦江旗下）、格林豪泰、锦江之星等为代表的细分品牌龙头已经具备较高的垄断地位。豪华型酒店在规模上竞争格局已经相对均衡稳定，在内部结构竞争上，国内豪华酒店品牌如开元酒店、金陵饭店、锦江国际等逐渐超过外资品牌取得竞争地位上的优势。

总体看，由于以前年度的快速扩张，目前中国酒店行业处于供大于求的状态。从历史数据看，住宿业固定资产投资完成额增速（供给端）逐年下降，铁路及民航客运量（需求端）增速基本保持在10%左右，供给波动性明显大于需求端，因此供给是决定行业景气程度的主要因素。面对行业竞争，单体酒店受制于营销渠道与品牌影响力，竞争力日趋下降，未来酒店业将呈现品牌化、规模化和集团化的趋势。从中长期看，旅游产业政策推动和旅游需求拉动将成为驱动中国旅游业长期高速增长的基本动力，随着中国旅游业的持续发展，酒店行业仍面临良好的发展机遇。未来，随着国家出台一系列“去杠杆”调控措施，酒店业轻资产化经营模式将兴起。同时，随着中产阶级的崛起，目前市场主体经济型酒店“标准化、规范化、程序化”的产品及服务很难适应当前消费者的需求，中高端酒店将成为行业结构主体，对产品、文化与服务的精选将逐渐成为酒店行业下一阶段的发展趋势。

旅行社业竞争趋于白热化，行业整体盈利能力弱。

伴随着中国旅游业的高速发展，中国旅行社行业也发生了巨大的变化，近二十年来行业规模不断扩大，从业人员不断增加，旅行社行业已经成为中国拉动经济增长、扩大就业渠道的重要的服务行业之一。

从行业竞争格局来看，目前中国的旅行社行业仍呈现过度竞争特征，表现为旅行社进入门槛低、数量多、产业集中度低、产品同质性强、长期利润水平低等特点。众多企业为了争夺市场份额，不得不进行恶性价格竞争，导致整个行业在总收入不断增加的同时，利润率却不断下降，甚至出现负利润的现象。这种情况下，不仅消费者不能从旅游中获得高质量的服务，旅行社企业也不能从中获得发展的足够利润，直接影响了产业的发展。

近年来，携程、途牛、同程艺龙等在线旅游企业不断加强在产业链上下游的延伸和布局，阿里巴巴、腾讯、百度、京东对旅游行业持续发力，通过参股投资的形式，以资本进入旅游行业，同时适时推出自营业务；而今日头条、美团、滴滴凭借各自的优势切入旅游市场中的垂直领域；抖音、小红书等内容社区，也都成了旅游行业强有力的参与者；加之行业本身特点，中小企业聚集，在多方参与下，行业竞争更加白热化。

未来，产业融合和业态创新将是中国旅行社业发展的核心增长点。产业融合包括旅行服务业与信息产业、供应链上游产业或下游产业融合；业态创新主要以旅游者需求变化为导向。

（3）疫情对旅游行业的影响

疫情防控期内，居民出行意愿大幅降低，旅游行业需求端已受到明显冲击，考虑到本次疫情的预计持续时间及需求复苏存在滞后，景区类、酒店类、餐饮类企业全年经营业绩下滑的可能性很大。中长期看，旅游行业仍将在疫情结束后迎来需求反弹。

2020年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫

情，旅游业中多种业态进入“停摆”状态。旅游平台经历了前所未有的千万级的“退单潮”，酒店业不仅面临现金流的收缩，还承受着巨大的资金压力，包括房租成本、企业间的应收账款风险以及人力成本。在境外疫情持续蔓延影响下，许多国家采取限制入境、减少人员流动等非常措施，对国内旅游市场冲击持续加剧。

疫情在全球范围内的流行和控制，运力的减少或暂停，不只是切断了人们出游的可能性，叠加人们对未来旅行安全的疑惑和担忧，以及经济波动对收入的影响，都会对年内的旅游消费产生抑制。中国旅游研究院测算，受疫情影响，2020年一季度及全年，国内旅游人次将分别下降56%和15.5%，国内旅游收入分别下降69%和20.6%；预计全年同比减少旅游人次9.32亿，减收达1.18万亿元。

回顾SARS对旅游行业的影响，2003年SARS从爆发初期到疫情结束，历时约9个月（2002.11—2003.7）。根据国家旅游局数据统计，受疫情影响，2003年旅游业出现十多年以来首次下降，全年旅游行业总收入增速为-12.3%，同比减少23.73个百分点；国内旅游人次同比下降0.9%，增速同比减少12.91个百分点。2003年7月，疫情进入衰退期，但其对消费者出行意愿的影响仍未解除，旅游业虽有反弹但未出现大幅增长。2004年，得益于疫情影响消散及居民旅游需求的释放，旅游业收入及旅游人次均呈现大幅反弹，根据国家旅游局数据统计，旅游业总收入同比增长40.1%，国内旅游人次同比增长26.6%，均高于2003年以前行业增速。因此，疫情作为突发事件，对旅游业短期影响很大，但该类危机事件属于一次性影响，疫情及需求复苏滞后期过后，旅游业将恢复增长。

针对文旅行业面临的实际困难，从国家到地方政府都陆续推出了相关补贴和扶持政策。国家层面发布了《关于积极应对疫情影响保持导游队伍稳定相关工作事项的通知》《关于暂退部分旅游服务质量保证金支持旅行社应对经

营困难的通知》《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南》等政策，各地也分别围绕资金支持、金融扶持、税费优惠、社会保障、物业租金等多个方面对涉旅企业给予帮助。

根据国家文旅部发布的数据，2020年5月1—5日，全国共计接待国内游客1.15亿人次，实现国内旅游收入475.6亿元。2019年“五一”假期的数据则是1.95亿人次和1176.7亿元。与去年相比，今年“五一”假期出游人次同比下降近六成，旅游收入下降约四成，虽然还有差距，但可以看出明显的复苏迹象。

六、重大事项

接受海免公司股权划转，免税业务综合竞争实力进一步提升

2019年1月，公司接受海南省国有资产监督管理委员会（以下简称“海南省国资委”）所持海南省免税品有限公司（以下简称“海免公司”）51%股权划入，作为控股股东将海免公司纳入合并范围。同时，公司将所持中国中免3904.95万股股份（占其总股本的2.00%）变更为海南省国资委持有，公司持有中国中免股权比例略降至53.30%，仍为中国中免控股股东，海南省国资委持有中国中免总股本的2.00%。2019年2月份，上述股份过户登记手续均办理完毕。

海免公司在海南岛内运营三家免税店，分别为海口美兰机场免税店、海口日月广场免税店、琼海博鳌免税店。截至2019年底，海免公司总资产18.99亿元，净资产为4.82亿元，2019年海免公司实现营业收入29.99亿元，净利润3.20亿元。

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，中国中免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，公司本部以非公开协议转让方式将所

持海免公司51%股权转让给中国中免下属全资孙公司中免集团(海南)运营总部有限公司(以下简称“海南运营总部”),于2020年6月完成工商变更。

七、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年3月底,公司注册资本158.00亿元,控股股东和实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司是国务院国资委直属的大型综合性旅

游集团,经营历史悠久,旅游产业链条完整,旅游要素齐全,规模优势显著,品牌价值高,且各旅游板块间具有良好的协同效应,跟踪期内,公司保持领先的行业竞争力。

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,涵盖旅行社、线上旅游、酒店、景区、免税、地产、金融、旅游客运、文化演艺、邮轮、房车等相关旅游业态和细分领域,通过控股下属两家大型上市公司中国中免和香港中旅实现旅游行业全产业链和跨区域经营。

表3 公司下属上市公司主要情况

股票简称	持股比例(%)	当前流通市值 ¹	2019年财务指标(亿元)			
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
中国中免	53.30	3800.88亿元	306.87	233.10	479.66	54.15
香港中旅	60.13	64.22亿港元	195.34	155.54	43.02	3.47

