

信用等级公告

联合[2010] 645 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拟发行的 2011 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
主体长期信用等级为
AAA

中国港中旅集团公司
2011 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
二零一零年十一月二十九日



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

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 2011 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日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一零年十一月二十九日



中国港中旅集团公司

2011 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

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: 23 亿元

本期中期票据期限: 7 年

评级时间: 2010 年 11 月 29 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 9 月
资产总额 (亿元)	371.30	457.38	512.34	559.40
所有者权益 (亿元)	189.42	207.31	226.26	243.38
长期债务 (亿元)	63.28	101.37	91.30	145.90
全部债务 (亿元)	94.96	144.96	166.41	186.83
营业收入 (亿元)	319.77	436.54	396.18	352.16
利润总额 (亿元)	38.36	16.31	23.65	18.17
EBITDA (亿元)	53.35	39.34	49.18	--
经营性净现金流 (亿元)	25.36	35.06	30.08	31.35
营业利润率 (%)	18.63	10.07	13.68	11.23
净资产收益率 (%)	18.34	6.54	7.41	--
资产负债率 (%)	48.99	54.67	55.84	56.49
全部债务资本化比率 (%)	33.39	41.15	42.38	43.43
流动比率 (%)	116.31	159.56	135.80	175.68
全部债务/EBITDA (倍)	1.78	3.69	3.38	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	12.70	6.84	11.58	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	2.32	1.71	2.14	--

注: 2010 年 9 月报表未经审计

分析师

张晓斌 梁秀国

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, 行业波动以及未来投资规模较大, 债务负担呈加重趋势等因素可能给公司带来的负面影响。

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。

基于对公司主体长期信用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极低, 安全性极高。

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. 公司 EBITDA 及经营活动现金流对本期本期中期票据覆盖程度较高。

关注

1. 受全球旅游需求疲软影响, 2009 年公司旅游板块收入及盈利均出现下滑。

2. 公司收入及利润主要来自钢铁主业，钢铁行业的景气度波动对公司产生较大影响。
3. 公司债务负担逐年加重，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。

截至 2009 年底，公司（合并）资产总额 512.34 亿元，所有者权益（含少数股东权益）226.26 亿元；2009 年公司实现营业收入 396.18 亿元，利润总额 23.65 亿元。

截至2010年9月底，公司（合并）资产总额 559.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）243.38 亿元；2010 年 1~9 月公司实现营业收入 352.16 亿元，利润总额 18.17 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

公司于 2009 年注册发中期票据 33 亿元，其中第一期发行 10 亿元已于 2009 年 4 月 16 日发行，期限 5 年；公司计划 2011 年发行第一期中期票据 23 亿元（以下简称“本期中期票据”），期限 7 年。

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一，2009年实现铁水产量771.14万吨、钢坯产量758.03万吨、钢材产量645.17万吨。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。

截至2009年底，公司拥有在岗员工38958人，从学历构成看，高中及以下占45%，中专占22%，大专以上占33%；从年龄构成看，35岁以下占61%，36岁~50岁占33%，50岁以上占6%。

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。

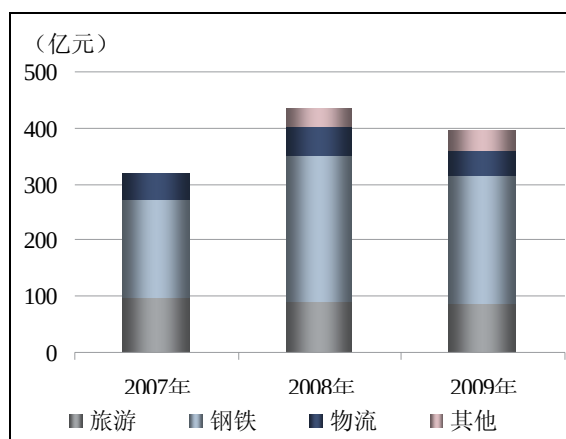
总体看，公司作为国资委直接管理的大型国有企业，管理体系运行顺畅，内部管理严格，整体管理水平较高，管理风险低。

五、生产经营

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。2009 年受旅游、钢铁和物流板块收入下滑影响，公司实现营业收入 396.18 亿元，同比下降 9.24%。公司营业收入构成中，旅游板块、钢铁板块、物流板块和其他收入分别占 22.31%、56.77%、11.93%和 8.99%。2009 年公司实现利润总额 23.65 亿元，同比增长 44.99%，其中钢铁业务是公司利润的主要来源。

