

信用等级公告

联合[2009] 067 号

联合资信评估有限公司通过对中国港中旅集团公司及其 2009 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

中国港中旅集团公司
2009 年度企业主体长期信用等级为 AAA

中国港中旅集团公司
2009 年度第一期中期票据的信用等级为 AAA

特此公告。


联合资信评估有限公司
二零零九年二月四日

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

中国港中旅集团公司

2009 年度第一期中期票据信用评级分析报告

评级结果:

企业主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 10 亿元

本期中期票据存续期限: 5 年

评级时间: 2009 年 2 月 4 日

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、盈利能力等方面的综合优势。同时,联合资信注意到,下属旅游产业的整合及计划投资规模较大等因素可能给公司带来的负面影响。

公司资产规模较大,资产质量较好;债务负担正常,盈利能力很强,对整体债务的保障程度很高,公司主体长期信用风险很低。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,中国钢铁、物流、房地产行业发展迅速,前景良好。公司营业收入有望稳步增长,负债水平逐年降低,盈利能力持续增强,联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用级别以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低,安全性很高。

财务数据

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	08 年 9 月
资产总额(亿元)	303.40	320.69	371.30	437.88
所有者权益(亿元)	122.40	155.09	189.42	215.21
长期债务(亿元)	59.28	46.00	63.28	77.73
全部债务(亿元)	95.33	86.74	94.96	120.54
营业收入(亿元)	221.02	283.05	319.77	352.99
净利润(亿元)	21.16	34.16	34.73	22.11
EBITDA(亿元)	34.58	54.05	53.35	--
经营性净现金流(亿元)	46.37	17.90	25.36	29.86
营业利润率(%)	19.45	22.01	18.63	12.75
净资产收益率(%)	17.29	22.03	18.34	--
资产负债率(%)	59.66	51.64	48.99	50.85
全部债务资本化比率(%)	43.78	35.87	33.39	35.90
流动比率(%)	108.91	107.54	116.27	149.55
全部债务/EBITDA(倍)	2.76	1.60	1.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.00	12.78	12.70	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	3.46	5.41	5.34	--

注: 2008 年 9 月报表未经审计

分析师

张晓斌

电话: 010-85679696-8839

邮箱: zhxb@lianheratings.com.cn

张 成

电话: 010-85679696-8801

邮箱: zhangcheng@lianheratings.com.cn

朱海峰

电话: 010-85679696-8861

邮箱: zhuhf@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层(100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

优势

1. 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。
4. 近几年,公司营业收入稳步增长,负债水平正常,盈利能力很强。
5. 公司经营活动获取现金能力较强,对本期

中期票据覆盖程度较高。

关注

1. 2007年6月，公司正式接收中国中旅（集团）公司，相关旅游产业正在整合之中。
2. 公司未来几年资本支出规模较大，有一定的资金压力。

信用评级报告声明

- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 中国港中旅集团公司 2009 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付止有效，期内根据跟踪评级的结论，评级结果可能产生变化。

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人民币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。

公司经营范围主要有：经营管理国务院授

权范围内的国有资产；旅游、钢铁、房地产开发经营及物流贸易的投资管理；市内包车客运、省际包车客运（有效期至2010年7月11日）。截至2007年底，公司内设总经理办公室、监察室、人力资源部、财务部、企业发展管理部、审计部、信息部、总务部等职能部门，拥有在岗员工39997人。

截至2007年底，公司（合并）资产总额371.30亿元，所有者权益（含少数股东权益）189.42亿元；2007年实现营业收入319.77亿元，净利润34.73亿元。

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、本期中期票据概况

公司计划于2009年发行中期票据33亿元，其中第一期发行10亿元（以下简称“本期中期票据”），期限5年。本期中期票据为5年期固定利率，附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期中期票据在存续期内前3年票面利率为由发行人与联席主承销商根据簿记建档结果协商一致确定，在本期中期票据存续期内前3年固定不变。在本期中期票据存续期的第3年末，发行人可选择上调票面利率一定的基点，票面年利率为本期中期票据存续期前3年票面年利率加上发行人选择的上调基点，在本期中期票据存续期后2年固定不变。本期中期票据采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

本期中期票据发行所募集资金将主要用于满足港中旅重大投资项目建设资金需求，以及补充营运资金，优化融资结构，降低融资成本。

三、基础素质

1. 经营历史

公司经营实体全部集中在香港中旅。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。房地产方面，公司在海内外具有较高知名度，先后在深圳、上海、苏州和沈阳等地成功开发了旅游地产项目。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一，2007年实现铁水产量529万吨、钢坯产量523万吨、钢材产量498万吨。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，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。公司总经理熊维平先生，中共党员，北京大学经济学博士后。熊维平先生历任共青团湖南省委副书记、党组副书记、中南工业大学常务副校长、管理学院院长、中国铜铅锌集团公司副总经理、党组成员、中国铝业副总经理、党组副书记兼中国铝业股份有限公司总裁，2006年6月至今任香港中旅副董事长、总经理、党组副书记。

截至2007年底，公司拥有在岗员工39997人，从学历构成看，初中以下占68.47%，高中、中专占19.21%，大专以上占11.32%；从年龄构成看，30岁以下占48.25%，31岁～50岁占49.52%，50岁以上占2.23%；从职称构成看，中级职称占49.79%，高级职称占5.74%。

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。

四、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、及经营班子成员同香港中旅，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9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。

公司内设总经理办公室、监察室、人力资源部、财务部、企业发展管理部、审计部、信息部、总务部等职能部门，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。

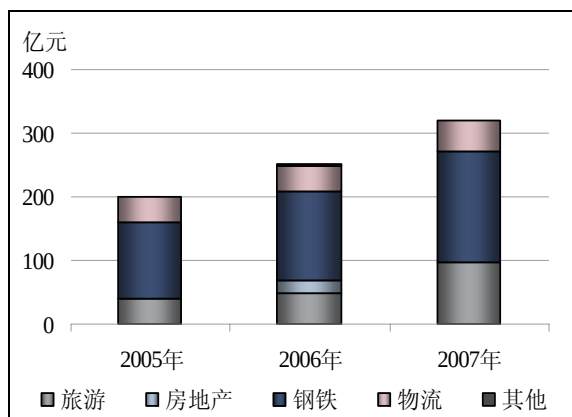
总体看，公司作为国资委直接管理的大型国有企业，管理体系运行顺畅，内部管理严格，整体管理水平较高，管理风险低。

五、生产经营

1. 业务构成

经过近几年的产业结构调整，公司目前已经形成旅游（包括旅行社、酒店、景点、旅游度假区等）、钢铁、物流和房地产（旅游房地产）四大板块。2005年~2007年，公司营业收入年均增长20.28%（参见图1），2007年为319.77亿元，其中旅游收入占30.32%，房地产收入占0.43%，钢铁收入占54.09%，物流收入占15.07%，其他占0.08%，公司以旅游为主业，以钢铁、物流、房地产为支柱产业的业务格局已经形成。

图1 2005年~2007年公司营业收入及构成



资料来源: 公司提供

2008年1~9月, 公司实现营业收入352.99亿元, 其中旅游占19.18%, 钢铁占64.46%, 物流服务占12.71%, 房地产开发占0.04%, 其他占3.61%, 与2007年相比, 钢铁所占比重有所上升, 旅游所占比重有所下降。

2. 旅游

(1) 旅游行业

国内旅游行业现状

中国旅游业自 1978 年作为一个经济产业起步以来, 经过近 30 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、具有明显国际竞争优势的产业之一。近年来, 中国旅游业发展快速, 主要特征为:

①从国内旅游人数以及旅游收入情况来看, 随着人们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。

居民人均可支配收入的逐步提高推动了旅游业的快速发展。2003 年~2007 年, 国内出游人数和旅游总收入保持稳步增长 (参见表 1), 2003 年, 由于受到 SARS 的影响, 中国国内旅游人数以及旅游收入增长率为负。2007 年, 国内旅游总人次 16.10 亿人次, 其中城镇居民为

6.12 亿人次, 平均花费 906.9 元, 农村居民为 9.98 亿人次。从出游率指标上看, 2007 年国内居民出游率为 122.5%, 其中城镇居民为 166.3%, 农村居民为 105.4%, 2007 年虽然比以前年份有所提高, 但相距发达国家高达 300% 的出游率还有较大空间, 说明国内游的增长潜力十分可观。

表 1 2003 年~2008 年国内旅游情况

年 度	国内出游人数 (亿人次)	增长率 (%)	旅游收入 (亿元)	增长率 (%)
2003 年	8.7	-0.9	3442	-11.2
2004 年	11	26.6	4711	36.9
2005 年	12	9.09	5286	12.21
2006 年	13.9	15.02	6230	17.86
2007 年	16.1	15.83	7771	24.74
2008 年*	17	6	8700	12

数据来源: 国家旅游局

注: 2008 年*数据为中国国家旅游局预测数据。

②从国内旅游消费方式和旅游消费结构来看, 绝大部分属于观光旅游, 文化型、享受型极少。即走马观花式的参观型旅游活动多, 而修学、健身、寻根、考察、探奇、了解风土人情的专项特点旅游较少。一般游客住低档旅馆, 饮食简单。据统计, 在国内旅游消费结构中, 吃住行比重高达 85%, 而游览购物仅占 15%。

③从旅游的地域性和客源分布来看, 国内旅游热点集中在经济较发达, 知名度较高, 旅游基础设施较完善的旅游胜地, 如北京、江浙沪、广东等地。像敦煌、九寨沟、西双版纳、黄果树瀑布等风景点由于交通不便相对处于温冷点。