注:¹当前流通市值采用 Wind 2020 年 7 月 14 日最新时点数
资料来源: Wind

旅游零售业务方面,近年来,公司逐步完成对日上中国、日上上海收购以及海免公司股权划入,免税业务市场份额和竞争力明显提升,规模优势逐步凸显。跟踪期内,公司重点围绕机场免税店、市内免税店和离岛免税店三方面积极拓展免税业务渠道,中标北京大兴机场10年免税经营权,在青岛、厦门、大连等地的5家市内免税店陆续开业,海南离岛免税业务不断深化,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,拥有目前全球最大的免税商业综合体,并建立起全国唯一的免税物流配送体系。

旅行服务方面,公司集入境游、出境游、国内游、会展业务、签证及证件业务、商旅业务等于一体,下属中旅总社、中国中旅、国旅总社、招商国际等作为国内最早一批旅行社,在国内具备领先的品牌知名度和影响力,已初步建立起立足国内、辐射全球的线上线下一体化服务体系。截至2020年3月底,公司在内地设

有137间旅行社、会展和商旅服务等旅游周边产业公司,跟踪期内减少18间;香港、澳门地区设有3间旅行社和2家签证中心,在海外28个国家设有14间海外旅行社和26家签证公司的50家签证中心,并建有网上旅游商务平台,形成了遍布中国及海外的庞大的营销、服务网络业务。旅行服务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。

公司具备丰富的大型景区开发经验,已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。旅游地产方面,公司通过“地产+旅游”的独特开发模式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方面的综合需要,可以较低成本获得优质土地资源,截至2020年3月底,公司商品房在开发面积为266万平方米,主要分布在旅游资源较为丰富的宁波、杭州、苏州等一二线城市,同时,较为充足的土地储备为旅游地产业务的可持续发展

展提供了有力保障。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91110000100005554U），截至2020年5月28日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

八、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度、高管人员等方面无重大变化。

九、经营分析

1. 经营概况

目前公司业务格局以旅游主业为核心，辅以旅游地产和旅游金融等业务，2019年，旅游零售收入快速增长，旅游地产项目结转情况良好，景区、酒店等业务收入贡献稳健，综合作用下公司收入规模快速增长，毛利率保持较高水平。2020年一季度，受国内爆发新冠肺炎疫情影响，公司业务短期内受到较大冲击，但第二季度疫情影响有所缓解。

2019年，公司实现营业总收入810.47亿元，同比增长21.08%，主要源于旅游地产和旅游零售板块的收入增长带动；毛利率为41.39%，同比提升0.98个百分点，保持在较高水平。从构成上看，旅行服务实现收入195.36亿元，同比下降5.90%，收入贡献及毛利率水平较为稳健；旅游地产业务当期项目结转情况良好，收入同比大幅增长至47.97亿元，毛利率同比下降12.60个百分点，主要系结转项目单价较低所致；在免税业务销售持续扩张的带动下，公司

旅游零售业务收入不断增长，占比持续上升，2019年达到59.40%，且毛利率保持较高水平；景区和酒店运营板块2019年收入规模较为稳健，分别为22.27亿元和28.28亿元，毛利率水平较上年变化不大。公司持续收缩非主板块的业务资源，随着原子公司焦作中旅银行股份有限公司2018年9月起不再纳入合并范围，旅游金融业务收入规模及资金占用持续收缩，2019年收入同比下降47.24%。

2020年1—3月，受国内爆发新冠疫情影响，公司部分业务短期内受到较大影响。当期实现营业总收入109.40亿元，同比下降40.66%；综合毛利率为43.03%，同比减少4.34个百分点。分板块看，旅游零售业务面临免税店客源下降、部分店面闭店或调整营业时间的影 响，国内外旅游需求下降且面临严格的政策管控，景区存在部分闭园的情况，主要板块及整体收入规模下降明显。

公司积极采取应对措施，在做好防疫措施的前提下，最大限度地减少因客流下降带来的销售损失。旅游零售方面，公司根据自身经营特点不断创新和优化线上购物模式，加大免税品线上预定的销售和促销力度，减少疫情对公司经营的冲击；旅行服务方面，预计国内游市场将由省市内逐步到省际区域间逐步解禁，恢复仍需要一段时间。2020年第二季度，随着国内经济复苏，疫情对公司业绩的影响有所缓解，根据中国中免发布的2020年半年度业绩预告，经初步核算（未经审计），2020年1—6月，中国中免大力拓展线上业务，严控成本费用，实现营业总收入193.09亿元，实现利润总额11.61亿元（2020年一季度营业收入和利润总额分别为76.36亿元和-5.56亿元）。

表4 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2018年			2019年			2020年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
旅行服务	207.60	31.01	10.47	195.36	24.10	11.17	13.15	12.02	12.75
景区	20.69	3.09	38.61	22.27	2.75	35.95	2.07	1.89	-22.14

旅游地产	10.76	1.61	44.92	47.97	5.92	32.32	7.30	6.67	34.73
旅游零售	346.20	51.72	52.57	481.39	59.40	51.41	76.32	69.76	50.06
酒店运营	29.08	4.34	61.95	28.28	3.49	60.76	3.12	2.85	47.06
旅游金融	41.51	6.20	69.95	21.90	2.70	83.10	5.59	5.11	65.69
国旅集团	7.45	1.11	47.08	5.90	0.73	44.97	0.87	0.79	49.28
其他旅游业务	6.11	0.91	55.90	7.38	0.91	62.21	0.98	0.90	-45.92
合计	669.39	100.00	40.41	810.47	100.00	41.39	109.40	100.00	43.03

注：旅游主业板块包括旅游零售（以免税业务为主）、旅行服务（以旅行社为主）、酒店、景区、国旅集团（主要为本部商铺和物业出租收入等）和其他旅游业务（含旅游客运、游轮、房车）等；2018年9月起，原子公司焦作中旅银行股份有限公司不再纳入合并范围，旅游金融业务收入下降明显

资料来源：公司提供

2. 旅游主业

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

（1）旅游零售业务

跟踪期内，公司重点围绕机场免税店、市内免税店和离岛免税店三方面积极拓展免税业务渠道，以免税业务为主的旅游销售业务对公司收入和利润贡献持续提升。

公司旅游零售业务以免税销售业务为主，运营主体为中国中免下属全资子公司中免公司及其下属子公司。2019年，中免公司实现营业收入473.61亿元，同比增长37.35%，实现营业利润为63.47亿元，同比增长20.23%，一方面受益于国内免税品零售市场规模的持续增长，另一方面公司持续优化巩固现有离境、离岛免税业务，加强内部业务整合，管理效益不断提升。

表5 中国中免旅游零售业务收入构成和毛利率情况

（单位：亿元、%）

	2017年		2018年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
免税商品销售	148.61	45.72	332.27	53.09	458.18	50.00
有税商品销售	7.59	22.07	11.08	26.91	11.49	31.59
合计	156.20	44.57	343.35	52.24	469.67	49.55

注：采用中国中免2017-2019年年报主营业务分产品统计口径，未经合并抵消，与公司营业总收入中的旅游零售合计数有细微差异

资料来源：中国中免年报

跟踪期内，公司重点围绕机场免税店、市

内免税店和离岛免税店三方面积极拓展免税业务渠道。机场免税店业务方面，公司于2019年3月中标北京大兴国际机场10年免税经营权（大兴机场免税店于当年11月开业）。市内免税店方面，2019年5月，公司在青岛、厦门、大连、北京的市内免税店相继开业，8月，上海市内免税店实现开业，5家市内免税店的开业形成了对口岸出境免税店的有效补充。离岛免税业务方面，公司于2019年1月受让海免公司51%的股权，受益于海南自贸区建设提速、出入境及海南客源市场持续增长以及相关免税政策的支持，三亚国际免税城销售延续良好增长势头，海口、博鳌市内免税店顺利开业，在海南市场的免税业务布局不断深化，离岛免税市场优势地位进一步巩固。

