信用等级公告

联合[2018] 2023 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，“12 港中旅 MTN1”、“14 港中旅 MTN001”和“14 港中旅 MTN002”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

二零一八年七月二十六日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中国旅游集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
12 港中旅 MTN1	26 亿元	2019/05/24	AAA	AAA
14 港中旅 MTN001	10 亿元	2021/03/19	AAA	AAA
14 港中旅 MTN002	26 亿元	2021/09/10	AAA	AAA

评级时间：2018 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	153.50	224.37	161.68	162.47
资产总额(亿元)	1198.42	1437.00	1470.74	1516.21
所有者权益(亿元)	412.63	461.01	441.55	453.68
短期债务(亿元)	31.82	54.08	69.85	78.61
长期债务(亿元)	184.42	194.56	156.23	150.20
全部债务(亿元)	216.24	248.65	226.08	228.80
营业总收入(亿元)	556.78	603.64	629.84	137.73
利润总额(亿元)	49.10	57.50	63.70	17.56
EBITDA(亿元)	73.31	81.20	86.25	--
经营性净现金流(亿元)	92.04	90.75	43.61	13.99
营业利润率(%)	23.45	25.52	29.49	35.81
净资产收益率(%)	8.35	8.82	9.88	--
资产负债率(%)	65.57	67.92	69.98	70.08
全部债务资本化比率(%)	34.39	35.04	33.86	33.53
经营现金流动负债比(%)	16.02	12.02	5.14	--
流动比率(%)	99.02	86.60	71.91	73.13
全部债务/EBITDA(倍)	2.95	3.06	2.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.67	8.27	8.80	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；2015 年数据为 2016 年期初数，2016 年数据为 2017 年期初数；现金类资产已剔除受限资金。

分析师

景 雪 贺苏凝

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

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，是一家经营历史悠久、旅游产业链条完整、旅游要素齐全、经营规模大、品牌价值高的旅游企业集团，目前已形成以旅游文化为主业，同时涵盖旅行服务、旅游零售、旅行酒店、旅游投资运营（景区）、旅游新业态、旅游特色金融、旅游地产等相关旅游业态和细分领域的业务构成，经营网络遍布香港、内地及海外，整体竞争优势明显。跟踪期内，公司无偿划转控股子公司港中旅华贸国际物流股份有限公司（以下简称“华贸物流”）股权并整体退出物流业务，成功收购日上免税行（中国）有限公司（以下简称“日上中国”）和日上免税行（上海）有限公司（以下简称“日上上海”），并相继中标香港机场烟草酒水标段经营权、首都机场T2、T3 航站楼国际隔离区免税业务经营权和上海虹桥国际机场、上海浦东国际机场免税经营权，旅游主业和金融等核心业务收入持续增长，整体盈利能力强。同时，联合资信评估有限公司（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，房地产政策调控力度的加强对旅游地产的销售和经营带来不确定性等因素可能给公司经营发展带来的影响。

中国旅游产业规模不断壮大、发展稳定，已成为具备竞争优势的产业之一。未来公司将集中力量重点发展旅游相关主业，同时积极协调发展旅游地产和旅游特色金融等产业，产业结构协同性强，发展前景良好。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“12港中旅MTN1”、“14港中旅MTN001”和“14港中旅MTN002”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是中国内地及香港地区最大的跨区域综合性旅游集团，拥有完整的旅游服务链条和全面的配套能力，竞争优势明显。
2. 2018 年 1 月，公司完成公司制改革，由全民所有制企业变更为国有独资企业。本次改制有利于公司进一步优化法人治理结构，提升管理水平。
3. 跟踪期内，公司分别于 2017 年 4 月和 2018 年上半年成功收购日上中国和日上上海 51%股权，并相继中标香港机场烟草酒水标段经营权、首都机场 T2、T3 航站楼国际隔离区免税经营权和上海虹桥国际机场、上海浦东国际机场免税经营权，免税市场份额持续扩张，旅游主业和金融等核心业务收入持续增长，整体盈利能力强。
4. 跟踪期内，公司 EBITDA 和经营活动现金流对应付债券年度最高偿还额的覆盖程度较高。

关注

1. 旅游行业易受宏观经济环境以及突发公共事件的影响。
2. 公司在建旅游地产项目及土地储备计划投资规模较大，资金压力将持续存在，各地房地产政策调控力度的加强对旅游地产的销售和经营带来较大的压力和不确定性。
3. 2017年，旅游地产业务规模扩张，支付项目竞拍保证金金额较大，导致公司经营活动获现水平有所下滑。
4. 公司原物流业务于2017年8月底整体无偿划转，发电业务于2017年5月合作期完结，公司不再从事物流和发电业务，相关业务收入不再并表。

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。

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关于中国旅游集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

中国旅游集团有限公司（以下简称“公司”）原名中国港中旅集团公司，前身为中国招商国际旅游管理总公司，系由招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）于1987年出资组建的全民所有制企业。2005年底，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）将公司自招商局集团无偿划拨给香港中旅（集团）有限公司（以下简称“香港中旅”），并于2006年批准公司更名为中国港中旅集团公司（以下简称“中国港中旅”），并将香港中旅6位负责人代中国旅行社总社持有的香港中旅全部股权调整为中国港中旅持有，香港中旅成为公司的全资子公司，并实施“一套机构、两块牌子”的体制。后经国务院国资委批复同意，2007年6月将中国中旅（集团）公司（以下简称“中国中旅”）100%股权划拨至公司，增加公司注册资本18.78亿元；2011年6月将重庆丽苑大酒店有限公司划拨至公司，增加公司注册资本0.49亿元；2016年7月公司与中国国旅集团有限公司（以下简称“国旅集团”）实施战略重组，国旅集团整体并入公司，成为公司全资子公司，增加公司注册资本84.06亿元，公司更名为中国旅游集团公司；2017年6月将公司所持港中旅华贸国际物流股份有限公司全部股权无偿划转至中国诚通控股集团有限公司。2018年1月，公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，改制后公司名称更为现名，注册资本由157.59亿元[1]变更为158.00亿元，公司实际控制人为国务院国资委。