④中国国内旅游的配套设施和服务方面, 近几年在各级政府和主管部门努力下, 采取了不少措施, 如改善交通、增辟景点、美化环境, 修建规格不等的饭店, 虽在一定程度上有所提高, 但整体还不完善, 尤其是在旅游安全配套环节上。此外, 由于中国国内旅游市场庞大, 为国内旅游服务的配套设施的发展远远不能满足旅游消费者的需求, 国内旅游者基本上停留在吃、住、行和安全的基本保障上, 距离享受性服务差距很大。

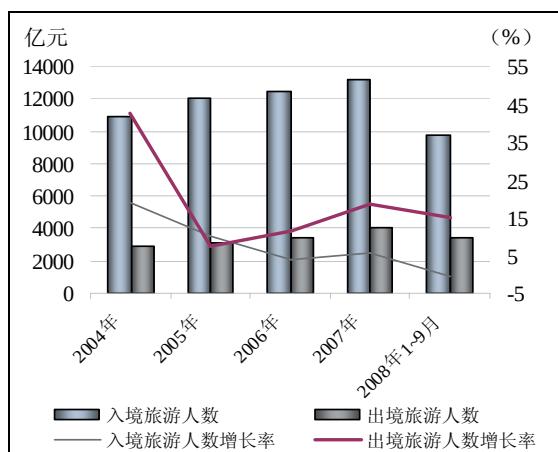
总体看，中国国内旅游市场正处于蓬勃发展阶段，收入规模逐年递增，在国民经济中的地位和作用日益加强。但由于旅游地区的分布不均，造成国内部分地区的旅游配套设施的建设还不完善，是中国目前国内旅游人均消费水平偏低的主要原因之一。

国际旅游行业现状

国际旅游业包括了入境游业务和出境游业务。

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召开扩大了中国在世界上的影响范围，中国入境旅游业务发展快速；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 2004~2008 年 9 月中国出入境人次统计



数据来源：中国国家旅游局

根据国家统计局公布的 2004 年~2007 年出入境人次看（参见图 2），近三年，中国出入境人数稳步增加，但增长率有大幅下降，主要是因为 2003 年国内旅游业受 SARS 影响，出入境人次大幅减少，2004 年国内旅游业复苏，同年出入境人次出现大幅增长所致。2007 年，中国全年入境旅游人数 13187 万人次，比上年增长 5.5%。其中，外国人 2611 万人次，增长 17.6%；香港、澳门和台湾同胞 10576 万人次，增长 2.9%。国际旅游外汇收入 419 亿美元，增长 23.5%。国

内居民出境人数达 4095 万人次，增长 18.6%。其中因私出境 3492 万人次，增长 21.3%，占出境人数的 85.3%。国内出游人数达 16.1 亿人次，增长 15.5%；国内旅游总收入 7771 亿元，增长 24.7%。

2008 年 1~9 月，美国次贷危机引发的全球性金融危机对旅游需求特别是入境旅游需求造成一定不利影响，中国入境旅游呈现下降的态势，除了香港同胞之外，入境旅游的外国人、澳门同胞和台湾同胞与上年同期相比都有一定程度的下降。2008 年 1~9 月，中国入境旅游累计人数达 9729.74 万人次，同比增长 -0.37%，增幅比去年同期下降了 6.28 个百分点；入境过夜旅游累计人数达 3975.67 万人次，同比增长 -1.40%，增幅比去年同期下降了 11.30 个百分点；旅游（外汇）收入累计 298.28 亿美元，同比增长 -3.26%，增幅比去年同期下降了 15.42 个百分点。

2007 年，中国国内旅游市场规模已第二年位居全球第一，出境旅游市场和入境旅游市场规模均位居全球第四，中国已经成为世界旅游大国。整体看，近四年，中国国际旅游业务发展势头良好。

竞争环境

虽然中国旅游业的总体规模已经位居世界前列，但中国旅游企业的实力还非常弱小。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，中国旅游企业与国外有竞争力的旅游企业相比都还存在相当巨大的差距。

仅从上市旅游公司的数量来看，根据国家统计局数据显示，在 2006 年中国 1400 多家上市公司中，旅游类上市公司仅有 22 家，约占总数的 1.57%。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，同时，由于目

前中国旅游行业还不具有真正意义上的龙头企业，因此，旅游市场的竞争在一段时期内还将愈演愈烈。

政策环境

作为第三产业的主要支柱行业，旅游业的快速发展的背后离不开政府的大力支持与宽松的政策环境。中国旅游业自1978年作为一个经济产业起步以来，国家给予了许多实质性的政策支持。国家鼓励在旅游交通及基础设施建设、重大旅游度假项目和专项旅游项目、大型旅游资源综合开发项目和租赁服务等领域投资，这些项目享受免征进口关税和进口环节增值税等优惠。国家在“十一五”规划中又明确提出要“促进服务业加快发展”，“积极发展文化、旅游、社区服务等需求潜力大的产业”。就旅游业自身特点而言，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，把旅游业培育成国民经济的重要产业体现了国民经济发展的总体趋势，有利于促进经济社会协调发展。“十一五”期间的政策导向将为旅游业的发展创造更为宽松的政策环境。

行业发展

根据目前国际国内旅游市场发展趋势和中国旅游产业存在的问题，中国旅游市场未来开发战略定位于“大力发展入境旅游、规范发展出境旅游、全面发展国内旅游”，突出入境旅游和国内旅游在中国旅游业发展中的主导作用和基础地位，强调大力发展入境旅游和全面发展国内旅游，同时规范发展出境旅游，发挥其在平衡国际贸易中的积极作用。未来随着旅游产业规模扩张和旅游市场客源结构的变化，中国的旅游产业发展进入了转型时期，旅游产品结构将呈现多样化和系列化，从单一的传统旅游产品体系向传统旅游产品和现代旅游产品体系交相辉映的复合型结构转变。

(2) 经营现状

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，

主要由港中投负责。

经过80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。截至2008年5月底，公司在香港、澳门地区设有43间分社、内地21家地面旅行社（不包括中旅总社）和海外12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近20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。

2005年~2007年，公司旅游业务收入年均增长57.66%。2007年实现旅游业务收入96.95亿元，较2006年增长14.19%；实现营业利润8.43亿元。2008年1~9月，公司实现旅游业务收入67.69亿元，较2007年同期增长5.38%；实现利润总额4.55亿元，较2007年同期下降16.8%。

(3) 资产并购

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。此次重组将有助于公司的旅游业务在国际竞争中处于优势地位。

(4) 内部整合

旅行社业务是旅游价值链的中心环节，也是公司业务板块的重要组成部分。通过旅行社管理体制的调整和业务、内部资源整合，按照“强总部下的专业化公司”的管理思路，香港中国旅行社（以下简称“香港中旅社”）将作为

公司旅行社业务的管理和运营总部，对公司港澳、海外和内地的旅行社（分社）实行“垂直一体化”集中统一管理，既管人、财，也管业务和品牌。香港中旅社将突出“管理”职能，强化“协调”机制，完善“监督”功能，按照“结构扁平，职责明确，人员精干”的原则设置架构和配备人员，实现“管控到位，协调到位，监督到位”的要求。

公司旅行社业务整合后，将以香港中旅社为龙头，以统一经营和管理、统一业务流程和服务标准、统一品牌的标识为管理手段，以电子商务和信息管理系统为管理平台，以批发、零售、代理为营销方式，形成内地、港澳和海外“三位一体”的全球性网络布局。

公司通过旅行社整合，进一步推动旅游业务板块地面旅行社、芒果网、酒店、景区、客运、演艺内部资源和业务流程的全面整合。加强地面与网上业务的分工协作及产品互补，两条线“天地结合”，互相支撑；重新建设、调整旅游板块业务流程，通过旅行社的服务支撑和有效联结，打造各旅游景点资源和酒店、客运产品衔接的坚固服务链条；通过整合，使人、财、物、品牌、客源、信息、产品等资源得以集成组合、优化配置，并最大限度地实施资源内部共享，形成规模优势和协同效应。

（5）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”。

景区方面

①对珠海海泉湾进行二期扩建，打造休闲旅游度假示范区。珠海海泉湾第一期项目占地90万平方米，总投资22亿元；二期项目包括高尔夫俱乐部、四星级酒店、温泉中心等项目，

预计2009年建成，建成后，海泉湾将成为中国乃至亚洲最大的集休闲娱乐、会议发展、温泉、康体、酒店、高尔夫、高级别墅、主题公园的国家级综合旅游度假区，成为中国华南地区主要的旅游目的地。

②将“海泉湾”品牌概念有计划、分步骤向全国辐射，形成若干个以“海泉湾”为特色品牌的休闲度假示范区。目前，公司已经启动沈阳棋盘山欧陆风情旅游小镇的建设，陕西咸阳的温泉休闲旅游，以及青岛即墨镇温泉休闲旅游度假项目。未来几年，公司将在华南、东北、西北、华北打造三到四个以上休闲旅游度假目的地，完成面向全国的经营与发展基地的战略布局。

③抓住西部大开发的机遇，在一些旅游自然资源丰富但尚未充分开发的地区，抢先投资一些以点带面的景点。目前，公司已经与贵州省签订了自然旅游开发协议，打造自然景观，目前正在进行的项目有贵州织金洞风景区项目。