图1 公司营业收入及构成



资料来源：公司提供

2010年1~9月，公司实现营业收入352.20亿元，其中旅游占22.23%，钢铁占58.15%，物流服务占15.08%，其他占4.54%；同期，公司实现利润总额18.17亿元，利润总额构成中，旅游占10.50%，钢铁占64.09%，物流占5.52%，其他占19.89%，钢铁业务仍是公司利润的主要来源。

2. 旅游及地产

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。根据联合国世界旅游组织公布数据显示，2008 年全球旅游人数达到 9.24 亿人次，同比增长 1.76%，虽然人数再创新高，但增幅已大幅下滑，并且全年呈现“高开低走”特征。2008 年上半年国际旅游人数同比增长约 5%，但下半年受金融危机影响，国际旅游陡然下滑，7 至 12 月国际旅游人数未增反降 1%。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。总体看，伴随全球经济的稳步回升，旅游产业正呈现逐步回暖趋势。

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、最具国际竞争优势的产业之一。根据国家旅游局统计数据，2008 年，中国国内旅游人数、入境旅游人数和出境旅游人数分别为 17.10 亿人次、1.30 亿人次和 0.46 亿人次，分别同比增长 6.21%、-1.40% 和 11.93%。同年，中国继续保持全球最大的国内旅游市场、第四大入境旅游接待国（前三位分别为法国、西班牙和美国）和亚洲最大出境旅游客源国的地位。

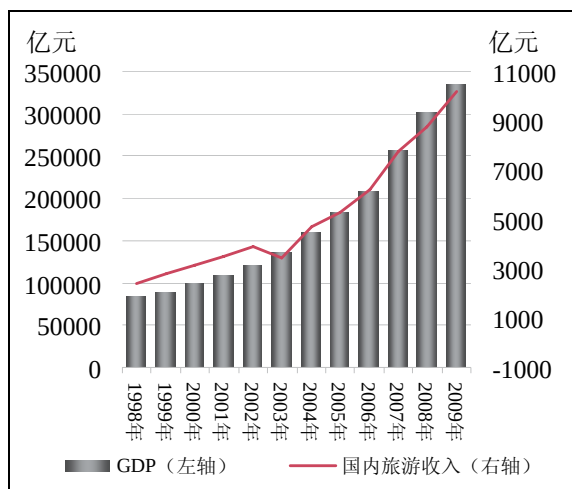
根据国家旅游局统计数据显示，2009 年，中国实现旅游总收入 1.29 万亿元，同比增长 11.3%。其中，国内旅游人数和收入分别达到 19.02 亿人次和 1.02 万亿元，同比增长 11.1% 和 16.4%；入境旅游人数和入境旅游外汇收入分别为 1.26 亿人次和 397 亿美元，同比下降 2.7% 和 2.9%；出境旅游人数 4766 万人次，同比增长 4.0%。总体看，2009 年，国民旅游消费持续旺盛，在此驱动下，国内旅游表现突出，中国旅游三大市场依然保持国内升、出境升、入境降的“两升一降”的格局，但是入境旅游降幅逐季度持续收窄，8 月入境游客和旅游外汇收入首次实现了双双正增长，反弹回升趋势逐步明朗。

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长，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