免税业务的利润空间受期间费用影响大，以北京大兴机场免税店为例³，中标项目经营费收取标准为：烟酒类商品、食品类商品的销售额提取比例为49%，香化类商品的销售额提取比例为46%、精品类商品的销售额提取比例为20%，按相应计费期间保底经营费与实际销售额提成两者孰高额计算。跟踪期内，中免公司经营、定价模式较上年均未发生变化。

截至2020年3月底，中免公司通过全资和合资经营等方式，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免税店共计141个，总体经营面积达到16万平方米，经营场所多为租赁形式；

³ 详见中国中免2019年4月11日发布的《中国国旅股份有限公司关于子公司已中标项目正式签订合同的公告》。

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。2019年，该购物中心接待顾客731万人次，购物人数217万人次；实现营业收入104.65亿元，同比增长30.65%，主要系知名度提升和旅行社的合作带动进店购物增长、离岛免税新政策刺激等所致。同时，跟踪期内，公司自主投资建设的三亚国际免税城二期（河心岛项目）全面完成工程施工、招商装修、品牌落位等各项工作，并于2019年年底开业，二期总建筑面积约6.4万平方米，其中商业面积约3.4万平方米，与一期项目直接连通，结合海南免税政策的持续加码，未来有望成为新的业绩增长点。

（2）旅行服务业务

跟踪期内，公司持续对旅行服务业务进行提质增效、开展业务整合，收入规模同比收缩，毛利率持续提升。

公司旅行服务业务运营主体主要包括下属中旅总社、中国中旅、国旅总社、招商国际系列等⁴，相关业务运营主体由总部下属旅行服务事业群统一管理，事业群总部架构及运营管控体系初步搭建，业务协同和基础管理工作不断加强。公司旅行服务业务主要为旅行社开展的票务、出境和入境业务、国内业务和签证服务等构成。旅行服务业务盈利模式包括前端收取游客费用，后端整合旅游产品和收取佣金和代理费（或服务费）两种。跟踪期内，公司旅行服务业务的盈利模式未发生变化。

表6 公司旅行社收入构成情况（单位：亿元、%）

	2018年		2019年		2020年1-3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
入境游	14.48	6.95	10.98	5.61	0.63	4.77
出境游	96.53	46.35	89.42	45.73	5.72	43.53
国内游	44.09	21.17	47.74	24.42	2.52	19.19
商旅服务	8.99	4.32	5.93	3.03	0.63	4.78
签证业务	18.32	8.8	20.47	10.47	1.49	11.33

⁴为规避同业竞争并形成协同效应，2018年12月，中国中免董事会通过将全资子公司国旅总社100%股权转让给控股股东中旅集团，转让价格为现金18.31亿元，2019年2月完成相关工商变更。

会奖业务	20.7	9.94	16.43	8.40	1.84	14.03
其他业务	5.15	2.47	4.57	2.34	0.31	2.38
合计	208.26	100.00	195.53	100.00	13.15	100.00

资料来源：公司提供

受旅游市场竞争加剧影响，跟踪期内公司持续对旅行服务业务进行提质增效、开展业务整合，关停并转了亏损网点、发展质量差、控制力弱的网点，导致收入持续下跌。2019年，旅行社业务实现收入195.53亿元，同比下降6.11%，其中入境游、出境游收入同比均有所下降；净利润1.21亿元，同比实现扭亏。

（3）酒店和景区业务

2019年，公司酒店、景区业务收入规模稳健，毛利率保持较高水平。

酒店业务方面，2019年，公司酒店业务产生的营业收入合计28.28亿元，同比下降2.75%，毛利率为60.76%，同比变动不大。2019年公司酒店平均房价534.00元/间，出租率为77.91%，较上年变化不大（2018年平均房价545.00元/间，出租率77.19%）。截至2020年3月底，公司旗下自有酒店（不含输出管理的酒店和英国地区酒店）16家，主要分布于北京、南京、深圳、杭州、重庆、香港、澳门等城市，客房数总计5553间（其中港澳酒店5家，客房数1711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74家，客房数10089间，跟踪期内变化不大。

公司景区已形成集旅游目的地投资和运营、旅游配套产业服务和旅游全产业链运营服务等独有的旅游全产业链运营服务能力，主要包括“中旅景区”和“中旅地产”两大业务板块。其中，公司具备的景区资源涵盖度假区和特色文旅小镇（珠海海泉湾、咸阳海泉湾、安吉 Club Med Joyview、安吉和乐小镇等）、主题公园（世界之窗、锦绣中华等主题公园）、自然人文景区（嵩山少林、宁夏沙坡头、广西德天跨国瀑布、广西花山岩画等），此外，可提供车船一体化交

通、文旅商业策划运营、国内一流旅游演艺策划和运营服务等增值服务；“中旅地产”，已形成粤港澳大湾区、长三角、关中城市群的区域布局。跟踪期内，公司景区业务盈利模式未发生变化。2019年，景区业务实现收入22.27亿元，同比增长7.64%；毛利率为35.95%，同比下降2.66个百分点。

3. 旅游地产

公司旅游地产业务2019年项目结转情况良好，毛利率同比下降但仍保持在较高水平，对利润形成良好补充。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。

旅游地产方面，公司采用地产加旅游的独特开发模式，即在景区附近或者计划培育景区区域周边拿地开发，能够满足旅游资源丰富的地方政府提高城市形象、创造经济效益和社会效益等多方面的综合需要，从而为公司获得优质土地资源创造有利条件，其形成的优势就是较低的土地成本和独特的旅游地产产品。受项目结转进度影响，公司旅游地产收入有一定波动性。2019年，公司旅游地产板块实现收入47.97亿元，较上年（10.76亿元）实现大幅增长；毛利率为32.32%，同比减少12.60个百分点。

公司旅游地产在开发面积保持逐年上升，截至2020年3月底为266万平方米，主要分布于燕郊、苏州、杭州、青岛等一二线城市。2019年，公司完成开发面积较上年大幅增长，为79万平方米；当期销售面积为47万平方米，同比增长27.03%；当期项目结转情况良好，收入结转较上年大幅提升。随着项目所在各城市房地产政策调控力度的加强，公司旅游地产收入确认情况存在较大波动，未来旅游地产的销售和经营仍面临一定不确定性。

表7 公司旅游地产业务情况

类型	2018年	2019年	2020年1-3月
期末在开发面积（万平方米）	205	247	266
当期完成开发面积（万平方米）	13	79	0
当期销售面积（万平方米）	37	47	10
当期结转收入（亿元）	11	48	7

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司主要在建旅游地产项目21个，预计总投资318.88亿元，已完成投资181.17亿元。公司在燕郊、鞍山等地项目规模较大，受持续收紧的房地产政策和区域经济影响较大，燕郊、鞍山等地项目存在一定去化压力和跌价风险。

表8 截至2020年3月底公司旅游地产主要在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	类别	在开发面积	开工时间	预计竣工时间	预计总投资	已投资	剩余可售面积	已售面积	累计签约金额
燕郊学校	公建	4.38	2019.12	2020.12	2.46	0.72	--	--	--
苏州张家港 [*]	住宅	17.63	2018.2	2020.1	16.43	13.10	5.43	7.12	9.57
苏州吴江	住宅	16.17	2018.2	2020.12	24.25	18.33	11.15	0.39	0.74
苏州顾家荡	住宅	16.15	2018.6	2020.12	28.58	22.19	7.89	2.80	8.23
宁波长兴路3#	住宅	33.67	2017.11	2021.3	30.79	16.27	4.46	13.44	21.95
宁波慈城03地块	住宅	11.7	2020.3	2021.12	15.02	8.97	11.87	0	0
宁波慈城11地块	住宅	7.03	2020.3	2021.12	8.77	4.99			
杭州湾3#-e	住宅	8.64	2018.11	2021.6					
杭州湾3#-f	住宅	9.53	2018.11	2021.11	36.72	15.27			
杭州湾3#-g	住宅	12.89	2019.6	2021.6			39.88	16.99	20.36
杭州湾2#-f	住宅	14.47	2019.11	2021.11	39.70	9.64			
杭州湾2#-h	住宅	6	2019.12	2021.9					