④深化世界之窗、锦绣中华、民俗文化村三大景区的更新、改造与再开发，不断推陈出新，强化营销，优化服务，争取回头客、常游客，保持吸引力。

地面旅行社

①加快地面旅行社的整合，改革并完善地面旅行社的管理体系，形成以香港中旅社为龙头、以内地和海外旅行社为两翼的管理体系。统一品牌，统一采购，统一流程，统一服务标准，实现经营和管理的一体化。

②继续拓展公司在香港、内地、海外的网络覆盖和市场布局，扩大公司旅游主业的业务规模与市场占有。以“巩固香港、发展内地、调整海外”为原则，巩固公司在香港旅游行业的龙头地位，适时并购或控股一家有较好海外业务基础的香港旅行社以拓展港澳居民海外旅游市场；以无偿划转的形式接收中国中旅，显著扩大内地旅行社规模；依据市场规则和经营效益原则调整海外的网络布局，并考虑以公司

的品牌、网络优势吸引国际著名旅游企业集团，与之开展团队互换、销售代理等多方面合作。

③通过地面旅行社的服务支撑和有效联结，打造各旅游景点资源和酒店、客运产品衔接的坚固服务链条，并通过旅行社的优质高端服务，提升公司在国内外的品牌美誉度和市场知名度。

酒店

①重点抓好现有酒店资产的重组、整合和提升，提高现有酒店资产运营效率和效益，加强现有酒店的经营、管理和资产运作，提高酒店经营业绩。

②全面加强公司酒店品牌建设，注重标准化运作、精细化管理，将公司“维景”品牌打造成中国知名酒店管理品牌，并培养一支高素质的专业管理队伍。

③在国资委的安排、支持下，利用中央企业剥离非主业资产的机会，力争获得部分中央企业旗下酒店的产权和管理权。

芒果网

芒果网于2006年开始运行。未来几年，公司将大力发展在线业务，将芒果网打造成国内在线旅游业务的领先企业。公司已将现有地面旅行社订房、订票及呼叫系统等资源整合到芒果网，并将收购内地有潜质的订房票务中心、呼叫中心，大力拓展网上订票等业务，以形成强大的旅游组合产品，为客户提供越来越精准、个性化的服务，最终成为网上旅游产品供应链商的集合商和批发商。

汽运

未来几年，公司在汽运方面要加快发展步伐，在规模经营、严格管理的基础上，通过联营和收购，不断扩大经营规模，加大力度拓展香港非专利巴士业务，确保粤港过境巴士业务中的领先地位，并通过收购内地客运公司，逐步拓展珠三角公路客运及旅运市场，力争在2010年成为粤港澳三地跨境客运企业的龙头，拥有车辆超过4000辆，员工人数达到5000人的规模。

演艺

天创演艺具有很强的文艺节目编导能力，并且是全国6家具有引进国外文艺团体和制作并对外输出节目资质的公司之一，2007年天创演艺被文化部评为“优秀出口文化企业”。2007年，天创演艺推出《喜马拉雅》及视觉京剧《白蛇转》等剧目。未来三年，天创演艺将与公司大旅游业务协同发展，尤其要以景区发展结合起来，将天创演艺发展成为全国知名的演艺制作公司，提升公司旅游产业链的文化内涵，培育新的利润增长点。

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，但旅游业务内部整合还需一段时间。

3. 房地产

(1) 房地产行业

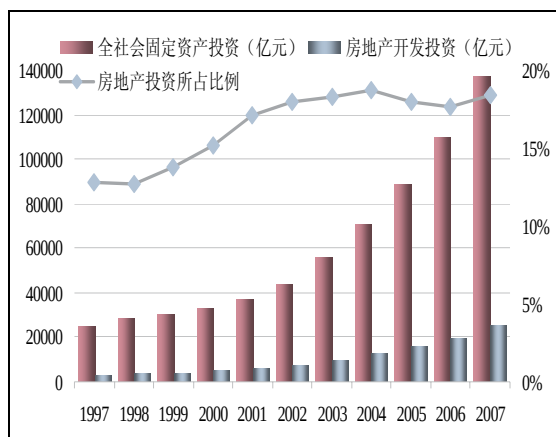
房地产行业是中国现阶段经济发展的一个重要支柱产业，发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。

2005年以来国家加大了对房地产市场的宏观调控，如2005年，国务院出台了《关于切实稳定住房价格的通知》（国办发[2005]8号）和《关于做好稳定住房价格工作的意见》（国办发[2005]26号）；2006年5月，国家出台了《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》（国办发[2006]37号）进一步提出了“国六条”调控措施，政策转向了“增加供给的同时继续抑制需求”；2007年1月，国家税务总局颁布了《关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》，明确了房地产企业土地增值税要实行清算式缴纳，取代现行以“预征”为主的增值税缴纳法。2007年12月，国土资源部、财政部、中国人民银行联合颁布《土地储备管理办法》，进一步加强及完善了土地管理，加大打击开发商的囤地行为，进一步释放闲置土地，增加商品房的供应。

2007年在人民币升值、流动性过剩和房地

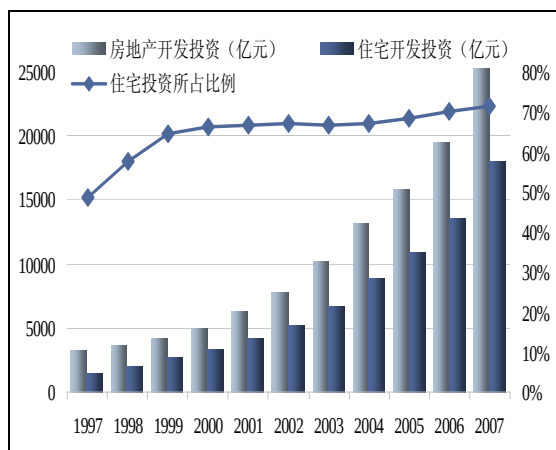
产市场预期看好的背景下，资金通过各种途径进入房地产开发领域，以住宅为主的房地产开发投资明显加快。根据国家统计局的统计数据，2007 年中国固定资产累计投资额 137239 亿元，增长 24.76%；房地产开发投资完成 25280 亿元，同比增长 30.16%，高出同期固定资产投资增长率 5.40 个百分点，占固定资产投资的比重为 18.42%（参见图 3）。

图 3 全社会固定资产投资、房地产开发投资及其对比



资料来源：国家统计局

图 4 中国房地产开发投资、住宅开发投资及其对比



资料来源：国家统计局

中国房地产业始终以住宅作为主要投资领域。随着城镇住房制度改革的深化，住房货币化分配制度的确立，个人住房消费逐渐成为市场主体。2002 年中国共完成住宅投资 5227.8 亿元，占该年房地产开发投资的 67.10%；从 2003 年开始，国家加强了对房地产投资过热的宏观

调控，但住宅投资在房地产投资中的主导地位没改变，并呈现上升趋势，2004 年~2006 年该住宅投资占比比例分别为 67.16%，68.27%和 70.22%，2007 年达到 71.24%（参见图 4）。

2008 年以来，受国内外经济放缓、持续的货币紧缩等一系列宏观调控政策影响，房地产行业投资需求被抑制打压，市场观望情绪加重，地价和房价均面临下行压力，部分城市的房地产业已进入下行调整通道。从投资看，2008 年 1~10 月，全国完成房地产开发投资 23918 亿元，同比增长 24.6%，增幅比 1~9 月回落 1.9 个百分点。其中，商品住宅完成投资 17482 亿元，同比增长 27.4%，比 1~9 月回落 1.3 个百分点，占房地产开发投资的比重为 73.1%。

2008 年 1~10 月，全国房地产开发企业房屋施工面积 24.8 亿平方米，同比增长 11.1%；房屋新开工面积 7.9 亿平方米，增长 7.3%；房屋竣工面积 3.1 亿平方米，下降 16.9%，其中住宅竣工面积 2.5 亿平方米，增长 7.6%。

2008 年 1~10 月，全国房地产开发企业完成土地购置面积 3.0 亿平方米，同比下降 20.4%；完成土地开发面积 1.9 亿平方米，同比下降 16.7%。

从销售看，2008 年 1~10 月，全国商品房销售面积 4.5 亿平方米，同比下降 16.5%，其中，商品住宅销售面积下降 17.0%；商品房销售额 17590 亿元，同比下降 17.4%，其中商品住宅销售额下降 18.2%。

截至 2008 年 10 月底，全国商品房空置面积 1.33 亿平方米，同比增长 13.1%，增幅比 1~9 月提高 2.9 个百分点，其中空置商品住宅 6835 万平方米，同比增长 18%，增幅比 1~9 月提高 3.9 个百分点。

随着国家调控政策的贯彻落实，房地产市场供求形势将进一步得到改善，房屋的供给结构将进一步合理；房地产开发投资增幅将稳步回落。随着社会经济的快速发展，房地产业作为国民经济支柱产业的地位不会动摇。

（2）经营现状

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。

2005年～2007年，公司房地产板块业务收入波动较大，2007年为1.39亿元，较2006年下降93.34%；实现营业利润0.81亿元。2007年，公司完成开发面积36.29万平方米，较2006年下降7.4%。2008年1～9月，公司完成开发面积41.76万平方米，较2007年同比增长123.00%。

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。

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。

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。

经营优势与不足

①品牌优势

公司与国内众多政府部门保持着良好的沟通与合作关系，与多个城市签署了《合作框架协议》。由于公司的良好声誉和双重身份，诸多内地城市欢迎公司参与地方经济建设，赞同“旅游地产”的开发模式，愿意为公司的投资提供便利。

②资金优势

一方面，公司近年来经营状况良好，积累了一定的自有资金支持房地产板块的发展；另一方面，随着资产质量的优化、财务结构的改善和企业形象的提高，公司在资本市场上的融资能力不断增强，融资条件更加优厚。