公司作为国务院国资委代表国务院履行出资人职责的国有独资企业，经营管理国务院授权范围内的国有资产，主业涵盖旅游主业、旅游地产、旅游特色金融等多个领域。截至2018年3月底，公司拥有A股上市公司中国国旅股份有限公司（601888.SH，以下简称“国旅股份”），持股比例为55.30%，所持股权无质押或冻结；香港上市公司香港中旅国际投资有限公司（0308.HK，（以下简称“中旅国际投资”），公司合并持股比例为60.09%，所持股权无质押或冻结。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 1470.74 亿元，所有者权益合计 441.55 亿元（含少数股东权益 245.36 亿元）；2017 年公司实现营业总收入 629.84 亿元，利润总额 63.70 亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额1516.21亿元，所有者权益453.68亿元（含少数股东权益251.33亿元）；2018年1～3月，公司实现营业总收入137.73亿元，实现利润总额17.56亿元。

公司注册地址：北京市西城区广安门内大街338号十层；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2018年6月底，公司存续中期票据共三期（详见下表），募集资金合计62亿元，已全部按计划使用完毕，并均已按时足额付息。

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
12 港中旅 MTN1	26.00	26.00	2012/05/24	2019/05/24
14 港中旅 MTN001	10.00	10.00	2015/03/19	2021/03/19
14 港中旅 MTN002	26.00	26.00	2015/09/10	2021/09/10

资料来源：中国货币网

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

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明

显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业分析

1. 行业概况

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。“十二五”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。

2017 年，国内旅游市场高速增长，入出境市场平稳发展，供给侧结构性改革成效明显。国内旅游人数 50.01 亿人次，比上年同期增长 12.8%；入出境旅游总人数 2.7 亿人次，同比增长 3.7%；全年实现旅游总收入 5.40 万亿元，同比增长 15.1%。初步测算，全年全国旅游业对 GDP 的综合贡献为 9.13 万亿元，占 GDP 总量的 11.04%。旅游直接就业 2825 万人，旅游直接和间接就业 7990 万人，占全国就业总人口的 10.28%。

近十年，随着国民经济健康快速的增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场呈逐步放大趋势。2014～2016 年，随着居民消费能力的提升以及城市化进程的持续加快，中国居民旅游潜力继续释放，国内旅游收入分别同比增长 15%、13%和 14%。

总体看，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，旅游投资规模逐年快速增长，预计未来旅游市场散客化自由行趋势会越来越明显，可带动相关产业协同发展。

2. 政策环境

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。

2016 年 4 月，国家旅游局颁布《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 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。规划落实后，旅游标准覆盖领域将进一步拓宽，标准体系结构明显优化，标准之间协调性有效增强，适应和支撑现代旅游业发展的标准体系更加健全。

2016 年 4 月，国家旅游局办公室颁布《关于贯彻落实<国务院办公厅关于加强旅游市场综合监管的通知>的通知》（旅办发〔2016〕96 号），国家旅游局将部署改革创新旅游市场监管机制和加强旅游市场综合监管工作。文件强调要加快建立权责明确、执法有力、行为规范、保障有效的旅游市场综合监管机制，进一步解决扰乱旅游市场秩序、侵害旅游者权益等突出问题。

2016 年 11 月 28 日，国务院办公厅发表《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 7 日，国务院印发的《“十三五”旅游业发展规划》中指出，“十三五”旅游业发展的主要目标是“旅游经济稳步增长”，“综合效益显著提升”，“人民群众更加满意”，“国际影响力大幅提升”。

2017 年 6 月 12 日，国家旅游局发布《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；实现旅游发展全域化；实现旅游供给品质化；实现旅游参与全民化；实现旅游效应最大化，成为旅游业惠民生、稳增长、调结构、促协调、扩开放的典范。

总体看，近年来国家政策对旅游行业的支持力度很大，旅游业外部政策环境良好。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；未来，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。

3. 市场竞争

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经位居世界前列，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，产品质量不高等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、赢利能力角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，都还存在巨大的差距。

整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间即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被加快淘汰，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。

4. 行业发展

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。预计 2018 年旅游行业将继续保持良好的发展态势，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，中国旅游行业总收入将稳步增长。

六、重大事项

1. 无偿划转华贸物流

2017年6月，经国务院国资委批复，公司及公司有关全资子公司将合计持有的5.10亿股港中旅华贸国际物流股份有限公司（以下简称“华贸物流”）股份（占总股本的51.09%）无偿划转至国务院国资委出资监管的中国诚通控股集团有限公司及其有关全资子公司、中国国新控股有限责任公司及其有关全资子公司，华贸物流自2018年9月起不再纳入公司合并范围。

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

华贸物流股权无偿划出后，公司原物流业务整体剥离，使公司得以将各类资源集中于较有优势的旅游相关业务，强化核心竞争力。

2. 完成公司制改制

2017年11月，经国务院国资委批准，公司由全民所有制企业改制为国有独资企业，改制后注册资本由157.59亿元变更为158.00亿元，公司名称变更为现名，工商变更已于2018年1月完成。本次改制有利于公司进一步优化法人治理结构，提升管理水平。

3. 收购日上中国

2017年3月，国旅股份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”）以3882.00万元对价收购日上免税行（上海）有限公司（以下简称“日上上海”）和日上免税行集团有限公司（以下简称“日上集团”）合计持有的日上免税行（中国）有限公司（以下简称“日上中国”）51%的股权，其余49%股权仍由日上集团持有。以2017年2月28日为评估基准日，采用资产基础法，中联资产评估集团有限公司对日上中国全部股权价值的评估结果为7612万元。

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

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

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

4. 收购日上上海

2018年2月，国旅股份公告其子公司中免公司拟以人民币15.05亿元（或等值美元）收购Base Rich Investments Limited（以下简称“佰瑞投资”）和上海文语斋图书有限公司（以下简称“上海文语斋”）合计持有的日上免税行（上海）有限公司（以下简称“日上上海”）51%的股权。

根据经审计的模拟财务数据[2]，日上上海

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

2016年底总资产19.80亿元，净资产8.41亿元；2016年营业收入63.30亿元，利润总额3.42亿元。根据中联资产评估集团有限公司出具的《资产评估报告》，日上上海（按收益法评估）在评估基准日2017年6月30日合并资产负债表归属于母公司的所有者权益账面值-0.55亿元，评估值31.62亿元，评估增值32.17亿元，增值率5841.29%，增值较高主要考虑了日上上海经营资质、市场优势、采购优势、品牌优势、销售渠道等无形资产的价值和盈利能力。经双方协商一致，本次股权转让以上述评估值为基础定价，扣除未来处置房地产资产可能发生的2.10亿元土地增值税后，双方确定本次交易的日上上海51%股权转让价格为15.05亿元（或等值美元），以现金方式支付。目前股权转让已完成，中免公司自2018年4月起将日上上海纳入合并范围。

