

信用评级公告

联合〔2021〕3165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及其拟发行的中国旅游集团有限公司面向专业投资者公开发行2021年公司债券的信用状况进行综合分析和评估,确定中国旅游集团有限公司主体长期信用等级为AAA,中国旅游集团有限公司面向专业投资者公开发行2021年公司债券信用等级为AAA,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:



二〇二一年五月二十日

中国旅游集团有限公司

面向专业投资者公开发行 2021 年公司债券信用评级报告

评级结果：

公司主体信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期发行规模：不超过 50 亿元（含）

债券期限：不超过 10 年期（含）

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还有息债务、补充营运资金、项目投资和股权投资等

评级时间：2021 年 5 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
旅游行业企业主体信用评级方法	V3.0.201907
旅游行业企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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

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

评级观点：

中国旅游集团有限公司（以下简称“公司”）作为中国最大的综合性旅游集团，是一家历史悠久、旅游产业链条完整、旅游要素齐全、品牌价值高的旅游企业集团，主业涵盖旅行服务、旅游投资和运营、旅游零售、酒店运营、旅游金融等多个领域，经营网络遍布中国及海外，在免税行业形成了显著的市场地位，整体规模优势明显。2020 年，新冠肺炎疫情对公司旅行服务、酒店运营和景区业务冲击较大，但受益于海南离岛免税政策的实施和地产项目结转增加，旅游零售和旅游投资与运营板块保持增长，整体盈利能力稳健。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，突发公共卫生事件对旅游行业影响大，公司有息债务快速增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额对本期公司债券的保障能力强。

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

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期公司债券的偿还能力极强，到期不能偿还的风险极低。

优势

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

分析师：李 明 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

2. **公司旅游产业链完整，主营业务协同效果良好。**公司主营业务涵盖旅游服务及景区、旅游零售、旅游地产、旅游特色金融等板块，拥有完整的旅游服务链条和全面的配套能力，经营规模大、品牌价值高，整体竞争优势明显，主营业务协同效果良好。
3. **公司在免税行业的竞争地位显著，免税业务市场份额持续扩张。**截至2021年3月底，公司免税业务已在全国30个省、市、区（含港、澳、台地区）和柬埔寨等地设立236个免税店，涵盖机场、机上、边境、外轮供应、客运站、火车站、外交人员、邮轮、市内等九大类免税业务，是全球免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商。2020年，受益于海南离岛免税新政的实施，公司旅游零售业务收入同比增长9.26%。
4. **公司资产质量和流动性良好，整体盈利能力稳健。**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。**旅游行业受国内外政治、宏观经济景气度及突发公共事件影响较大。2020年，新冠肺炎疫情蔓延，对全球旅游业产生重大冲击，受此影响，公司营业总收入同比下降13.72%。
2. **有息债务规模快速增长，债务负担有所加重。**近年来，受旅游地产项目开发和业务拓展推升资金需求影响，公司有息债务规模快速上升。截至2020年底，公司全部债务508.57亿元，较上年底增长41.07%；公司全部债务资本化比率增至48.80%，资产负债率增至64.83%，债务负担有所加重。
3. **发放贷款及垫款规模大，存在区域集中风险。**公司消费金融业务形成贷款余额规模大，且主要放款区域集中在中国香港地区，存在一定区域集中风险。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	138.23	185.41	279.02
资产总额（亿元）	1011.59	1226.72	1517.32
所有者权益（亿元）	436.45	509.95	533.63
短期债务（亿元）	163.85	144.25	139.66
长期债务（亿元）	125.79	216.27	368.90
全部债务（亿元）	289.64	360.52	508.57
营业总收入（亿元）	669.39	810.47	699.28
利润总额（亿元）	64.73	74.88	87.22
EBITDA（亿元）	88.24	100.69	119.58
经营性净现金流（亿元）	31.40	-6.93	68.82
营业利润率（%）	40.79	40.01	37.36
净资产收益率（%）	10.72	10.06	10.59
资产负债率（%）	56.85	58.43	64.83
全部债务资本化比率（%）	39.89	41.42	48.80
流动比率（%）	129.63	150.58	162.87
经营现金流动负债比（%）	7.51	-1.51	12.00
现金短期债务比（倍）	0.84	1.29	2.00
EBITDA 利息倍数（倍）	8.55	8.36	6.91
全部债务/EBITDA	3.28	3.58	4.25

公司本部（母公司）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	309.10	337.63	452.41
所有者权益（亿元）	83.70	85.19	101.37
全部债务（亿元）	160.57	179.71	276.46
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	8.48	0.08	20.09
资产负债率（%）	72.92	74.77	77.59
全部债务资本化比率（%）	65.74	67.84	73.17
流动比率（%）	70.57	64.19	120.92
经营现金流动负债比（%）	-1.18	-1.70	-0.83

注：合并口径现金类资产已剔除受限资金；合并口径其他应付款和其他流动负债中有息债务已计入短期债务和全部债务，长期应付款中有息债务已计入长期债务和全部债务

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/7/31	刘嘉敏 郭察理	旅游行业企业主体信用评级方法 V3.0.201907 旅游行业企业信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
AAA	稳定	2009/2/4	张晓斌 张成 朱海峰	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，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：


李明 李增理
联合资信评估股份有限公司

中国旅游集团有限公司

面向专业投资者公开发行 2021 年公司债券信用评级报告

一、主体概况

中国旅游集团有限公司（以下简称“公司”或“中国旅游集团”）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2020年底，公司注册资本158.00亿元，实收资本158.97亿元，控股股东和实际控制人为国务院国资委。

公司经营范围：经营管理国务院授权范围内的国有资产；旅游、钢铁、房地产开发经营

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

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

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。

二、本期公司债券概况

公司于2020年5月15日以书面传签方式召开了中国旅游集团董事会2020年第三次会议（以下简称“董事会会议”），董事会会议决议同意公司在中国境内储架式注册发行公司债券人民币100亿元额度，并做好向国务院国资委相关部委的报批工作。

公司股东国务院国资委于2020年7月16日批复同意公司发行公司债券有关事项，出具《关于中国旅游集团有限公司发行公司债券有关事项的批复》（“国资产权〔2020〕344号”）。

公司计划发行“中国旅游集团有限公司面向专业投资者公开发行2021年公司债券”（以下简称“本期债券”），发行规模不超过人民币50亿元（含50亿元），分期发行。本期债券具体发行规模由公司根据资金需求情况和发行时市场

情况在上述范围内确定。本期债券期限不超过10年（含10年期），可以为单一期限品种，也可以是多种期限的混合品种。本期债券的具体品种、各品种的期限和发行规模将由公司和主承销商根据市场情况确定。

本期债券票面金额为100元，按面值平价发行，采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券募集资金拟用于偿还有息债务、补充流动资金、项目投资和股权投资等。具体募集资金用途待各期债券发行前确定，并将确保本期债券募集资金用途符合法律、法规及公司债券监管规定。本期债券无担保。

三、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深

度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国2020年一季度GDP下降6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 1 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、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；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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind

投资和净出口为拉动GDP增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020年，社会消费品零售总额39.20万亿元，同比下降3.90%，

为改革开放40多年来首次出现负增长。投资方面，2020年固定资产投资完成额51.89万亿元，同比增长2.90%。其中制造业投资下降2.20%，

为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020年货物进出口总额32.16万亿元，同比增长1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额17.93万亿元，同比增长4.00%；进口额14.22万亿元，同比下降0.70%。进出口顺差3.71万亿元，较上年（2.91万亿元）大幅增加。2020年中国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为4.74万亿元、4.50万亿元、4.06万亿元和2.20万亿元，分别增长7.00%、5.30%、8.80%和1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企业稳回升，服务业持续改善。2020年全国规模以上工业增加值同比增长2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020年工业企业利润总额同比增长4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020年服务业生产从4月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长3.00%、2.60%和2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对GDP累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降16.20个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨10.60%，涨幅比上年回升1.40个百分点；非食品价格上涨0.40%，涨幅比上年回落1.00个百分点。核心

CPI（不包括食品和能源）温和上涨0.80%，涨幅比上年回落0.80个百分点。2020年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2增速显著上升。截至2020年底，社会融资规模存量284.83万亿元，同比增长13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020年新增社会融资规模34.86万亿元，比上年多增9.29万亿元。分季看，各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至2020年底，M2余额218.68万亿元，同比增长10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期M1余额62.56万亿元，同比增长8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元，同比下降2.30%；非税收入2.86万亿元，同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元，同比增长10.90%；卫生健康支出1.92万亿元，同比增长15.20%；债务付息0.98万亿元，同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元，同比增长10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政

府性基金支出11.80万亿元，同比增长28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

2020年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020中国城镇居民人均可支配收入4.38万元，实际同比增长1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度**。2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微

和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）预测2021年中国GDP增速将达到8.50%左右。

四、行业分析

公司业务主要涉及旅游行业，因此公司的行业分析主要围绕旅游行业展开。

1. 行业概况

旅游业是第三产业中的支柱产业之一，属于敏感性行业，需求弹性较大，易受外部经济环境和突发公共事件影响。近年来，中国旅游经济保持较快增长态势，但新冠肺炎疫情短期对旅游业生产经营造成较大冲击。

改革开放以来，中国实现了从旅游短缺型国家到旅游大国的历史性跨越。“十三五”期间，旅游业全面融入国家战略体系，走向国民经济建设的前沿，成为国民经济战略性支柱产业。

2020年，新冠肺炎疫情对旅游业产生了前所未有的影响。根据文化和旅游部公布的数据，

2020年入出境旅游市场几乎全面停滞，国内旅游人数28.79亿人次，较上年同期减少30.22亿人次，同比下降52.1%；分季度看，国内旅游呈现降幅收窄趋势，其中一季度国内旅游人数2.95亿人次，同比下降83.4%；二季度国内旅游人数6.37亿人次，同比下降51.0%；三季度国内旅游人数10.01亿人次，同比下降34.3%；四季度国内旅游人数9.46亿人次，同比下降32.9%。中国旅游经济自2021年第二季度开始已经进入了有序复苏到全面复苏的新通道。

