跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕2225 号

中国旅游集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

中国旅游集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中国旅游集团有限公司公开发行的“19 中旅 01”“20 中旅 01”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年七月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www.unitedratings.com.cn

中国旅游集团有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

公司长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
19 中旅 01	40 亿元	3 年	AAA	AAA	2019/6/13
20 中旅 01	20 亿元	5 年	AAA	AAA	2020/3/19

评级时间：2020 年 7 月 17 日

主要财务数据：

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
合并口径			
资产总额（亿元）	1,011.59	1,226.72	1,331.07
所有者权益（亿元）	436.45	509.95	500.12
长期债务（亿元）	124.79	215.21	350.26
全部债务（亿元）	289.92	360.50	481.30
营业收入（亿元）	635.64	788.02	103.58
利润总额（亿元）	64.73	74.88	-12.34
EBITDA（亿元）	88.24	100.69	--
经营性净现金流（亿元）	31.40	-6.93	-27.37
营业利润率（%）	37.65	38.30	38.34
净资产收益率（%）	10.66	10.84	--
资产负债率（%）	56.85	58.43	62.43
全部债务资本化比率（%）	39.91	41.42	49.04
流动比率（倍）	1.30	1.51	1.81
EBITDA 全部债务比（倍）	0.30	0.28	--
EBITDA 利息倍数（倍）	8.55	8.36	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.47	1.68	--
公司本部（母公司）			
资产总额（亿元）	309.10	337.63	470.08
所有者权益（亿元）	83.70	85.19	83.98
全部债务（亿元）	160.57	179.71	264.73
营业收入（万元）	9.40	9.40	0.00
利润总额（亿元）	8.48	0.08	-1.21
资产负债率（%）	72.92	74.77	82.14
全部债务资本化比率（%）	65.74	67.84	75.92
流动比率（倍）	0.71	0.64	1.30

注：1. 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；2. 本报告将其他应付款、其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算，将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算，全部债务不包括向中央银行借款、吸收存款及同业存放、拆入资金、卖出回购金融资产款等银行类负债科目；3. 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

中国旅游集团有限公司（以下简称“公司”）作为国务院国有资产监督管理委员会直属（以下简称“国务院国资委”）的综合性旅游企业集团，旅游产业链条完整、经营规模大、品牌价值高。跟踪期内，随着外延式并购及经营规模的扩大，公司旅游零售业务规模大幅增长，公司获现能力仍较强。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到受疫情影响，公司 2020 年一季度旅游主业收入同比大幅下滑，后续影响有待观察，旅游地产存在一定资金支出压力且部分项目存在去化风险，债务负担有所加重等对公司信用水平带来的不利影响。

随着海南自由贸易港的建设，公司旅游零售业务有望获益于政策红利，经营规模有望扩大，公司发展前景良好。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，维持评级展望为“稳定”；同时维持“19 中旅 01”“20 中旅 01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．**竞争优势明显。**公司作为国务院国资委直属的综合性旅游企业集团，旅游产业链条完整、经营规模大、品牌价值高，整体竞争优势明显。

2．**免税业务市场份额持续扩张。**公司通过外延式并购及经营规模的扩张，免税业务市场份额持续扩张。

关注

1．**疫情影响有待观察。**2020 年以来，新冠肺炎疫情对全球旅游业产生重大冲击，受此影响，公司 2020 年一季度旅游主业收入同比大幅下滑，考虑到当前疫情风险尚未解除，后

续影响有待观察。

2．**旅游地产存在一定资金支出压力。**公司旅游地产易受市场及政策调整影响，在建项目及土地储备待开发项目投资规模大，未来存在一定的资金支出压力，且部分地区存在去化压力和跌价风险。

3．**债务负担加重。**随着经营规模的扩大，公司债务规模明显增长，债务负担有所加重。

分析师

高朝群　登记编号（R0040220040009）
李乃鹏　登记编号（R0040218100003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

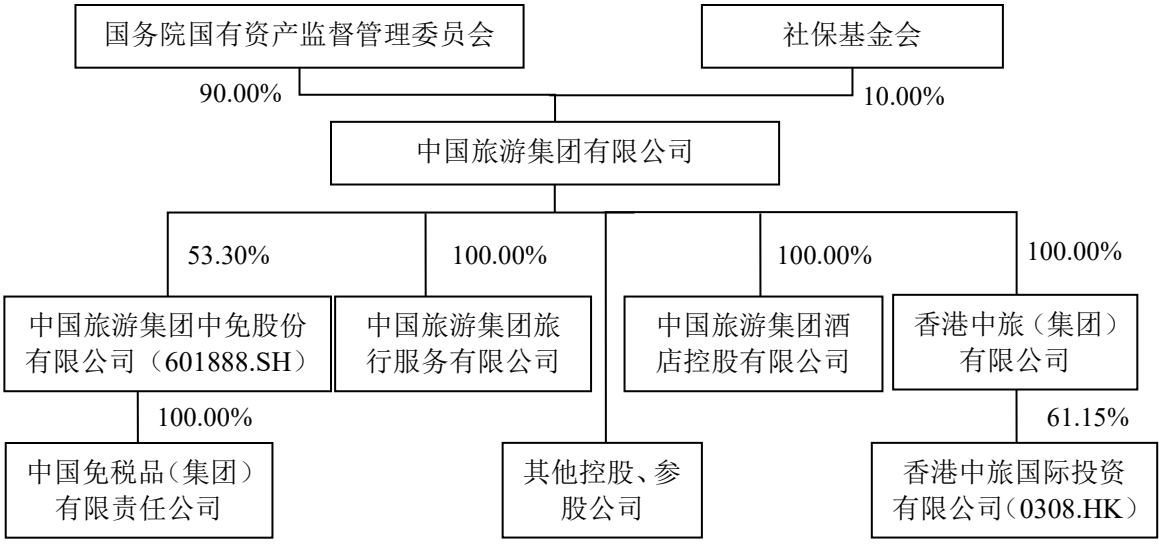
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

中国旅游集团有限公司（以下简称“公司”）前身是陈光甫先生于 1928 年设立的香港中国旅行社，1954 年由中央人民政府华侨事务委员会接管。2018 年 1 月，公司改制为国有独资公司，并更为现名。根据《财政部人力资源社会保障部国资委关于划转中国石油天然气集团有限公司等 35 家中央企业部分国有资本有关问题的通知》（财资〔2019〕37 号）通知，公司 10%的股权一次性划转给社保基金会持有。截至 2020 年 3 月末，公司注册资本 158.00 亿元，实收资本 158.97 亿元，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）持有公司 90.00%股份，为公司实际控制人。

图 1　截至 2020 年 3 月末公司股权结构图



注：根据国家企业信用信息公示系统，公司股东为国务院国资委，尚未做工商登记变更
资料来源：联合评级根据公开资料整理

公司作为国务院国资委直属的综合性旅游企业集团，业务涵盖旅行服务、酒店运营、景区运营、旅游零售、旅游地产、旅游金融业务等。截至 2020 年 3 月末，为经营需要，公司本部部门组织架构有所调整（详见附件 1-1），公司合并范围内在职员工总数 41,317 人。公司纳入合并范围的一级子公司 17 家，其中控股中国旅游集团中免股份有限公司[1]（以下简称“中国中免”，证券代码：601888.SH，公司持股比例为 53.30%）和香港中旅国际投资有限公司（以下简称“香港中旅”，证券代码：0308.HK，公司合计持股比例为 61.15%）2 家上市公司。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,226.72 亿元，负债 716.77 亿元，所有者权益 509.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益 238.10 亿元。2019 年，公司实现营业收入 788.02 亿元，净利润 51.28 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 19.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.93 亿元，现金及现金等价物净增加额 54.67 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 1,331.07 亿元，负债 830.95 亿元，所有者权益 500.12 亿元，其中归属于母公司所有者权益 233.64 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 103.58 亿元，净利润-12.47 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-7.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额-27.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 85.82 亿元。