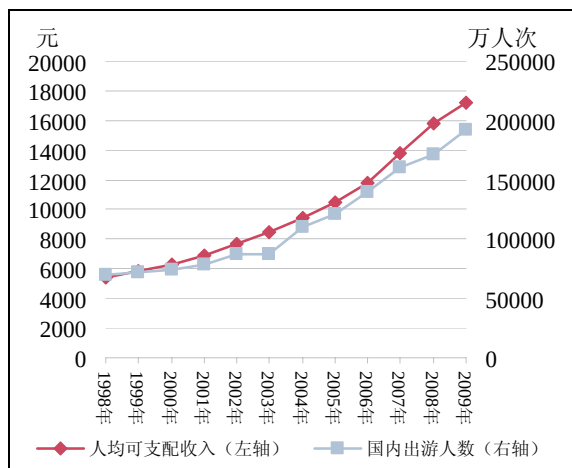
得以恢复。

图2 1998~2009年GDP与国内旅游收入



数据来源：国家旅游局和国家统计局

图3 1998~2009年人均可支配收入与国内旅游人数



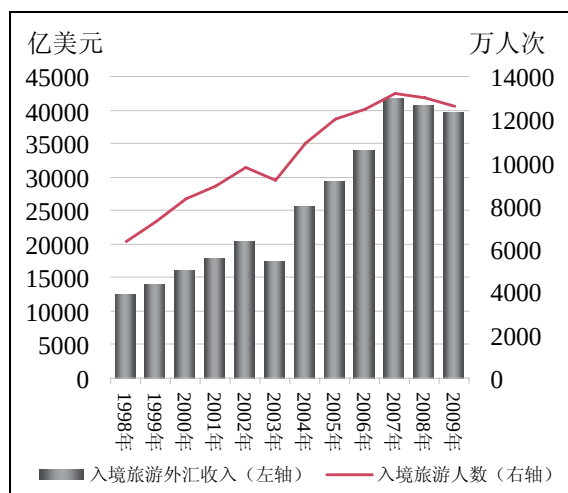
数据来源：国家旅游局和国家统计局

近两年，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。2008年，国内旅游人数为17.10亿人次，同比增长6.21%，同期实现国内旅游收入8749.00亿元，同比增长12.59%；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%。中国国内旅游的持续增长，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4 1998~2009年入境旅游人数与外汇收入



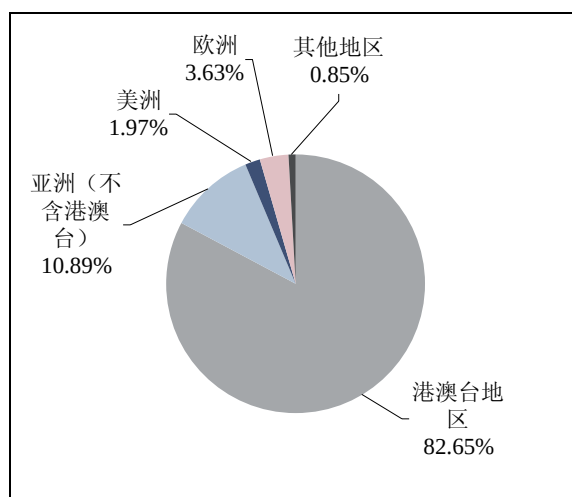
数据来源：国家旅游局

入境旅游方面，近两年，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较明显负面影响，中国入境旅游呈现显著下降态势，除了香港同胞入境人数小幅增加之外，入境旅游的澳门和台湾同胞、外国人与上年同期相比都有一定程度的下降。根据国家旅游局公布数据显示，2008年，中国入境旅游人数13.00亿人次，同比下降1.40%，其中港澳台同胞合计入境旅游人数同比下降0.06%，外国人入境人数同比下降6.83%，这其中又以日本和韩国为代表的亚洲国家入境旅游人数下降最快，为-9.39%。同期，中国入境旅游外汇收入408.43亿美元，同比下降2.57%。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。同期，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，其中入境旅游人数和入境旅游外汇收入的降幅分别由第一季度的 7.15% 和 15.38% 收窄至年底的 2.7% 和 2.9%，回暖趋势明朗。

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。近两年，世界主要经济体国家都不同程度受到了金融危机的波及，这些国家往往也是中国入境旅游的主要客源地，其经济衰退已经对中国入境旅游产生了较为明显的负面影响。

图 5 2009 年中国入境旅游客源地分布



数据来源：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，但增幅有所回落。2008 年和 2009 年，中国出境旅游总人数分别达到 0.46 亿人次和 0.48 亿人次，分别同比增长 11.93% 和 4.0%，考虑到未来国内外宏观经济的回暖和稳定，出境旅游有望继续保持较好发展。

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。国家在“十一五”规划中曾明确提出要“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”。2006 年，全国旅游工作会议又确定中国旅游业未来五年规划发展目标是把旅游业培育成国民经济重要产业，同时为建设世界旅游强国夯实基础。

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。为了拉动旅游内需，2009 年上半年，国家旅游局和中央有关部门陆续提出了“全国乡村旅游倍增计划”、“国民休闲计划”、“旅游促进就业行动计划”等刺激计划，旨在结合国家扩大内需政策，采取具体措施倡导奖励旅游（对优秀员工）、福利旅游（对低收入群体，企业可把奖励旅游、福利旅游支出列入其经营成本）等方式，引导国民休闲旅游沿着正常、安全、持续的方向发展。与此同时，各省市地区也根据自身实际情况特点推出了具有针对性的发展战略，通过发行旅游消费券、减免景区门票收费等方式增加旅游市场的有效需求。

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，2009 年底中国共有 1600 余家 A 股上市公司，但其中旅游类上市公司仅有 25 家，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市场规范，行业内劣势企业将在竞争中加快得以淘汰，从而为优势企业进一步控制市场资源，提高市场占有率提供了机遇，行业长期竞争格局有望得到改善。