杭州湾 2#-2	住宅	18.76	2019.8	2021.5					
杭州湾 2#-3	住宅	11.77	2019.8	2021.11					
杭州萧山二期	住宅	9.02	2018.9	2020.12	21.74	16.26	2.72	1.82	6.10
杭州城东新城	住宅	18.71	2019.9	2022.6	50.24	36.08	11.15	-	-
青岛 4.3 区	住宅	8.05	2019.6	2021.11	10.19	1.06	1.21	0.97	1.07
成都双流东升	住宅	11.76	2018.7	2020.9	12.63	10.50	5.78	2.12	3.29
安吉 BC 区	住宅	8.93	2018.9	2020.11	6.16	3.02	6.26	0.99	1.71
珠海时光序花园	住宅	12.07	2019.6	2021.9	10.37	3.80	3.30	1.48	1.78
咸阳海泉湾	住宅	8.63	2019.9	2021.12	4.83	0.96	4.10	0.94	1.06
合计	--	265.96	--	--	318.88	181.17	115.20	49.06	75.87

注：*苏州张家港项目未按原计划（2020 年 1 月）竣工，仍在在建项目中列示

资料来源：公司提供

公司积极进行土地储备战略布局，主要集中在河北燕郊、鞍山、青岛等地，截至 2019 年底土地储备面积合计 528.70 万平方米。储备土

地的地产项目预计投资不低于 504.05 亿元，考虑在建项目待投资 137.71 亿元，公司地产业务未来投资规模大，资金压力将持续存在。

表 9 截至 2020 年 3 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
宁波杭州湾文化小镇	43.80	2019 年	2023 年	66.44
宁波杭州湾海泉湾	34.90	2019 年	2024 年	80.47
青岛项目	42.60	2012 年	2026 年	41.36
安吉项目	7.60	2016 年	2022 年	7.29
杭州余杭项目	6.10	2020 年	2023 年	36.58
珠海项目	227.70	2019 年	2026 年	暂无
深圳宝安项目	1.40	2020 年	2023 年	暂无
成都金堂项目	21.60	2021 年	2024 年	60.00
燕郊项目	54.60	2015 年	2026 年	126.91
北京亦庄项目	3.60	2020 年	2022 年	41.50
鞍山项目	84.80	2014 年	2025 年	43.50
合计	528.70	--	--	504.05

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

资料来源：公司提供

4. 旅游金融业务

公司旅游金融业务包括产业基金、商业银行、消费信贷等，跟踪期内收入规模持续收缩；公司采用“高息差、高减值损失、高收益率”模式开展消费金融业务，发放贷款及垫款余额大，存在一定减值风险。

2019 年，公司旅游金融业务实现收入 21.90 亿元，同比下降 47.24%，主要系中旅银行 2018

年 9 月划出所致；毛利率为 83.10%，维持在较高水平。

消费金融方面，运营主体为香港中旅集团下属子公司安信金融控股有限公司（以下简称“安信金控”，持股比例 55%），是香港最大的非银行消费信贷公司，安信金控主要经营小额贷款，放贷资金来源于股东资金、资产证券化和银行贷款，主要业务组合为：本地及佣工贷

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。消费信贷作为小额贷款，具备“高息差、高减值损失、高收益率”的业务特点。截至2019年底，公司发放贷款及垫款余额85.84亿元，较上年底略有增长；2019年，公司对发放贷款及垫款计提损失金额7.77亿元。

公司参股焦作中旅银行股份有限公司（以下简称“中旅银行”，持股36.68%，为其第一大股东）。跟踪期内，中旅银行业务规模保持扩张，截至2019年底，中旅银行⁵吸收存款余额为567.88亿元，发放和垫款贷款余额444.25亿元，同比分别增长20.73%和22.38%。2019年，中旅银行实现营业收入21.73亿元，实现利润总额3.63亿元。截至2019年底，公司对中旅银行投资余额为25.94亿元；2019年，公司对中旅银行确认权益法下投资收益0.44亿元。

5. 经营效率

2019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46.62次、1.42次和0.73次，公司整体经营效率良好。

6. 在建项目及发展规划

截至2019年底，公司在建项目投资预算数⁶合计218.76亿元，在建项目期末余额为18.26亿元，且项目资金来源以自筹为主，有一定资金压力；重要在建项目见下表。其中，2019年3月，由公司投资建设的海口国际免税城项目（即表中的海口新海港项目）在海口西海岸开工建设，项目总占地约675亩，建设用地约485亩，拟建设规模约90万平方米。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，项目建设期限为2019年3月至2023年12月。2018

⁵ 采用中旅银行官网口径。

⁶ 采用2019年审计报告中的重要在建项目统计口径，审计报告中的在建项目投资预算218.76亿元包含2019年底已建成转固的河心岛项目（12.08亿元），剔除河心岛项目后在建项目投资预算为206.68亿元。

年9月，公司总部迁入海口，成为首家总部进驻海南的中央企业，未来拟在旅行服务、旅游酒店、旅游消费金融以及国际邮轮等方面与海南共谋发展。海口国际免税城项目建设作为海南全岛离岛免税业务重要布局的一部分，建成后将进一步促进海南旅游消费升级。

表10 截至2019年底公司重要在建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	预算数	工程进度	期末余额	资金来源
海口新海港项目	128.57	1%	1.82	自筹资金
三亚海棠湾二期项目	17.22	11%	1.67	自筹资金
嵩山少林功夫小镇项目	14.00	8%	1.12	自筹及借款资金

注：本表统计口径为2019年审计报告中预算数10亿元以上项目
资料来源：公司提供

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。未来3~5年，公司计划通过并购重组、产业基金、资产管理等多种方式，加快在旅游产业链的投资布局，推动旅游产业结构优化升级，不断提升集团在旅游业的控制力和影响力，持续打造新的利润增长点，实现旅游主业“中国第一、亚洲前五、世界一流”的总体战略目标。

十、财务分析

公司提供了2019年合并财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报告进行了审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2019年，公司因投资设立、现金收购增加20家子公司，因无偿划入增加海

免公司等5家子公司，因非同一控制下的企业合并增加2家子公司，因注销、处置、丧失控制权等原因减少41家子公司。总体来看，跟踪期内，公司新增和不再纳入合并范围的子公司数量较多，对公司财务数据可比性有一定影响。

截至2019年底，公司（合并）资产总额为1226.72亿元，所有者权益合计509.95亿元（含少数股东权益271.85亿元）；2019年，公司实现营业收入总收入810.47亿元，利润总额74.88亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额为1331.07亿元，所有者权益合计500.12亿元（含少数股东权益266.48亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入总收入109.40亿元，实现利润总额-12.34亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续提升，资产结构较为均衡。公司流动资产中货币资金充裕，以旅游地产在建开发成本、库存商品和土地储备为主的存货规模大，存在一定去化压力。整体看，公司资产规模很大，质量和流动性好。

截至2019年底，公司资产总额为1226.72亿元，较上年底增长21.68%，主要源于货币资金和存货的增长；构成上流动资产和非流动资产分别占56.43%和43.57%，流动资产占比较上年底增加2.66个百分点，公司资产构成较为均衡，跟踪期内资产结构变化不大。

截至2019年底，公司流动资产为692.21亿元，较上年底增长27.69%，主要源于货币资金和存货的增长；构成上仍以货币资金（占29.75%）和存货（占57.07%）为主。

截至2019年底，公司货币资金为205.90亿元，较上年底增长20.22%，构成主要为银行存款195.41亿元，其中存放在境外的款项共79.06亿元；货币资金受限比例为10.33%，构成主要为定期存款、存放央行的准备金、包含保证金等。

截至2019年底，公司应收账款账面价值为

17.24亿元，较上年底变化不大；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款中，1年内的占89.97%，整体账龄短；集中度方面，余额前五名合计2.14亿元，占10.52%，集中度较低；累计计提坏账准备3.07亿元，计提比例为15.12%。

截至2019年底，公司预付款项12.56亿元，较上年底下降13.52%，构成主要是预付航空公司押金和商品采购预付款等，其中账龄一年内的（含1年）为95.30%，账龄短，公司计提坏账准备0.15亿元，集中度方面，预付前五名单位款项合计1.86亿元，占14.62%，主要为对贵州茅台酒厂进出口公司等供货商，集中度较低。