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

[1] 2020 年 6 月 12 日，中国国旅股份有限公司变更为中国旅游集团中免股份有限公司，并完成工商登记变更，2020 年 6 月 29 日，证券简称由“中国国旅”变更为“中国中免”。

二、债券发行及募集资金使用情况

2019 年 4 月 16 日，公司发行“中国旅游集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）（品种一）”，并于 2019 年 4 月 29 日在上海证券交易所上市，债券简称“19 中旅 01”，债券代码 155334.SH，债券期限为 3 年，发行规模 40.00 亿元，票面利率为 3.68%，设置加速清偿条款。公司于 2020 年 4 月 16 日支付 2019 年 4 月 16 日至 2020 年 4 月 15 日期间的利息。按照募集资金用途的规定，“19 中旅 01”募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还有息债务、补充流动资金，截至 2020 年 5 月 29 日，“19 中旅 01”募集资金已全部使用，资金用途与募集说明书一致。

2020 年 3 月 26 日，公司发行“中国旅游集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）”，并于 2020 年 4 月 9 日在上海证券交易所上市，债券简称“20 中旅 01”，债券代码 163349.SH，债券期限为 5 年，发行规模 20.00 亿元，票面利率为 3.52%。截至本报告出具日尚未到第一个付息日。按照募集资金用途的规定，“20 中旅 01”募集资金扣除发行费用后拟用于补充流动资金，截至 2020 年 5 月 29 日，“20 中旅 01”募集资金尚未使用金额 18.36 亿元，已使用资金用途与募集说明书一致。

三、旅游行业分析

1. 行业概况

旅游业是第三产业中的支柱产业之一，需求弹性较大，易受外部经济环境和突发公共事件影响。近年来，我国旅游经济保持较快增长态势，但新冠肺炎疫情短期对旅游业生产经营造成较大冲击。随着海南自由贸易港的建设，海南省免税业务及经济有望获益，一定程度上可以缓解疫情影响。

旅游业作为第三产业的支柱产业之一，是战略性产业，资源消耗低，带动系数大，综合效益好，是促进就业发展的重要板块。改革开放以来，我国旅游业快速发展，产业规模和产业体系逐步完善，当前处于城镇化快速发展时期，日益增长的大众化、多样化的消费需求为旅游业发展提供新机遇。

旅游出行作为一项可选消费品，其消费水平和规模取决于居民可支配收入的增加和消费结构升级等因素。受益于我国经济的快速增长、居民收入增加及消费观念的提升，近年来，我国旅游业发展迅速。根据国家统计局数据，2019 年，全国国内生产总值 99.09 万亿元，按可比价格计算，较上年增长 6.1%。分产业看，第一产业增加值 7.05 万亿元，较上年增长 3.1%；第二产业增加值 38.62 万亿元，较上年增长 5.7%；第三产业增加值 53.42 万亿元，较上年增长 6.9%。全年全国居民人均可支配收入 3.07 万元，较上年增长 8.9%。

与此同时，居民消费观念也发生变化，旅游出行逐渐成为居民生活中的重要内容之一，我国旅游业已基本进入大众化、产业化的发展阶段。中国是世界第一大出境旅游客源国和第四大入境旅游接待国，2018 年，国内旅游市场持续平稳增长，入境旅游市场稳步进入缓慢回升通道，出境旅游市场快速发展，全年国内旅游人数 55.39 亿人次，较上年增长 10.8%；入境旅游人数 1.41 亿人次，较上年增长 1.2%；出境旅游人数 1.50 亿人次，较上年增长 14.7%。根据中华人民共和国文化和旅游部（以下简称“文化和旅游部”）数据，2019 年，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，较上年增长 8.4%；入出境旅游总人数 3.0 亿人次，较上年增长 3.1%。

从旅游收入看，2018 年，全国全年实现旅游总收入 5.97 万亿元，较上年增长 10.5%。2019 年，全国旅游经济保持增长态势，且高于 GDP 增速的较快增长，全年实现旅游总收入 6.63 万亿元，较上年增长 11%。旅游业对 GDP 的综合贡献为 10.94 万亿元，占 GDP 总量的 11.05%。

国内免税销售业务作为旅游业重要的发展方向，近年来保持较快发展趋势。国内免税市场销售以出境游为主，消费商品以香水、化妆品、烟酒、精品为主，中国保持全球规模最大、消费能力最强的出境旅游客源。从出境消费构成看，购物的支出从 2017 年的 34.34%下降至 2018 年的 16.48%，餐饮、文化娱乐、住宿消费等快速增长，其中免税行业销售额达 395 亿元，较上年增长 27.3%。但值得关注的是，免税业务是国际化程度很高的业务，全球旅游零售业务的公司排名分别为 DFS、Lotte、Shilla 和中国免税品（集团）有限责任公司（以下简称“中免公司”），其中受益于中国消费者的快速崛起，Lotte、Shilla 等公司沿着中国人出境目的地进行规划布局，使得竞争地位得以快速提升。

2020 年初，新冠肺炎疫情蔓延，对全球旅游业产生重大冲击，从短期来看，由于疫情的快速发展和异常严格的防疫措施，旅游业几乎处于停滞状态。1 月 24 日，文化和旅游部办公厅下发《文化和旅游部办公厅关于全力做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作暂停旅游企业经营活动的紧急通知》，要求全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品，全国各地的景区、文化娱乐场所相继暂停运营，当前有部分景区为减少损失开始试运行。新冠肺炎对旅游业具体影响尚未可知，据世界旅游及旅行理事会（WTTC）初步预估，新冠肺炎疫情将导致全球旅游业损失至少 220 亿美元。据有关机构测算，以中国 2019 年春节黄金周数据为例，2019 年春节期间全国旅游接待总人数约 4.15 亿人次、旅游收入约 5,140 亿元，考虑到市场增速，正常状态下 2020 年春节期间旅游接待总人数、旅游收入预计达到 4.5 亿人次、5,500 亿元，而受疫情影响，这部分收入将损失绝大部分。目前全球疫情发展仍不明朗，但国内防控已取得一定成果，疫情得到一定缓解，部分境外游的需求或将转移到国内。但是，疫情之后的旅游恢复尚需一定时间，旅游业短时间恢复存在很大挑战。

2020 年 6 月 1 日，中共中央、国务院印发的《海南自由贸易港建设总体方案》（以下简称“《方案》”）正式对外公布。海南自由贸易港的实施范围为海南岛全岛，《方案》在贸易自由便利、投资自由便利、跨境资金流动自由便利、人员进出自由便利、运输来往自由便利、数据安全有序流动等方面推出了诸多利好政策点，《方案》提出，到 2025 年海南将初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系，到 2035 年成为中国开放型经济新高地，到本世纪中叶全面建成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港。6 月 3 日，海南自由贸易港 11 个重点园区同步举行挂牌仪式。

具体看，海南“零关税”将分为两个阶段实行。2025 年全岛封关运作前，通过“零关税”正负面清单，对部分进口商品免征进口关税、进口环节增值税和消费税。2025 年全岛封关运作、简并税制后，对进口征税商品目录以外、允许海南自由贸易港进口的商品免征进口关税。此外，海南将离岛免税购物额度由每年每人 3 万元提升至 10 万元，并扩大免税商品种类。随着海南自由贸易港的建设，海南省免税业务及经济有望获益，一定程度上可以缓解疫情影响。