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不断增多，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，中国人均国内旅游仅有1次/年，远低于中等发达国家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。

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。

截至2010年9月底，公司在香港、澳门地区设有39间分社、内地62家地面旅行社（不包括中旅总社）和海外12个国家的19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。

（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，但旅游业务内部整合还需一段时间。

地产板块

(1) 房地产行业

房地产行业是中国现阶段经济发展的重要支柱产业，近年来中国经济持续快速发展，城镇化进程推进加速，同时伴随着人口增长和住宅消费结构升级，国内房地产市场自 2000 年以来持续高速发展，房地产行业投资增长率始终保持在 20% 以上，远高于同期 GDP 增长速度。

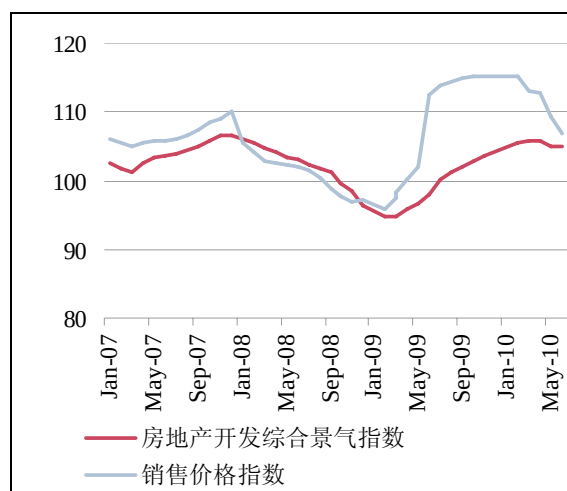
2008 年，受国内外经济放缓、持续的货币紧缩等一系列宏观调控政策影响，房地产行业投资需求受到抑制，市场观望气氛浓厚，地价和房价均面临下行压力，部分城市的房地产业进入下行调整通道。全年完成房地产开发投资 30580 亿元，同比增长 20.9%；全国商品房销售面积 6.2 亿平方米，同比下降 19.7%。2008 年底，全国商品房空置面积 1.64 亿平米，同比增长 21.8%，库存积压导致资金周转困难，对开发商形成严峻考验。

为刺激内需和稳定经济增长，2008 年 10 月，国家先后出台了包括降息、减免税费、政府补贴等一系列新政策，为房地产市场快速调整创造了有利的外部条件。12 月，国务院办公厅下发了《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》，明确提出将给予房地产企业和购房者更多的信贷支持和税收优惠，进一步鼓励普通商品住房消费。

2009 年，中国实施宽松的货币政策在房地产市场需求端刺激了刚性需求释放，在供应端为资金紧张的开发商提供了较为充足的流动性支持，各地区房地产销售量迅速放大，价格呈

现不同程度较快上涨态势。根据国家统计局公布的数据，2009 年全国完成房地产开发投资 3.62 万亿，同比增长 16.1%；竣工面积 7.02 亿平米，同比增长 5.5%。全国商品房销售面积 9.37 亿平米，同比增长 42.1%；商品房销售额 4.40 万亿，同比增长 75.5%。全国住宅平均价格为 4474 元/平方米，涨幅达 25.1%，为 2001 年以来最高。

图 6 2008-2010 年 6 月房地产价格指数



资料来源：WIND 资讯

为抑制房价过快上涨和打击投机行为，2009 年 12 月以来，中国政府连续出台了通过土地、税收和购房信贷等一系列措施调控市场的政策。

2010 年 4 月为抑制房地产价格的快速上涨，国家出台了更为严厉的房地产政策，其中主要包括：①对贷款购买首套自住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭，贷款首付比例不得低于 30%；②对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付比例不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍；③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，暂停发放购买三套及以上住房贷款；对不能提供一年以上的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。

2010 年 9 月 30 日，央行和银监会两监管机构要求各商业银行暂停发放居民家庭购买第

三套及以上住房贷款；对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明非本地居民暂停发放购房贷款；对贷款购买商品住房，首付款比例调整到 30%及以上；对贷款购买第二套住房家庭，严格执行首付款比例不低于 50%、贷款利率不低于基准利率 1.1 倍规定。央行和银监会还指出，各商业银行要加强对消费性贷款管理，禁止用于购买住房。对有土地闲置、改变土地用途和性质、拖延开竣工时间、捂盘惜售等违法违规行为房地产开发企业，各商业银行停止对其发放新开发项目贷款和贷款展期。对不认真执行差别化信贷政策商业银行，一经查实要严肃处理。