2. 行业竞争

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

从国内旅游市场的竞争格局看，虽然中国旅游业的总体规模已位居世界前列，但发展模式单一，产业形态落后，产业集中度低，行业秩序混乱，产品质量不高，深层结构问题依然存在，中国旅游企业的实力和规模也相对弱小。与国外有竞争力的旅游企业相比，中国旅游企业无论从资产规模、营业收入规模、盈利能力

角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，均存在差距。

整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间既是相互依存的合作伙伴，又为相互排斥的竞争对手，旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。从长远看，国家政策的出台有利于产业整合和市场规范，行业内劣势企业将在竞争中加快得以淘汰，从而为优势企业进一步控制市场资源，提高市场占有率提供了机遇，行业长期竞争格局有望得到改善。

3. 行业政策

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

旅游业作为第三产业的主要支柱行业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。

表 2 近年来旅游政策一览

时间	政策	主要内容
2015 年 8 月	《国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和投资的若干意见》（国办发〔2015〕62号）	实施旅游基础提升计划、旅游投资促进计划、旅游消费促进计划、乡村旅游提升计划等，以改善旅游消费环境、开辟旅游消费市场、培育新的消费热点等。
2015 年 9 月	国家发改委、国家旅游局发布开展景区门票价格专项整治工作的通知（发改价格〔2015〕2005号）	开展门票价格专项整治工作、规范经营者价格行为、严格执行定价规则、程序、加强市场监管、建立景区质量等级评定与门票价格水平惩戒联动机制等。
2016 年 4 月	《全国旅游标准化发展规划（2016—2020）》（旅发〔2016〕48号）	提出到2020年，中国旅游国家标准将达到45项以上，行业标准达60项以上，地方标准达300项以上，新建200个以上全国旅游标准化试点示范单位。
2016 年 11 月	《国务院办公厅关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见》（国办发〔2016〕85号）	提出加速升级旅游消费、创新发展文化消费、大力促进体育消费等以推进幸福产业服务消费提质扩容、大力促进传统实物消费扩大升级、持续优化消费市场环境。
2016 年 12 月	《“十三五”旅游业发展规划》	“十三五”期间我国旅游业发展的四大目标为旅游经济稳步增长，包括城乡居民出游人数年均增长10%左右，旅游总收入年均增长11%以上，旅游直接投资年均增长14%以上。
2017 年 6 月	《全域旅游示范区创建工作导则》	提出创建工作要实现“五个目标”，并起到相应的示范引领作用：实现旅游治理规范化、发展全域化、供给品质化、全民参与化和效应最大化，成为旅游业惠及民生、稳增长、调结构、促协调、扩开放的典范。
2017 年 8 月	《2017年全域旅游发展报告》	报告指出旅游已成为我国民众生活必需品，全域旅游应运而生，将成为一项中长期国家战略和国策，国家各部委将加大对全域旅游的政策和资金支持力度。
2018 年 3 月	《关于促进全域旅游发展的指导意见》	文件强调要牢固树立和贯彻落实新发展理念，按照“统筹协调，融合发展；因地制宜，绿色发展；改革创新，示范引导”三项基本原则，加快旅游供给侧改革，以实现旅游发展全域化、旅游供给品质化、旅游效益最大化的目标。

2018年6月	《国家发展改革委关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》	文件指出完善国有景区门票价格形成机制、降低重点国有景区门票价格，是加快发展全域旅游，推动景区及旅游业实现持续健康发展的重要举措。
2019年3月	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	文件提出多项激发居民消费、促进旅游市场发展的意见，旨在提升文化和旅游消费质量水平，增强居民消费意愿，以高质量文化和旅游供给增强人民群众的获得感、幸福感。
2019年7月	关于修订印发《文化旅游提升工程实施方案中央预算内投资管理办法》的通知	各地和有关部门要切实承担起文化旅游提升工程的项目实施主体责任，建立工作机制，落实建设方案，统筹资金渠道，组织编制年度投资计划并及时分解转发落实，有序推进工程实施，确保工程建设质量和效益。
2019年8月	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	提出多项激发居民消费、促进旅游市场发展的意见，包括：继续推动国有景区门票降价，各地结合实际情况，制定实施景区门票减免、景区淡季免费开放、演出门票打折等政策；举办文化和旅游消费季、消费月，举办数字文旅消费体验等活动；整合已有资源，提升入境旅游统一宣传平台水平等。
2020年1月	《文化和旅游部办公厅关于全力做好新型冠状病毒肺炎疫情防控工作暂停旅游企业经营活动的紧急通知》	旨在防控新冠肺炎的传播，要求全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品。
2020年4月	《文化和旅游部 国家卫生健康委关于做好旅游景区疫情防控和有序开放工作的通知》	旨在规范解禁后旅游景区管理，确保旅游景区安全有序开放。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 免税零售子行业

随着海南离岛免税政策的进一步放宽，海南离岛免税市场呈现出快速增长态势。

免税行业是旅游行业的子行业，是指部分国家和地区授权一家或几家企业，允许其在运输工具、口岸或市内设立门店，向出入境旅客销售免税商品的旅游零售行业。免税行业包含免税购物和退税购物两种形式，免税购物是指免去商品进口环节的关税、消费税和增值税等，针对的商品有化妆品、香水、箱包、首饰、手表、服装服饰、食品、玩具、烟、酒等，通常为进口商品；退税购物是指买完商品后再办理增值税、消费税退税手续，针对的商品主要为个人使用的消费品，适用对象一般为境外人员。

全球常见的免税店业态包括出入境免税店、离岛免税店及市内免税店。根据销售场所及供应对象的不同，免税店又可划分为机场免税店、机上免税店、边境免税店、外轮供应店、客运站免税店、火车站免税店、外交人员免税店、市内免税店、邮轮免税店。随着旅游产业的不断升级、各国出入境人数的逐年增加以及旅客购买力的大幅增长，免税零售以极具竞争力的产品价格吸引全球游客购物消费，大幅增加了旅游全产业链收入，提升了旅游目的地活力与吸引力，对目的地城市各产业的拉动与提升作用明显。

近年来，免税行业得到快速发展，中国保持全球规模最大、消费能力最强的出境旅游客源。值得关注的是，免税业务是国际化程度很高的业务，2020年以前，全球旅游零售业务排名前四的公司分别为DFS、Lotte、Shilla和中国旅游集团中免股份有限公司（以下简称“中国中免”），其中受益于中国消费者的快速崛起，Lotte、Shilla等公司沿着中国人出境目的地进行规划布局，使得竞争地位得以快速提升。

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

5. 行业发展

国家政策对旅游行业的支持力度较大，旅游业外部政策环境良好。随着休闲度假需求的持续提升以及出境游优惠政策的逐步落地，中

国旅游行业将继续保持良好的发展态势，同时也需关注新冠疫情对旅游业的持续影响。

旅游行业属敏感型行业，旅游产品作为弹性消费品，易受外部经济环境的影响，突发公共事件的发生对行业内企业经营会造成较大冲击。从长期看，中国旅游业面临的基本环境没有改变，中国经济有望继续保持良好、快速的发展态势，人均收入的增长和消费结构的升级将根本性的推动中国旅游行业的发展。目前，国内游依然是中国旅游行业中占比最大且发展趋势最好的市场，短期内在旅游细分市场中的支柱地位将不会被动摇。随着中国中高收入人群的扩大，出境游市场将具备较大的发展空间。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年底，公司注册资本158.00亿元，实收资本158.97亿元，国务院国资委持有公司100%股权，为公司控股股东和实际控制人。

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. 企业规模和竞争力

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

截至2020年底，公司控股A股上市公司中国中免（601888.SH），持股比例为53.30%，所持股权无质押或冻结；控股香港上市公司香港中旅国际投资有限公司（0308.HK，以下简称“中旅国际投资”），公司持股比例合计为61.53%，所持股权无质押或冻结。

公司旅游零售业务以免税销售业务为主，

运营主体为中国中免下属全资子公司中国免税品（集团）有限责任公司（以下简称“中免公司”）及其下属子公司。免税销售业务方面，中免公司为中国免税行业龙头企业，所运营的CDF品牌具备极强的知名度。截至2021年3月底，中免公司已在全国30个省、市、区（含港、澳、台地区）和柬埔寨等地设立236个免税店，涵盖机场、机上、边境、外轮供应、客运站、火车站、外交人员、邮轮、市内等九大类免税业务，是全球免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商。出入境免税店方面，公司近年来逐步完成收购日上免税行（中国）有限公司（以下简称“日上中国”）51%股权、日上免税行（上海）有限公司（以下简称“日上上海”）51%股权，并通过股权划入获得海南省免税品有限公司（以下简称“海免公司”）51%股权（详见“重大事项”）。截至2021年3月底，免税经营范围涵盖北京首都机场（含T2和T3航站楼免税店）、上海机场免税店（含浦东国际机场和虹桥机场免税店）等国内重要机场航站楼，以及嘉年华旗下歌诗达邮轮等免税经营权。离岛免税店及市内店方面，中免公司拥有目前全球最大的免税商业综合体——三亚海棠湾免税购物中心，经营面积7万平方米；有税业务以国内交通枢纽为主，共有10家零售网点。

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

根据《国际免税新闻》（DFNI）和《穆迪戴维特报告》报道的最新统计，中国中免的业

绩排名从2019年的全球第四位跃升至2020年的全球第一位，成为营业额最高的旅游零售商。

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

景区方面，公司在深圳控股锦绣中华和世界之窗两个AAAAA级主题公园，拥有包括珠海海泉湾和咸阳海泉湾、青岛海泉湾、安吉度假村在内的大型温泉休闲度假区，沙坡头和嵩山在内的自然人文景区，公司旗下的香港中旅汽车服务有限公司、信德中旅船务管理有限公司跻身粤港澳跨境水陆客运的主力运营商。2018年，公司在华东地区的首个旅游项目——“浙江安吉度假村”正式开业，项目包括Club Med Joyview安吉度假村、旅游地产、惊帆马术俱乐部、教育农场、商业小镇等内容，新增运营广西花山景区。