③确立“旅游地产”的开发模式

公司拥有大型景区综合开发经验，先后在深圳、上海、苏州和沈阳等地成功开发了旅游地产项目。今后，公司将坚持“旅游地产”的开发模式，做到旅游与地产紧密结合、相互配合，充分发挥整体优势。

但与国内大型房地产商相比，公司在规模、品牌特色、均衡发展、区域发展等方面还存在较大差距，整体竞争力有待提高。

（3）主要投资项目

2009年，公司房地产的投资主要有中旅公馆项目、上海汇丽二期项目、港中旅大厦项目、苏州项目、沈阳项目一期、青岛项目等，投资资金来源主要依靠自有资金解决，不足部分通过银行贷款解决。

（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

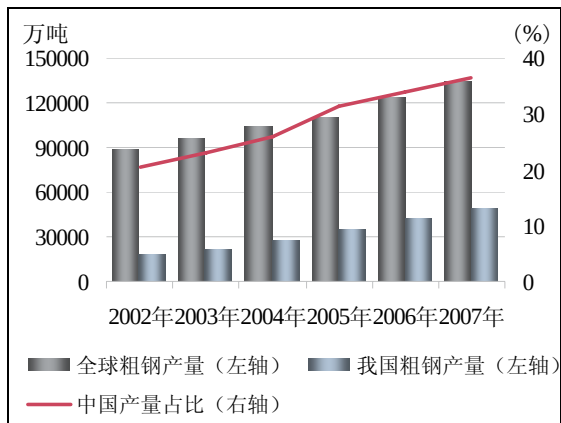
开市场局面的房地产开发品牌概念和产品内涵。在项目策划、施工、营销、物业管理等方面，在园林、环保、节能、质量等环节，融入“旅游”概念，体现环保、优质、温馨、舒适等元素，并形成一套标准流程，提高品牌知名度。

4. 钢铁

(1) 钢铁行业

根据国际钢铁协会（IISI）统计，2007年全球67个主要产钢国家和地区粗钢总产量为13.44亿吨，同比增长7.5%；中国以4.89亿吨再次成为全球第一大粗钢产量生产国，约占全球粗钢产量的36.40%，中国粗钢产量已连续第12年位居世界第一（参见图5）。

图5 世界及中国粗产量情况



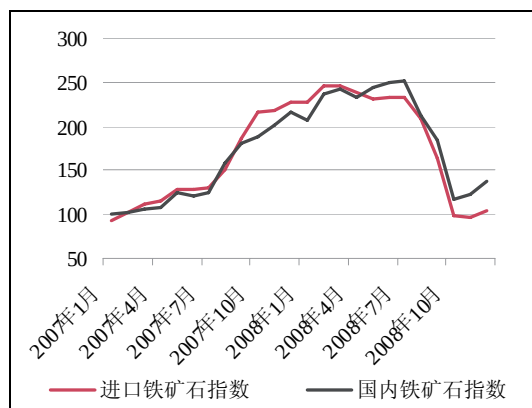
资料来源：中国钢铁工业协会，国家统计局

中国钢铁工业在经历了以产量扩张为主的发展时期后，已进入了以加速结构调整、全面提高竞争力为主的阶段。近年来，中国钢铁行业在调整产品结构、提高工艺装备水平和推进节能降耗等方面取得了明显进步，主要技术经济指标如连铸比、吨钢综合能耗、成材率和板管比等均有了明显改善。

从中国进口铁矿石价格指数看（参见图6），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246点，但受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迅速下降，2008年11月进口铁

矿石价格指数仅为96.7点，较最高值下降149.3点。中国国内铁精粉价格指数与中国进口铁矿石价格指数变化趋势基本一致，2008年7月达到历史最高246点，然后一路下滑，2008年12月初仅为138.4点，较最高值下降107.6点。

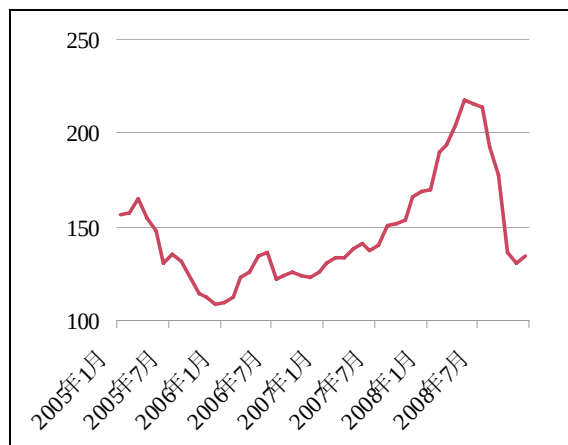
图6 中国进口铁矿石、国内铁矿石价格指数



资料来源：www.mysteel.com

从钢材价格看，中国钢材价格综合指数从2005年3月以后一直下行，于2005年12月达到低谷，2006年钢材价格综合指数波动较大；2007年以来，由于铁矿石、焦炭价格的上涨和下游需求的增加，中国钢材价格呈现快速增长趋势，钢材价格综合指数于2008年5月达到217.4的历史最高点，2008年6月以后呈现快速下降趋势，2008年12月略有反弹（参见图7）。

图7 2005年以来钢材价格综合指数

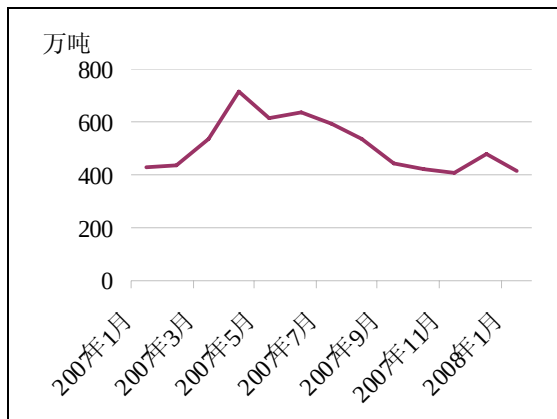


资料来源：www.mysteel.com

钢材出口方面，2007年国家有关部门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。由图 8 可见，国家宏观政策对抑制钢铁产品出口过快发挥了明显作用。

图 8 2007 年钢材月度出口情况



资料来源：中国海关

《钢铁产业发展政策》中明确提出，国家支持钢铁企业向集团化方向发展，通过强强联合、兼并重组和互相持股等方式进行战略重组，减少钢铁生产企业数量，实现钢铁工业组织结构调整、优化和产业升级；支持和鼓励有条件的大型企业集团，进行跨地区的联合重组，到 2010 年，形成两个 3000 万吨级、若干个千万吨级的具有国际竞争力的特大型企业集团。

综上所述，近年来钢铁行业结构调整力度加大，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。

联合资信注意到，受全球经济放缓和下游需求减弱影响，钢铁下游行业的下滑正向钢铁行业传导，未来钢铁行业业绩下滑将难以避免。由于主要钢铁原材料价格出现下滑，钢铁企业受到上、下游挤压的空间将有所放缓，钢铁行业景气度的下滑已是事实，但稳定的需求和基础性战略地位将保证钢铁行业的稳定发展。

(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 2007 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 2007 年底，国丰钢铁拥有炼铁、炼钢、轧钢各约 500 万吨生产能力，公司下属 9 个分厂，无下属子公司。2007 年，国丰钢铁实现营业收入 172.98 亿元，利润总额 22.53 亿元，净利润 19.97 亿元。2008 年 1~9 月，国丰钢铁实现营业收入 227.54 亿元，净利润 12.78 亿元。

国丰钢铁具体生产由下属 9 个分厂负责，分别为第一、第二炼铁厂，第一、第二炼钢厂、第一、第二轧钢厂，第一、第二制氧厂，热轧薄板厂。

生产设备及产能

受益于北区工程和南区工程的投资建设，近两年国丰钢铁生产规模稳步扩大，陆续投产了 1780 立方米高炉一座、120 吨转炉一座、450 立方米高炉两座和 50 吨转炉一座，完成了二轧北车间改造等工程项目，并顺利淘汰了 179 立方米高炉和 16 吨转炉各一座。截至 2008 年 9 月底，国丰钢铁已形成炼铁产能 714 万吨，炼钢产能 755 万吨和轧钢产能 500 万吨，其中炼铁和炼钢产能分别较 2006 年增加 264 万吨和 305 万吨，轧钢产能不变。主要设备情况见表 2。

表 2 截至 2008 年 9 月底国丰钢铁主要设备

项目	主要设备	生产能力
炼铁	1780m ³ 高炉 1 座，450m ³ 高炉 8 座，350m ³ 高炉 1 座，210m ³ 高炉 2 座	714 万吨
炼钢	40 吨转炉 1 座，50 吨转炉 2 座，80 吨转炉 3 座，120 吨转炉 1 座	755 万吨
轧钢	1450 热连铸连轧薄板生产线 1 条，热轧窄带钢生产线 4 条	500 万吨

数据来源：公司提供

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。2007年，国丰钢铁吨钢综合能耗为585kg/t，同比下降9.87%；吨钢耗电为378.24kwh/t，同比上升7.07%；吨钢耗新水为2.55kg/t，同比下降18.27%（参见表3）。2007年，国丰钢铁“国丰铁前系统综合节能降焦”项目通过了河北省科技成果鉴定。2008年1~9月，国丰钢铁生产能耗整体有所改善。