在信贷逐步收紧和政府加大调控执行力度的背景下，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，但短期内市场也面临因需求观望而导致成交量萎缩的风险，区域市场走势将产生分化。

（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。

2007年~2009年，公司完成开发面积分别为36.29万平方米、40万平方米和61万平方米，呈现快速增长。2010年1~9月，公司完成开发面积 67.49 万平方米，较 2009 年全年增长 10.64%，继续保持稳步增长。

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。

（3）主要投资项目

2010年，公司房地产的投资主要有苏州项目、沈阳项目二期、青岛项目等，投资资金来源主要依靠自有资金解决。

（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。

经营现状

受全球旅游需求疲软影响，2009 年公司旅游板块（包括旅游地产）实现收入 88.42 亿元，同比下降 4.35%；从毛利指标看，旅行社及酒店管理的毛利率基本保持稳定，但旅游地产、高尔夫会所、景区及度假区的毛利率出现较大幅度下滑。

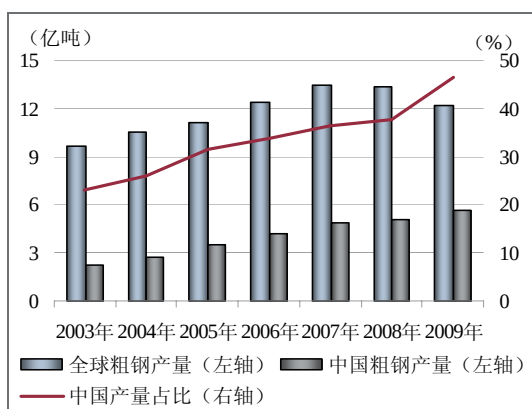
2010年1~9月，公司实现旅游业务（包括旅游地产）收入78.30亿元，较2009年同期增长23%；实现利润总额1.90亿元，较2009年同期增长50%。

3. 钢铁

（1）钢铁行业

根据国际钢铁协会（IISI）初步统计，2009 年全球67个主要产钢国家和地区粗钢总产量为 12.197亿吨，同比下降8.0%，2008年、2009年连续两年下降；中国以5.68亿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 46.57%，中国粗钢产量已连续第14年位居世界第一。

图7 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

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 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。2009

年以来，进口铁矿石价格指数继续下跌，2009 年 6 月以后开始反弹，2009 年 12 月为 114.5 点，较 2009 年 1 月增长 26.6 点；进入 2010 年，进口铁矿石指数呈现大幅增长趋势，2010 年 9 月为 156.3 点，较 2009 年 12 月增加 45.5 点，大幅增长 41.06%。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。

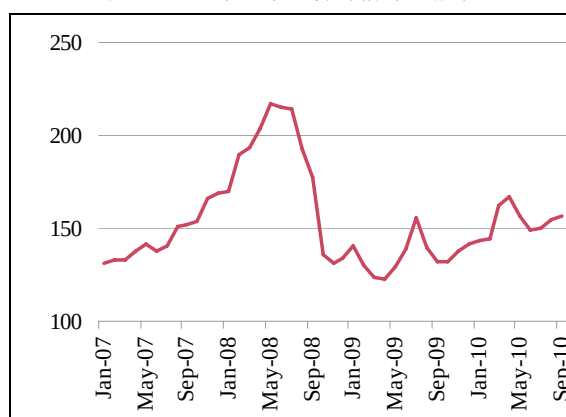
图8 中国铁矿石价格指数



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，铁矿石价格波动率加大，短期定价的临时进口合同给铁矿石自给率不高的钢铁企业成本控制与风险管理能力带来压力和挑战。

图9 2007年以来钢材价格综合指数



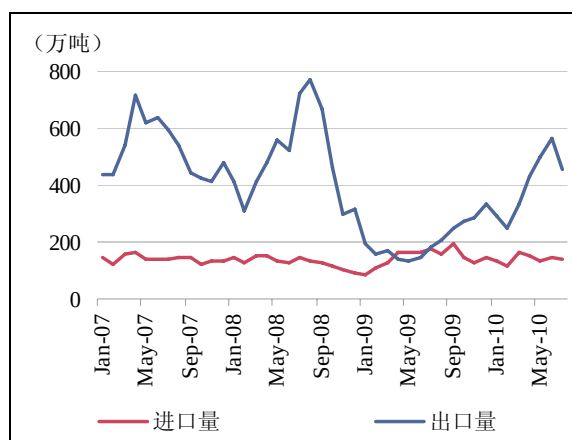
资料来源：www.mysteel.com

从钢材价格看，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。2009年，钢材价格综合指数波动幅度较大，2009年5月以后略有反弹，2009年12月为141.1点，较2008年12月增加6.7点。2010年9月为156.7点，较2009年12月略有增长。