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

旅游金融方面，公司业务涵盖财务公司、保险经纪、消费金融、旅游产业基金等。其中，消费金融业务经营主体香港安信信贷有限公司（以下简称“安信信贷”）是香港最大的非银行消费信贷公司，在香港拥有35家分行、3个客服中心，其子公司深圳安信小额贷款有限责任公司（以下简称“安信深圳”）在深圳拥有6家

分行。由于国家经济增长模式将向消费驱动转变，国内消费信贷在近年来增长迅速，消费信贷市场空间广阔，预计未来中国消费信贷市场的稳健增长将对公司消费信贷业务的壮大将形成有力支撑。

3. 人员素质

公司高级管理人员行业经验丰富，有利于公司稳定长远发展。

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

公司董事长万敏先生，上海交通大学工商管理硕士，工程师。历任上海中远货运公司总经理助理，中远集装箱运输有限公司副总经理，中远美洲公司总裁，中远集装箱运输有限公司总经理，中国远洋运输（集团）总公司副总经理等职，具有20多年航运业经验，在集装箱运输管理以及企业运营等方面具有丰富经验。2016年1月任中国远洋海运集团有限公司董事、总经理。2017年12月起任公司董事长。

公司总会计师马王军先生，北京商学院会计专业经济学学士，长江商学院高级管理人员工商管理专业硕士，高级会计师。历任北京商学院会计系教师，中国粮油食品进出口总公司计划财务部副总经理、资产管理部总经理、财务计划部总经理，中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）财务部总监、中粮集团总经理助理和副总会计师，2012年10月任中粮集团总会计师。2018年8月起任公司总会计师。

截至2020年底，公司合并范围拥有在职员工共计43116人。

4. 企业信用状况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：1101000001867051），截至2021年5

月11日，公司本部无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款。

六、管理分析

1. 公司治理

公司根据公司章程和《公司法》要求建立了由董事会和经营管理层组成的经营决策体系，建立了较为完善的法人治理结构，能够较好地规范重大经营决策程序。

公司是国务院国资委代表国务院履行出资人职责的国有独资公司，不设股东会，由国资委代表国务院对公司履行出资人职责。国资委维护公司依法享有的经营自主权，并依照有关规定授予董事会行使出资人的部分职权，决定公司的重大事项。

公司设董事会，董事会由7至13名董事组成，由国资委委派和更换，其中外部董事人数原则上应当超过董事会全体成员的半数。外部董事不在公司担任除董事和董事会专门委员会有关职务外的其他职务。董事会设董事长1名，董事长为公司法定代表人，董事长、副董事长由国资委从董事会成员中确定。

公司设总经理，设副总经理、总会计师、总法律顾问、总经理助理等其他高级管理人员协助总经理工作。公司的日常经营管理工作实行总经理负责制，总经理对董事会负责，向董事会报告工作，接受董事会的监督管理和监事会的监督。总经理任期3年，任期届满可以连任。

按照十三届全国人大一次会议通过的国务院机构改革方案，公司不再设立国有重点大型企业监事会。原监事职责与国家发展和改革委员会的重大项目稽察、财政部的中央预算执行情况和其他财政收支情况的监督检查、国务院国资委的国有企业领导干部经济责任审计一并划入审计署，由审计厅委派专员履行监事职责。

2. 管理体制

公司建立了规范的管理制度，内部控制制度健全，管理风险较低。

为有效提高内部管理效率，防范企业运营风险，公司不断完善制度建设，制定了投资管理、预算管理、资金管理、监察审计、财务管理等一系列规章制度。

投资管理方面，为提高公司投资决策的科学性，有效防范投资风险，公司制定了《投资管理制度》。集团公司投资活动需经集团董事会批准后执行，集团董事会通过预算执行情况分析、备案管理、重大事项报告、效能监察、内部审计等多种方式对投资活动进行动态监督；子公司的投资管理办法或实施细则经公司董事会审批后报集团战略发展部备案，采用多种方式对附属全资、控股、作为单一大股东的子公司的投资活动进行动态监督，确保所属子公司的投资活动规范运作。

预算管理方面，公司设立预算和考核委员会落实全面预算管理，集团财务部为财务预算管理部门和全面预算的汇总部门，在预算和考核委员会领导下，负责组织财务预算编制、执行、控制和报告。公司对预算过程采用事前控制、事中控制和事后评价，保证预算的实现。

资金管理方面，公司实行高度集中的管理模式，按照“集中管理、计划安排、有偿使用、逐级审批、节约成本、注重效益”的原则统一调度，加强了对下属公司的控管，保证了资金安全，实现了资源的均衡配置。

子公司管理方面，公司在行政管理、财务管理、企业管理、人力资源管理和审计管理等多个制度层面均涉及了对子公司的管理要求。其中，资金管理方面，中国旅游集团对下属全资及附属公司融资活动实施集中管理，中国旅游集团财务部统一负责本部、全资及附属公司外部融资活动的组织和实施以及对集团内部融资的审核和报批；投资管理方面，中国旅游集团总部设立了投资评审委员会，负责投资项目的评审和预选工作。

七、重大事项

1. 收购日上上海51%股权

日上上海51%股权收购的完成快速提升了公司免税业务的市场份额与招商采购能力。

2018年2月，中国中免公告其子公司中免公司拟收购Base Rich Investments Limited(以下简称“佰瑞投资”)和上海文语斋图书有限公司(以下简称“上海文语斋”)合计持有的日上上海51%的股权，股权转让价格为15.05亿元(或等值美元)，以现金方式支付，中免公司自2018年4月起将日上上海纳入合并范围。

为使中免公司取得上游采购权，确保收购日上上海免税业务的完整性，在签署《股权转让协议》的同时，约定在过渡期内(不超过一年)日上上海从其关联方采购的免税商品将采取零加价的模式，过渡期结束后日上上海销售的免税商品由中免公司统一采购。

日上上海在上海的国际机场隔离区经营国产和进口免税商品的批发和零售、广告阵地出租等，经营场所位于上海浦东国际机场和虹桥国际机场，为国内最大的国际机场，具有强大的客户资源基础。此次收购有利于公司进一步扩大免税业务的市场份额，快速提升公司免税业务的招商采购、零售运营、信息管理、物流配送、市场营销等能力。

2. 取得海免公司股权

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”)所持有的海免公司51%股权划入，作为控股股东将海免公司纳入合并范围。同时，公司将所持有中国中免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。2019年2月，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2020年底，海免公

司总资产65.02亿元，净资产为21.33亿元，2020年海免公司实现营业收入99.11亿元，营业利润20.69亿元。

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，为避免海免公司与中免公司产生实质性同业竞争，公司承诺立即启动将所持海免公司51%股权全部注入中国中免的程序。2020年6月，中国中免全资子公司中免集团(海南)运营总部有限公司(以下简称“海南运营总部”)以非公开协议转让方式现金收购公司持有的海免公司51%股权。总体看，海免公司股权划转的完成有助于公司免税业务综合竞争实力的进一步提升。

3. 中旅银行不再纳入合并范围

失去对焦作中旅银行股份有限公司(以下简称“中旅银行”)的控制权，有利于公司聚焦旅游主业，减轻公司债务负担。

2018年6月29日，河南银监局下发了《河南银监局关于核准李军霞焦作中旅银行股份有限公司董事任职资格的批复》，公司对中旅银行派出董事人数在中旅银行董事会中不再占据多数，公司自2018年7月起对中旅银行失去实际控制权，不再将其纳入公司财务报表编制的合并范围，转而计入长期股权投资核算。截至2021年3月底，公司持有中旅银行36.68%股权，为中旅银行第一大股东。

受中旅银行划出合并范围影响，公司资产和收入规模收缩，但同时由于中旅银行资产负债率很高，本次划出有利于公司债务负担的减轻，主业继续向旅游上下游相关产业聚焦，符合公司未来发展战略规划。

4. 参股中国东方航空集团有限公司

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

为贯彻党中央和国务院关于国有企业深化改革有关要求，中国东方航空集团有限公司(以

下简称“东航集团”)于2020年10月12日与国务院国资委、全国社会保障基金理事会、国寿投资控股有限公司、上海久事(集团)有限公司、中国国新资产管理有限公司和公司共同签署《关于中国东方航空集团有限公司之增资协议》以推进东航集团股权多元化改革。

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

八、经营分析

1. 经营概况

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

公司业务布局以旅游为核心,辅以旅游地产和旅游特色金融业务等。2018—2020年,公司营业总收入波动增长,年均复合增长率为2.21%。

从收入构成来看,2018—2020年,受益于

外延式并购以及海南离岛免税新政的推动,公司旅游零售业务收入持续增长,年均复合增长23.26%,占营业总收入的比重由2018年的51.72%提升至2020年的75.21%,为公司收入主要来源;旅行服务收入年均复合下降56.15%,2020年为39.91亿元,同比大幅下降79.57%,主要系新冠疫情导致公司出入境游业务基本全面停止,2020年占营业总收入的比重大幅下滑至5.71%;受新冠疫情影响,公司酒店及景区业务收入规模下降明显,2020年分别实现收入11.57亿元和16.36亿元,同比下降59.09%和26.54%,当期占营业总收入的比重分别降至1.65%和2.34%;2018年起,公司调整战略、集中资源大力发展旅游地产业务,随着开发节奏加快,项目结转增加,旅游地产业务收入规模及占比逐年增长,年均复合增长167.49%,占营业总收入的比重由2018年的1.61%提升至2020年的11.01%。

毛利率方面,2018—2020年,公司综合毛利率小幅波动。分板块来看,2020年,旅游地产毛利率为37.10%,同比增加4.78个百分点,主要系当期结转项目盈利水平较高所致;受新冠疫情影响,公司加大免税商品促销折扣力度,旅游零售毛利率同比下降10.73个百分点至40.68%,酒店运营和景区毛利率水平平均同比下滑;公司旅行服务业务毛利率同比小幅提升,系公司提质增效、开展业务整合,关停关并亏损网点所致。