截至2019年底，公司其他应收款23.84亿元，较上年底增长51.57%，构成均主要为土地款、往来款和保证金等；按账龄组合计提的应收款中，账龄一年内的（含1年）为90.00%，整体账龄较短；公司累计计提坏账准备5.83亿元（其中对单项金额重大并单项计提坏账准备的应收款余额12.01亿元计提坏账3.25亿元），综合坏账计提比例为20.16%，计提较充分；按欠款方归集的期末余额前五名单位余额合计12.62亿元，占余额的43.68%，除对广州国际信托投资有限公司的业务结算款已全额计提坏账准备外，其余债务人资信状况良好，公司应收款资金回收风险不大。

表11 截至2019年底公司其他应收款余额前五名单位情况（单位：亿元）

债务人名称	款项性质	账面余额	账龄	坏账准备
杭州余杭国土资源局	押金、保证金	4.93	1年以内	--
EsteeLauderAGLanchen	免税供应商佣金	3.90	1年以内、1-2年	0.03
广州国际信托投资有限公司	业务结算款	2.50	3年以内及3年以上	2.50
AirportAuthority	多缴纳的租金	0.82	1年以内	--
成都市双流区财政局资金专户	押金、保证金	0.48	1-2年	--
合计	--	12.62	--	2.52

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司存货账面价值为395.07亿元，较上年底增长45.06%，主要系在

建旅游地产开发产品及库存商品（产成品）增长所致；主要由在建旅游地产开发产品190.89亿元、库存商品112.11亿元（其中已完工开发产品22.24亿元，其余主要为免税业务备货）和尚未开发的土地储备91.73亿元构成，累计计提跌价准备6.99亿元；共计提跌价准备6.98元，其中对在建开发成本和库存商品计提跌价准备分别增长至4.45亿元和2.52亿元。

截至2019年底，公司其他流动资产33.96亿元，较上年底下降20.41%，主要由理财产品17.60亿元、预缴税费11.48亿元和待抵扣进项税额4.80亿元构成。

截至2019年底，公司非流动资产534.51亿元，较上年底增长14.68%，主要源于投资性房地产的增长，构成上以发放贷款和垫款（占16.06%）、长期股权投资（占11.12%）、投资性房地产（占17.77%）、固定资产（占25.15%）和无形资产（占12.45%）为主。

截至2019年底，公司发放贷款和垫款余额合计90.89亿元，较上年底略有增长。按贷款方来分，对个人贷款和垫款及对企业贷款和垫款余额分别为89.66亿元和1.23亿元；其中已逾期贷款共4.36亿元，逾期贷款以逾期1天至90天的为主（占97.50%），主要为信用贷款。公司累计计提贷款损失准备5.05亿元，计提比例为5.55%，其中本期计提与核销的金额分别为7.77亿元和8.37亿元、核销后收回1.07亿元。截至2019年底，公司发放贷款及垫款账面价值85.84亿元，较上年底大变化不大。

截至2019年底，公司长期股权投资59.46亿元，较上年底变化不大，主要为对联营企业的投资；2019年，公司在权益法下确认的投资收益为0.53亿元，被投资单位宣告发放现金股利或利润1.54亿元，计提减值准备1.12亿元。公司投资单位中焦作中旅银行股份有限公司期末余额25.94亿元，其余单位规模不大。

截至2019年底，公司投资性房地产账面价值94.96亿元，较上年底增长81.78%，构成以房屋、建筑物为主。公司对投资性房地产采用公

允价值模式进行后续计量，2019年因自用房地产、在建工程或存货转入12.69亿元，确认公允价值变动及其他增加44.40亿元。

截至2019年底，公司固定资产账面价值134.45亿元，较上年底增长4.00%；固定资产主要由房屋建筑物（占82.52%）构成，累计计提折旧108.74亿元，固定资产成新率57.25%，成新率一般；累计计提减值准备11.20亿元。

截至2019年底，公司无形资产账面价值66.56亿元，较上年底增长25.61%，主要源于土地使用权的增加；无形资产主要由土地使用权构成，累计摊销14.84亿元，累计计提跌价准备0.02亿元。

截至2019年底，公司商誉29.69亿元，较上年底变化不大。公司商誉余额构成主要包括安信信贷18.89亿元、Metropark Limited 9.76亿元、日上免税行（上海）有限公司8.22亿元、深圳安信小额贷款有限责任公司1.85亿元等。公司累计计提商誉减值准备10.01亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额1331.07亿元，较上年底增长8.51%，其中货币资金增长至297.78亿元，其余科目变动不大；流动资产和非流动资产占比分别为59.73%和40.27%。

截至2020年3月底，公司资产中所有权和使用权受到限制的账面价值54.04亿元；受限资产合计占总资产的4.41%，受限比例低。

表 12 截至 2019 年底公司受限资产情况(单位: 亿元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	25.85	三个月以上定期存款、保证金及存款准备金等
存货	21.25	抵押借款抵押标的物
固定资产	0.59	抵押借款抵押标的物及法院查封等
在建工程	0.64	抵押借款抵押标的物
其他	5.71	质押借款质押标的物，抵押借款抵押标的物及法院查封
合计	54.04	--

资料来源：公司提供

2. 所有者权益及负债

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司权益规模保持扩张；权益

中少数股东权益占比偏高，权益结构稳定性一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 509.95 亿元，较上年底增长 16.84%，主要源于未分配利润的累积和少数股东权益的增长；其中归属于母公司的所有者权益和少数股东权益分别占 46.69% 和 53.56%，少数股东权益占比略高于归母权益，主要系对核心运营主体中国中免持股比例为 53.30%，以及公司以合作形式进行部分地产项目开发和旅行社业务所致。截至 2019 年底，公司归母权益 238.10 亿元，主要由实收资本 158.97 亿元⁷和未分配利润 83.86 亿元构成；其他综合收益为-5.21 亿元，主要来源于外币财务报表折算差额变动。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益 500.12 亿元，较上年底下降 1.95%，主要由于一季度亏损使得未分配利润下降。

(2) 负债

跟踪期内，为支持项目建设，以及满足业务扩张带来的流动资金需求，公司负债规模有所扩张，债务结构调整以为长期债务为主。公司债务指标有所上升，且 2020—2022 年集中到期的债券规模大，整体债务负担尚可。

截至 2019 年底，公司负债总额为 716.77 亿元，较上年底增长 25.37%；构成上，流动负债占 64.14%、非流动负债占 35.86%，非流动负债占比较上年底增加 8.96 个百分点。

截至 2019 年底，公司流动负债 459.71 亿元，较上年底增长 10.01%，构成以短期借款（占 17.38%）、应付账款（占 16.37%）、其他应付款（占 14.06%）、预收款项（占 26.66%）和其他流动负债（占 11.88%）为主。

截至 2019 年底，公司短期借款 79.90 亿元，较上年底增长 38.03%，构成主要为信用借款 78.41 亿元，其余为少量抵押借款、质押借款。

截至 2019 年底，公司应付账款和预收款项分别为 75.27 亿元和 122.54 亿元，较上年底分

别增长 37.82% 和 26.27%，主要系业务规模扩张所致；账龄均以一年以内为主。

截至 2019 年底，公司其他应付款（含应付利息及股利）64.61 亿元，较上年底增长 12.00%，主要包括待结算款项 19.37 亿元、工程款 7.21 亿元、关联方往来款 6.86 亿元、押金和保证金 6.59 亿元等。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债大幅下降至 8.01 亿元，主要系“12 港中旅 MTN1”（26.00 亿元）、5 年期 3 亿美元债等到期兑付所致。