钢材出口方面，进入2009年，受汇率变动、国际市场萎缩、世界贸易保护主义加重等因素影响，中国钢材的出口形势急剧恶化，全年出口钢材仅2495.65万吨，较2008年同期下降58.44%；相比而言，2009年中国钢材进口量为1763.20万吨，较2008年增加224.49万吨，增长14.59%；2009年，中国净出口钢材696.45万吨，较2008年同比下降84.10%。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。

图10 2007年以来中国钢材月度进出口量



资料来源：中国海关，Wind

2009年2月，根据最新公布的《钢铁产业

调整和振兴规划》，中国对钢铁淘汰落后产能提出了更高目标。除按期完成淘汰300立方米及以下高炉产能和20吨及以下转炉、电炉产能，还将采取问责制并提高现有淘汰标准，力争用三年时间再淘汰落后炼铁能力7200万吨、炼钢能力2500万吨。未来三年，中国将严格控制新增产能，不再核准和支持单纯新建、扩建产能的钢铁项目，所有项目必须以淘汰落后为前提。

2009年9月26日，国务院批转发展改革委等部门《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见》的通知（国发〔2009〕38号），其中关于钢铁相关政策有：充分利用当前市场倒逼机制，在减少或不增加产能的前提下，通过淘汰落后、联合重组和城市钢厂搬迁，加快结构调整和技术进步，推动钢铁工业实现由大到强的转变。不再核准和支持单纯新建、扩建产能的钢铁项目。严禁各地借等量淘汰落后产能之名，避开国家环保、土地和投资主管部门的监管、审批，自行建设钢铁项目。重点支持有条件的大型钢铁企业发展百万千瓦火电及核电用特厚板和高压锅炉管、25万千瓦以上变压器用高磁感低铁损取向硅钢、高档工模具钢等关键品种。尽快完善建筑用钢标准及设计规范，加快淘汰强度335兆帕以下热轧带肋钢筋，推广强度400兆帕及以上钢筋，促进建筑钢材升级换代。2011年底前，坚决淘汰400立方米及以下高炉、30吨及以下转炉和电炉，碳钢企业吨钢综合能耗应低于620千克标准煤，吨钢耗用新水量低于5吨，吨钢烟粉尘排放量低于1.0千克，吨钢二氧化硫排放量低于1.8千克，二次能源基本实现100%回收利用。

2010年6月21日，工业和信息化部会同有关部门制定的《钢铁行业生产经营规范条件》正式公布，其中在产品质量、环境保护、能源消耗和资源综合利用、工艺与装备、生产规模以及安全、卫生和社会责任等方面对钢铁企业的生产经营进行了规范，对钢铁行业现有企业生产经营实行规范管理，作为有关部门核准或

备案项目、配置资源、核发建筑钢材生产许可证、规范铁矿石经营秩序及推进淘汰落后钢铁产能等事项的依据。

联合资信注意到，受全球经济放缓和下游需求减弱影响，2009年中国钢铁行业整体表现低迷，钢材出口大幅下降，钢材价格处于低位运行；相对于钢材出口和价格而言，上游焦炭及铁矿石价格下降幅度不大，进而进一步挤压钢铁企业利润，短期内钢铁企业面临很大的经营压力。

(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2009年底，国丰钢铁已经形成生炼铁816万吨、炼钢805万吨和轧钢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。2009年，国丰钢铁产生铁771.14万吨、粗钢758.03万吨和钢材645.17万吨，中国钢铁企业排名第18位。