在“低税率”方面，《方案》提出，自 6 月 1 日起，对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15%征收企业所得税。对在海南自由贸易港工作的高端人才和紧缺人才，其个人所得税实际税负超过 15%的部分，予以免征。

自由贸易港的建设有助于海南省免税业务及经济发展。得益于政策红利的不断释放，海南离岛免税市场发展迅速，据海南省财政厅统计，2019 年，海南全省离岛免税销售额 136.1 亿元，同比增长超过 30%，整体上维持了近年来较高的增速。《方案》将有望促进海南离岛免税业、旅游业、现代服务业等消费相关领域高速发展，且扩大免税商品种类将吸引更多的游客前往海南旅游，尤其是在今年全球疫情蔓延导致出境旅游受限的环境下，此方案将促进免税消费回流。

2. 行业政策

国家相关部委推出各项政策，旨在推动旅游产业整合和市场规范，行业格局有望改善。

旅游业在促进国民经济发展、调整产业结构等领域具有较大影响，国家也给予政策支持和政策导向。这些政策有助于产业整合和市场规范，市场优胜劣汰，优势企业资源将进一步丰富，行业格局有望得到改善。

表 1 近年来旅游政策一览

时间	政策	主要内容
2015 年 8 月	《国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和投资的若干意见》（国办发〔2015〕62 号）	实施旅游基础提升计划、旅游投资促进计划、旅游消费促进计划、乡村旅游提升计划等，以改善旅游消费环境、开辟旅游消费市场、培育新的消费热点等
2015 年 9 月	国家发改委、国家旅游局发布开展景区门票价格专项整治工作的通知（发改价格〔2015〕2005 号）	开展门票价格专项整治工作、规范经营者价格行为、严格执行定价规则、程序、加强市场监管、建立景区质量等级评定与门票价格水平惩戒联动机制等
2016 年 4 月	《全国旅游标准化发展规划（2016－2020）》（旅发〔2016〕48 号）	提出到 2020 年，中国旅游国家标准将达到 45 项以上，行业标准达 60 项以上，地方标准达 300 项以上，新建 200 个以上全国旅游标准化试点示范单位
2016 年 12 月	《“十三五”旅游业发展规划》	“十三五”期间我国旅游业发展的四大目标为旅游经济稳步增长，包括城乡居民出游人数年均增长 10%左右，旅游总收入年均增长 11%以上，旅游直接投资年均增长 14%以上
2017 年 6 月	《全域旅游示范区创建工作导则》	提出创建工作要实现“五个目标”，并起到相应的示范引领作用：实现旅游治理规范化、发展全域化、供给品质化、全民参与化和效应最大化，成为旅游业惠及民生、稳增长、调结构、促协调、扩开放的典范
2017 年 8 月	《2017 年全域旅游发展报告》	报告指出旅游已成为我国民众生活必需品，全域旅游应运而生，将成为一项中长期国家战略和国策，国家各部委将加大对全域旅游的政策和资金支持力度
2018 年 3 月	《关于促进全域旅游发展的指导意见》	文件强调要牢固树立和贯彻落实新发展理念，按照“统筹协调，融合发展；因地制宜，绿色发展；改革创新，示范引导”三项基本原则，加快旅游供给侧改革，以实现旅游发展全域化、旅游供给品质化、旅游效益最大化的目标
2019 年 3 月	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	文件提出多项激发居民消费、促进旅游市场发展的意见，旨在提升文化和旅游消费质量水平，增强居民消费意愿，以高质量文化和旅游供给增强人民群众的获得感、幸福感
2019 年 7 月	关于修订印发《文化旅游提升工程实施方案中央预算内投资管理办法》的通知	各地和有关部门要切实承担起文化旅游提升工程的项目实施主体责任，建立工作机制，落实建设方案，统筹资金渠道，组织编制年度投资计划并及时分解转发落实，有序推进工程实施，确保工程建设质量和效益
2019 年 8 月	《国务院办公厅关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》	文件站在构建文旅消费新生态的高度，分别针对消费者、企业、行业等提出务实举措和指引，需求和供给两侧发力，从消费这一环节补足了文化产业、旅游业的产业链闭环，有利于真正使文旅消费成为稳增长、惠民生的“生力军”
2020 年 1 月	《文化和旅游部办公厅关于全力做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作暂停旅游企业经营活动的紧急通知》	旨在防控新冠肺炎的传播，要求全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品

资料来源：联合评级根据公开资料整理

3. 行业关注

中国旅游业市场格局没有改变，存在产业化层次较低、发展模式单一等诸多问题，行业规范和发展存在挑战。

从国内旅游市场的竞争格局看，我国旅游业存在诸多问题，主要集中在旅游业规模化产业化层次较低，发展模式单一，品牌化多样化进程缓慢，旅游市场秩序混乱，监管机制不健全等。此外，旅游需求不断增加，旅游大众化和自由行发展趋势明显，存在需求和供给不相匹配的情况。与国外有竞争力的旅游企业相比，中国旅游业无论从资产规模、营收规模、盈利能力还是业务类型多样性等方面，均存在较大差距，行业规范和发展挑战较大。

四、管理分析

跟踪期内，公司经营管理层有所变动，为正常经营所需。

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员有所变动。其中，傅卓洋因到龄退休自 2019 年 9 月

起不再担任公司董事、党委副书记，李文新、张晓铁和高瑞彬因任期届满自 2019 年 7 月起不再担任公司外部董事。吕友清自 2019 年 2 月至 2019 年 9 月任公司副总经理、党委委员，自 2019 年 9 月至今任公司董事；袁久强自 2019 年 1 月起任公司董事、党委委员、纪委书记，刘锦章自 2019 年 7 月任公司外部董事，任书辉、车尚轮、曾伟雄自 2020 年 3 月起任公司外部董事。

五、经营分析

1. 经营概况

随着旅游零售业务规模的扩大及旅游地产的结转收入增加，公司收入规模持续增长，毛利率稳定在较高水平。受疫情影响，公司 2020 年一季度旅游业务收入较上年同期大幅下滑，景区经营等业务经营亏损。

公司业务格局以旅游主业（包括旅行服务、酒店运营、景区运营、旅游零售等）为核心，辅以旅游地产、旅游金融业务等。2019 年，公司营业总收入较上年增长 21.08%，主要系旅游地产结转收入增加及旅游零售业务销售增加所致。公司主营业务收入占比超过 98%，主业仍突出。

从收入构成看，2019 年，公司旅行服务收入较上年下降 5.90%，主要系旅游市场竞争加剧，公司关停整改经营不善网点，叠加香港修例风波、大陆暂停台湾自由行等事件综合影响所致；公司景区业务收入较上年增长 7.64%，主要系接待游客数量增加所致；旅游地产收入较上年大幅增长 345.82%，主要系项目开发节奏加快，结转增加所致；旅游零售收入较上年增长 39.04%，主要系公司 2018 年 4 月收购获得日上免税行（上海）有限公司（以下简称“日上上海”）51%股权、2019 年 1 月获得海南省免税有限公司（以下简称“海免公司”）51%股权，公司将上述公司并表使得业务规模扩大所致；旅游金融收入较上年下降 47.23%，主要系自 2018 年 7 月起公司失去焦作中旅银行股份有限公司（以下简称“中旅银行”）控股权，不再将其并表所致。

