

# 信用等级公告

联合[2012] 227 号

---

联合资信评估有限公司通过对中国港中旅集团公司信用状况进行综合分析和评估，确定

中国港中旅集团公司  
主体长期信用等级为  
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一二年四月五日



---

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

网址：[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

## 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国港中旅集团公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与中国港中旅集团公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评估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。

三、本信用评级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，未因中国港中旅集团公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国港中旅集团公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、中国港中旅集团公司主体长期信用等级自 2012 年 4 月 5 日至 2013 年 4 月 4 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内中国港中旅集团公司的主体长期信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一二年四月五日

评级业务专用章

# 中国港中旅集团公司

## 主体长期信用评级报告

评级结果：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2012 年 4 月 5 日

### 财务数据

| 项 目            | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 11 年 9 月 |
|----------------|--------|--------|--------|----------|
| 资产总额(亿元)       | 457.38 | 512.34 | 550.02 | 608.59   |
| 所有者权益(亿元)      | 207.31 | 226.26 | 248.94 | 255.92   |
| 长期债务(亿元)       | 101.37 | 91.30  | 104.98 | 149.02   |
| 全部债务(亿元)       | 144.96 | 166.41 | 166.54 | 206.38   |
| 营业收入(亿元)       | 436.54 | 396.18 | 483.79 | 412.94   |
| 利润总额(亿元)       | 16.31  | 23.65  | 26.09  | 22.02    |
| EBITDA(亿元)     | 39.34  | 49.18  | 51.13  | --       |
| 营业利润率(%)       | 10.07  | 13.68  | 11.42  | 10.46    |
| 净资产收益率(%)      | 6.54   | 7.41   | 7.28   | --       |
| 资产负债率(%)       | 54.67  | 55.84  | 54.74  | 57.95    |
| 全部债务资本化比率(%)   | 41.15  | 42.38  | 40.08  | 44.64    |
| 流动比率(%)        | 159.56 | 135.80 | 147.31 | 173.87   |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 3.69   | 3.38   | 3.26   | --       |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 6.84   | 11.58  | 10.63  | --       |

注：公司 2011 年三季度财务数据未经审计。

### 分析师

肖 雪 董 臻 洋

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）

Http: //www.lhratings.com

### 评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对中国港中旅集团公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为中国最大的综合性旅游集团，在业务布局、管理水平等方面的综合优势。同时，联合资信注意到，旅游及钢铁行业波动以及未来投资规模较大等因素可能给公司带来一定的负面影响。

公司资产质量良好，盈利能力较强，对整体债务的保障程度很高。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。同时，公司旅游、钢铁、物流产业互补性较强，前景良好，联合资信对公司的评级展望为稳定。

### 优势

1. 公司已经形成以旅游（包括旅游地产）为主业，以钢铁、物流为支柱的业务格局，产业结构互补性较强。
2. 公司管理体系运行顺畅，内部管理严格，整体管理水平较高，管理风险低。
3. 作为中国内地及香港地区最大的跨地区综合性旅游集团，公司拥有内地和香港完整的旅游服务链条和全面的配套能力，竞争优势明显。

### 关注

1. 旅游行业易受宏观经济形势影响，公司近年旅游板块毛利率水平逐年下降。
2. 公司收入及利润主要来自钢铁板块，钢铁行业的景气度波动对公司产生较大影响，铁矿石价格的波动加大了公司该板块的成本控制压力。
3. 公司未来几年资本支出规模较大，仍存在一定的资金压力。

## 一、 主体概况

2005年6月30日,香港中旅(集团)有限公司(以下简称“香港中旅”)和招商局集团有限公司(以下简称“招商局集团”)共同签署了《关于招商局集团向香港中旅(集团)有限公司移交中国招商国际旅游管理总公司管理权的协议》,招商局集团向香港中旅成建制无偿转让所持有的中国招商国际旅游管理总公司。中国招商国际旅游管理总公司系由招商局集团出资组建的全民所有制企业,于1987年1月3日取得由国家工商行政管理总局颁发的企业法人营业执照。

2006年8月15日,根据国务院国有资产监督管理委员会发布的国资改革(2006)1015号《关于理顺香港中旅(集团)有限公司管理体制有关问题的通知》的规定,中国招商国际旅游管理总公司更名为中国港中旅集团公司(以下简称“中国港中旅”或“公司”),作为国资委代表国务院履行出资人职责的国有独资企业,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,香港中旅成为中国港中旅的全资子公司。按香港中旅2005年度审计的所有者权益总额,相应调增中国港中旅注册资本,不再进行资产评估。中国港中旅与香港中旅实行“一套机构、两块牌子”的体制。

上述重组通过香港中旅100%股权注入中国港中旅,并由中国港中旅以增发259775.00万元股本,已于2007年2月14日完成,中国港中旅成为香港中旅的唯一股东。

2007年6月,中国中旅(集团)公司(在中国旅行社总社的基础上于1990年7月组建的大型旅游企业集团,以下简称“中国中旅”)与中国港中旅重组方案报经国务院审批,同意中国中旅并入中国港中旅并成为其全资子公司,具体的重组方案已于2007年8月15日报国务院国有资产监督管理委员会审批通过。截至2010年底,公司注册资本54.13亿元。公司实际控制人

为国务院国有资产监督管理委员会。

公司经营范围为经营管理国务院授权范围内的国有资产,其中一般经营项目包括旅游、钢铁、房地产开发经营及物流贸易的投资、管理,特许经营项目为客运。

截至2010年底,公司(合并)资产总额550.02亿元,所有者权益合计248.94亿元;2010年公司实现营业收入483.79亿元,利润总额26.09亿元。

截至2011年9月底,公司(合并)资产总额608.59亿元,所有者权益合计255.92亿元;2011年1~9月公司实现营业收入412.94亿元,利润总额22.02亿元。

公司注册地址:北京市宣武区广安门内大街338号港中旅大厦9楼;法定代表人:张学武。

## 二、 基础素质分析

### 1. 经营历史

香港中旅前身为银行家陈光甫先生于1928年4月成立的中国旅行社香港分社,1952年,中国旅行社香港分社移交中国政府,由中国银行香港分行代管,1953年由中央人民政府侨务委员会正式接收,1954年注册为“香港中国旅行社有限公司”。

改革开放后,香港中国旅行社有限公司逐步成长为以旅游为主业、多元化经营的企业集团。1985年,香港中旅(集团)有限公司正式成立,直属国务院侨务办公室。1992年11月,香港中旅旗下的香港中旅国际投资有限公司(以下简称“港中投”)在香港上市。1999年4月,香港中旅与国务院侨务办公室“脱钩”,同年12月列为中央管理。2005年12月,中国招商国际旅游管理总公司正式并入香港中旅;2007年6月,中国中旅正式并入中国港中旅。

### 2. 企业规模

经过80多年的发展,公司已经形成以旅游为主业,以钢铁、物流、房地产为支柱产业的

大型企业集团。旅游方面，公司是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领先的大型综合旅游项目。钢铁方面，公司下属唐山国丰钢铁有限公司（以下简称“国丰钢铁”）是中国最大的热轧带钢生产企业和华北地区大型钢铁生产企业之一，2010年实现生铁产量779万吨、粗钢产量749万吨、钢材产量731万吨。物流方面，公司目前物流网络已经覆盖长三角、珠三角以及香港本地，具有一定的规模优势和网络优势。

总体看，公司作为国资委直属的大型企业集团，产业结构互补性较强，规模优势明显，整体竞争能力较强。

### 3. 人员素质

公司董事长张学武先生，1954年生，中共党员，研究生学历。张学武先生历任驻加拿大使馆商务处外交官、中国五金矿产进出口总公司副总裁、党组成员、香港中旅副董事长、总经理、党委副书记，2006年6月开始任香港中旅董事长、党委书记。

截至2011年9月底，公司拥有在岗员工39725人，从学历构成看，高中及以下占45.06%，中专占18.29%，大专以上占36.65%；从年龄构成看，35岁以下占58.32%，36岁～50岁占34.39%，50岁以上占7.29%。

总体来看，公司员工年龄构成合理，高级管理人员综合素质较高，熟悉公司的业务及发展方向，有利于公司的长远发展。

## 三、 管理体制

### 1. 管理体制

公司是国资委代表国务院履行出资人职责的国有独资企业，与香港中旅实行“一套机构、两块牌子”的体制，公司董事长、董事、及高

级管理人员同香港中旅，公司董事长、总经理由国务院任免，其他负责人由国资委任免。公司下设董事会，董事会由6人组成，董事长、副董事长各1人。董事长为公司法定代表人。董事会下设总经理1名，总经理办公会是常设决策机构，对董事会负责。

公司内设董事会办公室、办公厅、监察室、人力资源部、财务部、企业发展管理部、审计部等职能部门，职责分工明确。

公司采取“强总部管控下的专业经营”管理理念，确定公司本部作为战略管理中心、投融资决策中心、资本和资产运作中心、财务和资金管理中心、人力资源开发和培训中心的管理职能，通过向控股子公司派驻高层管理人员和财务负责人实现对下属公司的控制和管理。

### 2. 内部控制

对外投资方面，公司通过内部评委与外部评委相结合的方式对项目投资进行评审，并且投资项目必须遵循“六项原则”，对投资项目进行事前、事中和事后控制，防止由于盲目投资带来的损失。

员工培训方面，公司通过分级培训体系，对员工培训进行统筹安排、分层管理，并按照“选派进修与内部培训相结合”的原则，对公司本部员工及下属公司中、高层管理人员进行培训，全方位提高员工的整体素质。

人员考核方面，公司从2002年开始实施360度考评体系，对公司本部及中高层管理人员进行严格考核，将经营业绩、个人岗位工作业绩与薪酬挂钩，提高员工的积极性。

安全生产方面，公司一方面调整组织架构，强化安全委员会职能，通过修订安全应急预案，完善了安全生产紧急与突发时间的处理机制；另一方面，公司通过建立安全生产问责制、加强安全生产教育等方式，及时整改、消除了许多安全事故隐患。

信息化建设方面，一方面，公司完成了AIS信息系统的升级，使系统构架得到大幅提升，

功能得到完善；另一方面，公司对人力资源管理系统、回乡证、台胞证办理系统、珠海海泉湾营业系统、芒果网中央平台系统进行了升级改造，进一步促进了业务发展和经营效率的提高。

内部审计方面，公司从 2002 年将内部审计的重点从“以财务审计为重点”转向为“以管理审计、防范、改善公司内部控制为重点”，并且通过财务状况、收支状况、效益性、预算的执行情况对下属公司的进行评价。

财务管理方面，公司通过“以全面预算管理为手段，以资金集中管理为中心，以财务会计制度建设为保障，以会计信息系统（AIS）为平台，以财务队伍建设为基础”，全面提升财务管理水平。

预算管理方面，公司 2003 年建立了全面预算管理体制，每年 12 月制定下一年的预算，并分解到各下属子公司，从下一年 1 月 1 日正式按照预算执行。公司本部通过日常跟踪，每月考核预算的执行情况，对下属公司预算执行情况进行监督。

资金管理方面，2005 年公司开始实行额度下的资金管理体制，根据下属公司的实际情况，

保留一定的额度资金以满足自身发展，超过部分银行自动划转至集中账户，提高了资金利用效率。

总体看，公司作为国资委直接管理的大型国有企业，管理体系运行顺畅，内部管理严格，整体管理水平较高，管理风险低。

#### 四、 经营分析

##### 1. 业务构成

目前公司已经形成旅游（包括旅行社、酒店、景点、旅游、地产）、钢铁和物流等多个板块。2008~2010 年，公司营业收入呈波动上涨趋势，2009 年受旅游、钢铁及物流板块收入下滑影响，公司营业收入同比下滑 9.24%；2010 年，公司各板块均得到恢复性增长，公司全年实现营业收入 483.79 亿元，近三年，公司营业收入年均复合增长 5.27%。公司营业收入构成中，旅游板块、钢铁板块、物流板块、其他板块收入分别占 23.06%、55.45%、14.48%、7.00%，其中旅游板块和钢铁板块是公司利润的主要来源。

表 1 公司 2008-2010 年主营业务收入构成及毛利率

| 板块 | 2008 年 |        |         | 2009 年 |        |         | 2010 年 |        |         |
|----|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
|    | 收入(亿元) | 占比 (%) | 毛利率 (%) | 收入(亿元) | 占比 (%) | 毛利率 (%) | 收入(亿元) | 占比 (%) | 毛利率 (%) |
| 旅游 | 95.23  | 21.81  | 28.65   | 91.10  | 22.97  | 27.32   | 111.56 | 23.06  | 25.09   |
| 物流 | 50.11  | 11.48  | 10.19   | 44.65  | 11.27  | 9.73    | 70.07  | 14.48  | 8.36    |
| 钢铁 | 258.40 | 59.19  | 4.40    | 224.92 | 56.77  | 10.41   | 268.27 | 55.45  | 6.63    |
| 其他 | 32.80  | 7.52   | 9.48    | 35.60  | 8.99   | 10.07   | 33.89  | 7.00   | 17.19   |
| 合计 | 436.54 | 100.00 | 10.73   | 396.18 | 100.00 | 14.19   | 483.79 | 100.00 | 11.88   |

资料来源：公司提供

2011年1~9月，公司实现营业收入412.94亿元，其中旅游占22.38%，钢铁占61.37%，物流占12.48%，钢铁板块占比进一步提升；同期，公司实现净利润17.11亿元，净利润构成中，旅

游占26.78%，钢铁占45.21%，物流占4.62%，钢铁业务仍是公司利润的主要来源。

表 2 2011 年 1-9 月发行人各业务板块营业收入和净利润情况表（单位：亿元）

| 分类        | 营业收入          |                | 净利润          |                |
|-----------|---------------|----------------|--------------|----------------|
|           | 金额            | 占比             | 金额           | 占比             |
| 旅游板块      | 92.41         | 22.38%         | 4.58         | 26.78%         |
| 物流板块      | 51.54         | 12.48%         | 7.90         | 4.62%          |
| 钢铁板块      | 253.42        | 61.37%         | 7.74         | 45.21%         |
| 其他及合并抵消   | 15.57         | 3.77%          | 4.00         | 23.39%         |
| <b>合计</b> | <b>412.94</b> | <b>100.00%</b> | <b>17.11</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司提供