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

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

七、基础素质分析

公司作为中国内地及香港地区最大的跨地区综合性旅游集团，拥有内地和香港完整的旅游服务链条和全面的配套能力，有着丰富的大型景区开发经验，成功开发了深圳世界之窗、锦绣中华、民俗文化村、珠海海泉湾等国内知名的大型综合旅游项目。2016年与国旅集团重组后，公司将国旅股份的免税和旅行社业务纳入旗下。截至2017年底，公司在内地设有165间旅行社、会展和商旅服务等旅游周边产业公司，香港、澳门地区设有2间旅行社，在海外19个国家设有15间海外旅行社和17家签证中心，并建有网上旅游商务平台，形成了庞大的营销、服务网络。旅游地产方面，公司通过地产加旅游的独特开发模式，可以较低成本获得优质土地资源。2017年，公司商品房在开发面积148.13万平方米，主要分布在旅游资源较为丰富的宁波、杭州、苏州等发达二线城市。

与国旅集团重组后，公司纳入中免公司的免税销售业务。截至2017年底，中免公司已在全国30个省市自治区（包括香港、澳门、台湾地区）和柬埔寨设立涵盖机场、机上、边境、外轮供应、客运站、火车站、外交人员、邮轮和市内九大类型的234家免税店，是世界上免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商，拥有目前全球最大的免税商业综合体，同时有税业务以国内交通枢纽为主，共有11家零售网点。2017年中免公司完成对日上中国51%股权的收购，且当年中免公司和日上中国分别中标首都机场T2和T3航站楼免税业务，成功弥补公司免税业务在北京市场的短板；2018年上半年，中免公司完成对日上上海51%股权的收购，获得了上海浦东国际机场和虹桥国际机场免税经营权。完成对日上中国和日上上海的收购后，公司免税业务市场份额明显提升，规模优势将逐步凸显。

公司金融板块业务涵盖商业银行、财务公司、保险经纪、消费金融、互联网金融、产业基金等，其中消费金融业务经营主体香港安信信贷有限公司（以下简称“安信信贷”）是目前香港最大的非银行消费信贷公司，在香港拥有35间分行、3个客服中心，其子公司深圳安信小额贷款有限责任公司（以下简称“安信深圳”）在深圳拥有6间分行。由于国家经济增长模式将向消费驱动转变，国内消费信贷在近年来增

长迅速，目前消费信贷市场空间广阔，预计未来中国消费信贷市场的稳健增长将对公司消费信贷业务壮大发展形成有利支撑。

总体看，公司作为国务院国资委直属央企中最大的旅游企业集团，产业结构互补性较强，规模优势明显，整体竞争能力很强。

八、管理分析

2017 年 12 月，公司原董事长、法定代表人张学武到龄退休，根据中央组织部有关干部局的决定，由万敏任公司董事长、法定代表人。此外，根据国务院国资委对公司外部董事的人事任命情况，公司原外部董事王岭退任，并任命欧阳谦为新任外部董事。2018 年 7 月，公司董事、总经理姜岩到龄退休，目前尚未委任新任人员。

万敏，公司董事长、法定代表人，上海交通大学工商管理专业毕业，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管理等方面具有丰富经验。2016 年 1 月任中国远洋海运集团有限公司董事、总经理，2017 年 12 月任现职。

欧阳谦，公司外部董事，历任中信实业银行行长助理兼资金部总经理、党组成员、副行长、党委委员，中信银行党委委员、副行长，中信银行监事会主席、党委委员。

总体看，跟踪期内，公司多位董事及高级管理人员到龄退休，该变动为公司正常人事任免，未对公司日常管理、生产经营产生不利影响。目前，公司新任总经理尚未任命，且在过渡期间董事会人数尚未达到公司《章程》要求，治理结构有待完善。

九、经营分析

1. 经营概况

目前公司业务格局以旅游业务（包括旅行社、酒店、景区、免税、旅游新业态等）为核心，辅以旅游地产和旅游特色金融业务等。2017 年，公司实现营业总收入 629.84 亿元，同比增长 4.34%。从构成上看，在免税业务销售扩张的带动下，公司旅游主业收入不断增长，占比持续上升，2017 年达到 70.94%；其次为旅游地产和旅游特色金融业务，占比分别为 9.60%和 9.71%。近年公司持续收缩非主业板块的业务资源和规模，并随着华贸物流的划出和陕西渭河发电有限公司合作期完结，公司分别自 2017 年 9 月和 5 月起不再从事物流和发电业务。同期，公司旅游主业和旅游地产毛利率均有所提升，旅游特色金融业务毛利率有所下滑，2017 年公司综合毛利率为 32.14%，同比增加 4.49 个百分点。

2018 年 1～3 月，公司实现营业总收入 137.73 亿元，同比增长 21.36%；综合毛利率为 37.79%，同比上升 8.08 个百分点。

表 2　公司营业总收入构成及毛利率（单位：亿元、%）

板块	2016 年			2017 年			2018 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
旅游主业	383.34	63.50	25.21	446.84	70.94	28.39	113.98	82.75	33.14
旅游地产	75.47	12.50	31.92	60.44	9.60	53.48	7.12	5.17	54.32
物流	73.23	12.13	13.11	54.64	8.68	11.72	--	--	--
旅游特色金融	51.51	8.53	76.31	61.17	9.71	71.57	16.63	12.08	62.54
电力	20.09	3.33	24.38	6.75	1.07	-1.49	--	--	--

合计	603.64	100.00	27.65	629.84	100.00	32.14	137.73	100.00	37.79

资料来源：公司提供

注：旅游主业板块包括旅行社、旅游投资运营（景区）、酒店运营、免税、旅游新业态（含旅游客运、游轮、房车）等业务。

2. 旅游主业

旅游业务是公司的传统及核心业务，主要包括境内外旅行社、景区、酒店运营、免税销售、主题公园和综合性旅游度假区、芒果网、跨境水路客运、演艺及证件等业务，主要通过中旅总社、中国中旅、国旅总社、招商国际系列等经营。经过90年的发展以及2016年与国旅集团重组后将国旅股份纳入合并范围，公司已经成为中国内地及香港地区最大的跨地域综合性旅游集团，拥有内地和香港完整的服务链条和全民的配套能力。截至2017年底，国旅股份资产总额209.32亿元，所有者权益150.11亿元；2017年实现收入282.82亿元，利润总额38.34亿元，同比分别增长26.32%和43.53%。