表3 2005年至2008年1~9月国丰钢铁主要能耗指标

指标	2005年	2006年	2007年	变动率 (%)	2008年 1~9月
吨钢综合能耗 (kg/t)	709.81	649.03	585	-9.22	595
吨钢耗电 (kwh/t)	334	353.26	378.24	6.42	332
吨钢耗新水 (t/t)	3.42	3.12	2.55	-13.65	1.17

资料来源：公司提供

（3）未来发展

国丰钢铁总体发展目标是：到2008年底，通过技术改造和新建项目拉动，新增铁钢材配套产能450万吨，淘汰落后产能150万吨，并通过兼并重组，最终具备年产铁、钢、材800万吨至1000万吨的综合生产能力。

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。

5. 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。据中国物流与采购联合会统计，2007年，全国社会物流总额为752283亿元，同比增长26.2%，增幅比2006年提高2.2个百分点；货运总量达到225.3亿吨，增长10.7%。物流业的快速发展，为国民经济发展提供了快捷通畅的物流服务，明显提高了经济发展的协调性。2007年，全国物流业增加值为16981亿元，同比增长20.3%，占全国服务业增加值的比重由2006年的17.1%提高到17.6%，占GDP的比重由2006年的6.7%提高到6.9%。这不仅反映出物流业对国民经济的贡献进一步增大，也凸显物流业发展对于做大服务业，转变经济发展方式的重要作用。根据国家发改委公布的数据显示，2008年前三季度全社会物流总额68.1万亿元，同比增长26.7%，增幅比2007年同期加快1.2个百分点。

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、北京宅急送等，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 4 2007 年中国物流企业 10 强排名
(单位: 亿元)

排名	企业名称	2007年营业收入
1	中国远洋运输集团总公司	1225.97
2	中国海运集团总公司	758.89
3	中国对外贸易运输(集团)总公司	562.26
4	中国物资储运总公司	160.40
5	中国租船公司	99.49
6	厦门象屿集团有限公司	99.15
7	中铁集装箱运输有限责任公司	86.64
8	中铁快运股份有限公司	84.18
9	中国国际货运航空有限公司	69.91
10	广东南粤物流股份有限公司	64.34

数据来源: 中国物流与采购联合会

整合并购重组在国内外物流企业深入开展。2007 年, 中国邮政集团公司挂牌成立, 由境内外 7 家股东组建的中铁联合国际集装箱有限公司投入运营, 中外运按照专业化要求和业务属性进行整合重组。自 2005 年开始, 外资企业并购中国物流企业, 2007 年世能达物流收购宝运物流主要经营资产和万络环球收购熙可公司等新的案例。整合并购正在促使主营业务向优势企业集中。

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。据中国物流与采购联合会预测, 假设“十一五”期间 GDP 年均增长 8.5%, 物流总额年均增长将达到 16.7%, 到 2010 年社会物流总额将达到 90 万亿元, 比 2005 年翻一番。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十一个五年规划的建议》中, 首次把“物流”列入要大力发展的现代服务业, 并明确指出要按照市场化、产业化、社会化的方针大力发展物流业, 这为中国物流业的发展指明了方向、提供了政策保障。2005 年 8 月国家发改委等八部委联合发布的《全国物流标准 2005 年—2010 年发展规划》, 有利于建立规范的物流市场秩序。此外, 各地政府也加大了对物流基础设施建设的投入, 促进物流技术装备水平的提高和物流管理技术创新。同时中国政府还陆续出台了财政贴息、核销贷款等一系列优惠政策促进物流企业的发展。

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

公司物流主要分为货运代理(空运、海运)、香港铁路货运、仓储配送、第三方物流和钢铁贸易。

货运代理(空运、海运)

目前,公司的空、海运代理业务在香港中旅货运有限公司(以下简称“中货公司”)及其控股的华贸国际货运有限公司(以下简称“上海华贸”)。中货公司本部和上海华贸在国内共有35个网点,主要集中在华东、华北和华南地区,并且在美国的纽约、洛杉矶也建立了网点,网络基本覆盖了长三角区域主要地区,并且与国内外主要承运人建立了良好的战略合作关系,具有较高的知名度。

但是,公司货运代理业务与国内大型物流企业相比,在网络建设、区域发展、人才储备、服务水平、业务模式以及品牌建设方面还有存在一定差距,整体水平有待提高。

香港铁路货运

公司的全资子公司“中旅货运”一直是深港铁路货运主要代理商,一直占有较高的市场份额。2005年,自九广铁路正式退出货代行业后,中旅货运铁路进出口量的市场占有率有所提高,目前分别占香港市场总额的60%和75%左右。但是,目前铁路货运前景不甚明朗,与其他运输工具相比竞争力较差。

仓储配送

公司的全资子公司“中旅货运”和“香港中旅物流贸易有限公司”拥有深港两地运输车队,在深圳拥有2.5万平方米仓库,在香港拥有7.2万平方米仓库,是香港自由仓库排名较前的企业之一,拥有多年仓储管理和配送服务的运作经验,具有一定的资金实力。但是,公司仓储出租率已经处于较高的水平,发展潜力有限,且仓储信息化水平建设还需改进。

第三方物流和钢铁贸易

公司的第三方物流主要是在原有货代业务基础上,开始逐步进入第三方物流市场,如上海华贸为联通提供建设设备供应物流服务、中旅货运为四川丰田提供汽车物流服务等。

因货代业务尚未形成全国性服务网络和国外自有网络,缺乏应有的自有运输和仓储资源,面临日趋激烈的市场竞争。2007年,公司积极扩大业务规模,特别是钢铁贸易取得较大突破。国丰钢铁是中国大型钢铁企业之一,有利于公司开展与钢铁相关的内贸和外贸业务,目前公司与印度铁矿砂供应商建立了良好的合作关系,正在开展相关的外贸业务。

2005年~2007年,公司物流板块业务收入年均增长12.95%,2007年为48.18亿元。2008年1~9月,公司物流板块实现营业收入44.87亿元,较2007年同比增长44.02%。

(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。

6. 经营效率

2005年~2007年,公司资产总额年均增长10.63%,所有者权益年均增长24.40%,营业收入年均增长20.28%,净利润年均增长28.11%,公司增长质量好。

从经营效率指标看,2005年~2007年,公司销售债权周转次数、存货周转次数有所波动,2007年分别为11.65次和12.95次;公司总资产周转次数分别为0.73次、0.91次和0.92次。总体看,公司近年来经营效率逐年提高。

7. 在建项目

在建项目方面，2008年~2010年，公司计划投资情况见表5，可以看出，公司未来三年计划投资主要是集中在旅游、钢铁、地产和物流，计划投资总额215.54亿元，投资规模大，有一定的资金压力。上述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5 2008年~2010年公司计划投资情况

项目	2008年	2009年	2010年	小计
旅游	21.84	40.89	20.87	83.60
钢铁	27.02	18.75	17.50	63.27
地产	10.63	24.98	13.39	49.00
物流	3.36	2.28	1.22	6.86
其他	7.33	3.12	2.36	12.81
合计	70.18	90.02	55.33	215.54

资料来源：公司提供

8. 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，把旅游主业做成中国第一、亚洲前茅、世界一流。同时，要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。

旅游方面：外抓资源开发，内抓整合提升，建好天地两网、再造构架流程，突出品牌战略，实现跨越式发展。钢铁方面：坚持“规模适度、突出专精、适应市场、绿色和谐”的发展之路，建成800万吨铁、钢、材的综合配套生产能力，巩固成本优势。房地产方面：利用品牌优势，采取“旅游地产”差异化的开发模式，地产与旅游协调发展，挖掘“旅游地产”品牌内涵，实现地产与旅游资源的合理整合配置，推动长期布局型、均衡创利型开发战略的实施。物流方面：巩固长三角，发展珠三角，推动整合，实现上市。

六、财务分析

1. 财务概况

安永华明会计师事务所深圳分所对公司提供的2005年~2007年财务报表出具了标准无保

留意见审计结论的专项审计报告。2008年9月份公司财务报表未经审计。

公司2005年~2007年财务报表按照2006年2月15日财政部颁布的《企业会计准则》（以下简称“新会计准则”）编制，相应2005年~2007年度财务信息根据同一假设编制。

截至2007年底，公司（合并）资产总额371.30亿元，所有者权益（含少数股东权益）189.42亿元；2007年实现营业收入319.77亿元，净利润34.73亿元。

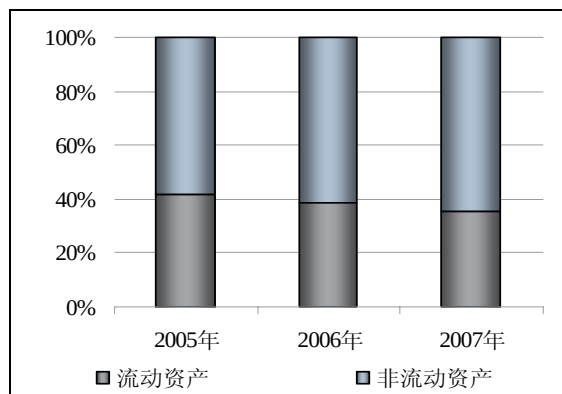
截至2008年9月底，公司（合并）资产总额437.88亿元，所有者权益（含少数股东权益）215.21亿元；2008年1~9月实现营业收入352.99亿元，净利润22.11亿元。

以下分析以合并报表分析为主。

2. 资产构成

2005年~2007年，公司资产总额年均增长10.63%。截至2007年底，公司资产总额371.30亿元，其中流动资产占35.54%，非流动资产占64.46%，公司非流动资产占比有所提高（参见图9）。