表3 2018—2020年公司营业总收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
中旅旅行	207.60	31.01	10.47	195.36	24.10	11.17	39.91	5.71	13.11
中旅投资景区	20.69	3.09	38.61	22.27	2.75	35.95	16.36	2.34	7.81
中旅投资地产	10.76	1.61	44.92	47.97	5.92	32.32	76.99	11.01	37.10
中旅免税	346.20	51.72	52.57	481.39	59.40	51.41	525.97	75.21	40.68
中旅酒店	29.08	4.34	61.95	28.28	3.49	60.76	11.57	1.65	48.45
中旅金融	41.51	6.20	69.95	21.90	2.70	83.10	20.45	2.92	84.20
中旅资产	7.45	1.11	47.08	5.90	0.73	44.97	4.30	0.61	35.26
其他旅游业务	6.11	0.91	0.01	7.38	0.91	62.21	3.75	0.54	78.50
合计	669.39	100.00	40.41	810.47	100.00	41.39	699.28	100.00	39.51

注:尾差系四舍五入导致

资料来源:公司审计报告

2. 旅游主业

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

(1) 旅游零售业务

中免公司免税业务资质全面，经营规模大，经营渠道优势显著。受益于并购拓展、股权受让和海南离岛免税新政政策，以免税业务为主的旅游销售业务对公司收入和利润贡献持续提升。

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

2018—2020年，公司旅游零售业务收入大幅增长。2020年，公司旅游零售业务实现收入525.97亿元，同比增长9.26%，在新冠肺炎疫情的背景下，公司积极拓展线上业务发展模式，并充分把握海南离岛免税新政实施的政策机遇，实现了线上有税业务和海南地区离岛免税业务的逆势增长。

免税经营模式方面，由中免公司本部统一向供应商采购免税商品后，通过配送中心向中免系统下属免税店批发各类免税商品，再由中免系统下属免税店销售给出入境或离岛旅客。采购集中度方面，2020年中国中免上游前五名供应商采购额合计247.80亿元，占年度采购总额的58.77%，均为非关联方采购，上游集中度较高。

中免公司通过全资和合资经营等方式，设立九大类型免税店，总体经营面积达16万平方米，经营场所多为租赁形式。其中，三亚海棠湾免税购物中心为自有物业，经营面积7万平方米，是全球规模最大的单体市内免税店。受益于知名度提升、旅行社的合作带动进店购物增长和离岛免税新政策刺激，2018—2020年，三亚店实现营业收入80.10亿元、104.65亿元和

213.16亿元，其中免税商品营业收入77.71亿元、101.74亿元和194.99亿元；全年接待顾客分别为596.71万人次、731.41万人次和827.29万人次，购物人数分别为170.14万人次、217.29万人次和327.78万人次。

销售方面，公司旅游零售业务商品销售通过其下属的设立在边境口岸、机场等场所完成，免税品销售以现金结算，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。

零售定价方面，中免公司综合考虑品牌商、亚太地区大型免税运营商、中免公司售价管理要求三方面因素，确保香化和烟酒产品免税价格较有税市场更具价格优势，批发价格不低于采购价，在满足零售终端毛利率基础上逆向定价。

旅游零售业务成本主要包括商品采购和免税运营场所租金等。其中，免税运营场所与机场的租金（项目经营费）计算方式通常采用相应的计费年度或半年度，保底经营费和按实际销售额提成两者孰高额计算。以中免公司与北京首都机场商贸有限公司约定的有关大兴机场国际区免税店项目经营费收取方式为例（根据中国中免公告，中免公司于2019年4月10日签订合同），第一标段烟酒、食品标段基准年保底经营费用为23000.00万元，其中烟酒类商品的销售额提取比例为49%，食品类商品的销售额提取比例为49%；第二标段香化、精品标段，基准年保底经营费用为41600.00万元，其中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%。项目经营费计入销售费用，随着免税销售业务规模的快速扩张，按销售额比例收取的项目经营费也呈上涨趋势。

近年来，中免公司完成对日上中国、日上上海的控股权收购，受让海免公司51%股权，并相继中标多个优质平台免税经营权，在销售渠道、平台层次和市场份额方面取得较大突破，

以免税业务为主的旅游销售业务对公司收入和利润贡献持续提升。

表 4 2020 年以来公司获得免税业务经营权

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

资料来源：公司提供

(2) 旅行服务业务

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

公司旅行服务业务运营主体主要包括下属

中旅总社、中国中旅、国旅总社、招商旅游系列等。公司旅行服务业务主要由旅行社开展的票务、出境和入境业务、国内业务和签证服务等构成，其中出境游和国内游为公司传统优势业务，收入贡献较高。旅行服务业务盈利模式分为前端收取游客费用，后端整合旅游产品和收取佣金和代理费（或服务费）两种。

表 5 公司旅行服务收入构成情况（单位：亿元、%）

	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
入境游	14.48	6.95	10.98	5.62	1.25	3.08
出境游	96.53	46.35	89.42	45.77	8.94	21.99
国内游	44.09	21.17	47.74	24.44	14.97	36.80
商旅服务	8.99	4.32	5.93	3.04	1.90	4.66
签证业务	18.32	8.80	20.47	10.48	2.37	5.82
会奖业务	20.70	9.94	16.43	8.41	9.52	23.41
其他业务	5.15	2.47	4.39	2.25	1.71	4.24
合计	208.26	100.00	195.36	100.00	40.66	100.00

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

资料来源：公司提供

国内游方面，公司在全国建立了较高的知名度和稳定的客户网络，下设长线旅游、周边旅游、特种旅游、地接等子业务，产品线路既有温泉、滑雪、订车、订房等单项服务产品，也有红色旅游、会议、拓展、考察等主题产品。2020 年，公司国内游实现收入 14.97 亿元，同比大幅下降 68.64%。

出境游业务方面，公司产品覆盖欧洲、美

洲、澳洲、非洲、亚洲五大洲近百个国家和地区，产品种类从订机票、订酒店、签证服务、景区门票、散客游、团队游等常规旅游，到蜜月游、亲子游、老年游、美食游、海岛游、邮轮游、世界文化遗产游等主题旅游，还可为客户提供个性化特殊化旅游行程设计。

此外，公司入境游业务常年接待来自欧洲、美洲、大洋洲、亚洲、非洲 100 多个国家的来华

旅游团队和散客，可提供车票、机票、酒店预订、签证申请等多种旅游产品，更可根据客户需求提供个性化特种旅游服务。公司商旅服务和会奖业务主要为境内外跨国公司、大中型企业、行业协会和政府部门等提供个性化服务和专业解决方案，业务涉及企业会议接待、大型旅游奖励、商务公务考察、体育赛事服务接待及专业培训等，拥有了较为广泛的知名度。

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

(3) 酒店和景区业务

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

酒店业务方面，公司主打“维景”“维景国际”“睿景”和“旅居”4个系列特色品牌，截至2021年3月底，公司旗下自有酒店（不含输出管理的酒店和英国地区酒店）16家，主要分布在京、宁、深、杭、渝及港澳等城市和地区，客房数总计5553间（其中港澳酒店5家，客房数1711间）。此外，境外酒店方面，公司旗下英国KG自有及管理酒店54家，客房数7537间。

2018—2020年，公司酒店业务实现营业收入29.08亿元、28.28亿元和11.57亿元，出租率分别为77.19%、78.00%和50.90%，其中2020年收入及出租率下滑主要受新冠疫情影响所致。2021年1—3月，公司自有酒店实现营业收入1.36亿元，实现净利润-0.18亿元，主要系国内大规模减少商务及私人出行所致。

表6 近年来公司酒店业务平均房价和出租率情况

(单位：元/间、%)

项目	2018年	2019年	2020年
----	-------	-------	-------

平均房价	545.00	526.00	427.84
出租率	77.19	78.00	50.90

资料来源：公司提供

公司景区业务盈利模式以收取门票为主，并带动主题乐园、游乐场、客房、餐饮等二次消费。结算模式为以现金结算为主，兼有预收和应付的结算方式。2018—2020年，公司景区业务收入分别为20.69亿元、22.27亿元和16.36亿元，2020年景区收入同比下降主要系受新冠肺炎疫情影响所致。2021年1—3月，公司景区业务收入3.34亿元，较上年同期增长61.65%，系国内游一季度开始复苏所致。

3. 旅游地产

2018—2020年，随着调整地产业务的战略定位，加大资源投放，公司旅游地产业务开发及销售规模不断扩大。考虑到在建房产项目和土地储备部分未来开发投资规模较大，旅游地产业务存在一定资金需求。

公司旅游地产业务运营主体为全资子公司中国旅游集团投资运营有限公司（原成得投资有限公司）。公司采用地产加旅游的独特开发模式，即在景区附近或者计划培育景区区域周边拿地开发，能够满足旅游资源丰富的地方政府提高城市形象、创造经济效益和社会效益等多方面的综合需要，从而为公司获得优质土地资源创造有利条件，其形成的优势为较低的土地成本和独特的旅游地产产品。2018—2020年，公司旅游地产板块实现签约销售面积36.80万平方米、47.13万平方米、102.17万平方米；实现签约销售金额70.78亿元、78.41亿元和172.83亿元；实现结转销售收入分别为10.76亿元、47.97亿元和76.99亿元，主要系公司调整战略、集中资源大力发展地产业务，随着开发节奏加快，项目结转增加所致。

表7 截至2021年3月底公司旅游地产业务发展情况

(单位：万平方米、亿元)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
期末在开发面积	228.24	325.75	453.22	462.95

房屋竣工面积	12.87	75.69	73.45	0.90
签约销售面积	36.80	47.13	102.17	24.41
签约销售金额	70.78	78.41	172.83	55.58
结转销售面积	6.17	21.86	49.30	1.19
结转销售收入	10.76	47.97	76.99	1.88
新增土地储备面积	62.26	95.53	108.49	14.90
新增土地投资	54.28	94.23	94.29	26.09