生产设备与产能

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。

表1 国丰钢铁生产设备及产能情况

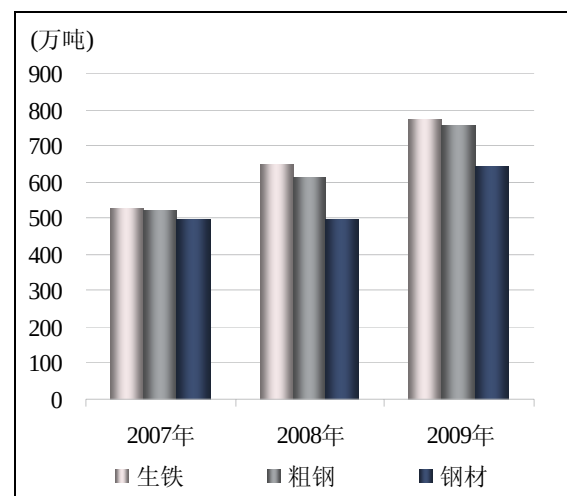
项目	设备规格	数量	生产能力（万吨）
竖炉	8 m ²	1座	45
烧结	36m ²	3座	120
	72 m ²	2座	150
	110 m ²	2座	280
	132 m ²	2座	300
	230 m ²	2座	510
	合计	11座	1360
炼铁	450 m ³	9座	516
	1780 m ³	2座	300
	合计	11座	816
炼钢	40t	1座	65
	50t	2座	140
	80t	3座	300
	120t	2座	300
	合计	8座	805
轧钢	500	1条	60
	550	1条	80
	650	2条	160
	1450	2条	500
	合计	6条	800

数据来源：公司提供

钢铁产量

2009年，国丰钢铁产生铁771.14万吨、粗钢758.03万吨和钢材645.17万吨，其中生铁、粗钢和钢材产量较2008年分别增长18.59%、23.58%和29.82%。2010年1~9月，国丰钢铁生铁产量为584万吨，同比增长2.5%；粗钢产量为561万吨，同比降低0.7%；钢材产量为549万吨，同比增长18.9%。

图11 国丰钢铁铁、钢、材产量



资料来源：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。

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 2 国丰钢铁主要能耗指标情况

指标	2007 年	2008 年	2009 年
吨钢综合能耗 (kg/t)	575.95	582.75	555.98
吨钢耗电 (kwh/t)	358	378	353
吨钢耗新水 (t/t)	2.55	1.08	0.74

资料来源：公司提供

渤海钢铁

唐山渤海钢铁有限公司（以下简称“渤海钢铁”）由唐山国丰钢铁有限公司、唐山贝氏体钢铁（集团）有限公司、唐山瑞丰钢铁（集团）有限公司、唐山瑞丰钢铁（集团）粤丰钢铁有限公司、唐山贝氏体钢铁（集团）荣程特种钢材有限公司等 10 家钢铁企业共同出资组建，于 2009 年 5 月 20 日取得唐山市丰南区工商行政管理局核发的 130282000012330 号企业法人营业执照；经营范围为直接还原铁、生铁、钢坯、各种钢材生产项目。

渤海钢铁注册资本 10 亿元，2010 年 1 月 5 日，国丰钢铁对渤海钢铁投资 51000 万元已经全部到位，持股比例为 51%；目前渤海钢铁处于前期筹建阶段，未来项目可能受到国家产业政策限制，存在一定的不确定性。

（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，2009 年中国社会物流总额 96.65 万亿元，同比增长 7.4%。其中，工业品物流总额 87.41 万亿元，同比增长 9.4%，占社会物流总额的比重为 90.4%，同比提高 1.7%，是带动社会物流总额增长的主要因素。统计数据同时显示，2009 年全国物流业增加值为 2.31 万亿元，同比增长 7.3%，占服务业增加值的 16.1%，同比下降了 0.3%。2009 年，中国物流需求在经济增长的带动下，克服国际

金融危机的影响，实现了止跌企稳、加快回升的良好发展态势。

2010 年上半年，全国社会物流总额为 58 万亿元，按可比价格计算，同比增长 18.4%，比上年同期加快 12.4 个百分点，反映出物流需求在经济增长的带动下，呈现明显回升态势。

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3 2009 年中国物流企业 15 强排名
(单位: 亿元)

名次	公司名称	营业收入
1	中国远洋运输(集团)总公司	1479.62
2	中国海运(集团)总公司	742.50
3	中国对外贸易运输(集团)总公司	633.35
4	中国物资储运总公司	202.59
5	厦门象屿集团有限公司	176.25
6	中国租船公司	136.20
7	开滦(集团)国际物流有限责任公司	103.26
8	中国石油天然气运输公司	88.08
9	中铁物资集团有限公司	85.74
10	中铁集装箱运输有限责任公司	84.21
11	中铁快运股份有限公司	74.90
12	中国国际货运航空有限公司	68.03
13	重庆港务物流集团有限公司	58.58
14	远成集团有限公司	58.09
15	顺丰速运(集团)有限公司	54.70

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存在一定差距，整体水平有待提高。

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。

2007年~2009年，公司物流板块实现业务收入分别为48.18亿元、52.89亿元和47.25亿元，有所波动；2010年1~9月，公司物流板块实现营业收入53.10亿元，实现利润总额1.00亿元。