注：公司管理报表编制仅提供未经合并抵消的各板块营业收入和净利润情况

## 2. 旅游及地产

2010 年，公司旅游板块（包括旅游地产）呈现恢复性增长，全年实现营业收入 111.56 亿元，同比增长 22.59%；毛利率为 25.09%。2011 年 1~9 月，公司实现旅游业务（包括旅游地产）收入 92.41 亿元，占 2010 年全年的 82.83%；实现净利润 4.58 亿元。

### 旅游板块

#### （1）旅游行业

##### ①世界旅游产业

20 世纪 50 年代以来，相对稳定的政治环境、高速发展的社会经济和不断进步的科学技术，促进了世界旅游产业的快速发展，全世界国际旅游人数和国际旅游收入呈现持续上升趋势，并已经成为全球经济中最具规模和增长最快速的新兴产业之一。根据联合国世界旅游组织公报数据显示，近十几年，国际旅游业收入年均增长率在 8% 以上，高于同期全球经济增长幅度，行业产值已达到世界国内生产总值的 11% 左右。从旅游目的地分布看，旅游热点地区目前主要集中在欧洲、北美洲和亚太地区，国际旅游收入稳居世界前 15 位的旅游目的地国家中，欧洲占 9 席（西班牙、法国、意大利、德国、英国、奥地利、希腊、土耳其、瑞士），北美洲占 3 席（美国、加拿大、墨西哥），亚太地区占 3 席（中国、土耳其、澳大利亚），这其中又以包括中国在内的亚太地区旅游业发展速度最快。

近两年，受全球性金融危机以及传染病的负面影响，国际旅游产业整体陷入收缩态势，旅游人数和收入增幅呈现明显回落，并且从

2008 年第四季度开始出现负增长。2009 年，金融危机的蔓延以及甲型 H1N1 传染病的爆发进一步加剧了旅游产业的下滑，全年国际旅游人数下降至 8.8 亿人次，同比下滑 4.76%。同期，全球旅游业收入变化趋势与出游人数基本相似，全年下滑 6%。分地区看，受客源地经济显著衰退，出游意愿下降的影响，欧洲和北美洲等经济发达地区受危机冲击最大，全年跌幅在 5% 以上，亚太以及中东等新兴国家的旅游业状况相对较好，并且率先于 2009 年第三季度开始恢复正增长。2010 年，伴随全球经济的稳步回升，旅游产业正呈现逐步回暖趋势。联合国世界旅游组织年度调查显示 2011 年的经济危机以及日本大地震等灾难并未对全球旅游业造成重大破坏，2011 年全球跨国游客增加了 4.4%，达到 9.8 亿人次，而 2010 年为 9.4 亿人次。欧洲是 2011 年跨国旅游的热门目的地。

##### ②中国旅游产业

中国旅游业自 1978 年作为一个经济产业起步以来，经过 30 多年的发展，产业形象日益鲜明，规模不断壮大，已成为国民经济中发展速度最快、最具国际竞争优势的产业之一。

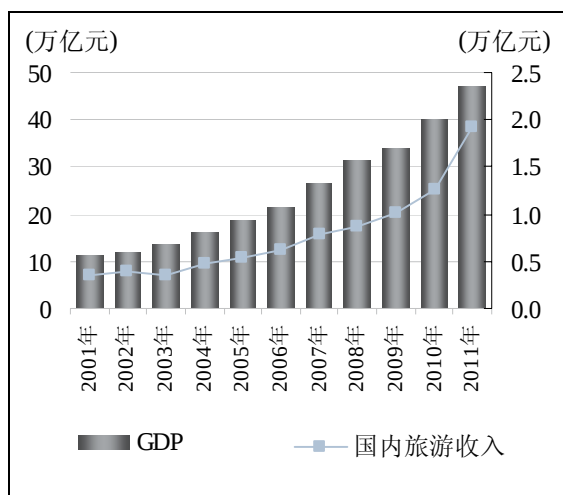
“十一五”期间，中国旅游业保持了平稳较快发展的良好势头，国内旅游人数平均增长 12%，入境过夜旅游人数年均增长 3.5%，出境旅游人数年均增长 19%，全国旅游业总收入年均增长 15%。中国跃居全球第四大入境旅游接待国和亚洲第一大出境旅游客源国，居民人均出游率达 1.5 次，旅游直接就业达 1350 万人，旅游消费对社会消费的贡献超过 10%，旅游业对

中国经济社会发展的积极作用更加明显。2011年，中国旅游经济总体保持较快发展，国内旅游及出境旅游增长均高于预期，入境旅游则受到日本地震、中东动荡以及欧债危机等因素影响，增速低于预期；2011年国内旅游收入1.93万亿元，同比增长23.6%。

### 国内旅游现状

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。从旅游业的发展规律看，GDP的增长和人均可支配收入的增加是旅游业发展的根本动力。近年来，中国GDP及城乡居民收入的稳定、快速增长直接推动了旅游行业的快速启动，国内出游人数和旅游总收入总体保持稳步增长趋势。但需要注意的是，2003年由于受到SARS的影响，中国国内旅游人数以及旅游收入同期呈现负增，显现出行业对外部环境存在较强的敏感性，容易受到各种突发事件影响。从其后几年的恢复情况看，旅游行业又体现出一定的韧性，在受到各类突发事件和自然灾害冲击后，能够在较短时间内得以恢复。

图1 2001~2011年GDP与国内旅游收入



数据来源：国家旅游局和国家统计局

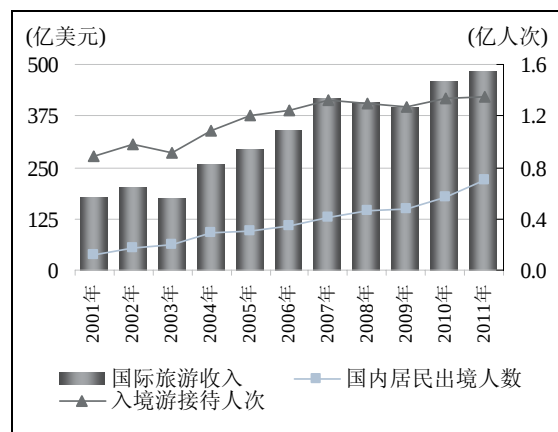
近几年，中国自然灾害和突发事件频发，全球金融危机也在2008年下半年逐渐传导入国内，但中国国内旅游市场依然保持了较为平稳的发展态势。2009年，国内旅游出现恢复性

增长，国内旅游人数19.02亿人次，同比增长11.1%，国内旅游收入1.02万亿元，同比增长16.4%；2011年中国国内旅游出游人数达26.4亿人次，同比增长13.2%，反映出国内宏观经济运行相对平稳，且国内居民出游欲望仍较为强烈，出游消费已呈现出一定的惯性。

### 国际旅游现状

国际旅游包含了入境旅游和出境旅游两大市场。中国人文历史悠久，拥有众多的名胜古迹等良好的旅游环境，再加上2008年北京奥运会、2010年广州亚运会和上海世博会的成功申办和召开扩大了中国在世界上的影响范围，中国入境旅游市场近十几年得到快速发展；同时，由于国内旅游业在某种程度上已满足不了部分居民的旅游需求，境外旅游成为了中国旅游业的有益补充。

图2 2001~2011年国际旅游收入及人数



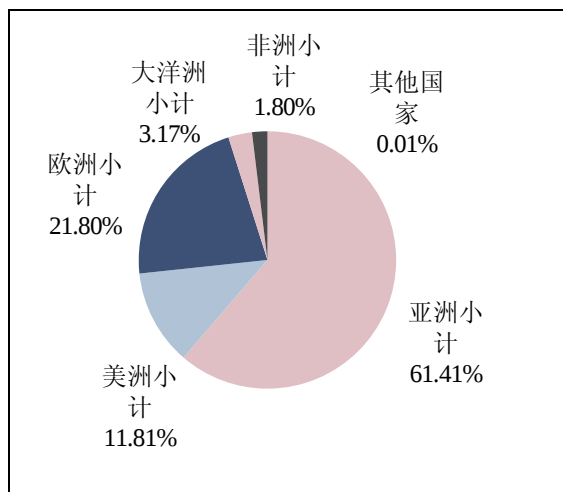
数据来源：Wind 资讯

入境游方面，2009年，受甲型H1N1流感的暴发和金融危机的蔓延，中国入境旅游整体表现疲软，中国入境旅游人数和入境旅游外汇收入分别实现1.26亿人次和397亿美元，同比依然延续下降态势，但降幅已开始逐季度收窄。2010年中国入境旅游实现恢复增长，全年入境旅游人数1.34亿人次（同比增长5.8%），入境过夜旅游人数5566万人次（同比增长9.4%）；旅游外汇收入458亿美元，同比增长15.5%。2011年，全球经济恶化、人民币持续升值，受此影响中国入境游市场增长低于预

期，全年共计接待入境旅游者 1.35 亿人次，同比增长 1.24%。

从入境游客所属地区和国家分布看，目前中国入境旅游市场主要客源地还是来自港澳台和以日本、韩国和马来西亚为主的亚太地区（见图 3）。

图 3 2011 年中国入境旅游外国人客源地区分布



资料来源：国家旅游局

出境旅游方面，受益于人民币汇率的升值，国际旅游产品价格的调整以及国际对中国市场促销力度的增加，近两年，出境旅游市场呈现相对良好运行态势，出境旅游人数保持较快增长。2009 年~2011 年，中国出境旅游总人数分别达到 0.48 亿人次、0.57 亿人次和 0.70 亿人次，分别同比增长 4.0%、20.4%和 22.4%。受此影响，中国旅游服务的贸易逆差不断扩大，2011 年中国旅游外汇收入为 485 亿美元，而居民出境花费预计将达到 550 亿美元。

### ③政策环境

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

2008年，受全球金融危机波及，中国旅游三大市场也呈现出增长放缓甚至是负增长趋势。2009年，国务院常务会议通过了《关于加快发展旅游业的意见》（国发[2009]41号），提

出“把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业”的最新定位，使旅游业纳入国家发展战略获得实质性进展。此外，旅游业发展也作为重要方面纳入《文化产业振兴规划》、《服务贸易中长期发展规划纲要》等国家战略。

2011 年 3 月公布的《中国国民经济和社会发展十二五规划纲要》把推动现代服务业大发展作为产业结构优化升级的战略重点，提出要全面发展国内旅游，积极发展入境旅游，有序发展出境旅游；坚持旅游资源保护和开发并重，加强旅游基础设施建设，推进重点旅游区、旅游线路建设；推动旅游业特色化发展和旅游产品多样化发展，全面推动生态旅游，深度开发文化旅游，大力发展红色旅游；完善旅游服务体系，加强行业自律和诚信建设，提高旅游服务质量。

总体看，中央和地方政府近一段时间推行的旅游刺激方案存在积极意义，能够平缓因外部不利经济环境而带来的负面影响，最大限度保持中国旅游产业的相对平稳发展。

### ④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，都还存在相当巨大的差距。仅从上市旅游公司的数量来看，2011 年 4 月底中国共有 2100 余家 A 股上市公司，但其中旅游类上市公司仅有 30 家左右，占比不到 2%。旅游类上市公司比重较低的现象与旅游业在国民经济中的重要地位不太相称，在一定程度上也说明目前旅游类公司的整体实力偏弱。

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。此次金融危机的爆发，短期内对国内旅游市场产生了一定冲击，但从长远看，行业紧缩有利于产业整合和 market 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。

#### ⑤行业展望

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。从短期看，尽管目前全球经济发展积极因素有所增多，但宏观环境仍然处于较不稳定的状态，全球金融风险也存在向财政领域进一步转移的趋势，部分国家经济形势进一步恶化，全球就业率和居民收入增长率受惯性影响短期内也难以有明显改观。另外，一些外汇短缺或外债沉重的国家为了节约外汇度过危机，也有可能采取限制出境旅游等措施（如 1997 年亚洲金融危机时期，部分东盟国家就曾经采取提高出境税和护照费、发布行政命令等措施，限制本国国民出境旅游），这都会对中国的入境旅游业产生负面影响。总体看，短期内中国旅游产业，特别是高端入境旅游业形势依然严峻，行业内企业发展将呈现更为明显的两极分化趋势。

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，中国人均国内旅游近 2 次/年，尚低于中等发达国家 3 次的平均水平。根据旅游发达国家的经验，一个国家人均 GDP 超过 3000 美元时，才进入旅游业的繁荣期。世界旅游组织测算，到 2015 年中国将有望超越法国成为全球最大的入境旅游接待国和第四大出境旅游客源国。综合来看，中国旅游业仍具备十分广阔的发展空间，未来行业有望迎来新一轮的长期增长周

期。

#### （2）经营

旅游一直是公司的主业，目前主要有景区、旅行社、酒店、芒果网、汽运、演艺等业务，主要由港中旅负责。经过 80 多年的发展，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。公司 2010 年旅游板块(包括旅游地产)实现收入 111.56 亿元，同比增长 22.59%；2011 年 1~9 月，公司旅游板块实现营业收入 92.41 亿元。

2007 年 6 月，中国中旅正式并入公司，成为公司的全资子公司，公司按照管资产、管人、管事相结合的原则依法对中国中旅履行出资人职责。中国中旅是新中国诞生后成立的第一家旅游机构，目前拥有中国旅行社总社、中旅饭店总公司、中旅景区投资有限公司和中国旅游商贸服务总公司四家全资子公司，拥有 22 家旅行社、18 家控股参股酒店，主要业务在长三角和北方地区。此次重组有助于公司的旅游业务在国际竞争中处于优势地位。