注：1.以上数据以合并报表口径统计；2.表中结转面积和收入使用合并报表口径，与营业收入构成中的旅游地产收入有细微差异，因未包含部分出租和物业管理收入所致

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司在建地产项目合计 27 个，主要分布在宁波、杭州、成都、苏州、青岛等城市，建筑面积合计 1067.55 万平方米，在开发面积 462.95 万平方米；预计总投资 987.22 亿元，已完成投资 540.18 亿元。总体看，公司在建房产项目和土地储备部分未来开发建设投资规模大，存在一定资金需求。

表 8 截至 2021 年 3 月底公司地产主要在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	类别	建筑面积	开工时间	预计竣工时间	预计总投资额	已投资额	整盘可售面积	已售面积	整盘已售金额
杭州余杭项目	住宅	20.35	2020 年 9 月	2022 年 12 月	36.37	27.13	12.62	1.37	4.12
杭州城东项目	住宅	18.70	2019 年 9 月	2022 年 8 月	48.86	39.12	10.99	6.01	27.90
杭州安吉二期	住宅	8.56	2020 年 6 月	2021 年 12 月	6.76	2.70	5.58	0.17	0.32
杭州安吉商业小镇	商业	1.19	2021 年 2 月	2022 年 4 月	1.19	1.11	自持	自持	自持
杭州萧山二期	住宅	9.00	2018 年 9 月	2021 年 6 月	20.48	0.00	4.59	4.45	15.07
杭州安吉 BC 区	住宅	8.90	2018 年 9 月	2020 年 12 月	5.90	4.76	5.73	3.15	5.21
苏州顾家荡	住宅	16.18	2018 年 5 月	2020 年 10 月	28.16	26.46	10.69	10.03	29.02
苏州东山	住宅	7.50	2021 年 3 月	2023 年 5 月	8.04	3.62	5.02	0.00	0.00
宁波慈城 03 地块	住宅	11.70	2020 年 3 月	2021 年 12 月	13.68	16.98	7.83	5.22	10.92
宁波慈城 11 地块	住宅	7.03	2020 年 3 月	2021 年 12 月	8.21		4.57	4.57	9.44
宁波长兴路 3#地块	住宅	33.67	2017 年 12 月	2021 年 7 月	25.37	20.61	17.92	17.92	29.84
北京亦庄	住宅	13.45	2020 年 9 月	2022 年 10 月	39.27	33.35	7.66	2.78	14.52
成都双流	住宅	11.76	2018 年 8 月	2020 年 12 月	14.96	12.47	7.91	6.18	10.08
咸阳公馆项目	住宅	8.10	2019 年 9 月	2021 年 11 月	4.72	18.80	5.19	5.17	6.30
成都马边福来民宿	商业	0.20	2021 年 2 月	2021 年 7 月	0.50	0.50	自持	自持	自持
成都高新新川	住宅	22.54	2021 年 3 月	2023 年 7 月	41.43	20.07	14.05	0.00	0.00
广珠天晨项目	住宅	12.83	2019 年 6 月	2023 年 11 月	36.28	15.98	14.00	0.00	45.00
厦门集美项目	住宅	10.86	2021 年 2 月	2023 年 8 月	28.02	20.61	7.46	0.00	32.35
聚豪大空港项目	商业	9.77	2021 年 3 月	2024 年 5 月	22.93	13.61	6.22	0.00	0.00
香港红磡酒店	商业	2.12	2019 年 12 月	2023 年 12 月	18.15	7.19	自持	自持	自持
宁波杭州湾南部新城	住宅	24.77	2021 年 2 月	2023 年 6 月	22.60	4.99	17.57	0.00	0.00
杭州湾文化小镇	住宅/商业	132.87	2018 年 11 月	2023 年 9 月	94.77	43.25	74.45	34.70	42.39
杭州湾海泉湾	住宅/商业	111.19	2019 年 8 月	2023 年 11 月	82.92	32.73	60.51	20.32	25.05
燕郊项目	住宅	158.59	2014 年 9 月	2026 年 12 月	126.91	77.09	49.78	45.97	85.47
青岛项目	住宅	124.98	2010 年 6 月	2026 年 12 月	41.36	25.83	35.13	32.89	35.71

珠海项目	住宅/商业	209.05	2019年7月	2026年8月	136	63.93	86.00	7.80	9.80
成都金堂项目	住宅	71.89	2017年3月	2025年7月	73.38	7.29	50.42	0.00	0.00
合计	--	1067.55	--	--	987.22	540.18	521.87	208.69	438.50

注：以上数据以合并口径统计
资料来源：公司提供

公司积极进行土地储备战略布局，土地储备主要集中在宁波、成都、珠海、杭州和青岛等地，截至2021年3月底，公司土地储备量为

504.47 万平方米，为地产业务的可持续发展提供了有力保障。

表9 截至2021年3月底地产土地储备情况（单位：万平方米）

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

注：1.以上数据以合并口径统计；2.部分项目中有部分土地已开工，表中土地储备指相应项目地块中未取得施工许可证的部分，开工时间为整盘项目开工时间
资料来源：公司提供

4. 旅游金融业务

公司近年来发展消费信贷等旅游特色金融服务，2019年，因对焦作中旅银行不再并表，公司金融业务收入有一定下滑，2020年旅游金融业务收入同比略有下降，考虑到公司发放贷款及垫款规模较大，存在一定资产减值风险。

公司旅游金融业务包括旅游产业基金、消费金融、财务公司和保险经纪等。2018—2020年，公司旅游金融业务实现收入分别为41.51亿元、21.90亿元和20.45亿元，其中，中旅银行2019年不再纳入合并范围导致收入有所下降；旅游金融业务毛利率有所波动，但始终维持在较高水平，2020年为84.20%。

公司消费金融运营主体为香港中旅下属子公司安信金融控股有限公司（以下简称“安信金控”，持股比例为100.00%）。安信金控主要

经营小额贷款，放贷资金来源于股东资金、资产证券化和银行贷款，主要为本地及员工提供贷款、信用卡、按揭贷款；子公司安信深圳主要为小企业主、工薪族提供个人贷款。

安信金控是香港地区最大的非银行消费信贷公司，在香港设有30家分行，3个电话销售中心和2个办公室。截至2020年底，安信金控资产总额102.36亿元，所有者权益41.88亿元；2020年，安信金控实现营业收入20.06亿元，净利润3.61亿元。

2018—2020年，安信金控在香港发放贷款90.88亿港元、105.17亿港元和94.49亿港元，在中国大陆发放贷款5.16亿元、3.27亿元和0.02亿元，实现利息收入19.72亿元、20.71亿元和18.94亿元，税前利润5.57亿元、2.27亿元和5.21亿元。风险控制方面，安信金控原为

渣打银行全资子公司，具备较为完善的风控技术体系，并根据实际经营情况调整风控管理策略，创新风险管理方法，将风控嵌入到前中后台工作。但消费信贷作为小额贷款业务中的一种，具备“高息差、高减值损失、高收益率”的业务特点。截至 2020 年底，公司发放贷款及垫款余额 72.85 亿元，较上年底减少 19.85%；2020 年，公司对发放贷款及垫款计提损失准备 4.74 亿元。公司消费金融业务形成贷款余额规模大，且主要放款区域集中在中国香港地区，存在一定区域集中风险。

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

基金方面，目前公司加强与大型央企、金融机构的对接和沟通，就投资意向及主要条款进行磋商。

5. 经营效率

2018—2020 年，公司主要经营效率指标总体有所下降。

2018—2020 年，公司销售债权周转次数分别为 77.52 次、46.62 次和 50.61 次，波动下降；存货周转次数分别为 1.65 次、1.41 次和 0.87 次，持续下降；总资产周转次数分别为 0.54 次、0.72

次和 0.51 次，波动下降。公司主要经营效率指标有待提升。

6. 在建项目及发展规划

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

2018 年 9 月，公司总部迁入海口，成为首家总部进驻海南的中央企业，未来拟在旅游零售、旅行服务、旅游酒店、旅游消费金融以及国际邮轮等方面与海南共谋发展。截至 2021 年 3 月底，公司主要在建项目（不含地产）1 个，为海口市国际免税城项目，项目计划总投资 128.57 亿元，已投资 25.50 亿元，资金来源以中国中免自筹为主，未来存在对外融资需求。

海口国际免税城项目位于海南省海口市西海岸粤海铁路港口区域，项目总投资 128.57 亿元，项目占地面积 32.35 万平方米，共分为 6 宗地块，以商业用地为主。该项目系大型国际免税综合体建筑群，建设内容涵盖免税商业、有税商业、办公、酒店、人才公寓等。项目采用分期开发模式，截至 2021 年 3 月底，免税购物中心已完成地下结构施工和地上钢结构主体框架封顶。海口国际免税城项目建设作为海南全岛离岛免税业务重要布局的一部分，建成后将进一步促进海南旅游消费升级。

表 10 截至 2021 年 3 月底公司主要在建项目（不含地产）情况（单位：亿元）

项目名称	建设内容	总投资金额	已完成投资额	建设期	2021 年 4—12 月	未来三年投资计划			资金来源
						2022 年	2023 年	2024 年	
海口国际免税城项目	商业、公寓、写字楼、住宅、酒店	128.57	25.50	2019 年-2025 年	23.00	13.80	8.00	18.20	自筹为主

资料来源：公司提供

未来，公司计划集中资源做强做优做大免税，加快旅行服务业务转型发展，积极获取稀缺旅游目的地资源，快速提升酒店轻资产管理规模和能力，稳健发展金融业务服务旅游主业，培育旅游交通新业态。公司将通过并购重组、产业基金、资产管理等多种方式，加快在旅游产业链的投资布局，推动旅游产业结构优化升

级，不断提升中国旅游集团在旅游业的控制力和影响力。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2018—2020 年财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报