近来年国民旅游消费持续旺盛，国内游和出境游快速增长，为公司旅行社业务发展提供了良好的外部环境。与国旅集团重组后，为规避同业竞争并形成协同效应，公司将中旅总社托管予国旅股份，由国旅股份对中旅总社和国旅总社进行统一管理。公司旅行社业务主要由票务、出境和入境业务、国内业务和签证服务等构成。截至2017年底，公司在内地设有165间旅行社、会展和商旅服务等旅游周边产业公司，香港、澳门地区设有2间旅行社、海外19个国家设有15间海外旅行社和17家签证中心，并建有网上旅游商务平台，形成了庞大的营销、服务网络。2017年，公司的旅游接待人次为2290万人次，同比增长27.08%；2018年1～3月的接待人次为364万人次。

酒店业务方面，近几年公司酒店接待游客人数波动不大。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，2017年共接待游客159万人次，2018年1～3月接待游客41万人次。2017年，公司酒店业务产生的营业收入（含英国地区酒店）28.17亿元，同比增长2.77%。

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，有来往香港、澳门直通内地的豪华大巴及往返港澳的喷射飞船以及北京天创演艺公司等。2018年年中，公司在华东地区的首个旅游项目——浙江安吉度假村正式开业，该项目包括Club Med Joyview安吉度假村、旅游地产、惊帆马术俱乐部、教育农场、商业小镇等内容，并委托全球知名的法国度假连锁集团Club Med进行管理，旨在为家庭与携伴出游的旅客提供精致一价全包假期，为不同旅客提供具有浓郁法国风情的休闲体验，是公司景区版图又一扩张之举。

与国旅集团重组后，公司新纳入免税业务（即公司旅游零售业务），主要由国旅股份旗下的中免公司经营。目前，中免公司是世界上免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商，并拥有目前全球最大的免税商业综合体。2017年，公司免税业务取得较大突破，先后中标香港机场烟草酒水标段经营权和首都机场T2、T3 航站楼国际隔离区免税业务经营权，并完成日上中国的收购。上述大型渠道免税业务经营权的获得，大大提升了公司免税业务在国内和国际的影响力和竞争力，其中香港机场烟草酒水标段免税业务是公司拥有的首个国际化大型免税零售平台。在进境免税店招投标中，公司成功中标昆明、广州、青岛、南京、成都、乌鲁木齐6 家机场进境免税店，进一步稳固公司在国内免税市场的地位，已中标进境店目前除南京机场进境免税店外，其余入境店已陆续开业。2018年上半年，中免公司通过收购日上上海，获得了上海浦东国际机场和虹桥国际机场免税经营权，且日上上海在2018年7月中标并继续拥有上述两家机场免税经营权，预设合同期限自2019年1月1日始至2025年12月31日（其

中上海浦东国际机场T1航站楼进出境免税场地自2022年1月1日零时起始，卫星厅自启用日起始。），公司免税业务的市场份额进一步扩大。2017年，中免公司商品销售收入148.61亿元，同比增长69.25%，主要系收购日上中国并表其4~12月收入和巩固优化现有离岛免税业务分别带来收入增量43.11亿元和13.79亿元；毛利率为45.72%，同比下降0.87个百分点。

中免公司的免税经营模式分为零售和批发两种模式。零售方面，中免公司通过全资和合资经营等方式，设立了涵盖了机场、机上、边境、客运站、火车站、外轮供应、外交人员、邮轮和市内等九大类型的免税店，总体经营面积达到15.10万平方米，经营场所多为租赁形式；其中三亚海棠湾免税购物中心为自有物业，经营面积7万平方米，是全球规模最大的单体市内免税店。2017年，该购物中心实现营业收入60.84亿元，同比增长29.31%，其中免税商品销售收入58.67亿元，同比增长28.04%；全年接待顾客551万人次，购物人数131万人次。

批发方面，国旅股份通过参股上海东航中免免税、珠海市中免免税品、深圳市中免免税品等多家地方免税品零售业务的公司，并由中免公司对其供货，可在部分由其他零售免税公司早期形成垄断经营的地方市场上，以合作方式获得免税市场份额。2017年免税批发业务累计完成营业收入14.21亿元，同比下降4.11%。

总体看，中免公司免税业务资质全面，经营规模大，经营渠道优势显著，跟踪期内先后完成对日上中国和日上上海的股权收购并相继中标多个优质平台免税经营权，在销售渠道、平台层次和市场份额方面取得较大突破，对公司收入和利润贡献稳步提升。

3. 旅游地产

旅游地产方面，公司地产加旅游的独特开发模式，能够满足旅游资源丰富的地方政府提高城市形象、创造经济效益和社会效益等多方面的综合需要，从而为公司获得优质土地资源创造有利条件，其形成的优势就是较低的土地成本和独特的旅游地产产品。2017年底，公司商品房在开发面积148.13万平方米，全年完成开发面积36.55万平方米；销售面积35.69万平方米、结转收入60.44亿元，同比分别下降6.42%和19.92%，收入主要来自燕郊项目、杭州丁桥、杭州三墩、江西宜春、沈阳项目、青岛项目、苏州新区等项目交房部分。受益于部分项目2017年售价的提升以及部分高毛利项目结转收入占比较大，当期销售毛利率由31.92%提升至53.48%。2018年3月底，公司商品房在开发面积149.53万平方米，一季度完成销售面积3.58万平方米，结转收入7.12亿元，同比增长27.14%。

截至2018年3月底，公司在建旅游地产项目10个，分布在河北燕郊、宁波、苏州和杭州等城市，建筑面积合计149.53万平方米，预计总投资173.34亿元，已完成投资85.91亿元。

表 3　截至 2018 年 3 月底公司主要旅游地产在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	类别	建筑面积	预计竣工时间	预计总投资	已投资
成都金堂 1 期	住宅/商业	2.71	2018 年 12 月	5.21	1.87
宁波长兴路 3#	住宅	20.19	2020 年 11 月	29.46	10.36
杭州萧山	住宅	11.10	2019 年 8 月	25.91	17.35
燕郊 1-2	住宅	17.98	2019 年 9 月	17.64	7.41
宁波长兴路 1#	住宅	12.87	2018 年 11 月	10.45	6.03
宁波长兴路 2#	住宅	25.60	2019 年 11 月	21.74	7.81
苏州太湖	住宅	14.28	2018 年 9 月	12.51	5.84
宜春 1.2	住宅	10.92	2019 年 12 月	8.53	6.91