截至 2010 年底，公司在香港、澳门地区设有 44 间分社、内地 70 家地面旅行社（不包括中旅总社）和海外 14 个国家的 21 间海外旅行社，并建有网上旅游商务平台，形成了庞大的营销、服务网络。

公司在深圳控股锦绣中华、世界之窗、民俗文化村三个 AAAA 级主题公园，并拥有中国最大的综合旅游度假城——珠海海泉湾，有 200 多辆香港、澳门直通内地的豪华大巴及往返港澳的喷射飞船，有分布于港澳两地和内地主要城市的 27 家星级酒店以及北京天创演艺公司（以下简称“天创演艺”）等，具有很强的旅游配套、增值服务的能力。

公司旅行社 2010 年的旅游接待人次为 1713 万人次，2011 年 1~9 月的接待人次为 1796 万人次。2010 年全国国民旅游消费持续旺盛，为公司业务发展提供了良好的外部环境，公司旅行社业务产生的营业收入达到 75.14 亿元，同

比增长34.48%，营业毛利润为7.05亿元，同比增长18.27%。

### (3) 未来发展

公司的旅游主业发展思路是：通过“外抓资源开发、内抓整合提升，建好天地两网，推动流程再造，突出品牌战略，实施超越竞争”，实现旅游主业经济增长方式和经济效益增长方式的转变。在未来一段时间内，使公司由单纯的旅游产品的中间商、零售商转变为旅游产品的供应—服务商和批发—零售商，成为中国旅游行业的“航空母舰”。

总体来看，公司作为中国内地及香港地区最大的跨地域综合性旅游集团，规模优势明显。2007年通过接收中国中旅，公司的旅游业务将继续扩大。

## 地产板块

### (1) 房地产行业

近两年，随着房价的快速上涨，中国对房地产的政策由支持逐步转向收紧。2010年是中国房地产宏观调控频次最为密集的一年，国家对房地产采取了最为严厉的调控措施，限购令、保障性住房制度、二手房营业税优惠终止、国四条、国五条、国八条、新国十条以及央行上调存款准备金率和连续加息等措施一定程度上抑制了商品房需求，促使房价理性调整。

从房地产行业运行情况来看，2010年全国范围完成土地开发面积2.13亿平方米，较2009年下降7.74%，呈继续萎缩态势；2010年全国房地产开发投资4.83万亿元，较2009年增长33.2%；全国房屋施工面积为40.55亿平方米，同比增长26.59%；房屋新开工面积为16.39亿平方米，较去年增长40.69%；全国商品房销售面积10.43亿平方米，同比增长10.1%；商品房销售额5.25万亿元，同比增长18.3%。房屋销售价格同比继续上涨，但涨幅回落。2010年12月当月，全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨6.4%，涨幅比11月份缩小1.3个百分点。

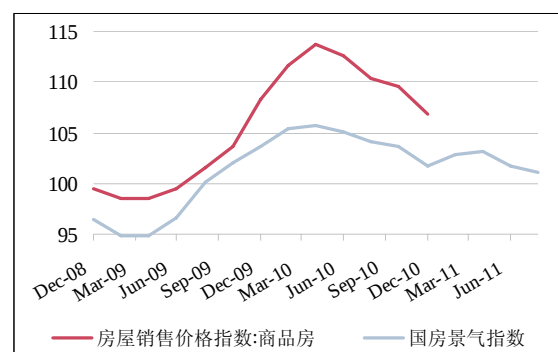
表 3 2010 年全国房地产行业主要开发指标

| 指标                | 2010 年 | 增长率 (%) |
|-------------------|--------|---------|
| 本年完成开发土地面积 (亿平方米) | 2.13   | -7.74   |
| 本年完成投资额 (万亿元)     | 4.83   | 33.18   |
| 房屋施工面积 (亿平方米)     | 40.55  | 26.59   |
| 房屋竣工面积 (亿平方米)     | 7.60   | 4.52    |
| 房屋新开工面积 (亿平方米)    | 16.39  | 40.69   |
| 商品房销售面积 (亿平方米)    | 10.43  | 10.10   |
| 商品房销售额 (万亿元)      | 5.25   | 18.31   |

资料来源：wind 资讯

随着房地产调控政策的升级和货币政策的继续趋紧，2011 年前三季度房地产市场投资及销售增速均有所放缓。市场供需方面，据国家统计局数据，2011 年前三季度，中国房地产开发投资 4.42 万亿元，同比增长 32.0%，比上半年回落 0.9 个百分点，其中住宅投资 3.18 万亿元，增长 35.2%。中国商品房销售面积 7.13 亿平方米，同比增长 12.9%，其中住宅销售面积增长 12.1%，增幅与上半年持平；商品房销售额为 3.9 万亿元，同比增长 23.2%，增幅比上半年下降 0.9 个百分点。从成交量情况看，根据中国房地产指数系统统计，2011 年前三季度，主要城市中逾六成成交面积同比下跌，海口降幅最大，达 49.27%，而重点城市中仅天津和成都成交面积比 2010 年前三季度略有上升。

图 4 房地产价格指数



资料来源：WIND 资讯

在政策方面，国家相继出台了一系列收紧政策：

2009 年 12 月 14 日，国务院召开常务会议，会议提出了一系列房地产调控措施，一要增加普通商品住房的有效供给；二要继续支持居民

自住和改善型住房消费，抑制投资投机性购房；三要加强市场监管，继续整顿房地产市场秩序，加强房地产市场监测，完善土地招拍挂和商品房预售等制度；四要继续大规模推进保障性安居工程建设，简称“国四条”。之后，各地纷纷出台相应的细化措施，房地产行业政策显著收紧。

2009年11月18日，财政部、国土部等五部委联合下发《进一步加强土地出让收支管理的通知》，要求分期缴纳全部土地出让价款期限原则上不得超过一年，特殊项目可以约定在两年内全部缴清，首次缴款比例不得低于全部土地出让款的50%。房地产企业资金链进一步收紧。

2010年4月14日，国务院常务会议提出，要求对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款不得低于50%，贷款利率不得低于基准利率的1.1倍。对购买首套住房且套型建筑面积在90平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于30%。

2010年4月17日，国务院发出《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，提出十条举措，称为房地产“新国十条”。主要内容：一、停发第三套房贷：对商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况暂停发放购买第三套及以上住房贷款；二、遏制外地炒房者：对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款；三、政府问责机制强化执行力：对稳定房价、推进保障性住房建设工作不力，影响社会发展和稳定的，要追究责任。

2010年9月，财政部、国家税务总局、国土资源部、住房和城乡建设部、监察部、中国人民银行和中国银监会分别或联合发布了一系列房产调控新政策：包括限购令、差别化住房信贷政策、调整住房交易环节的契税和个人所得税优惠政策、切实增加住房有效供给等五条措施，简称“国五条”。

2011年1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，第三轮房地产调控启动。其中房贷方面，二套房贷首付比例提至六成，限购令也推向了全国执行，扩大营业税征收范围，在房地产购买限制和交易税费方面都进行了大范围调整。2011年1月27日，中国上海和重庆宣布从1月28日起开征房产税，税率为0.5%~1.2%。2011年1月27日，财政部和国家税务总局联合发布通知，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。8月4日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会联合印发《关于做好公共租赁住房等保障性安居工程金融服务工作的通知》（银发〔2011〕193号），要求银行业金融机构在加强管理、防范风险的基础上，积极向符合信贷条件的公共租赁住房等保障性安居工程项目发放贷款。

国家加大房地产宏观调控力度，目的在于遏制房价快速上涨势头，促使房价理性调整。相关政策推出后，房屋销售价格过快上涨态势得到了控制，从国家统计局公布的数据看，房价过快上涨势头减缓。统计数据表明，2011年9月，全国70个大中城市房屋销售价格环比下降的城市有17个，持平的城市有29个。环比价格上涨的城46市中，涨幅均未超过0.3%。

目前房地产销售价格，特别是北京、上海等一线城市商品房成交量有较大程度萎缩而成交价格波动，随着调控政策累积效应逐渐显现，房价经受严峻考验。

总体看，由于近两年部分地区房地产价格呈现快速上涨趋势，中国政府连续出台了一系列调控市场的政策，市场出现因需求观望而导致成交量萎缩、成交价格下跌的局面，区域市场走势将产生分化。在信贷收紧和政府加大调控执行力的背景下，开发商的资金链将受到影响，有助于促使其提高土地使用效率、加快项目周转，从而抑制房价非理性上涨，中长期有利于规范市场健康发展。

## (2) 经营

2006 年，经过“三定”改革，公司全资子公司港中旅（中国）投资有限公司（以下简称“深中投”）成为专业房地产公司，已经初步建立起来集团房地产专业化发展平台。深中投下设沈阳公司、苏州公司、港中旅大厦项目部等分公司。

公司“旅游地产”的独特开发模式，能够满足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，从而为公司获得稀有土地资源创造有力的条件，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，目前国内绝大多数房地产开发商还不具备上述优势。

近年来，公司重点开发了“中旅·国际公馆”一、二期和上海汇丽花园二期，树立了公司开发高端住宅的市场地位，初步实现了将公司品牌及旅游业的特色、生态理念向房地产业务的有效移植。2010 年公司完成商品房开发面积 76.35 万平方米，销售面积 14.43 万平方米，商品房销售收入 12.97 亿元。2011 年 1-9 月公司完成商品房开发面积 74.9 万平方米，销售面积 8.1 万平方米，商品房销售收入 6.80 亿元。

2005 年以来，公司积极进行土地储备战略布局，主要集中在珠海海泉湾、沈阳棋盘山风景区、咸阳温泉项目、苏州工业园区、青岛即墨镇温泉项目等，为公司旅游及房地产业务拓展了发展空间，为房地产业务的可持续发展提供了有力的保障。截至 2011 年 9 月末，公司的土地储备量为 141.21 万平方米，不存在两年未开发土地的情况。

表 4 土地储备情况（单位：万元、万平方米）

| 项目   | 预计开工时间     | 预计竣工时间      | 建筑面积   | 预计总投资  | 期末投资额 |
|------|------------|-------------|--------|--------|-------|
| 沈阳四期 | 2013 年 7 月 | 2017 年 12 月 | 94.25  | 450000 | 沈阳四期  |
| 青岛三期 | 2013 年 6 月 | 2016 年 12 月 | 48.13  | 200000 | 青岛三期  |
| 合计   | -          | -           | 142.38 | 650000 | 合计    |

资料来源：公司提供

## (3) 主要投资项目

2010 年公司重点开发项目主要包括沈阳“棋盘山欧陆旅游小镇”项目、苏州项目和青岛项目。

沈阳“棋盘山欧陆旅游小镇”项目位于棋盘山乱泥洼村东陵双园路，占地面积 188 万平方米，建筑面积 150 万平方米、容积率 0.8。一期东西组团居住区，于 2007 年 8 月份开始动工，占地面积约 37 万平方米，建筑面积 104021 平方米，可售建筑面积 93110.18 平方米，房屋种类有联排别墅、洋房、双拼别墅、小高层等，容积率为 0.5。项目于 2009 年底竣工，于 2009 年 10 月 28 日入伙。“棋盘山欧陆旅游小镇”二期居住区及商业街正在建设当中。截至 2010 年底，沈阳一期已实现 90% 的销售，销售金额 42710 万元；沈阳二期实现销售 4.1%，销售金额 7151 万元。

苏州项目主要为开发苏州工业园区 9.64 万平方米住宅用地，于 2006 年 10 月开工建设“苏州中旅花园”住宅项目，项目分两期开发完成。可售部分建筑面积 15.33 万平米，其中一期可售建筑面积 8.34 万平方米；二期可售建筑面积 6.98 万平方米；商铺可售建筑面积 0.36 万平方米。截至 2010 年底，苏州项目一、二期已实现 95.72% 的销售，销售金额 119285 万元。

“青岛海泉湾”项目一共分为六区，是一个集酒店、温泉、会议、演艺、商业、餐饮和房地产于一体的超大型高端海滨温泉旅游度假区和房地产相结合的项目。一区、六区规划为自有物业，二、三、四、五区规划为地产项目。一区主要为青岛海泉湾度假城温泉中心、海鲜大世界、商业街、酒店、演艺中心等项目。已于 2008 年 8 月开始动工，现该区正在建设当中。六区主要为综合楼、公寓楼工程，已于 2010 年 3 月份开始动工，现尚未完工。所属五区正在建设当中，其占地面积 95574.3 平方米，建筑面积 72838.48 平方米，可售面积 65308.88 平方米，房屋种类有联排别墅、洋房、双拼别

墅、小高层等，2010 年底已开始预售，预计 2011 年底入伙。其余三区尚未动工。截至 2010 年底，青岛五区已实现 71% 的销售，销售金额 41107 万元。

表 5 在建开发项目情况（单位：万元、万平方米）

| 项目     | 开工时间        | 预计竣工时间      | 建筑面积  | 预计总投资  | 期末投资额  |
|--------|-------------|-------------|-------|--------|--------|
| 沈阳一期   | 2007 年 6 月  | 2009 年 11 月 | 20.03 | 62490  | 59038  |
| 沈阳二期   | 2010 年 4 月  | 2012 年 6 月  | 22.71 | 104212 | 54564  |
| 沈阳三期   | 2011 年 8 月  | 2013 年 12 月 | 13.61 | 80088  | 147    |
| 青岛地产一期 | 2010 年 6 月  | 2012 年 5 月  | 6.49  | 32882  | 17768  |
| 青岛地产二期 | 2011 年 9 月  | 2013 年 6 月  | 15.26 | 77843  | 750    |
| 青岛旅游   | 2008 年 9 月  | 2012 年 4 月  | 22.89 | 172779 | 119719 |
| 苏州一期   | 2006 年 10 月 | 2009 年 4 月  | 8.50  | 44994  | 42200  |
| 苏州二期   | 2009 年 8 月  | 2011 年 5 月  | 6.90  | 35837  | 31690  |
| 深圳大厦   | 2006 年 8 月  | 2009 年 3 月  | 4.41  | 44248  | 35430  |
| 合计     | -           | -           | 120.8 | 655373 | 361297 |