告进行了审计，并出具标准无保留意见的审计结论。

2018 年底，公司合并范围较 2017 年底新增 27 家子公司（含日上上海），不再纳入合并范围子公司 38 家（含中旅银行）；其中，日上上海购买日账面价值资产合计 20.23 亿元，净资产 9.21 亿元；由于对中旅银行失去控制权，中旅银行不再纳入公司合并范围，转计入长期股权投资核算。2019 年，公司新纳入合并范围子公司 24 家，其中投资设立 15 家，无偿划转 5 家，现金收购 4 家，不再纳入合并范围的子公司 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。2020 年底，公司合并范围较 2019 年底新增 27 家子公司，其中投资设立 22 家子公司，非同一控制下企业合并 4 家子公司，同一控制下企业合并 1 家子公司，注销子公司 16 家。总体来看，合并范围的变动对公司财务数据可比性影响不大。

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

2. 资产质量

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

2018—2020 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 22.47%。截至 2020 年底，公司合并资产总额 1517.32 亿元，较上年底增长 23.69%。其中，流动资产占 61.57%，非流动资产占 38.43%。

表 11 2018—2020 年末公司资产主要构成

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	542.08	53.59	692.21	56.43	934.26	61.57
货币资金	171.28	16.93	205.90	16.78	284.07	18.72
存货	272.35	26.92	395.07	32.21	569.43	37.53
非流动资产	469.50	46.41	534.51	43.57	583.06	38.43
长期股权投资	58.61	5.79	59.46	4.85	111.22	7.33
投资性房地产	52.24	5.16	94.96	7.74	93.25	6.15
固定资产（合计）	129.28	12.78	134.45	10.96	142.98	9.42
资产总额	1011.59	100.00	1226.72	100.00	1517.32	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2018—2020 年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长 31.28%，主要系货币资金及存货增长所致。截至 2020 年底，流动资产 934.26 亿元，较上年底增长 34.97%。

2018—2020 年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长 28.78%。截至 2020 年底，公司货币资金 284.07 亿元，较上年底增长 37.96%，主要构成主要为银行存款 281.62 亿元，其中存

放在境外的款项共 75.07 亿元；货币资金中有 9.44 亿元受限资金，受限比例为 3.32%，主要为存放中央银行法定准备金。

2018—2020 年末，公司存货持续增长，年均复合增长 44.60%。截至 2020 年底，公司存货 569.43 亿元，较上年底增长 44.13%，主要系为迎接海南旅游旺季和春节的消费高峰，加大海南地区备货以及房地产开发产品增加所致。存货主要由房地产开发产品（占 59.01%）、库

存商品（产成品）（占 32.05%）和其他（尚未开发土地储备）（占 8.66%）构成，累计计提跌价准备 13.37 亿元，计提比例 2.29%。

2018—2020 年末，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 18.92%。截至 2020 年底，公司其他应收款 21.19 亿元，较上年底下降 8.13%，构成主要为土地款、往来款和保证金等；按账龄组合计提的应收款中，账龄一年以内的（含 1 年）为 96.52%，整体账龄短；公司累计计提坏账准备 4.99 亿元（对单项金额重大并单项计提坏账准备的应收款余额 9.59 亿元计提坏账 3.03 亿元），整体坏账计提比例为 19.04%，计提比例较充分；按欠款方归集的期末余额前五名单位余额合计 6.23 亿元，占余额的 23.79%，除对广东国际信托投资有限公司的业务结算款已全额计提坏账准备外，其余债务人资信状况良好，资金回收风险不大。

表 12 截至 2020 年底其他应收款余额前五名单位情况

（单位：亿元）

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

资料来源：公司审计报告

（2）非流动资产

2018—2020 年末，公司非流动资产规模持

续增长，年均复合增长 11.44%，主要系长期股权投资增长所致。截至 2020 年底，公司非流动资产 583.06 亿元，较上年底增长 9.08%。

2018—2020 年末，公司发放贷款及垫资波动下降，年均复合下降 9.35%。截至 2020 年底，公司发放贷款及垫款 68.11 亿元，较上年底下降 20.65%，主要系发放给华南地区的个人信用贷款和垫款减少所致。

2018—2020 年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 37.75%。截至 2020 年底，公司长期股权投资 111.22 亿元，较上年底增长 87.04%，主要为对东航集团增资 50.00 亿元进行战略投资所致。

2018—2020 年末，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 33.60%，主要系房屋、建筑物公允价值变动所致。截至 2020 年底，公司投资性房地产 93.25 亿元，较上年底变化不大。

2018—2020 年末，公司固定资产（合计）持续增长，年均复合增长 5.17%。截至 2020 年底，公司固定资产（合计）142.98 亿元，较上年底增长 6.34%；固定资产主要由房屋、建筑物构成，累计计提折旧 114.38 亿元，累计计提减值准备 13.12 亿元。

2018—2020 年末，公司无形资产波动下降，年均复合下降 1.29%。截至 2020 年底，公司无形资产 51.63 亿元，较上年底下降 22.43%，主要系房地产开发，将土地使用权转入存货核算所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 94.50%）构成，累计摊销 16.64 亿元，计提减值准备 0.05 亿元。

截至 2020 年底，公司资产受限情况如下表所示，资产受限比例不高。

表 13 截至 2020 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	9.44	0.62	三个月以上定期存款、保证金及存款准备金等
存货	66.75	4.40	抵押借款抵押标的物
固定资产	1.64	0.11	抵押借款抵押标的物及法院查封
投资性房地产	1.09	0.07	抵押借款抵押标的物及法院查封
无形资产	0.04	0.00	质押借款抵押标的物

长期应收款	0.50	0.03	质押借款质押标的物
一年内到期的非流动资产	0.80	0.05	质押借款质押标的物
合计	80.27	5.29	--

资料来源：公司年报，联合资信整理

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2018—2020 年末，公司所有者权益持续增长，少数股东权益占比较高，公司所有者权益稳定性一般。

2018—2020 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 10.57%。截至 2020 年底，公司所有者权益 533.63 亿元，较上年底增长 4.64%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。所有者权益中归属于母公司所有者权益占比为 48.90%，少数股东权益占比为 51.10%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配

利润分别占 29.79%、1.50%和 18.10%。所有者权益结构稳定性一般。

(2) 负债

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

2018—2020 年末，公司负债规模快速增长，年均复合增长 30.78%。截至 2020 年底，公司负债总额 983.69 亿元，较上年底增长 37.24%。其中，流动负债占 58.32%，非流动负债占 41.68%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

表 14 2018—2020 年末公司负债主要构成

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动负债	418.17	72.71	459.71	64.14	573.64	58.32
应付账款	54.62	9.50	75.27	10.50	79.23	8.05
预收款项	97.04	16.87	122.54	17.10	160.25	16.29
应交税费	24.94	4.34	30.73	4.29	56.54	5.75
其他应付款	57.69	10.03	64.61	9.01	101.97	10.37
一年内到期的非流动负债	52.85	9.19	8.01	1.12	62.40	6.34
非流动负债	156.97	27.29	257.06	35.86	410.05	41.68
长期借款	41.24	7.17	34.88	4.87	120.48	12.25
应付债券	83.53	14.52	179.81	25.09	246.08	25.02
负债总额	575.14	100.00	716.77	100.00	983.69	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

2018—2020 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 17.12%。截至 2020 年底，公司流动负债 573.64 亿元，较上年底增长 24.78%，主要系预收款项、其他应付款、合同负债和一年内到期的非流动负债增加所致。

2018—2020 年末，公司短期借款波动下降，年均复合下降 25.29%。截至 2020 年底，公司短期借款 32.31 亿元，较上年底下降 59.56%，

主要系用长期债务置换短期借款所致。

2018—2020 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 20.45%。截至 2020 年底，公司应付账款 79.23 亿元，较上年底增长 5.26%，主要系中国中免销售规模扩大，应付商品款增加所致。

2018—2020 年末，公司预收款项持续增长，年均复合增长 28.50%。截至 2020 年底，公司

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

2018—2020 年末，公司应交税费持续增长，年均复合增长 50.58%。截至 2020 年底，公司应交税费 56.54 亿元，较上年底增长 83.99%，主要系有税商品销售增加所致。

2018—2020 年末，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 32.95%。截至 2020 年底，公司其他应付款 101.97 亿元（含应付利息及股利），较上年底增长 57.81%，主要系中国中免在北京及广州等地的机场租金（50.26 亿元）尚未支付所致。

2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 8.66%。截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 62.40 亿元，较上年底增长 679.47%，主要系“14 港中旅 MTN001”、“14 港中旅 MTN002”和 3 年期 5 亿美元债等长期负债即将于一年内到期转入增加所致。

2018—2020 年末，公司其他流动负债波动下降，年均复合下降 8.22%。截至 2020 年底，公司其他流动负债 44.71 亿元，较上年底下降 18.16%，构成上以资产证券化融入资金为主（占 98.31%）。

2018—2020 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 61.63%。截至 2020 年底，公司非流动负债 410.05 亿元，较上年底增长

59.51%，主要系长期借款和应付债券增加所致。

2018—2020 年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长 70.92%。截至 2020 年底，公司长期借款 120.48 亿元，较上年底增长 245.44%，长期借款主要由信用借款（占 78.65%）和抵押借款（占 20.35%）构成，其中信用借款利率期间为 1.20%~5.70%，抵押借款利率期间为 4.41%~10.30%。

2018—2020 年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长 71.64%。截至 2020 年底，公司应付债券 246.08 亿元，较上年底增长 36.86%，包含美元债（入账金额为 156.12 亿元）、中期票据（69.96 亿元）和公司债券（20.00 亿元）。