苏州张家港	住宅	17.71	2020 年 3 月	16.34	8.03
苏州吴江	住宅	16.17	2020 年 3 月	25.55	14.30
合 计	--	**149.53**	--	**173.34**	**85.91**

资料来源：公司提供

公司积极进行土地储备战略布局，主要集中在河北燕郊、鞍山、沈阳、青岛、宁波、宜春等地，其中 2017 年新增储备 43.17 万平方米（计容面积），为旅游地产业务的可持续发展提供了有力保障。截至 2018 年 3 月底，公司土地储备量为 423.31 万平方米，不存在两年未开发土地的情况。总体看，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。另外，随着项目所在各城市房地产政策调控力度的加强，2018 年旅游地产的销售和经营仍面临较大的压力和不确定性。

表 4　截至 2018 年 3 月底旅游地产土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

项目	开工时间	预计竣工时间	土地储备面积	预计总投资
江西宜春项目	2013 年	2021 年	31.95	9.71
鞍山项目	2014 年	2019 年	88.54	43.50
燕郊项目	2014 年	2020 年	72.63	87.64
青岛项目	2015 年	2020 年	61.42	36.00
沈阳项目	2007 年	2020 年	109.22	70.00
成都金堂项目	2016 年	2018 年	27.31	49.00
宁波长兴路 3#项目	2017 年	2019 年	7.69	25.37
杭州萧山	2017 年	2019 年	6.17	23.16
苏州顾家荡项目	2018 年	2020 年	10.45	32.15
成都双流东升项目	2018 年	2020 年	7.92	13.72
合计		--	**423.31**	**390.25**

资料来源：公司提供

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

4. 旅游特色金融业务

近年来公司大力发展旅游特色金融业务，业务范围包括商业银行、财务公司、保险经纪、消费金融、互联网金融等，2017 年实现收入 61.17 亿元，同比增长 18.75%；毛利率为 71.57%，维持在较高水平。

基金方面，2017 年 4 月，全资子公司港中旅投资（上海）有限公司联合山东龙冈控股有限公司发起设立山东中旅股权投资管理有限公司，2017 年 6 月中旅（青岛）旅游发展基金（有限合伙）成立，计划首期规模 3.00 亿元，目前已认缴 1.10 亿元，其中山东中旅股权投资管理有限公司投资 0.10 亿元，且该公司已于 2018 年 7 月取得私募股权投资基金管理人资格。2018 年，经国家旅游局报国务院批准，公司拟牵头发起“中国旅游产业基金”并负责筹建“中国旅游产业基金管理有限公司”，目前公司正持续加大基金募集力度，加强与大型央企、金融机构的对接和沟通，就投资意向及主要条款进行多轮磋商，争取 2018 年完成首期募集 100 亿元的任务。

公司作为焦作中旅银行股份有限公司（以下简称“中旅银行”）第一大股东，截至 2017 年底对其持股 36.68%，将其纳入合并范围。跟

踪期内，中旅银行资金实力进一步扩充，业务规模迅速扩大。截至 2017 年底，中旅银行各项存款余额为 356.16 亿元，贷款余额 306.71 亿元，同比分别增长 18.52%和 26.98%。2017 年底，中旅银行资产总额 621.86 亿元，所有者权益 59.60 亿元；2017 年实现收入 18.38 亿元、投资收益 15.20 亿元，利润总额 6.83 亿元。2017 年 8 月，公司获得中旅银行 2016 年的现金分红 6065 万元。

消费信贷方面，公司控股子公司安信金融控股有限公司（以下简称“安信金控”）下属子公司安信信贷主要经营小额贷款，放贷资金来源于股东资金、资产证券化和银行贷款，主要业务组合为：本地及佣工贷款、信用卡、按揭贷款；子公司深圳安信小额贷款有限责任公司的业务组合为：为小企业主、工薪族提供个人贷款。安信信贷是香港最大的非银行消费信贷公司，在香港设有 35 间分行，3 间客服中心，在深圳有 6 间分行。2017 年，安信信贷合并范围共放贷 95.80 亿港元，年底贷款余额为 94.50 亿港元。2017 年，安信金控实现利息收入 20.79 亿港元，税前利润 6.24 亿港元，同比分别增长 12.87%和 42.90%。

安信信贷原为渣打银行全资子公司，具备较为完善的风控技术体系，并根据实际经营情况调整风控管理策略，创新风险管理方法，将风控嵌入到前中后台工作中，严把风控关，建立了完整的风控体系。但消费信贷作为小额贷款，业务特点是“高息差、高减值损失、高收益率”，2017 年安信信贷合并范围确认不良贷款损失 5.50 亿港元，为其全年月均贷款余额的 6.30%，同比下降 2.54 个百分点。

由于国家经济增长模式将向消费驱动转变，国内消费信贷在近年来增长迅速。在收入提高、失业率下降和财富效应的共同作用下，信用情况不断改善，而中国的家庭杠杆率依然处于较低的水平，预计未来中国消费信贷市场将实现稳健增长。

5. 物流和电力

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

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

6. 经营效率

2017 年，公司销售债权周转次数同比增加 5.26 个百分点，存货周转次数和总资产周转次数同比略有下降，三项指标分别为 22.13 次、2.52 次和 0.43 次，公司整体经营效率一般。

7. 发展规划

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。

十、财务分析

公司 2017 年财务数据已经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务数据未经审计。

截至 2017 年底及 2018 年 3 月底，公司纳入合并范围二级子公司 17 家，较 2016 年底增加 5 家；二级以下层级子公司变动较大，其中收购和新成立子公司 20 家（含日上中国），因注销、出售、无偿划出和丧失控制权导致不再纳入合并范围子公司 109 家（含华贸物流）。合并范围的变动对公司财务数据可比性产生一定影响，详见下文分析。

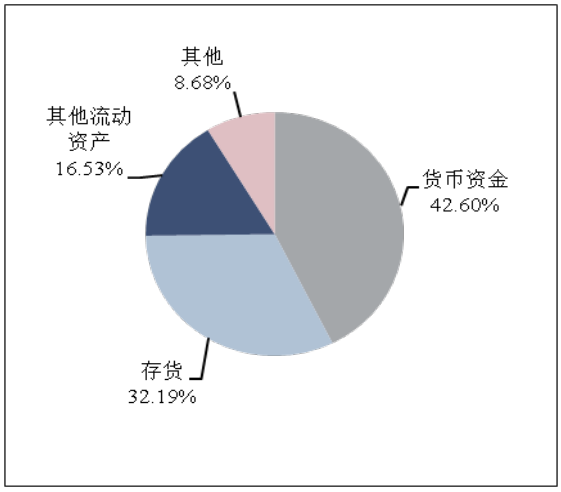
截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 1470.74 亿元，所有者权益合计 441.55 亿元（含少数股东权益 245.36 亿元）；2017 年公司实现营业总收入 629.84 亿元，利润总额 63.70 亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额1516.21亿元，所有者权益453.68亿元（含少数股东权益251.33亿元）；2018年1～3月，公司实现营业总收入137.73亿元，实现利润总额17.56亿元。