资料来源：公司提供

#### （4）未来发展

##### ①发展方向

公司坚持“旅游地产”开发理念，以环保、优质、舒适、温馨为设计理念，全力打造房地产精品特色，塑造知名品牌，实现按照发展布局和品牌理念进行拓展开发，将深中投发展成为中型优质的品牌房地产开发公司，成为国内旅游地产开发的标杆企业。

##### ②战略布局

公司房地产板块要使土地储备与旅游地产开发的战略布局一致起来，从根本上保障并实现均衡发展和平稳增长、业务良性循环发展与项目“短、中、长期”合理组合，增强房地产开发的持续盈利能力，确保房地产业务持续滚动发展。

##### ③品牌战略

公司将坚持“旅游地产”的核心理念，深度挖掘地产的内涵，提炼出具有特色、能够打

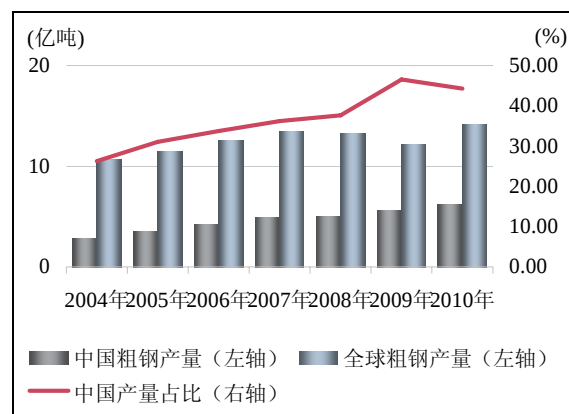
开市场局面的房地产开发品牌概念和产品内涵。在项目策划、施工、营销、物业管理等方面，在园林、环保、节能、质量等环节，融入“旅游”概念，体现环保、优质、温馨、舒适等元素，并形成一套标准流程，提高品牌知名度。

### 3. 钢铁

#### （1）钢铁行业

根据国际钢铁协会（IISI）初步统计，2010 年，随着世界经济的逐步复苏全球钢铁产能逐步复产，67 个主要产钢国家和地区粗钢总产量达到 14.14 亿吨，较 2009 年上涨 15.90%；中国以 6.27 亿吨位列全球钢产量首位，约占全球粗钢产量的 44.33%，占比较 2009 年下降 2.22%。2010 年中国粗钢产量，受限产和节能减排等政策影响，6 月后增速有所放缓，11、12 月产量有所反弹，全年产量同比增长 9.26%，增速持续减缓。

图 5 世界及中国粗钢产量情况



资料来源：国际钢铁协会，中国钢铁工业协会

钢铁生产主要原材料包括铁矿石、焦炭。据中国钢铁工业协会统计，2010 年国内矿山扩产和铁矿石定价机制改变影响了中国对进口铁矿石的需求，中国进口铁矿石增量出现首度下降，2010 年中国进口铁矿石 6.19 亿吨，较同比减 1.46%。2011 年，中国累计进口铁矿石 6.86 亿吨，同比增长 10.9%。进入 2012 年，部分铁矿石出口国（印度、越南等新兴国家）采取

贸易保护政策，中国铁矿石进口的外围环境进一步恶化。

从中国进口铁矿石价格指数看，2007年以来，进口铁矿石价格指数一路攀升，2008年3月达到历史最高点 208.5 点。但受全球钢铁产量下滑和中国钢铁限产等因素影响，2008年下半年以来，进口铁矿石价格指数大幅走低，2009年以来，进口铁矿石价格指数继续下跌，2009年6月以后略有反弹，2009年12月为114.5点，较2009年1月增长26.6点；2010年，进口铁矿石价格指数步入快速上升通道，于2010年二季度振荡下挫后延续攀升上行态势；2011一季度，进口铁矿石价格指数振荡上行，逐步逼近2008年高位水平，但二季度末指数略有回落，三季度进口铁矿石价格指数环比下降9个单位，至177。

中国国内铁矿石价格指数与进口铁矿石价格指数变化趋势基本一致。铁精粉价格上，2010青岛港巴西64.5%粉矿车板均价达到1191.54元/湿吨，较2009年均价上涨66.29%；2011年上半年均价为1319.29元/湿吨，较2010年增长10.72%，已接近2008年峰值水平。国内矿粉方面，迁安66%干基铁精粉2010年均价为1191.02元/吨，2011年上半年均价为1403.45元/吨，与进口矿价格变动趋势一致。2011年9月份起，受钢铁需求减少影响，铁矿石价格出现大幅回落。

图6 中国铁矿石价格指数



资料来源: www.mysteel.com

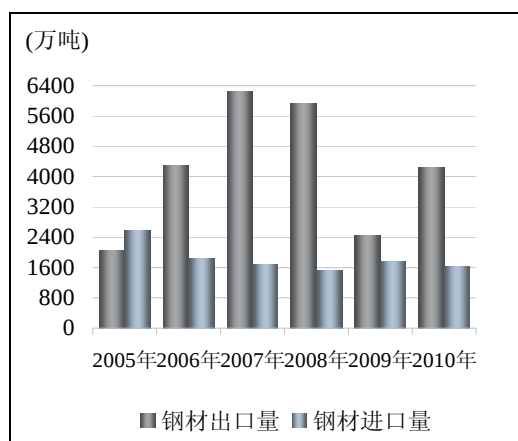
联合资信注意到，2010年铁矿石谈判日韩钢企接受铁矿石三大厂商90%以上的涨幅，并且定价机制发生变化，由指数化的季度定价取代年度长协矿定价，季度定价模式将参考上季度铁矿石现货价格。进入2011年，必和必拓加大了月度定价模式的推行力度，协议矿石价格与现货价格趋同性有所增强，从而加大了矿石价格波动。

总体看，近年铁矿石价格大幅波动，给铁矿石自给率不高的钢铁企业成本控制与风险管理带来压力和挑战。

2010年，中国钢材出口规模有所反弹，出口量基本维持稳定，全年出口钢材4256万吨，较2009年增长73.01%，净出口量2613万吨，同比增长274.89%。2011年，受世界经济增长放缓、贸易环境恶化的影响，中国钢材出口虽然相比上年有所回升，但明显低于2008年以前；全年中国钢材累计出口4888万吨，同比增长14.9%。

2009年之前，在中国钢材出口不断增长的情况下，国家有关部门开始频繁出台针对钢铁行业的出口退税调整政策，一方面是为了缓解国际贸易摩擦的日益加剧以及快速增长的贸易顺差带来的压力，另一方面则是为了配合对高耗能高污染的产业调整政策，淘汰钢铁的落后产能。2009年，为适应钢铁行业整体需求不足以及严峻的出口形势，国家有关部门适当提高了钢材产品的出口退税率，在一定程度上缓解了钢材出口的严峻形势。2010年6月22日，财政部联合税务总局批准自2010年7月15日起取消部分钢材商品的出口退税。此次取消退税商品名单中基本覆盖了所有热轧卷板，部分中厚板、冷轧卷和少量型材等48种钢材品种，约40%左右的出口钢材受到影响。此次为出口退税的取消直接削弱了中国钢企的出口成本优势，对加速落后产能的淘汰、控制钢铁产量起到了积极辅助作用。

图7 中国钢材进出口量



资料来源：中国海关, Wind

表6 2006年以来钢铁产品出口政策

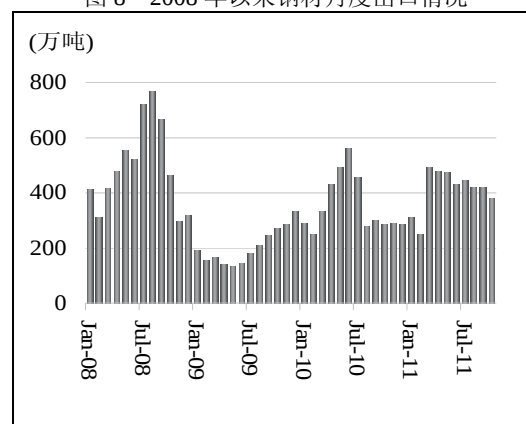
| 出台时间       | 主要内容                                                                                                     |
|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2006.09.04 | 自2006年9月15日起, 钢材(142个税号)出口退税率由11%降至8%。                                                                   |
| 2006.10.27 | 自2006年11月1日起, 对铁矿砂、铁合金、生铁、钢坯实施10%的出口暂定税率, 对焦炭实施5%的出口暂定税率。                                                |
| 2007.04.09 | 自2007年4月15日起, 将进口税则(2007年版)第72章中的部分特种钢材及不锈钢、冷轧产品等76个税号, 出口退税率降为5%; 另外83个税号的钢材取消出口退税。                     |
| 2007.04.30 | 自2007年5月20日起, 对83个税号的钢材产品出口按照《货物出口许可证管理办法》(商务部公告2004年第28号)的有关规定实行出口许可证管理。                                |
| 2007.05.21 | 自2007年6月1日起, 对80多种钢铁产品进一步加征5-10%的出口关税, 并将钢坯、钢锭、生铁等钢铁初级产品的出口暂定税率由10%提高至15%。                               |
| 2007.06.19 | 自2007年7月1日起, 对2831项商品出口退税率进行调整, 部分钢管及配件、钢铁制品出口退税率由13%降至5%, 部分机电产品由13%降至9-11%。                            |
| 2007.12.28 | 自2008年1月1日起, 焦炭、生铁、普碳钢坯等产品出口将实施25%的暂定关税; 螺纹钢、普通线材、窄带钢、焊管等产品加征15%关税; 热卷和中厚板继续保持5%税率; 冷轧等部分高附加值产品仍有5%出口退税。 |
| 2008.12.01 | 取消涉及67个税号的钢铁产品: 所有热轧板卷、热轧中厚板、大型型材, 大部分钢丝, 所有焊管, 有关税的合金钢板、合金钢窄带、合金钢条杆等。                                   |
| 2009.04.01 | 出口退税调整涉及74个税则号的钢铁产品及钢材制品。其中, 冷板、镀锌板、镀锡板、无缝管等品种的出口退税均由5%提高到13%, 自行车滚子链、钢铁锚、餐桌铸铁制品等钢铁制品的出口退税由5%提高到9%。      |
| 2010.06.22 | 财政部联合税务总局批准自2010年7月15日起取消部分钢材商品的出口退税。此次取消退税商品名单中基本覆盖了所有热轧卷板, 部分中厚板、冷轧卷和少量型材等48种钢材品种, 约40%左右的出口钢材受到影响。    |

资料来源：钢之家

根据海关总署统计, 2009年中国钢材月度

出口量出现前低后高的走势, 其中2009年5月为135万吨, 为全年最低; 受钢材出口退税率提高以及下游需求增长影响, 从2009年6月, 中国钢材出口呈现较快增长趋势, 12月出口量为334万吨, 较5月最低值有较大幅度提高。2010年上半年中国钢材出口同比出现较快增长, 但下半年以来政府对部分钢材产品取消退税, 中国钢材出口增速大幅放缓, 12月出现负增长。同比2010年, 2011年中国钢材出口总体保持了快速, 但2011年下半年以来增速有所放缓。

图8 2008年以来钢材月度出口情况



资料来源：Wind 资讯

近年来, 钢铁需求有所波动, 钢材及铁矿石价格波动性显著, 2011年下半年以来受欧债危机进一步加重, 内需减缓和紧缩政策影响, 钢铁需求有所放缓, 钢材价格出现大幅下跌, 行业景气度明显弱化。近期钢铁生产企业经营及盈利能力的改善, 有待于世界经济的进一步恢复和中国宏观经济政策调整。

长期看《钢铁产业调整和振兴规划》以及“国务院38号文”的公布, 对钢铁行业提供了新的发展规划, 钢铁行业结构调整力度将加大, 调整过程中行业集中度将会提高, 优势企业将凭借高端产品和完善的产业链, 在行业整合、利润获取、技术升级方面具有相对优势。稳定的需求和基础性战略地位将促进钢铁行业稳定发展。

“十二五”期间, 随着工业化、城镇化不断深入发展, 以及经济发展方式转变和产业升

级，城乡基础设施投资规模增速放缓，我国钢铁需求将保持较快增长，但在需求结构上将出现一定调整。行业发展重点将着重于钢铁产业结构调整 and 转型升级；并以自主创新和技术改造为支持，提高质量、扩大高性能钢材品种、推进节能降耗、优化区域布局、引导兼并重组、强化资源保障、提高资本开放程度和国际化经营能力，加快实现由注重规模扩张发展向注重品种质量效益转变。

## (2) 经营现状

国丰钢铁是公司钢铁板块的经营实体。国丰钢铁是于1993年由唐山市丰南区胥各庄镇经济发展总公司和香港中旅国际投资有限公司（后香港中旅国际投资有限公司将其持有的股本转让给香港中旅（集团）有限公司持有）组建。2004年，国丰钢铁吸收合并了唐山银丰钢铁有限公司、唐山银丰烧结有限公司以及唐山新丰钢铁有限公司。截至2010年底，国丰钢铁注册资本15926.52万美元，其直接股东为香港中旅钢铁有限公司与建豪发展有限公司，出资比例分别为51%、49%，香港中旅间接持有国丰钢铁51%股权，为第一大股东。

国丰钢铁主营钢铁产品的生产和销售。截至2010年底，国丰钢铁已经形成炼生铁816万吨、钢坯805万吨、钢材800万吨的综合生产能力，是中国重要的热轧钢带生产基地，同时也是华北地区大型钢材制造商之一。2010年，国丰钢铁生产生铁779万吨、粗钢749万吨和钢材731万吨。