截至 2019 年底，公司其他流动负债 54.63 亿元，较上年底变化不大，全部为资产证券化融入资金。

截至 2019 年底，公司非流动负债 257.06 亿元，较上年底增长 67.11%，主要系为满足项目建设需求及调整负债结构增加长期债券融资所致。构成上，非流动负债主要包括长期借款 34.88 亿元和应付债券 179.81 亿元为主。公司长期借款较上年底下降 15.43%，构成上以信用借款为主（占 82.90%）。公司 2019 年发行多期美元债券及中期票据，应付债券较上年底增加 96.27 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 830.95 亿元，较 2019 年底增长 15.93%；构成上，流动负债和非流动负债占比分别为 52.75% 和 47.25%，非流动负债占比较 2019 年底继续增长。其中，公司长期借款和应付债券分别增长至 73.23 亿元和 276.50 亿元，2020 年一季度新增债券为两期中期票据、一期公司债和两期超短期融资券，发行金额合计 95 亿元；其他科目变化不大。此外，2020 年 4 月，公司发行两期美元债合计 9 亿美元。截至本报告出具日，公司存续期债券情况见下表，其中，2020—2022 年到期（含可赎回行权）债券分别为 25.00 亿元、56.00 亿元和 96.64 亿元，规模较大，但考虑到公司自身货币资金充裕、再融资渠道畅通，未来偿债压力尚可。

⁷ 该数据为公司实收资本账面数值，注册资本 158.00 亿元为国务院国资委批复数据。

表 13 截至本报告出具日公司存续债券情况

(单位: 亿元)

债券名称	发行规模	起息日	发行期限	到期日期
20 中国旅游 SCP005	10	2020/07/03	270 天	2021/03/30
20 中国旅游 SCP004	10	2020/06/29	270 天	2021/03/26
20 中旅 01	20	2020/03/26	5 年	2025/03/26
20 中国旅游 MTN002	15	2020/03/19	5 年	2025/03/19
20 中国旅游 MTN001	15	2020/03/13	5 年	2025/03/13
20 中国旅游 SCP003	20	2020/03/05	270 天	2020/11/30
20 中国旅游(疫情防控债)SCP002	5	2020/02/26	270 天	2020/11/22
19 中旅 01	40	2019/04/16	3 年	2022/04/16
14 港中旅 MTN002	26	2014/09/10	7 年	2021/09/10
14 港中旅 MTN001	10	2014/03/19	7 年	2021/03/19
3 年期 5 亿美元债券	35.40	2019/03/21	3 年	2022/03/21
10 年期 7 亿美元债券	49.56	2014/11/03	10 年	2024/11/03
10 年期 3 亿美元债券	21.24	2019/10/23	10 年	2029/10/23
3 亿美元永续债券*	21.24	2019/10/23	(3+N) 年	2022/10/23
5 年期 3 亿美元	21.24	2020/04/23	5 年	2025/04/23
10 年期 6 亿美元	42.48	2020/04/23	10 年	2030/04/23
合计	362.16	--	--	--

注: 美元债发行规模按照 2020 年 6 月 30 日银行间外汇市场人民币汇率中间价(1 美元=人民币 7.0795 元) 计算得出; 永续债券所列到期日为首次赎回行权日

资料来源: 公司审计报告、Wind

截至 2019 年底, 公司全部债务⁸为 360.51 亿元, 较上年底增长 24.72%; 其中, 短期债务规模较上年底下降 11.65%至 144.25 亿元, 主要系一年内到期的部分债券到期兑付所致, 长期债务规模较上年底大幅增长 71.93%至 216.26 亿元; 综合作用下公司短期债务占比下降至 40.01%, 债务结构较为均衡。债务指标方面, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.43%、41.42%和 29.78%, 债务指标较上年底均略有加重。

截至 2020 年 3 月底, 公司全部债务为 480.53 亿元, 较上年底增长 33.29%, 上述三项指标分别为 62.43%、49.00%和 41.24%。债务

⁸ 债务核算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。

结构方面, 长期债务占比进一步提升至 73.04%, 公司债务结构转变为以长期债务为主。

3. 盈利能力

2019 年, 随着旅游零售业务规模扩张及旅游地产项目结转, 公司收入规模快速扩张, 营业利润率保持较高水平, 整体盈利情况良好。但免税业务利润受机场租赁费为主的期间费用侵蚀影响严重, 同时资产减值损失保持较大规模, 投资收益波动对利润有一定影响。2020 年初新冠肺炎疫情对旅游行业形成较大冲击, 免税商店客源同比大幅下降, 导致公司收入下降明显, 利润出现暂时性亏损。

2019 年, 公司实现营业总收入合计 810.47 亿元(含利息收入 21.35 亿元), 同比增长 21.08%, 公司旅游零售业务规模扩张及旅游地产项目结转情况良好, 带动收入规模的快速增长; 同期, 公司营业成本为 475.02 亿元, 同比增长 19.09%; 公司营业利润率为 39.55%, 同比增加 0.62 个百分点。

2019 年, 公司期间费用合计 238.74 亿元, 同比增长 27.73%, 增速略高于营业收入增速。其中, 销售费用同比增长 38.42%至 176.81 亿元(占期间费用的 68.34%), 主要是机场免税业务增长带来的机场租赁费用增加所致; 管理费用同比增长 4.94%至 50.26 亿元(占期间费用的 21.05%); 财务费用同比增长 3.45%至 11.68 亿元(占期间费用的 4.89%), 主要系债务规模上升导致利息支出增长, 以及金融机构手续费增加所致。2019 年, 公司期间费用占营业总收入的 29.46%, 同比增加 1.53 个百分点。受收入占比最高的免税业务目前的租金收取模式影响, 期间费用对公司利润侵蚀严重。

非经常损益方面, 2019 年, 公司发生资产减值损失 15.92 亿元, 同比下降 37.45%, 主要包括存货跌价损失 2.30 亿元、固定资产和在建工程减值损失(合计 2.44 亿元)、商誉减值损失 1.82 亿元以及其他 7.77 亿元(主要为对发放贷款及垫款计提金额)。公司实现投资收益 2.37 亿

元，同比下降明显，主要包括按权益法核算的长期股权投资收益0.53亿元、处置长期股权投资产生的投资收益0.51亿元和可供出售金融资产投资收益0.65亿元。公司确认公允价值变动收益2.96亿元，主要源于投资性房地产公允价值变动。2019年，公司资产减值损失和投资收益分别为当期利润总额的39.30%和25.85%，非经营性损益对利润有一定影响。

2019年，公司实现利润总额74.88亿元，同比增长15.68%；总资本收益率和净资产收益率分别为7.21%和10.06%，同比均略有下降。

2020年1—3月，公司实现营业总收入109.40亿元，同比下降40.66%，主要系受2020年初爆发新冠疫情影响导致免税业务销售额下降，旅行社、酒店等业务量减少所致；营业利润率为40.75%，同比减少4.60个百分点。当期期间费用合计51.58亿元，同比下降9.62%，低于收入的同比下降幅度。受收入规模下降以及固定费用较高影响，公司利润总额转为亏损，为-12.34亿元（上年同期为盈利26.79亿元）。

4. 现金流及保障

跟踪期内，受旅游主业等现金流出增加影响，公司经营活动产生的现金流量净额转为净流出，收入实现质量保持良好水平；在建及拟建项目拿地和投资规模较大，推升公司融资需求，筹资活动现金流入规模大幅增长。

2019年，公司经营活动产生的现金流入量为961.64亿元，同比增长6.37%，以销售商品、提供劳务收到的现金（884.65亿元）和收到其他与经营活动有关的现金（52.90亿元）为主。同期，公司经营活动产生现金流出968.57亿元，同比增长10.99%，构成上以购买商品、接受劳务支付的现金（628.55亿元）和支付其他与经营活动有关的现金（220.36亿元，主要为旅游地产板块支付竞拍保证金和其他板块各类保证金支出等）。随着中旅银行不再纳入合并范围以及公司收缩旅游金融业务，金融类业务产生的现金流入和流出均逐年下降，2019年分别为