表 2　2018－2019 年及 2020 年一季度公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	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：中国国旅集团有限公司现已改名中国旅游集团投资和资产管理有限公司，主要从事旅游新产业的孵化、培育和开发，旅游客运、物业管理和商贸综合体业务的经营，以及公司非核心资产的整合、经营、处置和权益管理等
资料来源：公司提供

毛利率方面，公司旅行服务、景区、旅游零售、酒店运营等业务毛利率变化不大。公司旅游地产业务毛利率减少 12.60 个百分点，主要系结转项目单价较低所致。公司旅游金融业务毛利率较上年提升 13.15 个百分点，主要系毛利率较低的中旅银行不再并表所致。受上述因素影响，公司综合毛利率较上年提升 0.98 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司营业总收入为 109.40 亿元，较上年同期下降 40.66%，主要系受疫情影响，公司旅行服务业务、旅游零售等旅游业务均受到不同程度冲击使得收入大幅下降所致；毛利率为 43.03%[2]，较上年同期的 47.05%有所下降，主要系公司收入占比较大的旅游零售业务、旅游地产等业务毛利率较稳定，而景区运营、旅游酒店等业务受疫情影响收入下降但维持相应刚性支出使得毛利率有所下降综合所致。

2. 旅游主业

旅游主业是公司的传统及核心业务，主要包括旅游零售、旅行服务、酒店、景区等业务板块。2020 年的新冠疫情对公司旅游主业影响较大，当前疫情风险尚未完全解除，公司旅游业务收入有进一步下滑风险。

（1）旅游零售业务

公司旅游零售业务经营规模不断扩大，随着海南自由贸易港的建设，三亚国际免税城客流量有望增长，带动公司旅游零售业务规模进一步增长。但受新冠肺炎疫情影响，公司 2020 年一季度旅游零售业务同比大幅下滑，疫情后续影响有待观察。

公司旅游零售业务主要经营免税业务，仍由中免公司经营，主要经营产品为烟酒、香化等免税商品。中免公司是唯一一家经国务院授权，可以在全国范围内开展免税业务的国有专营公司，也是全国唯一拥有免税物流配送体系的公司，品牌价值高。近年来，公司通过外延式并购及业务规模的扩大实现业务的快速发展，2017 年、2018 年及 2019 年，公司分别完成对日上免税行（中国）有限公司、日上上海、海免公司的收购，市场份额持续增长。2019 年 3 月，中免公司中标北京大兴国际机场 10 年免税经营权，该机场免税店已于当年 11 月开业；2019 年 5 月以来，中免公司在青岛、厦门、大连、北京及上海五个国内城市和香港的市内免税店相继开业。截至 2020 年 3 月末，中免公司拥有 141 个免税经营权，分布在中国北京、上海、广东、海南等 33 多个省市区及香港、澳门、柬埔寨等地，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。

公司旅游零售业务经营模式未发生变化。中免公司总部统一向供应商采购免税商品，旗下免税店向总部批发，再由中免公司的物流配送中心配送至各店，销售给出入境或离岛（海南岛）旅客，采用现金结算并确认收入。公司免税商品下游客户为政策允许购买免税商品的出入境及离岛旅客，下游客户较分散，不存在对单个客户的销售额占比过大的情况。所售商品仍分为零售定价和批发定价两种。

中免公司通过全资和合资经营等方式设立九大类型免税店，总体经营面积达到 16 万平方米。其中，三亚国际免税城为自有物业，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，三亚国际免税城全年接待顾客 731 万人次，购物人数 217 万人次，全年实现营业收入 104.65 亿元，较上年增长 30.65%，其中免税商品销售收入 101.74 亿元，较上年增长 30.93%，主要系知名度提升和与旅行社的合作带动进店购物人数增长、离岛免税新政策刺激等所致。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，公司免税商店客源同比下降，部分免税商店先后闭店或调整营业时间，对公司正常经营造成影响。根据中国中免控股股东中国中免（原中国国旅）2020 年第一季度报告，2020 年一季度，中国中免实现营业收入 76.36 亿元，同比下降 44.23%；中国中免利润总额由上年同期的盈利 33.55 亿元降至亏损 5.56 亿元。中免公司增加销售场所消毒等措施，落实防疫措施、保证消费者和员工健康安全，同时调整免税店的营业时间，最大限度地减少因客流下降带来的销售损失。同时，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

[2] 涵盖利息收入、手续费及佣金收入及相应成本。

的销售和促销力度，减少疫情冲击。

随着海南自由贸易港的建设，将吸引更多的游客前往海南旅游，尤其是在今年全球疫情蔓延导致出境旅游受限的环境下，此方案将促进免税消费回流。公司免税业务将持续受益于政策红利，业务规模有望进一步增长。

（2）旅行服务业务

受关停整改经营不善网点及香港修例风波等事件影响，公司旅行服务业务收入有所下降；当前疫情对公司旅行服务业务影响较大，公司重点发展国内游应对疫情影响。

公司旅行服务主要经营旅行社业务，仍由中国旅游集团旅行服务有限公司和香港中国旅行社有限公司经营。截至 2020 年 3 月末，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，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。

公司旅行社业务经营模式仍以传统旅行社组团和接待为主，盈利模式分为前端收取游客费用、后端整合旅游产品和收取佣金和代理费（或服务费）两种。目前，公司旅行社业务以自有线路门市销售为主，线上销售为辅，随着电子商务平台建设的推进，线上销售份额占比明显提升。

旅游市场竞争加剧，公司旅行服务进行提质增效、开展业务整合，关停整改经营不善网点，叠加香港修例风波、大陆暂停台湾自由行等事件综合影响，2019 年，公司旅行服务收入下降 5.90%。跟踪期内，公司整合并重组旅行社业务，搭建了事业群总部架构及运营管控体系，以加强业务协同和基础管理等。从旅行服务收入看，2019 年，公司旅行服务收入主要来自出境游和国内游。

表 3　2018－2019 年及 2020 年 1－3 月公司旅行社收入情况（单位：亿元、%）

构成	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	6.97	10.98	5.62	0.63	4.77
出境游	96.53	46.50	89.42	45.77	5.72	43.53
国内游	44.09	21.24	47.74	24.44	2.52	19.19
商旅服务	8.99	4.33	5.93	3.04	0.63	4.78
签证业务	18.32	8.82	20.47	10.48	1.49	11.33
会奖业务	20.70	9.97	16.43	8.41	1.84	14.03
其他业务	4.49	2.16	4.39	2.25	0.31	2.38
合计	**207.60**	**100.00**	**195.36**	**100.00**	**13.15**	**100.00**

注：数据已抵消内部关联交易
资料来源：公司提供

2020 年 1－3 月，公司旅行服务收入 13.15 亿元，同比下降 65.47%，主要系疫情影响，公司自 2020 年 1 月 24 日起暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品等所致。国内外疫情对旅行社行业产生影响较大，目前入境游、出境游和海外签证业务尚未完全恢复，随着国内游市场逐步解禁，公司将重点发展国内游业务，以减少疫情的影响。

（3）酒店运营业务

2019 年，公司酒店运营业务收入有所下降，但受疫情影响，公司 2020 年一季度酒店运营收入同比大幅下滑，且疫情风险尚未解除，该业务收入有进一步下滑风险。

酒店业务方面，公司主要经营“维景”“维景国际”“睿景”和“旅居”4 个系列酒店，截至 2020 年 3 月末，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，主要分布京宁深杭渝及港澳等城市，客房数总计 5,553 间（其中港澳酒店 5 家，客房数 1,711 间）。另外，英国 KG 自有