## 生产设备及产能

国家发改委及河北省政府要求2010年末前淘汰300立以下高炉，2011年底之前淘汰400立以下高炉等以适应节能减排需要，截至2011年9月末国丰钢铁不存在400立以下高炉。国丰钢铁近年新建大型化生产装备主要响应国家产业政策要求和省内淘汰时间表要求，同时保持500万吨符合政策要求的产能规模。其铁、钢、材匹配产能目前在800万吨以上，烧结、炼铁和炼钢环节大型化装备产能占比均达到

37%，LF精炼炉设备保障了其高精钢种生产能力，国丰钢铁已进入国家大型钢铁企业之列。截至2010年底，国丰钢铁主要生产设备有：11座炼铁炉，炼铁产能816万吨；8座炼钢炉，炼钢产能805万吨；6条轧钢生产线，轧钢产能800万吨。

## 销售情况

2010年，国丰钢铁的产品主要销售地为京津冀地区，在该地区的市场占有率较高，客户群体稳定，销售占公司整体销售总量的65.95%左右，山西、山东、河南三省销售量占比约为总量的2.67%，上海、江苏、浙江、广东、东北地区占比为25.62%，其他地区及出口销售量占比约为5.76%。

表7 国丰钢铁近年产销情况

| 指标  |           | 2008年   | 2009年   | 2010年   | 11年1-9月 |
|-----|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 钢胚  | 产量(万吨)    | 613     | 758     | 749     | 620     |
|     | 销量(万吨)    | 104     | 105     | 4       | 5       |
|     | 销售均价(元/吨) | 4023.54 | 2716.48 | 3536.70 | 3905.65 |
| 卷板  | 产量(万吨)    | 212     | 344     | 449     | 355     |
|     | 销量(万吨)    | 208     | 339     | 451     | 357     |
|     | 销售均价(元/吨) | 4635.05 | 3116.92 | 3752.54 | 4214.60 |
| 带钢  | 产量(万吨)    | 245     | 260     | 264     | 222     |
|     | 销量(万吨)    | 245     | 260     | 266     | 222     |
|     | 销售均价(元/吨) | 4018.60 | 2964.87 | 3484.06 | 3991.00 |
| 螺纹钢 | 产量(万吨)    | 40      | 41      | 17      | 26      |
|     | 销量(万吨)    | 41      | 40      | 18      | 24      |
|     | 销售均价(元/吨) | 5447.55 | 3071.78 | 3696.51 | 4199.94 |

资料来源：公司提供

销售模式上，协议客户销售占整个销售的80%，这些协议客户与国丰钢铁合作时间较长，关系稳定，享受保价销售政策，月初按照当月挂牌价预付全月货款，月底按照平均成交价结算，散户实行竞价销售，有利于稳定市场价格、提高收益。在协议客户管理上，年初由国丰钢铁与经销商签订协议货数量，经销商交一定比例的保证金，经销商每月按协议量足额提货，如第一个月没有按协议提完货数量，国丰钢铁则扣除一定保证金，第二个月还没有按协议提完货数量，国丰钢铁除继续扣一定保证金外，

还要减少协议货物量，如第三个月依然没有按协议进完货物量，国丰钢铁将扣完所有保证金，同时不再将此列入协议用户。

#### 成本控制

国丰钢铁采取一系列措施整合由炼铁至轧钢的所有工序，做到烧结配套炼铁、铁水热装炼钢，炼钢全部连铸，钢坯热送轧钢，整套工艺流程不需冷却原材料，效率高且节约成本。近年来国丰钢铁吨钢能耗持续下降。

从主要能耗指标来看，国丰钢铁已经实现钢铁生产的连轧连铸所有工序，做到烧结配套炼铁、铁水热装炼钢，钢水全部连铸，钢坯热送轧钢，整套工艺流程不需冷却原材料，效率高且节约成本。从国丰钢铁主要能耗指标来看，公司能耗水平处于较低水平，有效地减少污染并降低成本。

表 8 国丰钢铁主要能耗指标情况

| 指标               | 2009年  | 2010年  | 2011年  |
|------------------|--------|--------|--------|
| 吨钢综合能耗 (kg/t)    | 555.98 | 545.75 | 574.92 |
| 吨钢耗新水 (kg/t)     | 2.3    | 2.43   | 2.45   |
| 吨钢烟尘排放量 (kg/t)   | 0.99   | 0.95   | 0.92   |
| 吨钢二氧化硫排放量 (kg/t) | 1.65   | 1.54   | 1.24   |
| 二次能源回收利用率        | 70     | 75     | 100    |

资料来源：公司提供

#### (3) 未来发展

近几年，国丰钢铁经营环境和市场环境发生较大的变化，市场竞争日趋激烈，为应对经济环境变化，国丰钢铁坚持“低成本、差异化”两个战略，以“一个共识”聚人心、树信心，以“练内功、控风险、拓市场”三项措施加强管理、提高效益。

综合来看，国丰钢铁作为中国最大的热轧带钢生产企业，近几年主营业务收入稳步增长，盈利能力逐年增强，产品结构有所改善，附加值有所提高，市场竞争能力较强。

### 4. 物流

#### (1) 物流行业

##### 行业现状

物流是指物品从供应地向接收地的实体流动过程，物流服务是将运输、储存、装卸、

搬运、包装、流通加工、配送、信息处理等基本功能实施有机结合。现代物流业是在传统的生产制造业、运输仓储业、商品流通业与现代信息产业融合、重组、提升的基础上形成的一种新的产业。随着世界经济日趋一体化，物流作为一种新的理念，渗透于各行各业，并发挥着重要作用。作为一种先进的组织方式和管理技术，现代物流被广泛认为是企业在降低物资消耗、提高劳动生产率以外的重要利润源泉。近年来现代物流业已经成为发达国家最具普遍影响力的经济基础和“朝阳产业”。

#### 物流业持续快速增长，促进了国民经济又好又快发展。

近年来，中国国民经济继续保持又好又快的发展趋势，其中物流业的快速发展是重要基础和支撑力量。

由国家发改委、国家统计局、中国物流与采购联合会发布的统计数据显示，2010 年全国社会物流总额 125.4 万亿元，同比增长 15%，受上年同期基数影响，增幅呈现前高后低态势。从社会物流总额的构成看，2010 年工业品物流总额 113.1 万亿元，同比增长 14.6%，占社会物流总额的比重为 90.2%，仍然是带动社会物流总额增长的主要因素；进口物流总额 9.4 万亿元，同比增长 22.1%，进口货物物流快速回升。农产品物流总额、再生资源物流总额和单位与居民物品物流总额同比分别增长 4.3%、39.5%和 14.7%。2010 年全国物流业增加值为 2.7 万亿元，同比增长 13.1%，占服务业增加值的 16%，与上年基本持平。

进入 2011 年，全国社会物流需求保持平稳增长，物流总费用明显上升，物流企业经营环境趋紧。2011 年 1~10 月社会物流总额为 131.7 万亿元，按可比价格计算，同比增长 13.3%，增速同比回落 3.2%。分类别来看，2011 年 1~10 月，工业品物流总额 119.4 万亿元，同比增长 14.1%，增幅比去年同期回落 2 个百分点。农产品物流总额 2.3 万亿元，同比增长 3.8%，增幅比去年同期回落 0.2 个百分点。单

位与居民物品物流总额和再生资源物流总额分别增长 17.9%和 29.5%，继续保持快速增长。费用方面，1~10 月，社会物流总费用 6.4 万亿元，同比增长 18.7%；其中，运输费用 3.3 万亿元，同比增长 15.6%。运输费用增幅继续呈加快态势，主要是受油价以及用工成本上涨的影响。”

### 物流企业实力进一步壮大，市场集中度提高

中国物流业发展迅速，培养和造就了一大批具有一定规模和实力的物流企业。几年前，除了一些如中远集团、中海集团、中外运、中国储运外，总体上看，物流企业规模很小，实力也很弱。近几年，一批物流企业抓住中国物流业快速发展的机遇逐渐发展壮大起来，目前规模在10亿元以上的就有几十家，如中铁快运、中邮物流、中铁集运、广东南粤、山东海丰、青岛海尔物流、中铁物资、重庆港务、顺丰速递等，其中有些企业已经在行业内处于领先地位，有些也已经成为当地的龙头物流企业。

表 9 2010 年中国物流企业 15 强排名

(单位: 万元)

| 名次 | 公司名称               | 营业收入     |
|----|--------------------|----------|
| 1  | 中国远洋运输(集团)总公司      | 10462350 |
| 2  | 中国外运长航集团有限公司       | 7162454  |
| 3  | 中国海运(集团)总公司        | 4460087  |
| 4  | 开滦集团国际物流有限责任公司     | 2747231  |
| 5  | 中国物资储运总公司          | 1774379  |
| 6  | 厦门象屿集团有限公司         | 1698324  |
| 7  | 中铁物资集团有限公司         | 1408423  |
| 8  | 冀中能源峰峰集团邯郸鼎峰物流有限公司 | 1116028  |
| 9  | 中国石油天然气运输公司        | 1000798  |
| 10 | 河南煤业化工集团国龙物流有限公司   | 881295   |
| 11 | 朔黄铁路发展有限责任公司       | 875405   |
| 12 | 中铁集装箱运输有限责任公司      | 818553   |
| 13 | 中铁快运股份有限公司         | 723561   |
| 14 | 顺丰速运(集团)有限公司       | 644007   |
| 15 | 北京华油天然气有限责任公司      | 607482   |

数据来源：中国物流与采购联合会

### 现代物流方式向采购环节延伸，供应链管理加快发展

随着现代物流方式迅速向采购环节延伸，中国供应链管理发展呈加快趋势。跨国公司加

大在华采购力度，建立零部件生产与采购网，将中国企业纳入全球供应链体系，实行供应链管理已成为所有中国生产和流通企业提高竞争力的必然选择。例如通用电气、惠普、奥林巴斯、摩托罗拉、戴尔、IBM、柯达、沃尔玛等跨国公司已纷纷在中国设立采购中心。与此同时，跨国公司对华投资转向了技术密集型的制造产业，与全球供应链体系的联系更加紧密，如今全球 500 强中已有 400 多家在中国有投资项目。

近几年，国内连锁零售业的迅猛发展和兼并壮大，使得供应链中靠近消费者的一端越来越强劲。为了取得连锁经营更好的规模效益，几乎所有大型连锁公司都在力图优化自己的供应链管理。国内零售商目前供应链管理的水平，尽管与外资跨国公司相比仍有明显差距，但已经开始重视与供应商的互利合作关系这一供应链管理中的战略性问题。三是一些强势品牌的生产企业以自己为主导构造供应链体系的势头日趋明显，并且取得了龙头地位。也有一些大型工业企业与商业企业建立了联盟关系，打造以消费品生产企业为主导的供应链，延伸自己的竞争优势，甚至把发展现代物流作为企业的核心业务和核心竞争力之一，如海尔、联想、双汇等著名品牌企业已发展了大批连锁专卖店，并相应地发展自身的配送能力。

### 行业发展

中国物流业商机巨大。中国国民经济的持续健康发展和国际地位的不断提高，为物流业发展提供了广阔的前景。一方面中国的石油、矿产等很多资源要依赖国际市场；另一方面，中国正在成为全球的制造业中心，国际市场对中国的依赖程度也在不断加大。

2009 年 2 月 25 号，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，审议并原则通过《物流业调整振兴规划》，主要内容有：一要积极扩大物流市场需求，促进物流企业与生产、商贸企业互动发展，推进物流服务社会化和专业

化；二是要加快企业兼并重组，培育一批服务水平高、国际竞争力强的大型现代物流企业；三要推动能源、矿产、汽车、农产品、医药等重点领域物流发展，加快发展国际物流和保税物流；四要加强物流基础设施建设，提高物流标准化程度和信息化水平。会议确定了振兴物流业的九大重点工程，包括多式联运和转运设施、物流园区、城市配送、大宗商品和农村物流、制造业和物流业联动发展、物流标准和技术推广、物流公共信息平台、物流科技攻关及应急物流等。

总的来看，物流业发展有着良好的政策环境，是国家重点支持的服务业之一，享受较多的政策支持和资金支持。随着国民经济的持续增长和经济发展对物流依赖程度的逐步提高，以及经济全球化、一体化的发展，中国物流业面临着广阔的市场前景以及日益加剧的国际化竞争，物流企业面临的机遇与挑战并存。

## （2）经营现状

公司物流的主营业务是提供以国际货代业务为核心的跨境一站式综合物流服务以及提供以综合物流服务平台为基础的采购和分销执行供应链贸易服务。

### 综合物流服务

公司综合物流服务主要可以分为空运业务、海运业务、仓储业务和工程物流等。其中空运服务根据货物运输方向，分为空运出口和空运进口两个类型；海运业务流程根据货物运输的方向性，主要分为海运出口和海运进口两个类型；仓储业务主要分为国际货代业务配套的海关监管仓储和集装箱内；工程物流广泛应用于国内和国际的工程建设、石油化工、装备制造、水利电力、冶金、高铁等领域。

公司跨境综合物流服务的目标客户主要由直接客户和国际货代同行两种类型。公司采取口岸门户销售和内陆城市点面销售相结合的销售模式。目前，公司支付给承运人的国际运输费一般以双方订立的合作协议为基础，但受市场行情波动影响，承运人的定价浮动十分

频繁，对公司的业务收入也有一定影响。提货、送货、转关和中转等内陆运输费用根据交通运输部颁布的收费标准，结合市场指导价，在允许范围内以运输公里数或车次等为基础，合理定价收费。单证、装卸、仓储、短驳等费用一般较为长期固定。2010年，公司综合物流服务产生的营业收入为44.18亿元，同比增长63.77%，营业毛利润为3.63亿元，同比增长34.87%。2011年1~6月，公司综合物流服务产生的营业收入达到19.90亿元，营业毛利润为1.93亿元。

### 供应链贸易服务

公司供应链贸易业务的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。港中旅物流供应链贸易业务采用现销方式和赊销方式结合，最近三年现销比例分别为63.08%、57.36%和68.24%。