图9 2005年~2007年公司资产构成



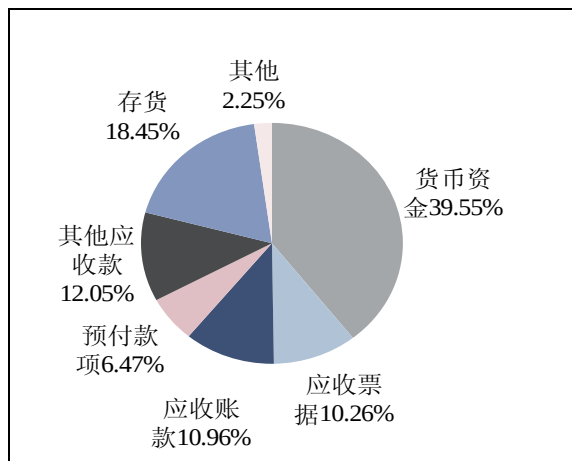
资料来源：公司年报

2005年~2007年，公司流动资产有所波动，2007年底为131.95亿元，其中货币资金占39.55%，应收票据占10.26%，应收账款占10.96%，预付账款占6.47%，其他应收款占12.05%，存货占18.45%，其他占2.25%（参见图10）。

2005年~2007年，公司货币资金年均下降

10.80%，2007年底为52.19亿元，主要是现金及银行存款，公司货币资金较多。

图10 2007年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2005年~2007年，公司应收票据有所波动，2007年底为13.53亿元，全部为银行承兑汇票，变现能力强。

2005年~2007年，公司应收账款年均增长33.90%，高于营业收入（20.28%）的增幅。截至2007年底，公司应收账款余额16.29亿元，其中1年以内占88.15%，1~2年占1.53%，2~3年占2.46%，3年以上占7.86%，公司应收账款以1年以内为主。2007年，公司对应收账款计提1.83亿元坏账准备，占应收账款余额的11.23%。

2005年~2007年，公司预付账款年均增长39.38%，2007年底为8.54亿元，主要是国丰钢铁的预付原材料款。

截至2007年底，公司其他应收款余额24.74亿元，其中1年以内占60%，公司其他应收款以1年以内为主。2007年公司对其他应收款计提坏账准备8.84亿元。

截至2007年底，公司存货余额24.40亿元，其中原材料占72.08%，在产品占9.68%，产成品占17.05%，低值易耗品占1.19%。2007年公司对产成品计提0.05亿元存货跌价准备。

公司其他流动资产主要是待售已落成物业，2007年底为2.26亿元。

截至2007年底，公司非流动资产239.35亿

元，其中固定资产占45.93%，长期股权投资占7.90%，无形资产占11.02%，投资性房地产占6.15%，在建工程占15.38%。

2005年~2007年，公司长期股权投资变化不大，主要是公司退出与主业不相关的投资所致。截至2007年底，公司长期股权投资账面余额21.01亿元，主要是对陕西渭河发电有限公司、信德中旅船务投资有限公司及唐山达丰焦化有限公司的投资。2007年公司对长期股权投资计提2.09亿元长期股权投资减值准备。

2005年~2007年，公司投资性房地产保持稳定，2007年底为14.71亿元，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合格评估师RHL Appraisal Ltd.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。

截至2007年底，公司固定资产原值167.18亿元，其中房屋建筑物占56.65%，机器设备占31.39%，运输工具占4.23%，其他固定资产占7.73%。2007年，公司对固定资产计提累计折旧57.15亿元，计提固定资产减值准备0.10亿元。

截至2007年底，公司在建工程36.81亿元，主要是国丰钢铁的技改工程项目、深圳港中旅大厦项目和港中投的投资项目等。

截至2007年底，公司无形资产29.61亿元，主要是是下属公司的土地使用权。

2005年~2007年，公司其他非流动资产年均增长211.76%，2007年底为14.56亿元，主要是发展中物业。

截至2008年9月底，公司资产总额437.88亿元，其中流动资产占47.87%，非流动资产占52.13%，与2007年底相比，流动资产占比有所提高，主要是预付账款、存货等增加所致。

总体看，公司资产构成合理，资产流动性正常，资产质量较好。

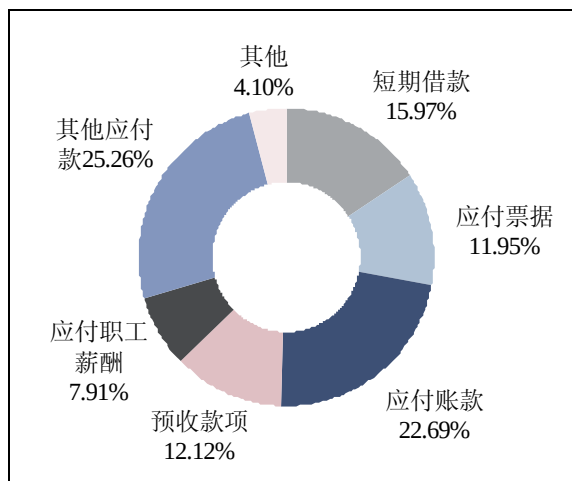
3. 负债及所有者权益

2005年~2007年，公司所有者权益年均增长24.40%，其中少数股东权益年均增长10.90%，归属于母公司所有者权益年均增长44.50%。截至2007年底，公司所有者权益189.42亿元，其中少数股东权益占50.04%，归属于母公司所有者权益占49.96%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占54.31%，资本公积占4.71%，盈余公积占3.02%，未分配利润占35.19%，外币报表折算差额占2.78%，稳定性较好。

2005年~2007年，公司负债总额有所波动，2007年底为181.89亿元，其中流动负债占62.40%，非流动负债占37.60%。

2005年~2007年，公司流动负债基本稳定，2007年底为113.49亿元，其中短期借款占15.97%，应付票据占11.95%，应付账款占22.69%，预收账款占12.12%，应付职工薪酬占7.91%，其他应付款占25.26%，其他占4.10%（参见图11）。

图11 2007年底公司流动负债构成

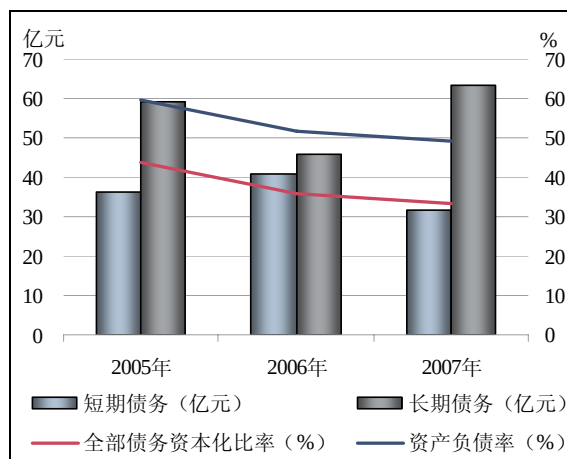


资料来源：公司年报

2005年~2007年，公司非流动负债年均增长3.02%，2007年底为68.40亿元，其中长期借款占92.51%，递延所得税负债4.91%。

截至2007年底，公司全部债务总额94.96亿元，其中短期债务占33.37%，长期债务占66.63%，公司债务以长期债务为主。

图12 2005年~2007年公司债务结构



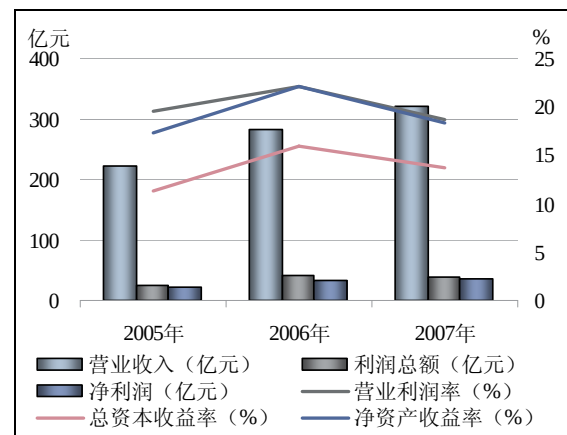
资料来源：公司年报

2005年~2007年，公司由于盈利增加，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逐年下降，2007年底分别为48.99%、33.39%和25.04%，公司债务负担正常（参见图12）。截至2008年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为50.85%和35.90%，公司债务负担有所加重。

4. 盈利能力

2005年~2007年，随着旅游板块、房地产板块、钢铁板块和物流贸易板块业务规模扩大，公司营业收入年均增长20.28%，2007年为319.77亿元。由于钢铁板块盈利能力较强，公司营业利润率保持较高水平，2005年~2007年分别为19.45%、22.01%和18.63%。

图13 2005年~2007年公司盈利情况



资料来源：公司年报

2005年~2007年，公司销售费用年均增长64.74%，管理费用增长9.66%，财务费用有所下降，由于投资收益增幅较大，2007年公司实现营业利润37.65亿元。

2005年~2007年，由于盈利能力较强，公司总资本收益率和净资产收益率处于较好水平，2007年分别为13.69%和18.34%。总体看，公司盈利能力很强（参见图13）。