1. 资产质量

截至2017年底，公司资产总额为1470.74亿元，同比增长2.35%；其中非流动资产占58.51%，较年初构成变化不大，仍以非流动资产为主。

图1 2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2017年底，公司流动资产610.19亿元，同比下降6.71%，仍以货币资金、存货和其他流动资产为主。货币资金259.96亿元，同比下降13.08%，构成主要为银行存款230.50亿元，其中存放在境外的款项共49.74亿元；货币资金受限比例为37.81%，构成主要为存放央行的准备金和存放同业款项等。应收账款17.89亿元，同比下降51.07%，主要因应收款较多的华贸物流和电厂子公司出表所致；账面余额19.87亿元，按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款18.04亿元中，1年内的占92.08%，账龄短；前五名合计4.87亿元，占比为11.18%，集中度较低；共计提坏账准备1.98亿元，计提比例为9.99%。预付款项14.14亿元，同比略有下降，构成主要是预付航空公司押金和商品采购预付款等，其中一年内的（含1年）为91.14%，账龄短。其他应收款16.88亿元，同比下降22.92%，构成均主要为土地款、往来款和保证金等，按账龄组合计提的余额为14.50亿元，综合坏账计提比例为22.55%，计提合理。存货余额197.11亿元，同比增长37.87%，主要来自库存商品和房地产开发产品的增加，构成主要为库存商品（产成品）、开发成本和开发产品，占比分别为26.01%、38.66%和35.16%；存货共计提跌价准备0.69亿元（以库存商品和开发成本计提为主），账面价值为196.42亿元。买入返售金融资产由上年底的45.87亿元降为零，系公司所持债券资产全部于当年到期所致。其他流动资产100.87亿元，同比增长38.13%，主要为信托投资、保本和非保本理财产品等；其中委托贷款2.30亿元，为控股子公司中旅国际投资与其子公司深圳世界之窗有限公司及深圳锦绣中华发展有限公司之非控股股东订立的委托贷款安排，已于2017年12月31日分别提取1.50亿元和0.80亿元。该委托贷款为无抵押，非控股股东须于接获通知一个月内偿还，且按一年期中国人民银行贷款基准利率计息。

截至2017年底，公司非流动资产860.55亿元，同比增长9.91%，主要来自发放贷款的增加，

构成以发放贷款和垫款（占42.13%）、固定资产（占15.81%）和其他非流动资产（占13.94%）为主。

截至2017年底，公司发放贷款和垫款总额390.43亿元，同比增长23.14%。按贷款方来分，个人和企业分别占36.19%和63.81%，企业主要分布于租赁和商务服务业、制造业、批发和零售业等；按担保方式来分，信用贷款、保证贷款、附担保物贷款分别占28.07%、36.65%和35.28%；逾期贷款共9.50亿元，从逾期1天至3年以上不等，其中附担保物逾期借款占40.97%；共计提贷款损失准备30.34亿元，计提比例为7.77%；发放贷款和垫款账面价值为362.52亿元。持有至到期投资60.90亿元，同比增长46.13%，构成中金融债占73.33%，其余为企业债和政府债。

截至2017年底，公司投资性房地产46.72亿元，同比略有下降，主要系合并范围变动导致房屋、建筑物减少所致，余额构成主要为房屋、建筑物和土地使用权；其中以成本计量的为15.97亿元，以公允价值计量的为30.75亿元，当期发生公允价值变动损益1.01亿元。

截至2017年底，公司固定资产原值232.86亿元，同比下降24.18%，主要是机器设备的减少，余额构成主要为房屋及建筑物、机器设备、运输工具等，累计折旧95.23亿元、减值准备1.58亿元，账面价值136.04亿元。

截至2017年底，公司无形资产原价57.80亿元，同比增长19.13%，增加来源和余额构成均以土地使用权为主，累计摊销11.19亿元、减值准备0.02亿元，账面价值46.59亿元。

截至2017年底，商誉余额为32.51亿元，同比下降20.67%，主要系德祥集团公司、中特物流有限公司等子公司及其商誉随华贸物流一并划出所致。公司商誉账面价值为20.13亿元，构成主要为安信信贷17.62亿元；账面价值同比下降50.65%，除上述划出外，当期计提商誉减值12.38亿元，包括会计师事务所进行商誉减值测算后按照评估报告对CTS Metropark Limited和中旅银行分别计提减值准备7.78亿元和4.58亿元。

截至2017年底，公司其他非流动资产119.99亿元，同比增长11.80%，主要来自应收款项类投资的增加，余额为118.63亿元，构成为一年以上到期的信托投资。

截至2017年底，公司资产中所有权和使用权受到限制的账面价值为116.44亿元，主要为货币资金、固定资产等，占资产总额的7.92%，受限比例较低。

截至2018年3月底，公司资产总额1516.21亿元，较上年底略有增长，流动性结构变动不大，此外预付款项、存货和其他流动资产均有所增长。

总体看，跟踪期内，公司资产总额保持较大规模，其中货币资金、存货和固定资产，以及金融业务发放贷款及垫款、信托和理财类投资占比高，部分科目因合并范围的变动影响有所增减，但整体资产结构变动不大，资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

（1）所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益为441.55亿元，同比下降4.22%，主要是华贸物流出表导致的资本公积、未分配利润和少数股东权益减少所致；归属于母公司的所有者权益196.19亿元中，实收资本和未分配利润占比分别为80.01%和18.95%；少数股东权益245.36亿元，占所有者权益合计的比重为55.57%。

截至2018年3月底，公司所有者权益453.68亿元，较上年底略有增长，构成变动不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益受合并范围变动小幅下降，少数股东权益仍然占比较高，所有者权益稳定性一般。

（2）负债

截至2017年底，公司负债总额为1029.19亿元，同比增长5.45%；流动负债占比升至

82.45%，仍为负债的主要构成部分。截至 2017 年底，公司流动负债 848.59 亿元，同比增长 12.36%，构成以吸收存款及同业存放（占 47.28%）和其他流动负债（占 16.76%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款 37.16 亿元，同比大幅增长 119.26%，构成主要为信用借款 35.04 亿元，其余为少量抵押借款和保证借款。