公司供应链贸易业务的收入主要来源于提供采购服务和分销服务收取的中间费用，部分来源于自主采购及与其他方共同采购模式下赚取的产品价格波动的差额收益。由于供应链贸易业务竞争较为激烈，公司服务费收费标准参照同行业平均水平。2010年，公司供应链贸易业务产生的营业收入达到25.84亿元，同比增长46.42%，营业毛利润为0.40亿元，同比增长82.76%。2011年1~6月，公司供应链贸易业务产生的营业收入达到14.35亿元，营业毛利润为0.24亿元。

## （3）未来发展

公司物流业务发展战略目标是：巩固长三角、发展珠三角，推动整合，实现上市，将物流板块建成“特色鲜明、效益良好、运作流畅、规模适中”的现代化区域性专业物流企业。

未来几年，公司将以国际货运代理为主要方向，以仓储、配送等业务配套，逐步延伸物流增值服务链条，扩大钢铁贸易，提高公司物流板块的整体竞争能力。

## 5. 其他

公司其他业务主要涉及发电、投资等，

2010 年实现其他业务收入 33.89 亿元，同比降低 4.81%。2011 年 1~9 月，公司实现其他业务收入 15.57 亿元，实现净利润 4.00 亿元。

#### 6. 经营效率

2008 年~2010 年，公司资产总额年均增长 9.66%，所有者权益年均增长 9.58%，营业收入年均增长 5.27%，净利润年均增长 15.67%。

从经营效率指标看，2008 年~2010 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数均略有下降，三年平均值分别为 11.55 次和 8.95 次，2010 年分别为 10.11 次和 8.26 次；公司总资产周转次数有所波动，三年分别为 1.05 次、0.82 次和 0.91 次。

#### 7. 发展规划

公司未来几年的发展规划是：集中人力、财力、物力发展旅游主业；同时，积极培育和协调发展旅游地产、钢铁和物流贸易三个支柱产业。另根据集团下一个十年规划，到 2020 年集团将成为中国最大的旅游集团，并成为世界级旅游企业集团，进入世界 500 强，为此集团须以资本运营为手段，以集团现有的七大板块公司、十大专业公司和已在香港上市的港中投公司为基础，按业务归类协同产生更佳的经济效益为目的，根据境内外资本市场条件，选择最佳的资本市场环境，逐步搭建多个资本运作上市平台，实现港中旅集团分业务板块上市计划，从而奠定港中旅集团在行业竞争中的优势地位。

在建项目方面，2012 年~2014 年，公司计划投资情况见下表，可以看出，公司未来三年计划投资主要是集中在旅游综合资源和钢铁，计划投资总额 217.3 亿元，投资规模大，有一定的资金压力。项目资金来源主要以自有资金为主，不足部分通过外部融资解决。

表 10 2012 年~2014 年公司计划投资情况

(单位：亿元)

| 项目     | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 小计    |
|--------|--------|--------|--------|-------|
| 旅游综合资源 | 41.9   | 43.2   | 45.8   | 130.9 |
| 钢铁     | 14.1   | 32.0   | 20.0   | 66.1  |
| 物流     | 3.0    | 3.0    | 3.0    | 9.0   |
| 其他     | 5.5    | 2.5    | 3.3    | 11.3  |
| 合计     | 64.5   | 80.7   | 72.1   | 217.3 |

资料来源：公司提供

旅游方面：公司的旅游主业发展思路是外抓资源开发，内抓整合提升，建好天地两网、再造架构流程，突出品牌战略，实现跨越式发展，以“CTS 中旅”、“中旅”字号和“中国旅行社”名称为品牌，以覆盖全国、延伸海外为目标，以中旅总社为龙头，以参控股社为骨干，以众多特许加盟社为依托，以电子商务为平台，以现代化信息管理为手段，以统一标识、规范服务为标准，以批发、零售、代理为营销方式”的中旅旅游网络体系。在未来一段时间内，使公司由单纯的旅游产品的中间商、零售商转变为旅游产品的供应-服务商和批发-零售商，成为中国旅游的“航空母舰”。

钢铁方面：十二五期间，公司钢铁板块业务的发展将形成以钢铁业为主，围绕主业延长上下游产业链，涉足铁矿石开采冶炼加工、钢铁深加工等领域。从钢铁行业整体来看，上游也就是铁矿石开采行业是钢铁产业发展的关键。由于公司铁矿石多依靠进口，生产成本自主性控制难度较大，公司有计划在海外寻找矿石资源，以加大成本控制和生产的主动权。同时，在产业链下游适当增加深加工能力，调整产品结构，增加产品附加值，适当提高产品利润率。

物流方面：公司物流业务发展战略目标是：巩固长三角、发展珠三角，推动整合，实现上市，将物流板块建成“特色鲜明、效益良好、运作流畅、规模适中”的现代化区域性专业物流企业。未来几年，公司将以国际货运代理为主要方向，以仓储、配送等业务配套，逐步延伸物流增值服务链条，扩大钢铁贸易，提高公司物流板块的整体竞争能力。

总体看，未来几年，公司将集中于旅游、钢铁及物流等主业的投资，发展思路清晰，整体竞争能力有望提升，发展前景看好。

## 五、 财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2008~2010 年财务报表均已经安永华明会计师事务所审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2011 年 1~9 月财务报表未经审计。

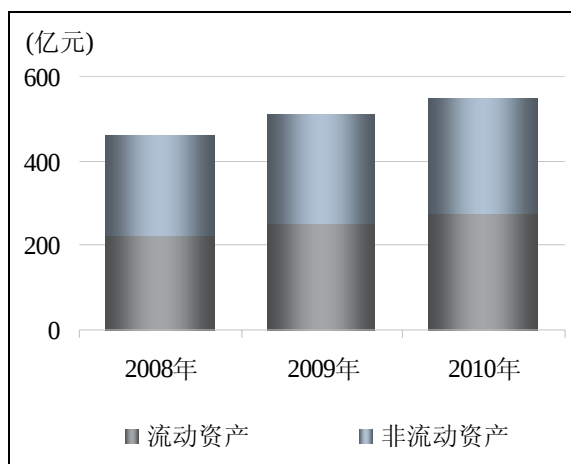
截至 2010 年底，公司（合并）资产总额 550.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）248.94 亿元；2010 年公司实现营业收入 483.79 亿元，利润总额 26.09 亿元。

截至2011年9月底，公司（合并）资产总额608.59亿元，所有者权益（含少数股东权益）255.92亿元；2011年1~9月公司实现营业收入412.94亿元，利润总额22.02亿元。

### 2. 资产质量

2008年~2010年，公司资产总额年均增长 9.66%。截至2010年底，公司资产总额550.02 亿元，其中流动资产占50.08%，非流动资产占 49.92%，相比2009年，公司资产构成以变化不大。

图9 公司资产构成



资料来源：公司审计报告

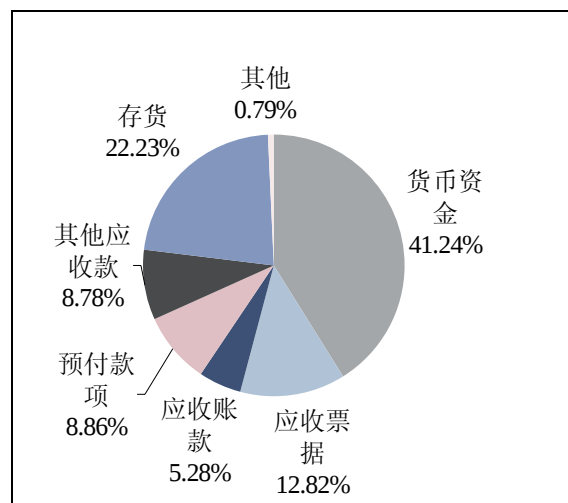
2008年~2010年，公司流动资产年均增长 10.89%。截至2010年底，公司流动资产275.47 亿元，其中货币资金、应收票据和存货占比较高。

2008年~2010年，公司货币资金年均增长 0.83%，变化不大；截至2010年底，公司货币资金113.61亿元，其中银行存款100.52亿元，公司货币资金较多。

2008年~2010年，公司应收票据年均增长 27.30%。截至2010年底，公司应收票据35.32 亿元，全部为银行承兑汇票，变现能力强。

2008 年~2010 年，公司应收账款年均增长 16.45%。截至 2010 年底，公司应收账款余额 15.81 亿元，公司采用单项认定法和组合测试（账龄分析）法共计提坏账准备 1.26 亿元，计提较为充分；从账龄来看，公司应收账款主要以 1 年以内为主。

图10 2010年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2008年~2010年，公司预付账款波动较大，三年分别为29.57亿元、14.99亿元和24.40 亿元；其中2009年较2008年大幅下降49.32%，主要原因是部分在建工程完工导致工程预付款减少。截至2010年底，公司预付账款24.40 亿元，其中1年以内占98.00%，1~2年占2.00%，主要是国丰钢铁的预付工程款和原材料款。

2008年~2010年，公司其他应收款分别为

10.00亿元、28.03亿元和24.19亿元；其中2009年增幅较大主要是购买商业银行理财产品大幅增加所致。截至2010年底，公司其他应收款账面余额31.27亿元，共计提坏账准备7.09亿元；采用单项认定法对广东国际信托投资有限公司、东明国际有限公司等长期未收回的其他应收款项计提了充分的坏账准备。

表11 公司2010年底其他应收款情况（单位：万元）

| 类别                        | 2010年底   |         |
|---------------------------|----------|---------|
|                           | 账面余额     | 坏账准备    |
| 采用单项认定法计提坏账准备的其他应收款       | 153982.1 | 55544.8 |
| 采用组合测试（账龄分析）法计提坏账准备的其他应收款 | 158761.5 | 15330.3 |
| 合计                        | 312743.6 | 70875.1 |

资料来源：公司审计报告

2008年～2010年，公司存货稳步增长，2010年底存货原值61.27亿元，计提跌价准备0.03亿元，2010年底公司存货净额为61.24亿元，存货主要由原材料（占66.24%）和其他（占27.93%，主要是土地资产等）。

截至2010年底，公司非流动资产274.55亿元，其中可供出售金融资产占6.64%、投资性房地产占7.24%、固定资产占60.65%、在建工程占8.44%、无形资产占11.95%。

截至2010年底，公司可供出售金融资产18.22亿元，较上年变化较大，主要是可供出售权益工具迅速增长所致（主要是认购农行香港上市的H股）。

2008年～2010年，公司长期股权投资有所波动，三年分别为8.55亿元、10.47亿元和9.60亿元，主要是对唐山达丰焦化有限公司、德信中旅船务投资有限公司、幸福人寿保险股份有限公司等的投资。

2008年～2010年，公司投资性房地产保持稳定增长，2010年底为19.89亿元，主要是大中

城区的商铺、办公用地、地下车位、公寓及其他出租物业等。公司采用公允价值模式对投资性房地产进行后续计量，公司投资性房地产是由独立专业估值师永利行评估有限公司评估，根据公开市场及现有使用情况重新估价，相应的价值变化已在报表中反映。

2008年～2010年，公司固定资产净值年均增长5.44%，2010年底为166.53亿元，公司固定资产主要由房屋建筑物、机器设备组成，整体成新率为52.67%。

截至2010年底，公司在建工程23.18亿元，较上年增长部分主要源自于青岛海泉湾度假城一期及渤海钢铁土地等项目建设。

2008年～2010年，公司无形资产年均增长4.62%；截至2010年底，公司无形资产32.80亿元，主要是是下属公司的土地使用权。

截至2011年9月底，公司资产总额608.59亿元，较2010年底增长10.65%；资产构成中，流动资产占55.85%，非流动资产占44.15%，与2010年底相比，流动资产占比有所提高，主要是交易性金融资产、应收账款、预付账款等增加所致。公司交易性金融资产20.80亿元，较上年底大幅增长主要是短期委托贷款理财增加所致。

总体看，公司资产构成合理，资产流动性正常，资产质量较好。

### 3. 负债及所有者权益

截至2010年底，公司所有者权益为248.94亿元，较2009年增长10.02%，主要是由于少数股东权益和未分配利润增长所致。归属于母公司所有者权益中，实收资本占42.50%，资本公积占6.39%，盈余公积占12.58%，未分配利润占34.66%，外币报表折算差额占3.86%，未分配利润占比较大。截至2011年9月底，公司所有者权益255.92亿元，较2010年底变化不大。

2008年～2010年，公司负债总额年均增长9.73%，2010年底为301.07亿元，其中流动负债占62.11%，非流动负债占37.89%。

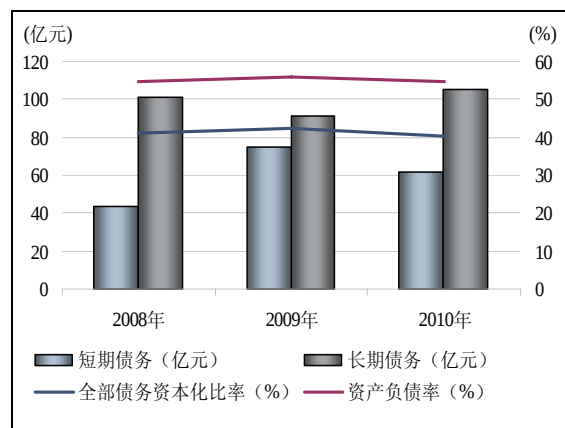
截至2010年底,公司流动负债187.00亿元,主要以短期借款(占19.07%)、应付账款(占26.07%)、预收账款(占18.17%)和其他应付款(占12.15%)为主。2008年~2010年,公司应付票据年均增长25.12%,2010年底为14.28亿元。截至2010年底,公司应付账款48.75亿元,其中1年以内的占95.01%,1~2年的占2.69%。截至2010年底,公司预收款项33.97亿元,主要为国丰钢铁预收货款;其中1年以内的占97.15%,1~2年的占1.08%。截至2010年底,公司其他应付款22.72亿元,主要为应付少数股东股利、工程暂估款及未结算其他款项;其中1年以内的占26.47%,1~2年的占37.19%,2~3年的占19.38%,3年以上的占16.96%。