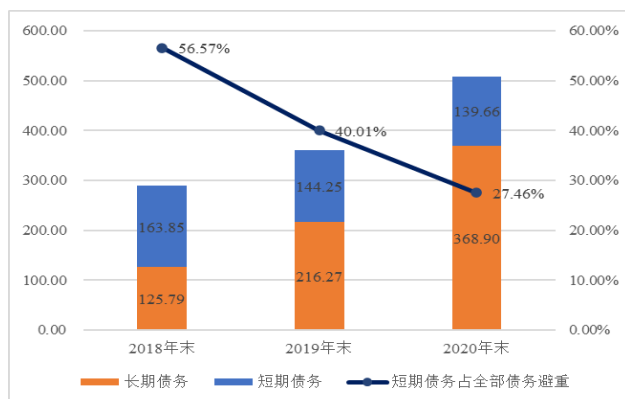
表 15 截至 2020 年底公司存续债券情况（单位：亿元）

债券名称	发行规模	期限	起息日	到期日
7 亿美元债券	45.90	10 年	2014.11.3	2024.11.3
5 亿美元债券	32.50	3 年	2019.3.21	2022.3.21
40 亿公司债券	40.00	3 年	2019.4.16	2022.4.16
3 亿美元债券	19.31	10 年	2019.10.23	2029.10.23
15 亿中期票据	14.99	5 年	2020.3.13	2025.3.13
15 亿中期票据	14.99	5 年	2020.3.19	2025.3.19
20 亿公司债券	20.00	5 年	2020.3.26	2025.3.26
6 亿美元债券	38.90	10 年	2020.4.23	2030.4.23
3 亿美元债券	19.50	5 年	2020.4.23	2025.4.23
合计	246.08	--	--	--

注：尾差系四舍五入导致

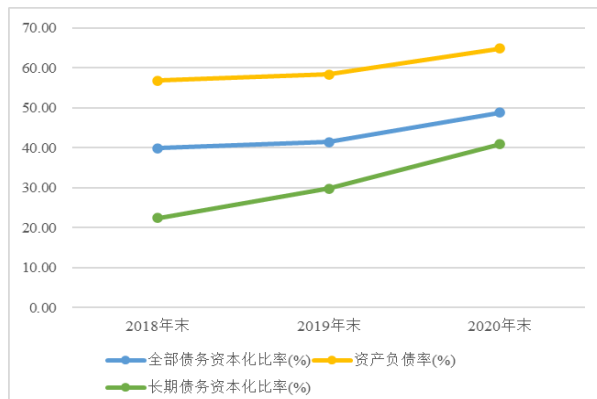
资料来源：公司审计报告、Wind

图 1 2018—2020 年末公司债务结构（单位：亿元）



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

图 2 2018—2020 年末公司债务杠杆水平（单位：%）



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，2018—2020年末，公司全部债务快速增长，年均复合增长39.88%。截至2020年底，公司全部债务508.57亿元，较上年底增长41.07%。债务结构方面，短期债务占27.46%，长期债务占72.54%，以长期债务为主。从债务指标来看，2018—2020年末，公司资产负债率分别为56.85%、58.43%和64.83%，全部债务资本化比率分别为39.89%、41.42%和48.80%，长期债务资本化比率分别为22.37%、29.78%和40.87%，均呈持续增长趋势，债务负担有所加重。

4. 盈利能力

2020年，受新冠疫情爆发影响，公司旅行服务、酒店及景区业务受到明显冲击，营业总收入规模同比有所下降，加之公司加大有税商品以及免税品促销力度，营业利润率同比小幅下降，但整体盈利能力仍保持良好水平。

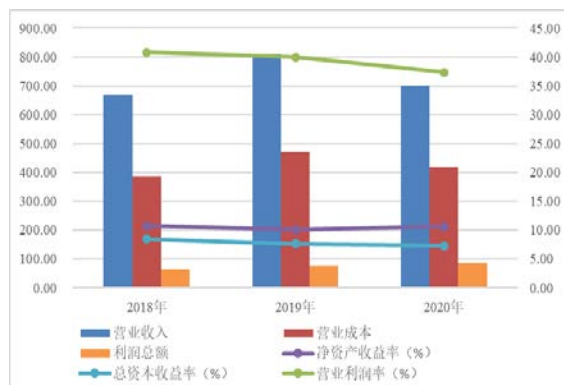
2018—2020年，公司营业总收入和营业成本波动增长，年均复合增长率分别为2.21%和4.24%。2020年，公司实现营业总收入699.28亿元，同比下降13.72%，主要系受新冠疫情爆发影响，公司旅行服务、酒店及景区业务受到明显冲击所致；营业成本增长较快，主要系公司加大有税商品及免税品打折力度所致。2020年，公司营业利润率为37.36%，同比减少2.65个百分点。

从期间费用看，2018—2020年，公司费用总额波动下降，年均复合下降6.97%。2020年，公司期间费用总额为161.77亿元，同比下降32.24%。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为65.20%、28.95%和5.85%，以销售费用和管理费用为主。2020年受新冠肺炎疫情影响，机场等渠道免税店客源同比大幅下降，与销售额挂钩的应付租金减少，导致销售费用大幅下降至105.48亿元，同比下降40.34%；管理费用为46.83亿元，同比下降6.82%，主要系疫情期间降本控费所致；财务费用为9.46亿元，同比下降18.99%，主要系人民

币汇率升值所致。2020年，公司期间费用率同比减少6.32个百分点至23.13%。非经常损益方面，2020年，公司发生资产减值损失20.99亿元，主要包括存货跌价损失9.09亿元、长期股权投资减值损失3.55亿元、固定资产减值损失2.13亿元（主要为对房屋建筑物计提）以及其他6.17亿元。2020年，公司实现投资收益4.64亿元，同比大幅增长96.00%，主要包括可供出售金融资产等取得的投资收益1.30亿元，取得控制权时股权按公允价值重新计量产生的利得3.19亿元；公司实现其他收益4.92亿元，同比增长258.61%，主要为财政扶持款等各项政府补贴。

2018—2020年，公司利润总额分别为64.73亿元、74.88亿元和87.22亿元，年均复合增长16.08%，构成以经营性利润为主。

图3 2018—2020年公司盈利指标（单位：亿元）



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

盈利指标方面，2018—2020年，公司总资产收益率持续下降，分别为8.45%、7.66%和7.28%；同期，净资产收益率小幅波动，分别为10.72%、10.06%和10.59%。公司整体盈利情况良好。

5. 现金流

受新冠肺炎疫情影响，2020年公司旅行服务业务经营性支出减少，加之旅游零售业务机场租金减免政策，公司经营活动产生的现金流入净额有所增长，收入实现质量保持良好水平；考虑到公司聚焦发展旅游零售及旅游地产业务，相关在建及拟建项目投资规模大，融资需

求持续存在。

表 16 2018—2020 年公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	904.06	961.64	875.89
经营活动现金流出小计	872.66	968.57	807.07
经营现金流量净额	31.40	-6.93	68.82
投资活动现金流入小计	480.70	307.59	412.43
投资活动现金流出小计	532.29	283.40	483.12
投资活动现金流量净额	-51.59	24.19	-70.69
筹资活动前现金流量净额	-20.19	17.26	-1.87
筹资活动现金流入小计	96.54	237.35	323.53
筹资活动现金流出小计	109.68	201.48	227.73
筹资活动现金流量净额	-13.14	35.87	95.80
现金收入比	115.77	109.15	112.53

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2018—2020 年，公司经营现金流入及现金流出均波动下降，年均复合变动率分别为-1.57%和-3.83%。2020 年，公司经营现金流入 875.89 亿元，同比下降 8.92%，以销售商品、提供劳务收到的现金（786.94 亿元）和收到其他与经营活动有关的现金（65.80 亿元，主要为房地产业务收到的拍地保证金、免税收回的受限资金等）为主；经营活动现金流出 807.07 亿元，同比下降 16.67%，以购买商品、接受劳务支付的现金（542.63 亿元）和支付其他与经营活动有关的现金（144.83 亿元，主要为免税业务支付租金、房地产业务支付拍地保证金等）。2018—2020 年，公司经营现金流量净额波动较大，分别为 31.40 亿元、-6.93 亿元和 68.82 亿元。2018—2020 年，公司现金收入比分别为 115.77%、109.15%和 112.53%，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2018—2020 年，公司投资活动现金流入和流出波动下降，年均复合变动率分别为-7.37%和-4.73%。2020 年，公司投资活动现金流入 412.43 亿元，同比增长 34.09%，构成上以收回投资收到的现金（398.70 亿元，主要为理财产品赎回）和收到其他与投资活动有关的现金（10.69 亿元，主要为下属公司定期存款等受限资金到期现金流入）为主；投资活动现金流出 483.12 亿元，同比增长 70.47%，主要系集团总部及下属公司理财资金流出以及参股投资东航集团所致。2020 年，公司投资活动现金净流出 70.69 亿元，同比由净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入和流出均快速增长，年均复合增长率分别为 83.07%和 44.09%；筹资活动主要以借款和偿还债务为主。公司投资活动支出规模较大，对外筹资需求持续存在，2018—2020 年，公司筹资活动现金流量净额分别为-13.14 亿元、35.87 亿元和 95.80 亿元。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标表现良好，同时考虑到公司作为国资委直属的综合性旅游企业集团，旅游服务链条完整、品牌价值高，融资渠道通畅等因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年末，公司流动比率快速增长；同期，公司速动比率变化不大。2018 年，公司经营现金呈净流出状态，无法对流动负债形成保护；2018 和 2020 年，经营现金流动负债比仍处于较低水平。2018—2020 年末，公司现金短期债务比持续增长，现金类资产对短期债务的保障程度强。

表 17 公司偿债能力指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	129.63	150.58	162.87
	速动比率（%）	64.50	64.64	63.60
	经营现金流动负债比（%）	7.51	-1.51	12.00
	现金短期债务比（倍）	0.84	1.29	2.00

长期偿债能力指标	EBITDA (亿元)	88.24	100.69	119.58
	全部债务/EBITDA (倍)	3.28	3.58	4.25
	EBITDA 利息倍数 (倍)	8.55	8.36	6.91

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 持续增长，EBITDA 利息倍数逐年下降，EBITDA 对利息的覆盖程度高；全部债务/EBITDA 持续增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度强。