及管理酒店 74 家，客房数 10,089 间。

2018－2019 年，公司酒店平均房价 545.00 元/间和 534.00 元/间，入住率分别为 77.19%和 77.91%（上述数据不含港澳及英国房价），整体发展平稳。2020 年 1－3 月，公司平均房价为 495 元/间，入住率处于 21.05%（不含委托管理酒店及英国酒店数据）的较低水平，主要系受疫情影响所致。受此影响，2020 年 1－3 月，公司内地自有酒店实现营业收入 8,371 万元，较上年同期减少 12,572 万元；实现净利润-6,481 万元，较上年同期减少 7,826 万元。当前疫情风险尚未解除，公司酒店收入有进一步下滑风险。

（4）景区业务

受疫情影响，公司景区业务 2020 年一季度经营亏损。

截至 2020 年 3 月末，公司运营的景区仍为 9 个，其中公司拥有珠海海泉湾度假区和青岛海泉湾度假区全部经营权，其余 7 个景区为合作经营。公司经营经营业务模式未发生变化。2019 年，公司景区运营收入较上年增长 7.64%至 22.27 亿元，主要系接待游客数量增加所致。2020 年因新冠疫情影响，根据有关规定和要求，公司部分景区闭园或部分开园，跨境客运业务受两地疫情影响客运量下降，2020 年一季度景区业务营业收入为 2.07 亿元，经营亏损。

3. 旅游地产

随着开发节奏加快，项目结转增加，公司旅游地产收入大幅增长，且土地储备规模较大，业务持续性较好。但旅游地产业务存在一定的资金压力，且燕郊、鞍山等地存在一定的去化压力和跌价风险。

公司开发的旅游地产项目主要分布在苏州、宁波、杭州、燕郊等地。2019 年，公司旅游地产收入较上年增长 345.82%，主要系开发节奏加快，项目结转增加所致，收入结转来自燕郊项目、杭州丁桥、青岛项目、苏州新区等项目。

从业务开发情况看，2020 年 3 月末，公司在开发面积为 266 万平方米，较年初增加 19 万平方米。2019 年，公司完成开发面积 79 万平米，较上年增加 66 万平方米，主要系开发节奏所致。从销售数据看，2019 年，公司销售面积为 47 万平米，较上年增加 10 万平方米。

截至 2020 年 3 月末，公司商品房在开发项目分布在苏州张家港、燕郊、宁波、青岛、成都、杭州湾、鞍山等地区，项目总投资 318.88 亿元，已完成投资 181.17 亿元，尚需投资 137.71 亿元，未来存在一定的资金支出压力。在开发项目总可售面积 115.20 万平方米，已售面积 49.06 万平方米，项目累计已签约金额 75.87 亿元。值得关注的是，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。

土地储备方面，公司积极进行土地储备战略布局，主要集中在河北燕郊、杭州等地，均为住宅用地，截至 2020 年 3 月末，公司土地储备面积为 528.7 万平方米，规模较大，预计总投资 504.05 亿元，未来将面临一定的资金支出压力。

4. 未来发展

公司近年对发展战略进行调整，提出实施“两步走”战略，以市场为驱动，全面优化升级旅游产业链集群。公司将通过并购重组、产业基金、资产管理等方式，加快在旅游产业链条的布局，推动旅游产业结构升级，提升公司影响力。此外，公司将有选择性的培育旅游地产、旅游房车、旅游航空、旅游消费金融服务、旅游免税购物、旅游集散中心等新产业，寻找新的收入增长点，提升公司整体竞争力。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供2019年合并财务报表经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司提供的2020年一季度财务数据未经审计。

会计政策变更方面，子公司中国国旅股份有限公司（现为“中国中免”）自2019年开始执行《企业会计准则第22号—金融工具确认和计量（修订）（财会〔2017〕7号）《企业会计准则第23号—金融资产转移（修订）》（财会〔2017〕8号）等新金融工具准则，公司自2019年起开始执行《企业会计准则第7号—非货币性资产交换（修订）》（财会〔2019〕8号）等新会计准则，并采用财政部《关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6号）相关规定进行列报，对期初数进行追溯调整。本报告采用期初数分析。

合并范围方面，2019年，公司新纳入合并范围的子公司24家，其中投资设立15家，无偿划转5家，现金收购4家，不再纳入并表范围的子公司28家，其中注销19家，丧失控制权2家，被母公司吸收合并1家，已处置6家。截至2020年3月末，公司并表范围较年初无变化，公司合并范围内一级子公司共计17家。公司合并报表范围变化较大，对公司财务数据可比性产生一定影响。

2. 资产质量

公司货币资金充裕，流动资产以货币资金及旅游地产、旅游零售形成的存货为主，非流动资产以金融及旅游主业相关的投资为主，整体资产质量高。但需关注公司存货去化及跌价风险、发放贷款及垫款的贷款损失风险及商誉减值风险。

截至2019年末，公司合并资产较年初增长21.27%，流动资产占56.43%。

表4 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018年末		2019年末		增长率	2020年3月末	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	**542.08**	**53.59**	**692.21**	**56.43**	**27.69**	**795.02**	**59.73**
货币资金	171.28	16.93	205.90	16.78	20.22	297.78	22.37
应收账款	17.27	1.71	17.24	1.41	-0.15	11.45	0.86
存货	272.35	26.92	395.07	32.21	45.06	414.73	31.16
其他流动资产	42.67	4.22	33.96	2.77	-20.41	29.56	2.22
非流动资产	**469.50**	**46.41**	**534.51**	**43.57**	**13.85**	**536.05**	**40.27**
发放贷款及垫款	82.90	8.19	85.84	7.00	3.55	82.82	6.22
长期股权投资	58.61	5.79	59.46	4.85	1.45	59.52	4.47
投资性房地产	52.24	5.16	94.96	7.74	81.78	95.05	7.14
固定资产	129.28	12.78	134.45	10.96	4.00	133.07	10.00
无形资产	52.99	5.24	66.56	5.43	25.61	66.68	5.01
资产总计	**1,011.59**	**100.00**	**1,226.72**	**100.00**	**21.27**	**1,331.07**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及2020年一季度财务数据，联合评级整理

截至2019年末，公司流动资产较年初增长27.69%，主要系货币资金和存货增长所致。其中，公司货币资金较年初增长20.22%，主要系融资增加及预收房款增加所致。公司货币资金以银行存款为主，占94.90%，其他货币占4.88%，均为受限的定存、保证金等，受限比例较低。公司应收账款维持年初水平，主要为按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款，占89.32%，账龄以1年以内为主，占89.97%，账龄较短。公司应收账款中应收前五大客户金额合计2.14亿元，占10.52%，集

中度低。公司应收账款累计计提坏账准备 3.07 亿元。存货账面价值较年初增长 45.06%，主要系在建房地产开发产品及库存商品（产成品）增加所致。公司存货由在建房地产开发产品（占 48.32%）、库存商品（产成品）（占 28.38%）和其他（尚未开发土地）（占 23.22%）构成。公司累计计提跌价准备 6.98 亿元，主要来自产成品 2.52 亿元和在建开发产品 4.45 亿元，公司存货规模较大，存在进一步跌价风险，且公司旅游地产存在一定的去化风险。公司其他流动资产主要为理财产品、预交税费、信托投资、委托贷款等，2019 年末较年初下降 20.41%，主要系理财产品、信托投资、委托贷款等下降所致。