2008年~2010年,公司非流动负债年均增长1.99%,截至2010年底为114.08亿元,其中长期借款占57.07%、应付债券占34.96%。2010年公司应付债券增长主要源自于2010年通过中国民生银行股份有限公司向机构投资者公开发行的10亿元债券(期限为2010年9月15日-2015年9月15日)。

截至2011年9月底,公司负债总额352.67亿元,较2010年底增长17.14%,其中流动负债增长4.54%,非流动负债增长37.79%。流动负债中短期借款大幅下降,主要是由于公司直接债务融资占比上升;其他应付款35.36亿元,较上年底增长55.64%,主要是由于增加海外采购原材料所致。非流动负债增长主要是长期借款及应付债券增加所致;公司2011年1月发行了23亿元中期票据,国丰钢铁于2011年4月发行了15亿元中期票据,另有10亿元中期票据转入一年内到期的非流动负债科目。

截至2010年底,公司全部债务为166.54亿元,较上年变化不大;公司债务构成以长期债务为主,其中短期债务占36.97%,长期债务占63.03%。截至2011年9月底,公司债务总额206.38亿元,其中短期债务占27.79%,长期债务占72.21%,与2010年底相比,长期债务所占比重大幅提升。

图11 公司债务结构



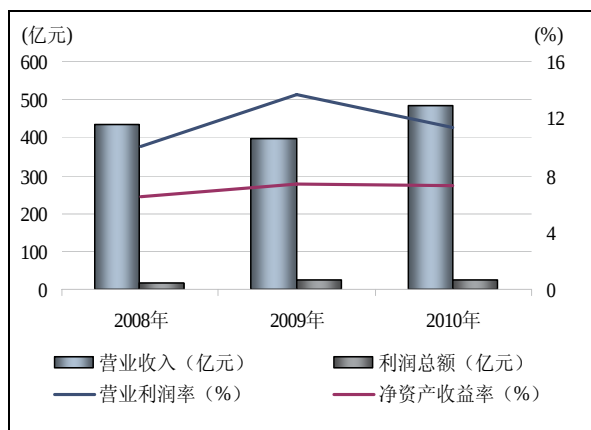
资料来源: 公司审计报告

2008年~2010年,公司资产负债率、全部债务资本化比率均变化不大;截至2010年底,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为54.74%和40.08%。由于长期债务规模有所波动,公司三年长期债务资本化比率分别为32.84%、28.75%和29.66%。公司债务处于合理水平。截至2011年9月底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为57.95%、44.64%和36.80%,较2010年底均略有提升。

#### 4. 盈利能力

公司2008年~2010年营业收入分别为436.54亿元、396.18亿元、483.79亿元。2009年,公司营业收入同比下降9.24%,主要原因是钢铁板块营业收入同比下降10.66%,同时受到国际金融危机的影响、甲型H1N1流感爆发等不利因素直接导致公司、团体机构与个人缩减旅游开支及出游次数,对公司旅游主业造成冲击,经营业绩受到较大影响。2010年,受益于整体经济形势的好转,公司营业收入同比增长22.11%,2010年为483.79亿元;同期,由于在铁矿石、煤炭等原材料价格上涨较快,公司营业成本较上年增长25.40%,高于营业收入的涨幅。从盈利情况看,2010年,公司营业利润率为11.42%,较2009年的13.68%略有下降。

图12 公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

从期间费用看，相比于2009年，2010年公司销售费用有所增长，管理费用基本持平，财务费用有所下降，期间费用占营业收入的比重为7.30%，维持在较低水平。

2010年，公司实现公允价值变动为1.91亿元，主要来源于投资性房地产收益；实现投资收益3.33亿元，较2009年增长134.79%，主要是可供出售金融资产收益大幅增长所致。

2010年公司实现营业利润24.50亿元，同比增长2.78%；实现利润总额26.09亿元，同比增长10.33%。2010年，公司实现营业外收入2.57亿元，较上年的1.22亿元有大幅增长，主要来自于债务重组利得（主要为收回之前全额计提减值准备的欠款0.82亿元港币及历史上形成的未付银行利息回拨0.26亿元港币）和固定资产处置利得（主要是出售房产收益0.24亿元）。

2011年1~9月，公司实现营业收入412.94亿元，占2010年的85.36%；实现投资收益3.43亿元，主要是可供出售金融资产收益；实现利润总额22.02亿元，占2010年的84.37%，2011年1~9月公司经营及盈利基本保持稳定。

总体看，公司整体盈利保持较强水平。

## 5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2008年~2010年，公司流动比率、速动比率有所波动，2010年底分别为147.31%和114.56%，2011年9月底分别为

173.87%和143.39%。从经营活动对流动负债的覆盖程度来看，2008年~2010年，公司经营现金流动负债比分别为24.97%、16.02%和13.88%，经营活动对流动负债的保护程度较好。总体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力看，2008年~2010年，公司EBITDA有所波动，三年分别为39.34亿元、49.18亿元和51.13亿元；公司EBITDA利息倍数有所波动，三年分别为6.84倍、11.58倍和10.63倍；全部债务/EBITDA呈下降趋势，2010年为3.26倍。总体看，目前公司对全部债务保护能力较强。

截至2011年9月底，公司对外担保金额2.23亿元，占净资产的0.86%，其中对港中旅（沈阳）置业有限公司购房业主提供了2.12亿元的贷款担保。总体看，公司对外担保比例较低，或有负债风险很小。

截至2011年9月底，公司获得人民币授信322亿元，尚未使用206亿元，公司间接融资渠道畅通。

## 六、 综合评价

公司作为中国最大的综合性旅游集团，已经形成以旅游（包括地产）为主业，以钢铁、物流为支柱产业的业务格局，产业结构互补性较强。公司管理体系运行顺畅，内部管理严格，整体管理水平较高，管理风险低。作为中国内地及香港地区最大的跨地区综合性旅游集团，公司拥有内地和香港完整的旅游服务链条和全面的配套能力，竞争优势明显。联合资信也注意到，公司旅游板块易受宏观经济形势影响，钢铁板块受行业影响有一定的成本控制压力。

目前，公司营业收入持续增长，盈利能力及经营活动获取现金能力较强，债务负担适宜。综合看，公司主体信用风险极低。

## 附件 1-1 资产负债表（资产）

（单位：万元）

| 资产             | 2008 年            | 2009 年            | 2010 年            | 变动率 (%)      | 2011 年 9 月        |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------|-------------------|
| <b>流动资产：</b>   |                   |                   |                   |              |                   |
| 货币资金           | 1117511.80        | 1221730.80        | 1136068.50        | 0.83         | 1371608.18        |
| 交易性金融资产        | 909.80            | 2859.30           | 2197.00           | 55.40        | 208012.29         |
| 应收票据           | 217953.30         | 326366.20         | 353172.80         | 27.30        | 545184.01         |
| 应收账款           | 107288.90         | 131724.00         | 145497.50         | 16.45        | 164279.42         |
| 预付款项           | 295726.30         | 149888.20         | 244042.40         | -9.16        | 274524.15         |
| 应收利息           | 228.00            | 96.70             | 0.00              | -100.00      | 2829.03           |
| 应收股利           |                   |                   |                   |              | 25.70             |
| 其他应收款          | 99963.40          | 280335.90         | 241868.50         | 55.55        | 228836.41         |
| 存货             | 382842.40         | 419885.90         | 612361.70         | 26.47        | 595982.98         |
| 一年内到期的非流动资产    |                   |                   |                   |              |                   |
| 其他流动资产         | 17869.30          | 17497.70          | 19496.90          | 4.45         | 7758.13           |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>2240303.20</b> | <b>2550384.70</b> | <b>2754705.30</b> | <b>10.89</b> | <b>3399040.30</b> |
| <b>非流动资产：</b>  |                   |                   |                   |              |                   |
| 可供出售金融资产       | 29132.50          | 39247.60          | 182249.10         | 150.12       | 87426.01          |
| 持有至到期投资        |                   |                   |                   |              |                   |
| 长期应收款          | 6657.70           | 4804.70           | 4058.70           | -21.92       | -386.76           |
| 委托贷款           |                   |                   |                   |              | 15000.00          |
| 长期股权投资         | 85535.30          | 104729.10         | 96015.20          | 5.95         | 107431.65         |
| 投资性房地产         | 141609.00         | 178060.90         | 198875.70         | 18.51        | 200045.79         |
| 固定资产           | 1497844.10        | 1740518.20        | 1665253.80        | 5.44         | 1616781.36        |
| 在建工程           | 247612.10         | 162878.30         | 231781.40         | -3.25        | 292828.44         |
| 工程物资           | 155.00            | 142.60            | 142.60            | -4.08        | 3331.36           |
| 固定资产清理         |                   |                   |                   |              |                   |
| 生产性生物资产        |                   |                   |                   |              |                   |
| 油气资产           |                   |                   |                   |              |                   |
| 无形资产           | 299687.10         | 315913.50         | 328001.40         | 4.62         | 331403.47         |
| 开发支出           |                   |                   |                   |              |                   |
| 商誉             | 7550.30           | 6515.80           | 6302.40           | -8.64        | 9402.96           |
| 长期待摊费用         | 4220.30           | 5423.00           | 5425.50           | 13.38        | 13768.35          |
| 递延所得税资产        | 8700.50           | 10030.00          | 13557.30          | 24.83        | 9829.76           |
| 其他非流动资产        | 4833.50           | 4754.20           | 13824.10          | 69.12        | 0.00              |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>2333537.40</b> | <b>2573017.90</b> | <b>2745487.20</b> | <b>8.47</b>  | <b>2686862.39</b> |
| <b>资产总计</b>    | <b>4573840.60</b> | <b>5123402.60</b> | <b>5500192.50</b> | <b>9.66</b>  | <b>6085902.69</b> |

## 附件 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：万元）

| 负债和所有者权益（或股东权益）          | 2008 年            | 2009 年            | 2010 年            | 变动率(%)       | 2011 年 9 月        |
|--------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------|-------------------|
| <b>流动负债：</b>             |                   |                   |                   |              |                   |
| 短期借款                     | 344647.20         | 581702.00         | 356513.00         | 1.71         | 132195.13         |
| 交易性金融负债                  |                   |                   |                   |              |                   |
| 应付票据                     | 91216.30          | 108299.90         | 142796.10         | 25.12        | 258648.33         |
| 应付账款                     | 326293.20         | 369746.80         | 487477.70         | 22.23        | 396290.16         |
| 预收款项                     | 252303.60         | 277756.20         | 339715.20         | 16.04        | 423610.69         |
| 应付职工薪酬                   | 108513.60         | 120229.70         | 138027.80         | 12.78        | 128369.62         |
| 应交税费                     | 20988.50          | 55618.70          | 58489.50          | 66.94        | 24184.23          |
| 应付利息                     | 289.80            | 2945.00           | 3109.50           | 227.56       | 21013.02          |
| 应付股利                     |                   |                   |                   |              | 36603.73          |
| 其他应付款                    | 259840.10         | 300526.70         | 227165.00         | -6.50        | 353551.60         |
| 一年内到期的非流动负债              |                   | 61127.60          | 116307.90         | --           | 182714.93         |
| 其他流动负债                   |                   | 149.00            | 379.90            | --           | -2288.05          |
| 衍生金融工具                   |                   |                   |                   |              |                   |
| <b>流动负债合计</b>            | <b>1404092.30</b> | <b>1878101.60</b> | <b>1869981.60</b> | <b>15.40</b> | <b>1954893.39</b> |
| <b>非流动负债：</b>            |                   |                   |                   |              |                   |
| 长期借款                     | 813249.90         | 613696.70         | 650984.60         | -10.53       | 816709.55         |
| 应付债券                     | 200499.30         | 299315.00         | 398767.10         | 41.03        | 673523.02         |
| 长期应付款                    | 24562.00          | 12315.20          | 1654.80           | -74.04       | 1882.79           |
| 专项应付款                    | 1183.00           | 180.00            | 220.00            | -56.88       | 180.00            |
| 预计负债                     |                   | 897.70            | 885.90            | --           | 783.23            |
| 递延所得税负债                  | 41021.10          | 39798.80          | 58017.70          | 18.93        | 50518.27          |
| 递延收益                     |                   |                   |                   |              | 34781.00          |
| 其他非流动负债                  | 16088.60          | 16470.20          | 30232.50          | 37.08        | -6545.68          |
| <b>非流动负债合计</b>           | <b>1096603.90</b> | <b>982673.60</b>  | <b>1140762.60</b> | <b>1.99</b>  | <b>1571832.17</b> |
| <b>负债合计</b>              | <b>2500696.20</b> | <b>2860775.20</b> | <b>3010744.20</b> | <b>9.73</b>  | <b>3526725.57</b> |
| <b>所有者权益（或股东权益）：</b>     |                   |                   |                   |              |                   |
| 实收资本（或股本）                | 513886.00         | 513886.00         | 541294.00         | 2.63         | 541294.00         |
| 资本公积                     | 22500.10          | 54872.60          | 81418.20          | 90.23        | 39772.17          |
| 盈余公积                     | 155763.20         | 157256.10         | 160205.40         | 1.42         | 161907.98         |
| 未分配利润                    | 271262.20         | 351000.30         | 441446.80         | 27.57        | 523872.20         |
| 外币报表折算差额                 | 40309.80          | 42571.00          | 49128.20          | 10.40        | 43166.97          |
| <b>归属于母公司所有者权益合计</b>     | <b>1003721.30</b> | <b>1119586.00</b> | <b>1273492.60</b> | <b>12.64</b> | <b>1310013.32</b> |
| 少数股东权益                   | 1069423.10        | 1143041.40        | 1215955.70        | 6.63         | 1249163.80        |
| <b>所有者权益（或股东权益）合计</b>    | <b>2073144.40</b> | <b>2262627.40</b> | <b>2489448.30</b> | <b>9.58</b>  | <b>2559177.12</b> |
| <b>负债和所有者权益（或股东权益）总计</b> | <b>4573840.60</b> | <b>5123402.60</b> | <b>5500192.50</b> | <b>9.66</b>  | <b>6085902.69</b> |