2008年1~9月，公司实现营业收入352.99亿元，实现营业利润24.12亿元，利润总额27.00亿元，净利润22.11亿元。

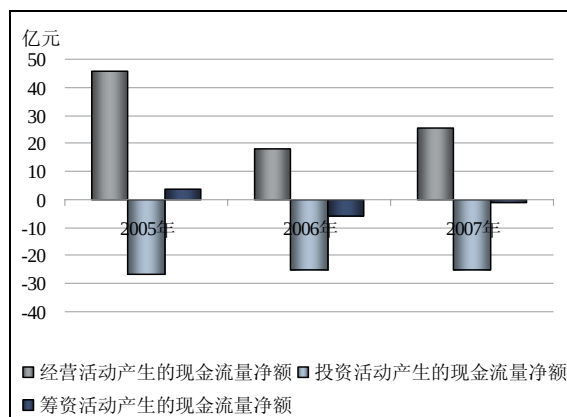
5. 现金流分析

从经营活动来看，2005年~2007年，随着营业收入的稳步增长，公司销售商品、提供劳务所收到的现金年均增长12.67%，经营活动现金流入年均增长12.35%，2007年为330.83亿元；公司经营活动现金流出主要是购买商品、接受劳务所支付的现金，2007年经营活动现金流出为305.47亿元；2005年~2007年，公司经营活动现金流量净额分别为46.37亿元、17.90亿元和25.36亿元，公司经营活动获取现金能力较强。

从投资活动来看，2005年~2007年，公司投资活动现金流入主要是收到其他与投资活动有关的现金及收回投资所收到的现金和取得投资收益所收到的现金，2007年为14.05亿元；公司投资活动现金支出主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，2007年为39.07亿元；2005年~2007年，公司投资活动现金流量净额均为负值，分别为-26.94亿元、-25.03亿元和25.02亿元。

2005年~2007年，公司筹资活动前现金流量净额19.43亿元、-7.13亿元和0.34亿元，2006年经营活动产生的现金流不能满足公司投资活动需要。

图14 2005年~2007年公司现金流量



资料来源：公司年报

2005年~2007年，公司筹资活动现金流入主要是银行借款所收到的现金，2007年为31.95亿元；筹资活动现金支出主要是偿还债务和支付一定的股利及银行利息；2005年~2007年，公司筹资活动现金流量净额分别为3.89亿元、-5.93亿元和-1.33亿元。

2008年1~9月，公司销售商品、提供劳务收到的现金401.45亿元，经营活动产生的现金流量净额29.86亿元，投资活动产生的现金流量净额-25.18亿元，筹资活动产生的现金流量净额19.46亿元，现金及现金等价物净增加额23.03亿元。

总体来看，公司经营活动产生的现金流入规模大，获取现金的能力较强，但投资活动支付的现金规模较大，对外筹资仍是解决资金欠缺的主要手段。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2005年~2007年，公司流动比率、速动比率有所波动，2007年底分别为116.27%和94.82%，2008年9月底分别为149.55%和129.06%。从经营活动对流动负债的覆盖程度来看，2005年~2007年，公司经营现金流动负债比率分别为39.79%、15.65%和22.35%，经营活动对流动负债的保护程度较好。总体看，公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力看，由于公司具有很强的

盈利能力，公司EBITDA保持较高水平，2005年～2007年分别为34.58亿元、54.05亿元和53.35亿元；公司EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA有所波动，2007年分别为12.70倍和1.78倍。总体看，目前公司对全部债务保护能力较强。

截至2008年9月30日，公司为公司以外的单位或个人提供的担保总额约为3.04亿元，担保比率1.40%；公司本部为子公司提供的担保总额约为7.53亿元。

截至2008年9月30日，公司本部共获得银行授信131.22亿元，未提用额度78.44亿元，公司本部间接融资渠道畅通。

七、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期发行额度为10亿元，占2007年底全部债务的10.53%，占2008年9月底全部债务的8.30%，对公司现有债务的影响程度不大。

截至2008年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为50.85%和35.90%，以公司2008年9月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至51.95%和37.76%，公司债务负担有所加重，但仍处于正常水平。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2005～2007年，公司经营活动产生的现金流入量年分别为262.09亿元、276.41亿元和330.83亿元，分别为本期拟发行中期票据的26.21倍、27.64倍和33.08倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为46.37亿元、17.90亿元和25.36亿元，分别为本期中期票据额度的4.64倍、1.79倍和2.54倍，公司经营活动现金流对本期中期票据本金覆盖程度较高；公司EBITDA/本期发债额度分别为3.46倍、5.41倍

和5.34倍，公司EBITDA对本期中期票据保障程度较好。

八、综合评价

公司作为中国最大的综合性旅游集团，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。近几年，公司营业收入稳步增长，负债水平正常，盈利能力持续增强，经营状态良好。公司主体信用风险很低。

目前，公司流动资产质量较好，经营活动现金流流入量较大，盈利水平高，对本期拟发行中期票据覆盖程度好。总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险很小。

附件 1-1 资产负债表（资产）

（单位：亿元）

资产	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 9 月
流动资产：					
货币资金	65.60	61.14	52.19	-10.80	82.89
交易性金融资产	0.99	1.50	0.44	-33.32	2.72
应收票据	10.55	16.50	13.53	13.24	17.50
应收账款	8.07	10.38	14.47	33.90	15.97
预付款项	4.40	7.74	8.54	39.38	46.12
应收利息					
应收股利					0.02
其他应收款	11.93	7.84	15.90	15.43	12.75
存货	12.73	15.61	24.35	38.28	28.72
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	12.22	2.35	2.53	-54.53	2.93
流动资产合计	126.50	123.06	131.95	2.13	209.63
非流动资产：					
可供出售金融资产	8.41	4.44	7.36	-6.45	3.83
持有至到期投资	0.16	0.16	0.15	-4.48	0.16
长期应收款	2.30	6.25	5.39	52.89	0.66
长期股权投资	19.95	18.56	18.92	-2.63	8.07
投资性房地产	14.13	14.95	14.71	2.06	14.61
固定资产	91.52	103.16	109.93	9.60	140.50
在建工程	14.07	10.95	36.81	61.73	12.61
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	21.48	21.01	26.38	10.82	26.76
开发支出					
商誉	0.89	0.84	0.78	-5.95	1.07
长期待摊费用	2.18	3.58	3.74	31.10	0.17
递延所得税资产	0.32	1.70	0.63	40.73	0.78
其他非流动资产	1.50	12.03	14.56	211.76	16.76
非流动资产合计	176.90	197.63	239.35	16.32	228.25
资产总计	303.40	320.69	371.30	10.63	437.88

附件 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：亿元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 9 月
流动负债：					
短期借款	26.86	28.79	18.12	-17.87	32.58
交易性金融负债					
应付票据	9.19	11.95	13.57	21.47	10.23
应付账款	18.05	25.21	25.76	19.46	30.40
预收款项	24.80	12.03	13.75	-25.54	22.90
应付职工薪酬	7.20	9.25	8.98	11.71	8.95
应交税费	1.61	6.77	4.31	63.72	4.69
应付利息					0.64
应付股利	0.71	0.71	0.29	-35.91	2.78
预计负债	0.00	0.03	0.04	271.71	0.00
其他应付款	28.03	19.61	28.67	1.12	26.64
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	0.09	0.06		-100.00	0.36
衍生金融工具		0.02			
流动负债合计	116.55	114.44	113.49	-1.32	140.17
非流动负债：					
长期借款	59.28	46.00	63.28	3.32	77.73
应付债券					
长期应付款	1.17	0.45	0.28	-51.13	0.15
专项应付款		0.10	0.10		0.21
递延所得税负债	2.49	3.12	3.36	16.12	3.10
递延收益	1.51	1.49	1.38	-4.36	1.31
非流动负债合计	64.45	51.17	68.40	3.02	82.50
负债合计	181.00	165.60	181.89	0.24	222.67
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	0.93	26.91	51.39	643.35	51.39
资本公积	41.56	25.23	4.46	-67.26	1.95
盈余公积	4.87	2.24	2.85	-23.45	3.51
未分配利润	-2.65	13.32	33.30		42.22
外币报表折算差额	0.62	0.78	2.63	106.47	1.90
归属于母公司所有者权益合计	45.32	68.48	94.63	44.50	100.96
少数股东权益	77.08	86.61	94.79	10.90	114.25
所有者权益（或股东权益）合计	122.40	155.09	189.42	24.40	215.21
负债和所有者权益（或股东权益）总计	303.40	320.69	371.30	10.63	437.88

附件 2 利润及利润分配表

(单位: 亿元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 9 月
一、营业收入	221.02	283.05	319.77	20.28	352.99
减: 营业成本	176.97	218.82	258.80	20.93	305.55
营业税金及附加	1.07	1.94	1.38	13.63	2.45
销售费用	3.84	7.07	10.42	64.74	8.28
管理费用	15.96	19.12	19.19	9.66	12.91
财务费用	2.49	2.41	2.38	-2.30	1.62
资产减值损失	0.35	0.19	-0.21		-0.45
加: 公允价值变动收益(损失以“—”号填列)	0.84	0.64	0.53	-20.61	-0.06
投资收益(损失以“—”号填列)	3.58	7.53	9.31	61.17	1.55
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	2.82	2.41	4.12	20.94	0.00
汇兑收益(损益以“—”号添列)					
二、营业利润(亏损以“—”号填列)	24.76	41.68	37.65	23.30	24.12
加: 营业外收入	0.46	1.69	0.98	45.70	3.14
减: 营业外支出	0.24	3.00	0.26	5.83	0.27
其中: 非流动资产处置损失	0.21	2.81	0.14	-18.97	
三、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	24.99	40.37	38.36	23.90	27.00
减: 所得税费用	3.83	6.21	3.63	-2.62	4.88
四、净利润(净亏损以“—”号填列)	21.16	34.16	34.73	28.11	22.11
其中: 归属于母公司所有者的净利润	9.96	22.29	20.64	43.98	11.41
少数股东损益	11.20	11.88	14.09	12.14	10.71