截至 2019 年末，公司非流动资产较年初增长 13.85%，主要系投资性房地产、固定资产及无形资产增长所致。其中，公司发放贷款及垫款维持年初水平，个人贷款余额占 98.65%。公司计提贷款损失准备 5.05 亿元，计提比例为 5.55%。公司长期股权投资维持年初水平，主要为对农港控股有限公司（20.76 亿元）、信德中旅船务投资有限公司（45.02 亿元）、中旅银行（25.94 亿元）、大湾区共同家园投资有限公司（28.75 亿元）等合营、联营企业的股权投资，可为公司带来一定的投资收益。公司投资性房地产账面价值较年初增长 81.78%，主要系自用房地产、在建工程或存货转入，及公允价值变动所致。固定资产账面价值较年初变化不大，主要由房屋建筑物（82.52%）构成，累计计提折旧 108.74 亿元，固定资产成新率 53.48%，成新率一般。公司无形资产较年初增长 25.61%，主要系土地使用权增加所致。无形资产中土地使用权占 94.50%。公司商誉为 29.69 亿元，维持年初水平，公司商誉累计计提减值准备 10.01 亿元。公司商誉期末余额主要为收购安信信贷有限公司（18.89 亿元）、日上上海（8.22 亿元）、CTS Metropark Limited & its subsidiaries（9.76 亿元）产生，计提商誉主要来自 CTS Metropark Limited & its subsidiaries（8.11 亿元）。

截至 2020 年 3 月末，公司资产总额较年初增长 8.51%，主要系流动资产增长所致。公司货币资金较年初增长 44.62%，主要系债务融资增加所致。

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产 54.04 亿元，占总资产的 4.06%，受限比例较低。

表 5　截至 2020 年 3 月末公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	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

3. 负债及所有者权益

随着经营规模的增加，公司债务规模明显增长，债务结构持续优化，但债务负担有所加重。

截至 2019 年末，公司负债较年初增长 24.63%，主要系非流动负债增长所致。公司流动负债占比大幅下降至 64.14%。

表 6　公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		增长率	2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	**418.17**	**72.71**	**459.71**	**64.14**	**9.93**	**438.32**	**52.75**
短期借款	57.89	10.06	79.90	11.15	38.03	77.89	9.37

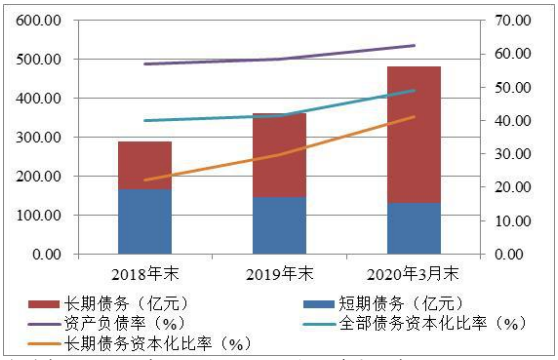
应付账款	54.62	9.50	75.27	10.50	37.82	49.18	5.92
预收款项	97.04	16.87	122.54	17.10	26.27	127.48	15.34
其他应付款	53.28	9.26	60.41	8.43	13.39	81.10	9.76
其他流动负债	53.07	9.23	54.63	7.62	2.94	48.57	5.85
非流动负债	**156.97**	**27.29**	**257.06**	**35.86**	**63.77**	**392.63**	**47.25**
长期借款	41.24	7.17	34.88	4.87	-15.43	73.23	8.81
应付债券	83.53	14.52	179.81	25.09	115.25	276.50	33.28
负债合计	**575.14**	**100.00**	**716.77**	**100.00**	**24.63**	**830.95**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务报表，联合评级整理

截至 2019 年末，公司流动负债较年初增长 9.93%，主要系短期借款、应付账款及预收款项等增长所致。其中，公司短期借款较年初增长 38.03%，主要系公司经营规模增加，融资需求增加所致；短期借款中信用借款占 98.13%。公司应付账款较年初增长 37.82%，主要系应付尚未结算的工程款增加所致。公司预收款项主要为预收的货款及房款，2019 年末预收款项较年初增长 26.27%，主要系预收售房款增加所致。公司其他应付款较年初增长 13.39%，主要系待结算款项及往来款增加所致。其他流动负债维持年初水平，主要为资产证券化融资，已调整至短期债务核算。

截至 2019 年末，公司非流动负债较年初增长 63.77%，主要系发行债券融资增加所致。其中，公司长期借款较年初下降 15.43%，信用借款占 82.90%，抵押借款占 16.47%。公司应付债券较年初增长 115.25%，主要系发行 10 年期 3 亿美元债券、3 年期 5 亿美元债券和 40 亿元公司债“19 中旅 01”所致。

图 2　公司长短期债务及资本结构分析



资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务数据，联合评级整理

截至 2019 年末，公司全部债务 360.50 亿元，较年初增长 24.34%。其中，短期债务 145.29 亿元，占比降至 40.30%；长期债务 215.21 亿元，占 59.70%。截至 2019 年末，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 29.68%，较年初分别提升 1.58 个百分点、1.50 个百分点和 7.44 个百分点，债务负担整体有所上升但处于合理水平。

截至 2020 年 3 月末，公司负债较年初增长 15.93%，主要系非流动负债增长所致。公司应付账款较年初下降 34.67%，主要系工程款及采购款结算所致；其他应付款较年初增长 34.24%，主要系公司总部所属旅游零售事业群计提租金等费用增加所致。公司长期借款较年初增长 109.95%；应付债券较年初增长 53.78%，主要系发行三期超短融、两期中票所致。公司全部债务较年初增长 33.51%至 481.30 亿元，短期债务占比进一步降至 27.23%，债务结构持续优化。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 62.43%、49.04%和 41.19%，较年初分别提升 4.00 个百分点、7.63 个百分点和 11.51 个百分点，公司债务负担有所加重。

受分配现金股利影响，公司所有者权益有所下降，且少数股东权益占比较高，公司权益稳定性一般。

截至 2019 年末，公司所有者权益为 509.95 亿元，较年初增长 16.84%，主要系利润留存所致。归属于母公司所有者权益为 238.10 亿元（占 46.69%），其中实收资本 158.97 亿元[3]、其他综合收益-5.21 亿元（以汇兑损失为主）、未分配利润 83.86 亿元，归属于母公司所有者权益占比低，权益稳定一般。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益 500.12 亿元，较年初下降 1.93%，主要系公司向股东分配现金股利所致，少数股东权益占比仍较高。

4. 盈利能力

2019 年，随着旅游零售业务规模的扩大及旅游地产的结转增加，公司收入规模明显增长，但资产减值损失规模较大，期间费用侵蚀公司利润明显。整体看，公司盈利能力仍较强。受疫情影响，公司 2020 年一季度收入同比大幅下滑，净利润由盈转亏，后续影响有待观察。

2019 年，公司营业收入较上年增长 23.97%，营业成本同趋势增长。同期，公司利息收入大幅下降 33.76%，利息支出大幅下降 75.64%。公司利润总额较上年增长 15.68%，主要系资产减值损失下降及公允价值变动损益增长所致。

表 7　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	增长率/百分点	2020 年 1—3 月
营业收入	635.64	788.02	23.97	103.58
利息收入	32.23	21.35	-33.76	5.55
营业成本	386.41	471.31	21.97	61.36
利息支出	11.81	2.88	-75.64	0.75
销售费用	127.73	176.81	38.42	37.85
管理费用	47.89	50.26	4.94	10.95
财务费用	11.29	11.68	3.45	2.78
资产减值损失	25.45	15.92	-37.45	4.70
投资收益	16.75	2.37	-85.86	-0.89
利润总额	64.73	74.88	15.68	-12.34
营业利润率	37.65	38.30	0.65	38.34
总资本收益率	8.25	7.86	0.39	--
净资产收益率	10.66	10.84	0.18	--