随着中旅银行业务规模的扩大，吸收存款及同业存放持续增加，截至 2017 年底为 401.18 亿元，同比增长 4.85%；构成为活期存款（占 32.36%）、定期存款（含通知存款，占 38.34%）、汇出汇款、应解汇款等其他存款（占 17.76%）和同业及其他金融机构存放款（占 11.54%），结构变动不大，各类存款同比均有所增加。

截至 2017 年底，公司应付账款和预收款项分别为 51.65 亿元和 42.37 亿元，同比分别下降 4.88%和 15.81%，账龄均主要为 1 年以内。其他应付款 50.83 亿元，同比增长 28.46%，构成主要为押金及保证金、应付工程款、待结算款项等。其他流动负债 142.27 亿元，同比增长 35.63%，主要来自同业存单的增加，构成主要为同业存单和资产证券化融入资金。

截至 2017 年底，公司非流动负债 180.60 亿元，同比下降 18.19%，构成主要为长期借款（占 14.10%）和应付债券（占 72.40%）。应付债券 130.76 亿元，对应面值 154.47 亿元，包含两期美元债券合计 10.00 亿美元、三期人民币中期票据 62.00 亿元和“中旅安信安心贷 1 号”资产支持专项计划 4.24 亿元。递延收益 16.49 亿元，主要为基础设施补偿款 11.45 亿元和高尔夫球会籍收入 2.90 亿元等。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 1062.53 亿元，其中短期借款较上年底大幅增长 106.93%至 76.90 亿元，一年内到期的非流动负债大幅下降 95.01%至 1.20 亿元；应付债券较上年底下降 4.88%至 124.38 亿元，系资产支持专项计划期末余额降至 1.90 亿元且重分类计入其他非流动负债所致；其余科目变动不大。

截至 2017 年底，公司全部债务[4]为 226.08 亿元，同比下降 9.07%；其中短期债务占比升至 30.90%，仍以长期债务为主。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.98%、33.86%和 26.13%，同比略有波动。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 228.80 亿元，较上年底基本持平，上述三项指标分别为 70.08%、33.53%和 24.87%。

跟踪期内，随着中旅银行业务规模的不断扩大和短期借款的增加，公司流动负债持续增加，其中中旅银行金融负债占比高，符合金融业务负债特征。公司全部债务以长期为主，但占比逐年下降，考虑到金融负债的业务属性，公司实际债务负担较轻。

3. 盈利能力

2017年，在旅游主业和金融业务的带动下，公司营业总收入629.84亿元，同比增长4.34%；其中利息净收入和手续费及佣金净收入分别为35.83亿元和2.74亿元。营业利润率为29.49%，同比增加3.97个百分点。

从期间费用看，2017年，公司销售费用、管理费用和财务费用合计108.98亿元，占营业总收入的17.30%，同比上升2.52个百分点，构成以销售和管理费用为主。其中销售费用51.26亿元，同比增长45.04%，主要系合并日上中国带来租赁费用大幅增长所致。总体看，公司期间业务控制能力较好。

2017年，公司发生资产减值损失24.47亿元，同比增长48.28%，其中坏账损失2.34亿元、商誉减值损失12.36亿元，同比均有所增加。

2017年，公司实现投资收益3.95亿元，主要为持有权益法核算的长期股权投资收益2.02亿元和处置长期股权投资产生收益1.55亿元，其中持有收益主要来自合作旅游项目和参股的免税业务公司。公司实现其他收益9.04亿元，主要为球会土地置换收益8.30亿元和各项政府

[4] 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。

补助；营业外收入2.45亿元，主要为无需支付的应付款和政府补助等；营业外支出5.03亿元，主要构成为高尔夫球会籍清退及补偿支出2.91亿元、预计未决诉讼损失0.55亿元等。

2017年，公司实现利润总额63.70亿元，同比增长10.79%。总资本收益率和净资产收益率分别为8.00%和9.88%，同比分别减少0.89和增加1.06个百分点，波动不大。

2018年1～3月，公司实现营业总收入137.73亿元，同比增长21.36%；营业利润率为35.81%，较上年进一步提高。在收入规模扩大和毛利空间上升的共同推动下，公司实现利润总额17.56亿元，同比增长24.85%。

跟踪期内，公司持续贯彻核心业务经营方针，在合并范围变化带来收入构成发生变动的情况下，营业总收入保持增长，非主业经营收益对利润形成有效补充，整体盈利能力强。

4. 现金流及保障

2017 年，公司经营活动产生的现金流规模持续扩大，其中流入量为 969.45 亿元，同比增长 3.07%，包括销售商品、提供劳务收到的现金 651.48 亿元，金融类业务资金流入 158.42 亿元，收到其他与经营活动有关的现金为 159.50 亿元，同比增长 36.70%，主要为地产业务收回保证金及其他业务收到的租金、退还的押金等；支付其他与经营活动有关的现金 187.81 亿元，同比增长 21.12%，构成主要为旅游地产板块支付竞拍保证金等约 110.00 亿元、其他板块各类保证金等合计 42.70 亿元等。公司经营活动产生的现金流量净额为 43.61 亿元，同比下降 51.94%。同期，公司现金收入比为 109.55%，同比基本持平，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2017 年，公司投资活动主要构成为收到和支付其他与投资活动有关的现金，分别为 1179.52 亿元和 1246.24 亿元，主要为购买和赎回理财产品和中旅银行开展金融投资业务产生的现金流。2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-66.85 亿元，缺口较上年明显扩大。

从筹资活动来看，2017 年，公司筹资活动主要为取得借款和偿还债务发生的现金流，筹资活动现金流入量为 46.58 亿元，筹资活动产生的现金流净额-30.18 亿元，由于吸收投资同比大幅减少、分配利润和支付利息的现金增加，导致筹资活动现金流整体呈现大幅净流出。

2018年1～3月，公司经营活动产生的现金流量净额为13.99亿元，现金收入比升至129.43%，同比略有提升。投资活动产生的现金流净额为-14.15亿元，筹资活动产生的现金流量净额为14.79亿元，当期新增取得大量短期借款收到的现金流入规模较大。