截至 2020 年底，公司获得各主要银行授信

额度共计 2043.82 亿元，其中未使用额度 1931.44 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。

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

表 18 截至 2021 年 3 月底公司对外担保情况 (单位：万元)

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

资料来源：公司提供

未决诉讼方面，截至 2021 年 3 月底，公司 4.39 亿元。上述未决诉讼均为正常生产经营活动产生，对公司影响有限。

表 19 截至 2021 年 3 月底公司重大未决诉讼情况

原告	被告	诉讼 (仲裁) 理由	案值 (万元)	所处阶段
广州通钻投资有限公司	中国国旅 (广东) 国际旅行社股份有限公司	原告主张与被告签订《签证业务合同》，合作过程中被告违约，要求被告返还垫付签证费、保证金、律师费、财产保全费用等。	7184.00	被告已提起上诉，目前案件正在审理中
深圳市中苑城商业投资控股有限公司	LUCK TREAT LIMITED	中苑城公司申请认定经北交所挂牌出售的 NEWPOWER 公司股权及相应债权协议已成立并生效，同时要求被告承担违约金、资金损失赔偿、仲裁律师费等。	36700.00	等待仲裁庭裁判
港中旅房车休闲旅游发展有限公司	郝刚	房车公司于 2016 年 3 月与四川快捷叁壹捌汽车旅馆投资管理有限公司及其全部股东签订《增资协议》，同时房车公司与四川快捷叁壹捌汽车旅馆投资管理有限公司的控股股东郝刚签订《合作协议》约定，房车公司先完成增资，然后由郝配合实现房车公司对四川快捷叁壹捌汽车旅馆投资管理有限公司报表合并。但被告未按照《合作协议》的约定配合房车公司实现对四川快捷叁壹捌汽车旅馆投资管理有限公司的报表合并，故房车公司诉请被告回购四川快捷叁壹捌汽车旅馆投资管理有限公司股权。	14516.00	已上诉，二审待审理

资料来源：公司提供

7. 母公司财务分析

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

截至 2020 年底，母公司资产总额 452.41

亿元，较上年底增长 34.00%，主要系货币资金及长期股权投资增加所致。其中，流动资产 164.93 亿元 (占 36.46%)，非流动资产 287.48 亿元 (占 63.54%)。从构成看，流动资产主要由货币资金 (占 41.99%) 和其他应收款 (占 55.44%) 构成，分别为 69.25 亿元和 91.44 亿元，其中本部其他应收款前五大单位包括港中旅

(中国)投资有限公司 50.20 亿元、港中旅置业(深圳)有限公司 12.64 亿元、香港中旅(集团)有限公司 7.91 亿元、南京维景国际大酒店有限公司 6.92 亿元和中国旅游集团投资运营有限公司 5.92 亿元,均为关联方往来款。非流动资产主要为长期股权投资 270.14 亿元,较上年底增长 18.03%,主要系参股东航集团所致。

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

截至 2020 年底,母公司全部债务 276.46 亿元,较上年底增长 53.84%,主要系发行美元债券所致。从构成来看,短期债务占 22.36%,长期债务占 77.64%。截至 2020 年底,母公司全部债务资本化比率为 73.17%,母公司整体债务负担重,偿债对再融资存在依赖。

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

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

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

十、本期公司债券偿债能力分析

本期公司债券的发行对公司现有债务规模

有一定影响,公司 EBITDA 对本期债券覆盖程度高。考虑到公司在股东背景、市场地位、经营规模等方面的优势,公司本期债券的偿还能力极强。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期公司债券发行额度为 50 亿元,分别占 2020 年公司长期债务和全部债务的 13.55%和 9.83%。本期公司债券的发行对公司现有债务规模有一定影响。

以 2020 年底财务数据为基础,本期债券发行后,在其他因素不变的情况下,公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 64.83%、48.80%和 40.87%上升至 65.95%、51.14%和 43.98%。公司债务负担有所加重但整体可控。

2. 本期债券偿还能力分析

2018—2020 年,公司经营活动产生的现金流入分别为 904.06 亿元、961.64 亿元和 875.89 亿元,分别为本期债券发行额度(50.00 亿元)的 18.08 倍、19.23 倍和 17.52 倍;同期公司经营活动现金流量净额分别为 31.40 亿元、-6.93 亿元和 68.82 亿元,分别为本期债券发行额度的 0.63 倍、-0.14 倍和 1.38 倍。2018—2020 年,公司 EBITDA 分别为 88.24 亿元、100.69 亿元和 119.58 亿元,分别为本期债券发行额度的 1.76 倍、2.01 倍和 2.39 倍。

十一、结论

公司作为中国最大的综合性旅游集团,是一家历史悠久、旅游产业链条完整、旅游要素齐全、品牌价值高的旅游企业集团,主业涵盖旅游服务及景区、旅游零售、旅游地产、旅游特色金融等多个领域,经营网络遍布中国及海外,在免税行业形成了显著的市场地位,整体规模优势明显。

2020 年,新冠肺炎疫情对公司旅行服务、酒店运营和景区业务冲击明显,受益于海南离岛免税政策的实施和地产项目结转增加,旅游

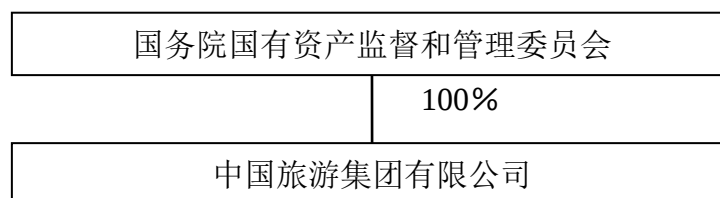
零售和旅游地产板块保持增长，整体盈利能力稳健。同时，突发公共卫生事件对旅游行业影响大，公司有息债务快速增长因素给公司信用水平带来一定不利影响。

公司EBITDA和经营活动现金流量净额对本期公司债券的保障能力强。

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

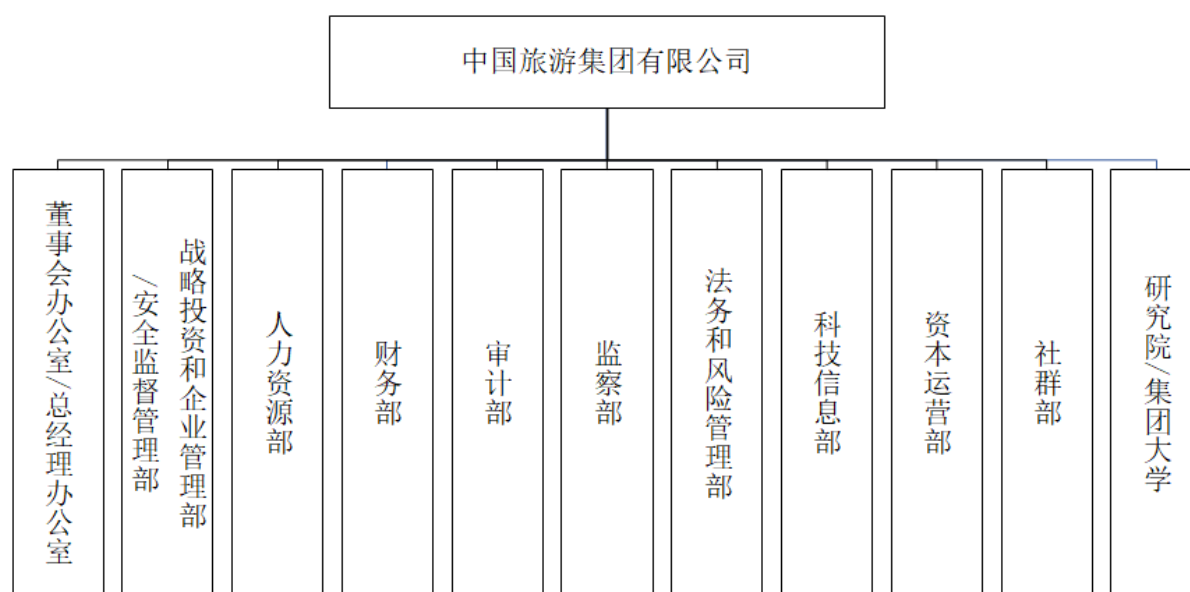
基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期公司债券的偿还能力极强，到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

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

注：合并口径现金类资产已剔除受限资金；其他流动负债和其他应付款中有息债务已计入短期债务和全部债务，长期应付款中有息债务已计入长期债务和全部债务

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	13.34	13.25	69.25
资产总额 (亿元)	309.10	337.63	452.41
所有者权益 (亿元)	83.70	85.19	101.37
短期债务 (亿元)	80.94	92.88	61.82
长期债务 (亿元)	79.63	86.83	214.64
全部债务 (亿元)	160.57	179.71	276.46
营业总收入 (亿元)	0.00	0.00	0.00
利润总额 (亿元)	8.48	0.08	20.09
EBITDA (亿元)	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	-1.73	-2.82	-1.13
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	--	--	--
存货周转次数 (次)	--	--	--
总资产周转次数 (次)	--	--	--
现金收入比 (%)	106.38	106.38	105.26
营业利润率 (%)	--	--	--
总资本收益率 (%)	3.47	0.68	5.14
净资产收益率 (%)	10.14	2.10	19.14
长期债务资本化比率 (%)	48.75	50.48	67.92
全部债务资本化比率 (%)	65.74	67.84	73.17
资产负债率 (%)	72.92	74.77	77.59
流动比率 (%)	70.57	64.19	120.92
速动比率 (%)	70.57	64.19	120.92
经营现金流动负债比 (%)	-1.18	-1.70	-0.83
现金短期债务比 (倍)	0.16	0.14	1.12
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--

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	
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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 中国旅游集团有限公司面向专业投资者 公开发行 2021 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本期债券存续期内，在每年中国旅游集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国旅游集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国旅游集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中国旅游集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国旅游集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国旅游集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中国旅游集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国旅游集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国旅游集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国旅游集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中国旅游集团有限公司、监管部门等。