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务数据，联合评级整理

从期间费用看，2019 年，公司期间费用较上年增长 27.73%，主要系销售费用大幅增长所致。其中，销售费用和管理费用分别占 74.06%和 21.05%。2019 年，公司费用收入比维持上年水平，为 30.30%，公司费用控制能力较弱，期间费用侵蚀利润明显。

2019 年，公司资产减值损失为 15.91 亿元，主要是存货跌价损失 2.30 亿元、长期股权投资减值 1.12 亿元、在建工程减值损失 1.68 亿元、商誉减值损失 1.82 亿元和其他减值 7.77 亿元，资产减值损失占营业利润比重降至 21.86%。公司投资收益大幅下降 85.86%，主要系权益法取得投资收益下降及上年处置长期股权投资取得投资收益规模较大所致，投资收益占营业利润的比重由 25.22%降至 3.25%。资产减值损失对利润侵蚀明显，但利润对投资收益的依赖性大幅下降。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率维持上年较高水平，总资本收益率、净资产收益率变动不大，公司盈利能力较强。

[3] 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。

2020 年 1－3 月，公司营业总收入为 109.40 亿元，同比下降 40.66%，主要系受疫情影响，公司旅行服务业务、旅游零售等旅游业务均受到不同程度冲击使得收入大幅下降所致；受此影响，公司净利润由上年的盈利 19.58 亿元大幅下降至亏损 12.47 亿元，由盈转亏。当前疫情风险尚未完全解除，后续影响有待观察。

5. 现金流

公司旅游零售、旅行服务及地产业务现金回款良好，公司获现能力仍较强，收入实现质量较高。公司经营活动和投资活动现金流波动较大，随着融资规模的增加，公司筹资活动现金流量由净流出转为净流入。

表 8　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	增长率	2020 年 1－3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	774.94	884.65	14.16	126.89
收到其他与经营活动有关的现金	38.03	52.90	39.10	21.23
购买商品、接受劳务支付的现金	551.52	628.55	13.97	101.42
支付给职工以及为职工支付的现金	59.78	68.27	14.19	18.05
支付其他与经营活动有关的现金	153.50	220.36	43.55	51.61
收回投资收到的现金	394.04	168.74	-57.18	0.47
收到其他与投资活动有关的现金	74.13	134.08	80.88	80.86
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	34.70	25.33	-26.99	4.49
投资支付的现金	394.53	160.76	-59.25	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	99.31	97.31	-2.01	84.00
吸收投资收到的现金	1.19	24.59	1,965.14	0.01
取得借款收到的现金	94.33	211.34	124.06	147.40
偿还债务支付的现金	80.16	156.32	95.02	20.43
经营活动产生的现金流量净额	**31.40**	**-6.93**	**--**	**-27.37**
投资活动产生的现金流量净额	**-51.59**	**24.19**	**--**	**-7.24**
筹资活动产生的现金流量净额	**-13.14**	**35.87**	**--**	**123.71**

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务数据，联合评级整理

2019 年，公司经营活动现金流入较上年增长 6.37%，主要系主营业务回款增加所致。公司经营性现金流入主要以免税业务、房款收入为主，随着中旅银行不再并表的影响，公司客户存款及同业存放款项大幅下降。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为地产拍地保证金、租金、退还的押金等，规模有所增长。同期，公司经营活动现金流出较上年增长 10.99%。其中旅游主业等现金流出金额增长 13.97%。公司经营性现金流由大规模净流入转为净流出。公司现金收入比有所下降，2019 年为 112.26%，经营获现能力仍较强。

2019 年，公司投资活动现金流入较上年下降 36.01%，主要系收回的到期理财大幅下降及投资收益取得现金流入下降所致。同期，公司投资活动现金流出金额较上年下降 46.76%。公司投资活动现金流有大规模净流出转为净流入。

2019 年，公司筹资活动现金流入规模较上年增长 145.86%，主要为吸收投资取得的现金增加及融资规模大幅增加所致。同期，公司筹资活动现金流出较上年增长 83.70%，主要为偿还债务形成的资金流出。公司筹资活动现金流由净流出转为大幅净流入。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金净流出 27.37 亿元，投资活动现金净流出 7.24 亿元，筹资活动现金净流入 123.71 亿元，公司外部融资依赖有所增加。

6. 偿债能力

公司长短期偿债能力很强，考虑到公司作为国务院国资委直属的综合性旅游企业集团，旅游服务链条完整、品牌价值高，融资渠道畅通等因素，公司整体偿债能力极强。

表 9 公司偿债能力指标（单位：倍）

项目	偿债指标	2018 年/末	2019 年/末	2020 年 3 月/末
短期偿债能力指标	流动比率	1.30	1.51	1.81
	速动比率	0.65	0.65	0.87
	现金短期债务比	1.09	1.42	2.28
长期偿债能力指标	EBITDA 利息倍数	8.55	8.36	--
	EBITDA 全部债务比	0.30	0.28	--

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务数据，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率、现金短期债务比有所增长，速动比率较稳定。截至 2020 年 3 月末，公司上述指标较年初均大幅增长；考虑到公司存在受限货币资金的情况，调整后公司现金短期债务比为 2.08 倍。公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 较上年增长 14.11%至 100.69 亿元，其中折旧占 10.16%，计入财务费用的利息支出占 11.40%，利润总额占 74.37%。同期，公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比处于较高水平。公司长期偿债能力强。

截至 2019 年末，公司对外担保余额 2.95 亿元，规模较小。

截至 2020 年 3 月末，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。

截至 2019 年末，公司获得的银行授信额度为 790.68 亿元，未使用额度为 673.73 亿元，考虑到 A、H 股上市子公司有直接融资渠道，公司融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为 G1011010203546920A），截至 2020 年 5 月 28 日，公司无未结清和已结清不良和关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 母公司财务分析

公司收入主要来源于子公司，母公司收入规模较小，债务结构有待改善且债务负担较重。

公司主营业务主要由各子公司具体运营，母公司通过股东会参与下属上市子公司的管理，通过派驻高管、财务负责人等形式实现对其他子公司的管控。

截至 2019 年末，母公司资产合计 337.63 亿元，流动资产占 31.48%，非流动资产占 68.52%。流动资产主要为货币资金（占 12.47%）、其他应收款（占 87.53%），非流动资产主要为长期股权投资（占 98.94%）。母公司负债合计 252.43 亿元，流动负债和非流动负债分别占 65.60%和 34.40%。其中，流动负债主要为短期借款（占 42.27%）、其他应付款（占 43.90%）和一年内到期的非流动负债（占 13.82%），非流动负债为长期借款（占 12.66%）和应付债券（87.34%）。母公司所有者权益合计 85.19 亿元，其中实收资本为 158.97 亿元，未分配利润为-78.00 亿元。

截至 2019 年末，母公司全部债务 179.71 亿元，其中短期债务占 51.68%，债务结构有待改善。母公司资产负债率为 74.77%，全部债务资本化比率为 67.84%，较年初增长 1.84 个百分点和 2.10 个百分点，母公司债务负担较重。