## 附件 2 利润及利润分配表

(单位: 万元)

| 项 目                         | 2008 年     | 2009 年     | 2010 年     | 变动率 (%)      | 2011 年 1~9 月 |
|-----------------------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| <b>一、营业收入</b>               | 4365356.00 | 3961826.40 | 4837929.20 | 5.27         | 4129417.84   |
| 减: 营业成本                     | 3896774.40 | 3399819.40 | 4263401.30 | 4.60         | 3674917.99   |
| 营业税金及附加                     | 28785.70   | 19991.20   | 22159.90   | -12.26       | 22750.12     |
| 销售费用                        | 108137.00  | 98356.00   | 116326.10  | 3.72         | 89700.70     |
| 管理费用                        | 199633.70  | 200192.90  | 210627.80  | 2.72         | 157826.50    |
| 财务费用                        | 26359.60   | 32769.10   | 26196.40   | -0.31        | 3732.06      |
| 资产减值损失                      | -985.00    | -3358.20   | 6629.20    | --           | -188.78      |
| 加: 公允价值变动收益                 | -5868.30   | 10145.10   | 19103.70   | --           | -26.73       |
| 投资收益 (损失以“—”号填列)            | 46893.10   | 14197.70   | 33334.20   | -15.69       | 34286.67     |
| 汇兑收益 (损益以“—”号添列)            |            |            |            |              |              |
| <b>二、营业利润 (亏损以“—”号填列)</b>   | 147675.40  | 238398.80  | 245026.40  | <b>28.81</b> | 214939.19    |
| 加: 营业外收入                    | 24735.30   | 12159.80   | 25663.20   | 1.86         | 8254.36      |
| 减: 营业外支出                    | 9293.90    | 14054.40   | 9750.10    | 2.42         | 3042.77      |
| 其中: 非流动资产处置损失               |            |            |            |              |              |
| <b>三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)</b> | 163116.80  | 236504.20  | 260939.50  | <b>26.48</b> | 220150.78    |
| 减: 所得税费用                    | 27627.90   | 68900.00   | 79661.60   | 69.81        | 49043.29     |
| <b>四、净利润 (净亏损以“—”号填列)</b>   | 135488.90  | 167604.20  | 181277.90  | <b>15.67</b> | 171107.49    |
| 其中: 归属于母公司所有者的净利润           | 78881.20   | 86218.20   | 103530.90  | <b>14.56</b> | 92973.97     |
| 少数股东损益                      | 56607.70   | 81386.00   | 77747.00   | <b>17.19</b> | 78133.52     |

### 附件 3-1 现金流量表

(单位: 万元)

| 项 目                       | 2008 年            | 2009 年            | 2010 年            | 变动率(%)        | 2011 年 1~9 月      |
|---------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------|-------------------|
| <b>一、经营活动产生的现金流量:</b>     |                   |                   |                   |               |                   |
| 销售商品、提供劳务收到的现金            | 5047815.00        | 4460962.80        | 5487925.10        | 4.27          | 4779918.23        |
| 收到的税费返还                   | 7633.70           | 470.30            | 170.30            | -85.06        | 433.73            |
| 收到其他与经营活动有关的现金            | 137659.10         | 99683.00          | 103250.10         | -13.40        | 119247.95         |
| <b>经营活动现金流入小计</b>         | <b>5193107.80</b> | <b>4561116.10</b> | <b>5591345.50</b> | <b>3.76</b>   | <b>4899599.91</b> |
| 购买商品、接受劳务支付的现金            | 4156792.10        | 3657298.40        | 4604066.10        | 5.24          | 4136984.13        |
| 支付给职工以及为职工支付的现金           | 253584.70         | 256097.90         | 273590.50         | 3.87          | 225224.03         |
| 支付的各项税费                   | 235307.80         | 169816.90         | 181412.00         | -12.20        | 168686.90         |
| 支付其他与经营活动有关的现金            | 196781.20         | 177072.60         | 272684.70         | 17.72         | 196151.26         |
| <b>经营活动现金流出小计</b>         | <b>4842465.80</b> | <b>4260285.80</b> | <b>5331753.30</b> | <b>4.93</b>   | <b>4727046.31</b> |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>      | <b>350642.00</b>  | <b>300830.30</b>  | <b>259592.20</b>  | <b>-13.96</b> | <b>172553.60</b>  |
| <b>二、投资活动产生的现金流量:</b>     |                   |                   |                   |               |                   |
| 收回投资收到的现金                 | 20030.40          | 4037.70           | 16553.60          | -9.09         | 7333.27           |
| 取得投资收益收到的现金               | 29359.80          | 8998.90           | 19337.50          | -18.84        | 76548.68          |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 | 12746.10          | 3566.70           | 32903.90          | 60.67         | 10040.75          |
| 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额       |                   | -1024.30          | -221.60           | --            | 13.69             |
| 收到其他与投资活动有关的现金            | 103700.30         | 107407.90         | 187788.70         | 34.57         | 201.12            |
| <b>投资活动现金流入小计</b>         | <b>165836.60</b>  | <b>122986.90</b>  | <b>256362.10</b>  | <b>24.33</b>  | <b>94137.50</b>   |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金   | 365128.50         | 225536.40         | 327620.80         | -5.28         | 193440.65         |
| 投资支付的现金                   | 643.50            | 173545.80         | 148259.50         | 1417.88       | 75547.72          |
| 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额       |                   | 3050.90           | -6614.40          | --            | -490.46           |
| 支付其他与投资活动有关的现金            | 79640.30          | 53040.00          | 36669.20          | --            | 206632.36         |
| <b>投资活动现金流出小计</b>         | <b>445412.30</b>  | <b>455173.10</b>  | <b>505935.10</b>  | <b>6.58</b>   | <b>475130.26</b>  |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b>      | <b>-279575.70</b> | <b>-332186.20</b> | <b>-249573.00</b> | <b>-5.52</b>  | <b>-380992.76</b> |
| <b>三、筹资活动产生的现金流量:</b>     |                   |                   |                   |               |                   |
| 吸收投资收到的现金                 | 2421.60           | 27608.00          | 34412.50          | 276.97        | 1150.80           |
| 取得借款收到的现金                 | 1038649.70        | 770212.10         | 1285403.10        | 11.25         | 897714.21         |
| 收到其他与筹资活动有关的现金            |                   |                   |                   |               |                   |
| <b>筹资活动现金流入小计</b>         | <b>1041071.30</b> | <b>797820.10</b>  | <b>1319815.60</b> | <b>12.59</b>  | <b>898865.01</b>  |
| 偿还债务支付的现金                 | 454471.50         | 568651.60         | 1349928.50        | 72.35         | 395773.76         |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金         | 123870.20         | 83123.30          | 74018.20          | -22.70        | 54326.88          |
| 支付其他与筹资活动有关的现金            |                   |                   | 21000.00          | --            |                   |
| <b>筹资活动现金流出小计</b>         | <b>578341.70</b>  | <b>651774.90</b>  | <b>1444946.70</b> | <b>58.06</b>  | <b>450100.63</b>  |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b>      | <b>462729.60</b>  | <b>146045.20</b>  | <b>-125131.10</b> | <b>--</b>     | <b>448764.37</b>  |
| <b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b> | <b>-10912.50</b>  | <b>3418.40</b>    | <b>-4468.50</b>   | <b>-36.01</b> | <b>-4785.58</b>   |
| <b>五、现金及现金等价物净增加额</b>     | <b>522883.40</b>  | <b>118107.70</b>  | <b>-119580.40</b> | <b>--</b>     | <b>235539.63</b>  |
| 加: 期初现金及现金等价物余额           | 413521.50         | 936404.90         | 1054512.50        | 59.69         | 1136068.55        |
| <b>六、期末现金及现金等价物余额</b>     | <b>936404.90</b>  | <b>1054512.60</b> | <b>934932.10</b>  | <b>-0.08</b>  | <b>1371608.18</b> |

## 附件 3-2 现金流量表补充资料

(单位: 万元)

| 补充资料                             | 2008 年    | 2009 年     | 2010 年     | 变动率(%) |
|----------------------------------|-----------|------------|------------|--------|
| <b>1.将净利润调节为经营活动现金流量:</b>        |           |            |            |        |
| 净利润                              | 135488.90 | 167604.20  | 181277.90  | 15.67  |
| 加: 资产减值准备                        | -985.00   | -3358.20   | 6629.20    | --     |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧          | 162757.80 | 197260.00  | 190586.90  | 8.21   |
| 无形资产摊销                           | 8543.70   | 13862.30   | 9398.40    | 4.88   |
| 长期待摊费用摊销                         | 1407.10   | 1751.00    | 2324.30    | 28.52  |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列) | -111.40   | 10238.80   | 1909.30    | --     |
| 固定资产报废损失(收益以“-”号填列)              | 19.60     | 14.70      | 1.30       | 714.41 |
| 公允价值变动损失(收益以“-”号填列)              | 5868.30   | -10145.10  | -19103.70  | --     |
| 财务费用(收益以“-”号填列)                  | 41416.60  | 48364.60   | 42104.10   | 0.83   |
| 投资损失(收益以“-”号填列)                  | -46893.10 | -14197.70  | -33334.20  | -15.69 |
| 递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)             | -2411.40  | -1326.30   | -7597.20   | 77.50  |
| 递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)             | 7453.90   | 3594.60    | 11461.20   | 24.00  |
| 存货的减少(增加以“-”号填列)                 | 8678.90   | -37176.10  | -192475.90 | --     |
| 发展中及已落成物业的增加                     |           |            |            |        |
| 经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)            | 19169.30  | -200885.90 | -206383.00 | --     |
| 经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)            | 11830.20  | 125843.30  | 272083.90  | 379.57 |
| 其他                               | -1591.40  | -613.90    | 709.80     | --     |
| 经营活动产生的现金流量净额                    | 350642.00 | 300830.30  | 259592.30  | -13.95 |
| <b>2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:</b>      |           |            |            |        |
| 债务转为资本                           |           |            |            |        |
| 一年内到期的可转换公司债券                    |           |            |            |        |
| 融资租入固定资产                         |           |            |            |        |
| <b>3.现金及现金等价物净变动情况:</b>          |           |            |            |        |
| 现金的期末余额                          | 936404.90 | 1054512.60 | 934932.10  | -0.08  |
| 减: 现金的期初余额                       | 413521.50 | 936404.90  | 1054512.50 | 59.69  |
| 加: 现金等价物的期末余额                    |           |            |            |        |
| 减: 现金等价物的期初余额                    |           |            |            |        |
| 现金及现金等价物净增加额                     | 522883.40 | 118107.70  | -119580.40 | --     |

## 附件 4 公司主要财务指标

| 项 目                  | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 9 月 |
|----------------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>经营效率</b>          |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)          | 14.43  | 10.12  | 10.11  | --         |
| 存货周转次数（次）            | 10.13  | 8.47   | 8.26   | --         |
| 总资产周转次数（次）           | 1.05   | 0.82   | 0.91   | --         |
| 现金收入比（%）             | 115.63 | 112.60 | 113.44 | 115.75     |
| <b>盈利能力</b>          |        |        |        |            |
| 营业利润率（%）             | 10.07  | 13.68  | 11.42  | 10.46      |
| 总资本收益率（%）            | 5.48   | 5.35   | 5.52   | --         |
| 净资产收益率（%）            | 6.54   | 7.41   | 7.28   | --         |
| <b>财务构成</b>          |        |        |        |            |
| 长期债务资本化比率（%）         | 32.84  | 28.75  | 29.66  | 36.80      |
| 全部债务资本化比率（%）         | 41.15  | 42.38  | 40.08  | 44.64      |
| 资产负债率（%）             | 54.67  | 55.84  | 54.74  | 57.95      |
| <b>偿债能力</b>          |        |        |        |            |
| 流动比率（%）              | 159.56 | 135.80 | 147.31 | 173.87     |
| 速动比率（%）              | 132.29 | 113.44 | 114.56 | 143.39     |
| 经营现金流流动负债比(%)        | 24.97  | 16.02  | 13.88  | 8.83       |
| EBITDA 利息倍数（倍）       | 6.84   | 11.58  | 10.63  | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍）       | 3.69   | 3.38   | 3.26   | --         |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍） | 0.05   | -0.02  | 0.01   | --         |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力（倍） | 1.24   | -0.74  | 0.21   | --         |

## 附件 5 有关计算指标的计算公式

| 指 标 名 称           | 计 算 公 式                                                                                     |
|-------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                             |
| 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%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100% |
| 净资产年复合增长率         |                                                                                             |
| 营业收入年复合增长率        |                                                                                             |
| 利润总额年复合增长率        |                                                                                             |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                             |
| 销售债权周转次数          | 营业收入/ (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/主营业务收入×100%                                                                  |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                             |
| 总资本收益率            | (净利润+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             | (营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%                                                              |
| <b>债务结构指标</b>     |                                                                                             |
| 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%                                                                             |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                             |
| EBITDA 利息倍数       | EBITDA/利息支出                                                                                 |
| 全部债务/ EBITDA      | 全部债务/ EBITDA                                                                                |
| 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                                                                            |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                             |
| 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%                                                                      |
| 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/利息支出                                                                            |

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+一年内到期的长期（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

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

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

附表 6 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC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。

| 级别设置 | 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                         |

## 联合资信评估有限公司关于 中国港中旅集团公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在中国港中旅集团公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

中国港中旅集团公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。中国港中旅集团公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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港中旅集团公司的经营管理状况及相关信息，如发现中国港中旅集团公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如中国港中旅集团公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如中国港中旅集团公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送中国港中旅集团公司、主管部门、交易机构等。