23.80亿元和3.17亿元。2019年，受旅游主业等现金流出增加影响，公司经营活动产生的现金流量净额由上年的净流入31.40亿元转为净流出6.93亿元；现金收入比为109.15%，同比减少6.62个百分点，仍保持在较高水平，公司收入实现质量良好。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动产生的现金流入307.59亿元，同比下降36.01%，构成上以收回投资收到的现金（168.74亿元，主要为理财产品赎回）和收到其他与投资活动有关的现金（134.08亿元）为主。同期，公司投资活动产生的现金流出同比下降46.76%至283.40亿元。2019年，公司投资活动由上年同期的净流出（51.59亿元）转为净流入24.19亿元。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动产生的现金流入为237.35亿元，主要为取得借款发生的现金流，筹资活动产生的现金流出合计201.48亿元，主要为偿还债务支付的现金及分配股利、利润或偿还利息支付的现金。2019年，公司加大对外融资力度，筹资活动产生现金净流入35.87亿元。

2020年1—3月，受疫情影响，公司经营活动产生的现金净流入规模同比下降36.65%，为154.16亿元，同时，公司支付各类固定费用等产生的支付其他与经营活动有关的现金仍保持较大规模（51.61亿元，同比下降7.33%），导致当期经营活动现金净净额由上年同期的净流入（33.15亿元）转为净流出27.37亿元；现金收入比为115.99%，同比略有下降。投资活动产生的现金流净额为-7.24亿元。筹资活动产生的现金流量净额为123.71亿元。

5. 偿债能力

公司货币资金较充裕，资产质量和流动性良好，短期偿债能力强。公司盈利能力很强，2019年利润增长带动EBITDA同比提升，长期偿债能力很强。整体看，公司偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，

公司流动比率较上年底增加 20.85 个百分点，增至 150.58%，速动比率较上年底变化不大，为 64.64%，现金类资产短期债务比为 1.29 倍，较上年底有所增长；截至 2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 181.38% 和 86.76%，现金类资产短期债务比为 2.10 倍，较上年底均有所提升。2019 年，受经营活动产生的现金流量净额转为净流出影响，公司经营现金流动负债比下降至 -1.51%。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 100.69 亿元，同比增长 14.11%；全部债务/EBITDA 为 3.58 倍，EBITDA 利息倍数为 8.55 倍，同比变化不大。

截至 2019 年底，根据审计报告，公司（合并）对外担保事项如下：①子公司成得投资有限公司为购房客户按揭贷款提供阶段性连带责任保证担保，金额为 60.06 亿元；②子公司武汉舵落口物流有限公司为购房客户按揭贷款提供阶段性连带责任保证担保，金额为 1.58 亿元。上述担保为房地产行业惯例，且一旦发生代偿，公司有权通过处置相关底层资产来弥收回代垫款项，相关信用风险很低；③公司为支持下属子公司业务正常开展会依据行业惯例为其提供保函担保、履约保函反担保等，金额分别为 430.00 万元、29475.70 万元。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信额度 790.68 亿元，其中未使用额度为 673.73 亿元。公司下属 A、H 股上市子公司具有直接融资渠道。整体看，公司直接和间接融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月底，公司重大未决诉讼 4 笔，其中公司作为被告的有 3 笔，涉案金额 5.08 亿元；公司作为原告有 1 笔，涉案金额 1.63 亿元，上述未决诉讼均为正常生产经营活动产生，对公司影响有限。

6. 母公司财务分析

跟踪期内，母公司无经营性业务，收入规模很小，利润主要来自下属企业的分红收益，母公司有息债务规模上升较快，财务费用对利

润侵蚀严重，对再融资存在依赖。2020 年一季度，母公司融资规模扩张较快。

截至 2019 年底，母公司资产总额 337.63 亿元，其中流动资产 106.29 亿元，非流动资产 231.33 亿元，资产结构以非流动资产为主。流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，分别为 13.25 亿元和 93.04 亿元，其中本部其他应收款余额前五大单位包括应收港中旅（中国）投资有限公司 41.08 亿元、港中旅置业（深圳）有限公司 12.64 亿元、香港中旅（集团）有限公司 11.24 亿元、南京维景国际大酒店 8.39 亿元和成得投资有限公司 5.92 亿元，均为关联方往来款；非流动资产主要是长期股权投资 228.88 亿元。截至 2019 年底，母公司负债合计 252.43 亿元，其中流动负债 165.61 亿元，非流动负债 86.83 亿元；流动负债以短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主，分别为 70.00 亿元、72.70 亿元和 22.88 亿元；非流动负债以长期借款和应付债券为主，分别为 10.99 亿元和 75.84 亿元。截至 2019 年底，母公司有息债务 179.71 亿元，资产负债率为 74.77%。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 85.19 亿元，其中实收资本 158.97 亿元，未分配利润 -78.00 亿元，主要是由于以前年度无偿划转国丰钢铁导致本部会计处理需要冲减未分配利润所致。

截至 2020 年 3 月底，母公司全部资产总额 470.08 亿元，负债合计 386.11 亿元，有息债务增长至 264.73 亿元。所有者权益合计 83.98 亿元。

盈利能力方面，2019 年，母公司营业收入 9.40 万元，无营业成本，当期财务费用 6.92 亿元，投资收益 7.35 亿元，利润总额 846.20 万元。2020 年 1—3 月，母公司未实现营业收入，受疫情影响当期投资收益下降至 480.60 万元，利润总额转为亏损 -1.21 亿元。

2019 年，母公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活

动产生的现金流量净额分别为-2.82亿元、-8.37亿元和11.11亿元,其中取得投资收益收到的现金6.99亿元。2020年一季度,母公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.71亿元、-0.94亿元和78.41亿元,筹资活动现金流入规模扩张明显。截至2020年3月底,母公司期末现金及现金等价物余额90.01亿元。

十一、存续债券偿还能力分析

截至本报告出具日,公司存续期人民币及美元债发行金额合计340.92亿元,其中一年内即将到期的债券合计55亿元;2020—2022年到期债券发行金额分别为25.00亿元、56.00亿元和75.40亿元,年度最高偿还额为75.40亿元。2019年,公司现金类资产为一年内到期债务的3.37倍,保障能力强;经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为存续债券的2.82倍、-0.02倍和0.30倍,分别为存续债券年度最高偿还额的12.75倍、-0.09倍和1.34倍,公司经营活动现金流入量对存续债券年度最高偿还额的覆盖程度高。

表14 公司存续债券保障情况(单位:亿元、倍)

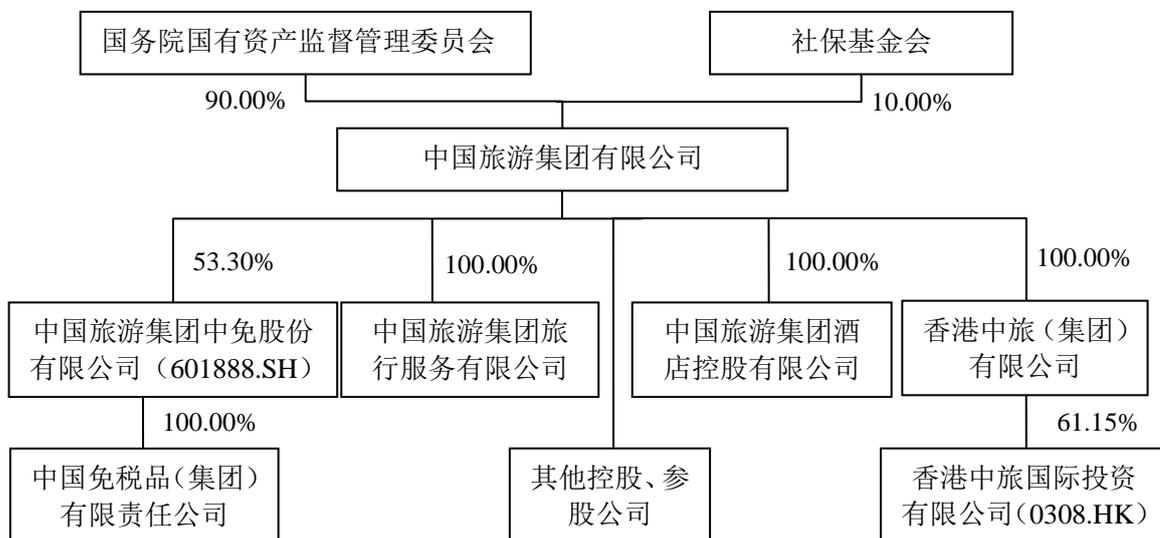
项目	2019年
一年内到期债券余额	55.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.37
经营活动现金流入量/应付债券余额	2.82
经营活动现金流净额/应付债券余额	-0.02
EBITDA/应付债券余额	0.30