2019 年，母公司营业收入为 9.40 万元，净利润为 1.79 亿元，主要来自投资收益。

截至 2020 年 3 月末，母公司资产总额 470.08 亿元，所有者权益 83.98 亿元。2020 年 1－3 月，母公司未实现营业收入，净利润为-1.21 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况看，截至 2020 年 3 月末，公司现金类资产和净资产分别为 206.67 亿元和 509.95 亿元，分别为“19 中旅 01”“20 中旅 01”待偿本金合计（60.00 亿元）的 3.44 倍和 8.50 倍，公司现金类资产和净资产对待偿债券本金覆盖程度很高。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 100.69 亿元，为待偿债券本金的 1.68 倍，公司 EBITDA 对待偿债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 961.64 亿元，为待偿债券本金的 16.03 倍，公司经营活动现金流入量对待偿债券本金的覆盖程度很高。

综合以上分析，公司对“19 中旅 01”“20 中旅 01”的偿还能力极强。

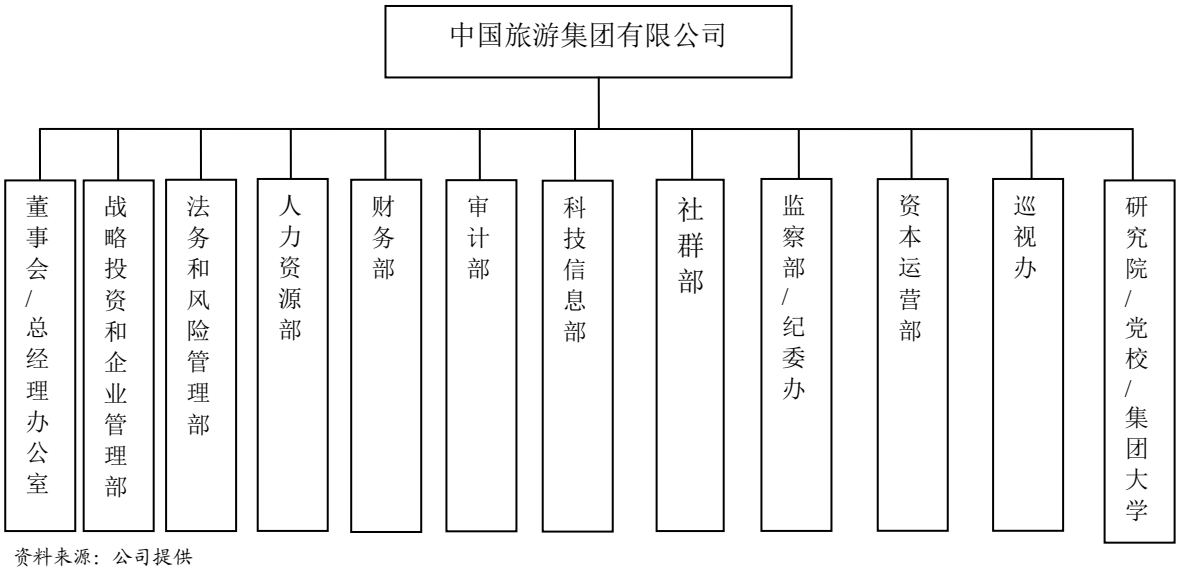
八、综合评价

公司作为国务院国资委的综合性旅游企业集团，旅游产业链条完整、经营规模大、品牌价值高。跟踪期内，随着外延式并购及经营规模的扩大，公司旅游零售业务规模大幅增长，公司获现能力仍较强。同时，联合评级也关注到受疫情影响，公司 2020 年一季度旅游主业收入同比大幅下滑，后续影响有待观察，旅游地产存在一定资金支出压力且部分项目存在去化风险，债务负担有所加重等对公司信用水平带来的不利影响。

随着海南自由贸易港的建设，公司旅游零售业务有望获益于政策红利，经营规模有望扩大，公司发展前景良好。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，维持评级展望为“稳定”；同时维持“19 中旅 01”“20 中旅 01”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1-1 中国旅游集团有限公司
组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2 中国旅游集团有限公司
一级子公司（截至 2020 年 3 月末）

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	223,747.75	100.00
2	中国中旅酒店（集团）有限公司	253,560.67	100.00
3	海南省免税品有限公司	20,000.00	51.00
4	港中旅酒店有限公司	27,064.21	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	2,046.66	100.00
7	港中旅（深圳）投资发展有限公司	90,000.00	100.00
8	港中旅财务有限公司	200,000.00	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	5,010.00	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）	195,247.55	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）	103,715.80	100.00
13	中旅金融控股（深圳）有限公司	150,000.00	100.00
14	中旅芒果网发展（深圳）有限公司	1,000.00	100.00
15	港中旅邮轮投资（深圳）有限公司	50,000.00	100.00
16	中国旅游旅行服务有限公司	40,871.05	100.00
17	Sunny Express Enterprises Corp.	1 美金[4]	100.00

资料来源：公司提供

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

附件 2-1 中国旅游集团有限公司
主要财务指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1,011.59	1,226.72	1,331.07
所有者权益（亿元）	436.45	509.95	500.12
短期债务（亿元）	165.13	145.29	131.04
长期债务（亿元）	124.79	215.21	350.26
全部债务（亿元）	289.92	360.50	481.30
营业收入（亿元）	635.64	788.02	103.58
利润总额（亿元）	64.73	74.88	-12.34
EBITDA（亿元）	88.24	100.69	--
经营性净现金流（亿元）	31.40	-6.93	-27.37
应收账款周转次数（次）	64.50	39.38	--
存货周转次数（次）	1.62	1.38	--
总资产周转次数（次）	0.51	0.70	--
现金收入比率（%）	121.92	112.26	122.51
总资本收益率（%）	8.25	7.86	--
净资产收益率（%）	10.66	10.84	--
营业利润率（%）	37.65	38.30	38.34
费用收入比（%）	29.41	30.30	49.80
资产负债率（%）	56.85	58.43	62.43
全部债务资本化比率（%）	39.91	41.42	49.04
长期债务资本化比率（%）	22.23	29.68	41.19
EBITDA 利息倍数（倍）	8.55	8.36	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.30	0.28	--
流动比率（倍）	1.30	1.51	1.81
速动比率（倍）	0.65	0.65	0.87
现金短期债务比（倍）	1.09	1.42	2.28
经营现金流动负债比率（%）	7.51	-1.51	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.47	1.68	--

注：1. 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；2. 本报告将其他应付款、其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算，将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算，全部债务不包括向中央银行借款、吸收存款及同业存放、拆入资金、卖出回购金融资产款等银行类负债科目；3. 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 2-2 中国旅游集团有限公司
主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	309.10	337.63	470.08
所有者权益（亿元）	83.70	85.19	83.98
短期债务（亿元）	80.94	92.88	62.88
长期债务（亿元）	79.63	86.83	201.85
全部债务（亿元）	160.57	179.71	264.73
营业收入（万元）	9.40	9.40	0.00
利润总额（亿元）	8.48	0.08	-1.21
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-1.73	-2.82	-0.71
应收账款周转次数（次）	/	/	/
存货周转次数（次）	/	/	/
总资产周转次数（次）	/	/	/
现金收入比率（%）	106.38	106.38	--
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	10.34	2.12	--
营业利润率（%）	-715.96	-2,650.00	--
费用收入比（%）	703,640.43	769,941.49	--
资产负债率（%）	72.92	74.77	82.14
全部债务资本化比率（%）	65.74	67.84	75.92
长期债务资本化比率（%）	48.75	50.48	70.62
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
EBITDA 全部债务比（倍）	/	/	/
流动比率（倍）	0.71	0.64	1.30
速动比率（倍）	0.71	0.64	1.30
现金短期债务比（倍）	0.16	0.14	1.43
经营现金流动负债比率（%）	-1.18	-1.70	--

注：1. 未获取母公司现金流量表补充表等相关数据，部分指标无法计算；2. 母公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、C 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。