总体看，跟踪期内，公司收入实现质量较好，经营活动获现能力有所下滑，由于对外投资规模较大，融资需求持续存在。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 71.91%和 48.76%，同比有所下降，截至 2018 年 3 月底分别为 73.13%和 50.32%，流动资产和现金类资产（剔除受限部分后）分别为短期债务的 8.25 倍和 2.07 倍。2017 年，公司经营现金流动负债比降至 5.14%。考虑到公司流动资产中存货占用部分资金，且金融资产（多为非流动资产）和金融负债（多为流动负债）占比高，现金类资产充裕，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 86.25 亿元，全部债务/EBITDA 为 2.62 倍，EBITDA 利息倍数为 8.80 倍，公司长期偿债能力很强。

截至 2017 年底，公司合并范围对外担保为 2.21 亿元，其中子公司港中旅国际担保有限公司开展担保业务，担保余额分别为 2.15 亿元，其他多为中旅银行对外提供的担保。总体看，公司对外担保金额较小且主要为担保业务产生，或有负债风险低。

截至 2018 年 3 月底，公司本部共获得银行

授信 641.31 亿元，其中未使用额度为 539.89 亿元。公司合并范围共获得银行授信 657.25 亿元，其中未使用额度为 525.52 亿元，公司间接融资渠道畅通。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1011010203546920A），截至 2018 年 7 月 18 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。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点、国资委对于公司的各项支持，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

十一、 存续债券偿还能力分析

截至2018年3月底，公司存续境内人民币债券62亿元，境外美元债券10亿美元，资产支持专项计划4.24亿元；美元债券按2018年3月30日汇率中间价折合人民币62.88亿元，公司存续债券本金合计约为129.12亿元，无一年内到期的债券；其中，年度最高偿还额约为49.11亿元。2017年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为存续债券的0.67倍、7.51倍和0.34倍，分别为存续债券年度最高偿还额的1.76倍、19.74倍和0.89倍，公司EBITDA和经营活动现金流对应付债券年度最高偿还额的覆盖程度较高。

表5 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

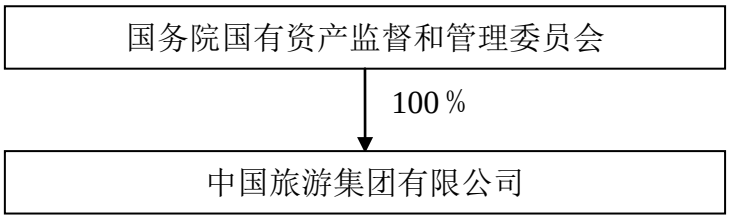
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	7.51
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.34
EBITDA/应付债券余额	0.67

资料来源：根据公司年报及公开资料整理

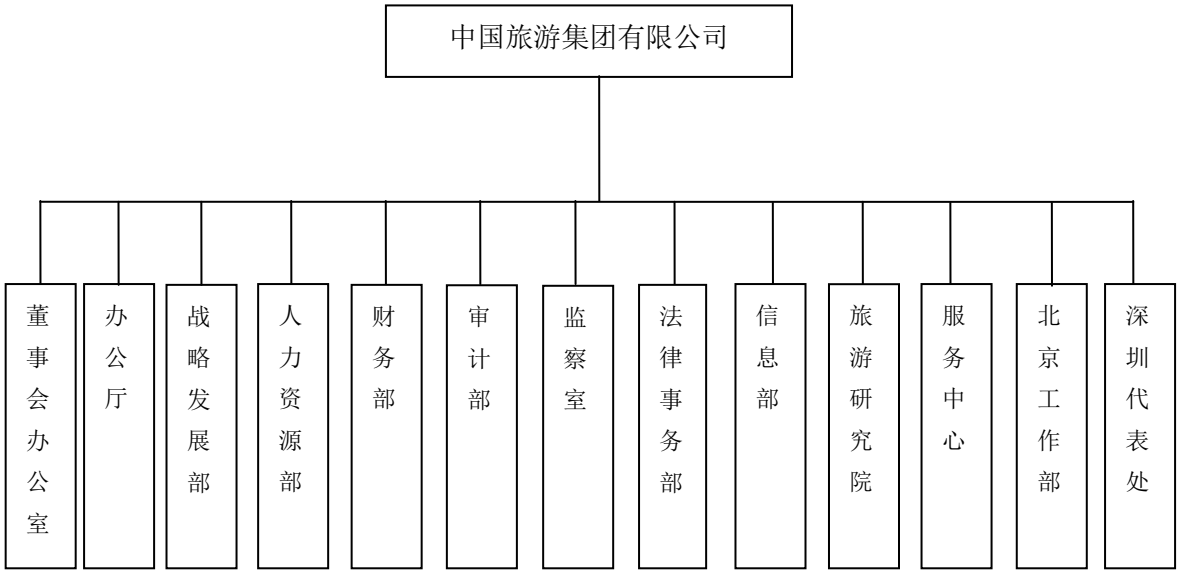
十二、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“12港中旅MTN1”、“14港中旅MTN001”和“14港中旅MTN002”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	153.50	224.37	161.68	162.47
资产总额(亿元)	1198.42	1437.00	1470.74	1516.21
所有者权益(亿元)	412.63	461.01	441.55	453.68
短期债务(亿元)	31.82	54.08	69.85	78.61
长期债务(亿元)	184.42	194.56	156.23	150.20
全部债务(亿元)	216.24	248.65	226.08	228.80
营业总收入(亿元)	556.78	603.64	629.84	137.73
利润总额(亿元)	49.10	57.50	63.70	17.56
EBITDA(亿元)	73.31	81.20	86.25	--
经营性净现金流(亿元)	92.04	90.75	43.61	13.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	20.71	16.87	22.13	--
存货周转次数(次)	3.03	2.87	2.52	--
总资产周转次数(次)	0.57	0.46	0.43	--
现金收入比(%)	121.32	108.27	109.55	129.43
营业利润率(%)	23.45	25.52	29.49	35.81
总资本收益率(%)	7.00	7.11	8.00	--
净资产收益率(%)	8.35	8.82	9.88	--
长期债务资本化比率(%)	30.89	29.68	26.13	24.87
全部债务资本化比率(%)	34.39	35.04	33.86	33.53
资产负债率(%)	65.57	67.92	69.98	70.08
流动比率(%)	99.02	86.60	71.91	73.13
速动比率(%)	70.86	67.74	48.76	50.32
经营现金流动负债比(%)	16.02	12.02	5.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.67	8.27	8.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.95	3.06	2.62	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；2015 年数据为 2016 年期初数，2016 年数据为 2017 年期初数；现金类资产已剔除受限资金。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
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-营业税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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　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

附件 4-3　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。