注:一年内到期债券余额和应付债券余额数据节点为本报告日
资料来源:根据公司年报及公开资料整理

十二、结论

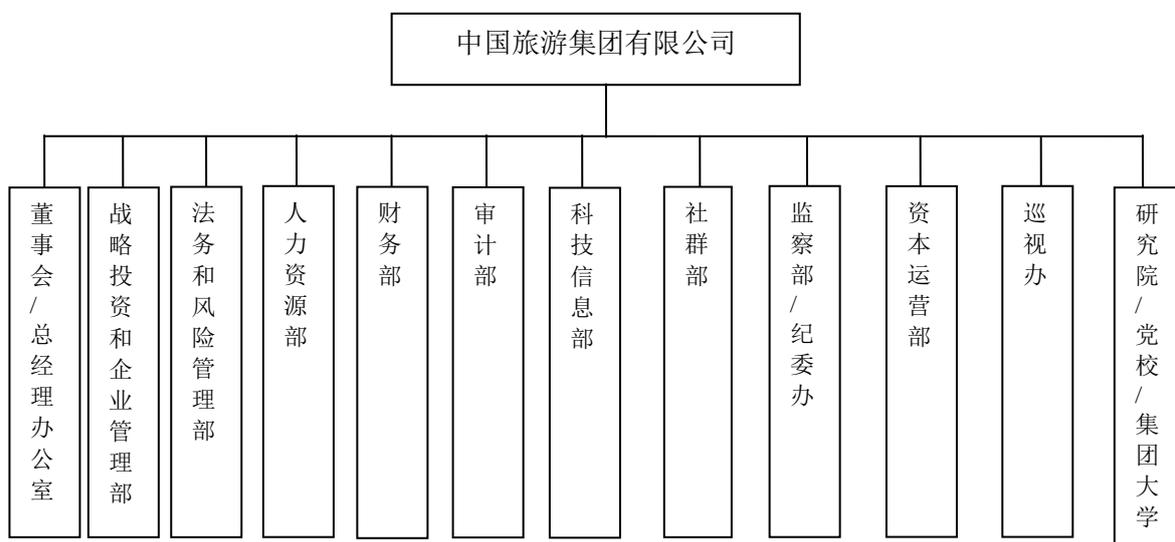
综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA,维持“20中国旅游MTN002”“20中国旅游MTN001”“14港中旅MTN001”和“14港中旅MTN002”的信用等级为AAA,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



注：根据国家企业信用信息公示系统，公司唯一股东为国务院国资委，尚未完成工商登记变更

附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司下属一级子公司情况

序号	公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	香港中旅（集团）有限公司	223747.75	100.00
2	中国中旅酒店（集团）有限公司	253560.67	100.00
3	海南省免税品有限公司	20000.00	51.00
4	港中旅酒店有限公司	27064.21	100.00
5	招商局上海国际旅行社有限责任公司	150.00	100.00
6	深圳招商国际旅游有限公司	2046.66	100.00
7	港中旅（深圳）投资发展有限公司	90000.00	100.00
8	港中旅财务有限公司	200000.00	100.00
9	星旅易游信息科技（北京）有限公司	100.00	100.00
10	港中旅投资（上海）有限公司	5010.00	100.00
11	中国国旅股份有限公司 （现为中国旅游集团中免股份有限公司）	195247.55	53.30
12	中国国旅集团有限公司 （现为中国旅游集团投资和资产管理有限公司）	103715.80	100.00
13	中旅金融控股（深圳）有限公司	150000.00	100.00
14	中旅芒果网发展（深圳）有限公司	1000.00	100.00
15	港中旅邮轮投资（深圳）有限公司	50000.00	100.00
16	中国旅游旅行服务有限公司	40871.05	100.00
17	Sunny Express Enterprises Corp.	1 美金 ⁹	100.00

资料来源：公司提供

⁹ Sunny Express Enterprises Corp. 注册地为英属维京群岛，注册资本为 1 美金。

附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	161.68	138.23	185.41	272.54
资产总额(亿元)	1470.74	1008.16	1226.72	1331.07
所有者权益(亿元)	441.55	436.45	509.95	500.12
短期债务(亿元)	117.71	163.27	144.25	129.54
长期债务(亿元)	156.26	125.79	216.26	350.99
全部债务(亿元)	273.96	289.05	360.51	480.53
营业总收入(亿元)	629.84	669.39	810.47	109.40
利润总额(亿元)	63.70	64.73	74.88	-12.34
EBITDA(亿元)	86.25	88.24	100.69	--
经营性净现金流(亿元)	43.61	31.40	-6.93	-27.37
财务指标				
销售债权周转次数(次)	22.13	38.05	46.62	--
存货周转次数(次)	2.52	1.70	1.42	--
总资产周转次数(次)	0.43	0.54	0.73	--
现金收入比(%)	103.44	115.77	109.15	115.99
营业利润率(%)	29.49	38.93	39.55	40.75
总资产收益率(%)	7.47	7.87	7.21	--
净资产收益率(%)	9.88	10.72	10.06	--
长期债务资本化比率(%)	26.14	22.37	29.78	41.24
全部债务资本化比率(%)	38.29	39.84	41.42	49.00
资产负债率(%)	69.98	56.71	58.43	62.43
流动比率(%)	71.91	129.72	150.58	181.38
速动比率(%)	48.76	64.55	64.64	86.76
经营现金流流动负债比(%)	5.14	7.51	-1.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.80	8.55	8.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.18	3.28	3.58	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限资金；其他流动负债、其他应付款、卖出回购金融资产款中有息债务已计入短期债务，长期应付款中有息债务已计入长期债务

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.10	13.34	13.25	90.01
资产总额(亿元)	274.13	309.10	337.63	470.08
所有者权益(亿元)	80.34	83.70	85.19	83.98
短期债务(亿元)	59.90	80.94	92.88	62.88
长期债务(亿元)	62.53	79.63	86.83	201.85
全部债务(亿元)	122.43	160.57	179.71	264.73
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	2.78	8.48	0.08	-1.21
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-0.28	-1.73	-2.82	-0.71
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)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	100.00	106.38	106.38	--
营业利润率(%)	-1923.08	-715.96	-2650.00	--
总资本收益率(%)	4.20	6.06	3.29	--
净资产收益率(%)	3.46	10.14	2.10	--
长期债务资本化比率(%)	43.77	48.75	50.48	70.62
全部债务资本化比率(%)	60.38	65.74	67.84	75.92
资产负债率(%)	70.69	72.92	74.77	82.14
流动比率(%)	55.95	70.57	64.19	129.58
速动比率(%)	55.95	70.57	64.19	129.58
经营现金流动负债比(%)	-0.21	-1.18	-1.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4 同行业企业对比数据

发行人	中国旅游集团有限 公司	锦江国际（集团）有限 公司	北京首都旅游集团有限 责任公司
主体级别	AAA	AAA	AAA
企业性质	中央国有企业	地方国有企业	地方国有企业
数据时点	2019 年		
总资产周转次数（次）	0.73	0.33	0.62
资产总额（亿元）	1226.72	1065.73	1318.1
所有者权益（亿元）	509.95	347	506.95
营业总收入（亿元）	810.47	361.27	773.58
利润总额（亿元）	74.88	26.82	21.5
经营活动现金流净额 （亿元）	-6.93	37.73	49.56
资产负债率（%）	58.43	67.44	61.54

注：公司主业围绕旅游行业（含旅游零售、旅行服务、旅游地产等），其中收入占比最高的旅游零售业务具备专营权与独特性，在旅游行业发债存续企业中无可比类似企业

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 5 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 6-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3 评级展望设置及其含义

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

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