附件 3-1 现金流量表

(单位: 亿元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	254.52	268.92	323.09	12.67	401.45
收到的税费返还			0.02		0.49
收到其他与经营活动有关的现金	7.57	7.48	7.72	0.98	14.01
经营活动现金流入小计	262.09	276.41	330.83	12.35	415.95
购买商品、接受劳务支付的现金	172.56	206.74	244.92	19.13	321.89
支付给职工以及为职工支付的现金	14.48	20.17	19.36	15.65	15.93
支付的各项税费	13.09	4.60	6.94	-27.19	23.07
支付其他与经营活动有关的现金	15.60	27.00	34.25	48.20	25.20
经营活动现金流出小计	215.72	258.50	305.47	19.00	386.09
经营活动产生的现金流量净额	46.37	17.90	25.36	-26.04	29.86
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	2.01	4.90	0.84	-35.26	2.11
取得投资收益收到的现金	2.92	3.16	5.30	34.63	0.17
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3.44	0.55	0.81	-51.53	0.07
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	5.01	0.04	7.11	19.13	0.14
投资活动现金流入小计	13.37	8.65	14.05	2.50	2.98
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	39.43	22.64	38.06	-1.75	25.21
投资支付的现金	0.87	0.77	1.02	7.88	2.67
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金	0.02	10.27	0.00	-100.00	0.11
投资活动现金流出小计	40.32	33.69	39.07	-1.56	28.16
投资活动产生的现金流量净额	-26.94	-25.03	-25.02	-3.63	-25.18
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	1.09	3.99	0.25	-52.50	0.06
取得借款收到的现金	41.94	47.90	31.70	-13.06	52.77
收到其他与筹资活动有关的现金	1.93			-100.00	1.28
筹资活动现金流入小计	44.96	51.89	31.95	-15.70	54.11
偿还债务支付的现金	33.43	53.17	24.30	-14.74	28.25
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7.63	4.64	8.98	8.45	6.40
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
筹资活动现金流出小计	41.07	57.82	33.28	-9.98	34.65
筹资活动产生的现金流量净额	3.89	-5.93	-1.33		19.46
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-0.37	-1.39	-0.92	57.58	-1.11
五、现金及现金等价物净增加额	22.94	-14.44	-1.92		23.03
加: 期初现金及现金等价物余额	34.77	57.71	43.27	11.55	74.12
六、期末现金及现金等价物余额	57.71	43.27	41.35	-15.35	97.15

附件 3-2 现金流量表补充资料

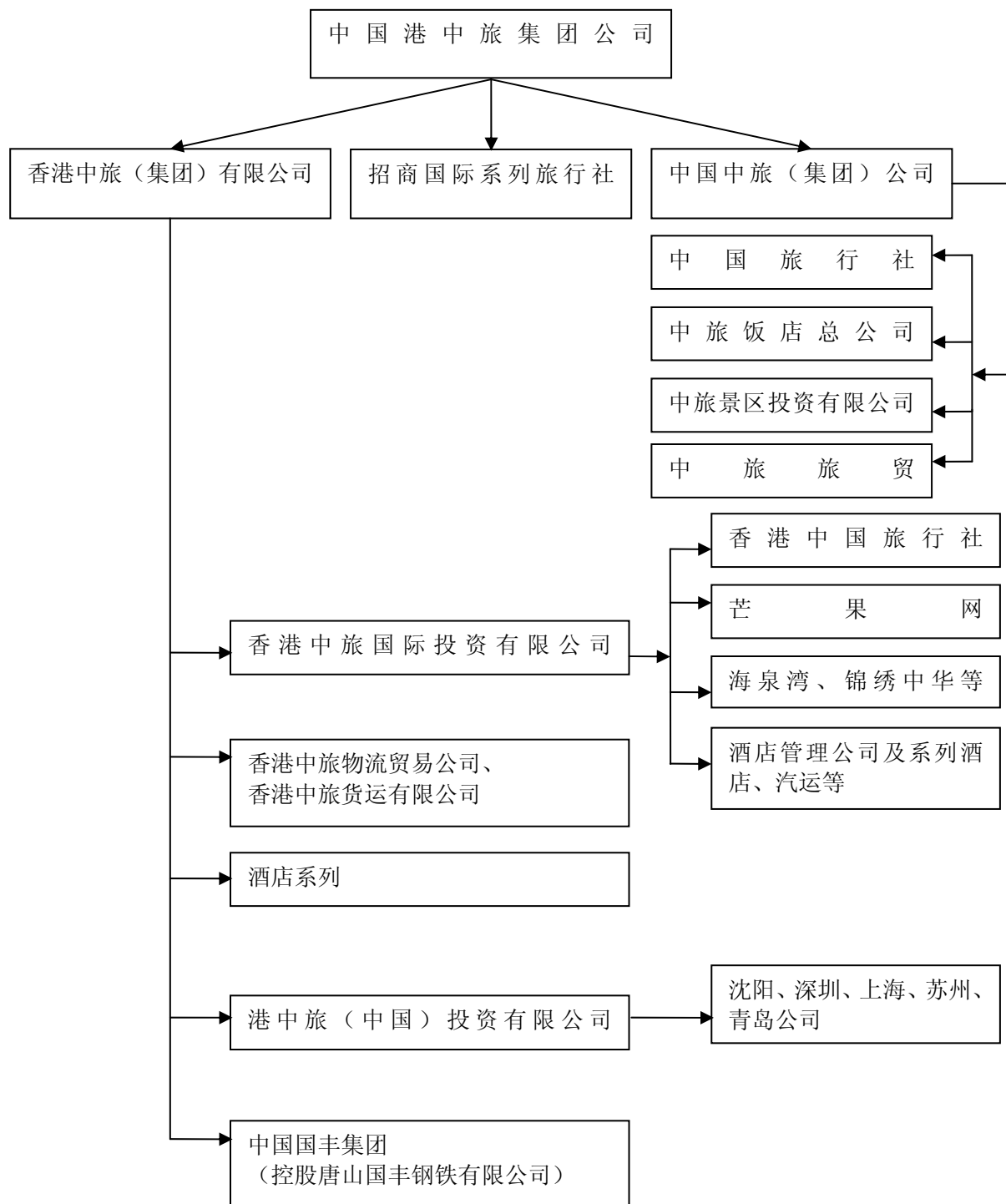
(单位: 亿元)

补充资料	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	21.16	34.16	34.73	28.11
加: 资产减值准备	0.13	0.19	-0.21	
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5.77	8.84	9.99	31.57
无形资产摊销	0.28	0.34	0.56	41.21
长期应收款项摊销	0.02	0.02	0.04	44.12
长期待摊费用摊销	0.08	0.27	0.24	70.97
计提/(转回) 赔偿准备金	-0.18	0.24	0.00	
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)	0.21	2.81	-0.23	
固定资产报废损失 (收益以“-”号填列)		0.01	0.01	
公允价值变动损失 (收益以“-”号填列)	-0.84	-0.64	-0.53	-20.61
负商誉收入	-0.28	-1.34		
财务费用 (收益以“-”号填列)	3.46	4.23	4.20	10.21
投资损失 (收益以“-”号填列)	-3.58	-7.53	-9.31	61.17
递延所得税资产减少 (增加以“-”号填列)	-0.11	-1.38	1.07	
递延所得税负债增加 (减少以“-”号填列)	0.05	0.25	-0.27	
存货的减少 (增加以“-”号填列)	0.28	-2.89	-8.76	
发展中及已落成物业的增加		-1.80	-2.82	
经营性应收项目的减少 (增加以“-”号填列)	-3.66	-9.21	-8.98	56.57
经营性应付项目的增加 (减少以“-”号填列)	23.58	-8.68	2.02	-70.71
递延收益的增加				
待摊费用增加				
预提费用增加减少				
汇兑差异			3.60	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	46.37	17.90	25.36	-26.04

附件 4 主要财务指标

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 9 月
1. 经营效率					
销售债权周转次数 (次)	11.87	12.44	11.65	11.93	--
存货周转次数 (次)	13.90	15.44	12.95	13.89	--
总资产周转次数 (次)	0.73	0.91	0.92	0.88	--
2. 盈利能力					
营业利润率 (%)	19.45	22.01	18.63	19.81	12.75
总资本收益率 (%)	11.31	15.88	13.69	13.87	--
净资产收益率 (%)	17.29	22.03	18.34	19.24	--
3. 财务构成					
长期债务资本化比率 (%)	32.63	22.88	25.04	25.91	26.53
全部债务资本化比率 (%)	43.78	35.87	33.39	36.21	35.90
资产负债率 (%)	59.66	51.64	48.99	51.92	50.85
4. 偿债能力					
EBITDA 利息倍数 (倍)	10.00	12.78	12.70	12.17	--
全部债务/EBITDA (倍)	2.76	1.60	1.78	1.93	--
流动比率 (%)	108.91	107.54	116.27	112.10	149.55
速动比率 (%)	97.61	93.90	94.82	95.10	129.06
现金收入比率 (%)	115.15	95.01	101.04	102.05	

附件 5 公司组织结构图



附件 6 有关指标的计算公式

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×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率	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: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

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

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 7 中长期债券信用等级的定义

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，中长期债券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

注：企业主体长期信用等级含义同中长期债券信用等级

联合资信评估有限公司关于 中国港中旅集团公司 2009 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

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，提供有关财务报告以及其他相关资料。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本期债券的相关信息，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，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如中国港中旅集团公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中国港中旅集团公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期债券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。

联合资信评估有限公司
二零零九年二月四日