（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，2009年实现其他业务收入35.59亿元，同比增长8.51%；从盈利情况看，发电及投资业务毛利率有所提升，其他业务毛利有所下降。2010年1~9月，公司实现其他业务收入16.00亿元，实现利润总额3.60亿元。

6. 经营效率

2007年~2009年，公司资产总额年均增长17.47%，所有者权益年均增长9.29%，营业收入年均增长11.31%，净利润年均下降30.54%。

从经营效率指标看，2007年~2009年，公司销售债权周转次数、存货周转次数有所波动，三年平均值分别为11.67次和10.09次，2009年分别为10.12次和8.47次；公司总资产周转次数分别为0.86次、1.05次和0.82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。

在建项目方面，2011年~2013年，公司计划投资情况见表4，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、钢铁、酒店和物流，计划投资总额184亿元，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4 2011年~2013年公司计划投资情况
(单位：亿元)

项目	2011年	2012年	2013年	小计
旅游综合资源	49	18	23	90
钢铁	13	25	12	50
物流	5	2	2	9
酒店	4	4	2	10
房车项目	10	5	5	20
资产板块其他	2	3	-	5
合计	83	57	32	184

资料来源：公司提供

旅游方面：集团将集中力量发展旅游主业，一方面加大旅游资源整合力度，通过协同提升核心竞争力；另一方面依靠资本运作，通过并购等手段，强化对产业链关键环节和资源的掌控力度，形成比较竞争优势。在经营战略上，集团旅游主业要强化客户需求导向，深入研究和把握客户需求变化，创新产品和服务，不断增强港中旅的品牌优势；并根据内外环境的变化，抓住机遇积极投资开发旅游新业态，使旅

游主业发展规模和质量实现跨越式提升。

钢铁方面：以“规模适度，突出专精，适应市场，绿色和谐”发展战略为指导，大力实施“低成本、差异化”竞争策略，转变发展方式，由单一钢铁生产向上下游产业链延伸和多元化产业协调发展转变，坚定不移地走品种、质量、效益型道路，努力打造成为国内具竞争力的大型现代化绿色钢铁精品制造基地。

房地产方面：房地产板块将继续以“旅游+地产”发展定位，充分发挥集团优势，优化资源配置，以旅游为先导，走低成本、高质量、协同化的发展道路，积极探索并实践景区建设和地产开发协同发展的有效方式和途径，推动“长期布局型、均衡创利型”开发战略的实施；同时，利用央企房地产主业优势，进入主流市场，发展城市“绿色+地产”产品线，提高集团房地产业的利润水平。

物流方面：物流贸易板块要发展成为立足中国、面向全球、网络齐备、特色鲜明、专业中型的供应链服务供应商。以现代物流理念整合现有物流资源，加强物流技术创新和业务创新，完善和提升信息管理平台。通过引进先进物流技术、管理方法以及战略伙伴，发挥物流网络之间的协同效应，增强现代物流服务功能。紧密融合物流与贸易业务，相互促进，为客户提供从采购到分销的全过程服务，包括采购订单、资金垫付、进出口、货代、仓储、库存管理及运输等环节全链条服务。

总体看，未来几年，公司将集中于旅游、钢铁、酒店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。

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2007年~2009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。2010年3季度公司财务报表未经审计。

公司2007年~2009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2007年~2009年度财务信息根据同一假设编制。

截至2009年底，公司（合并）资产总额512.34亿元，所有者权益（含少数股东权益）226.26亿元；2009年公司实现营业收入396.18亿元，利润总额23.65亿元。

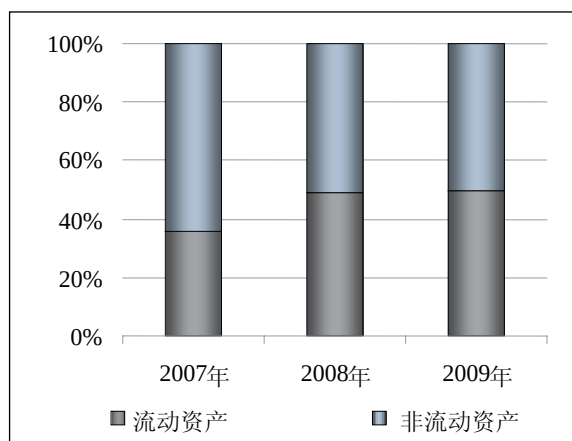
截至2010年9月底，公司（合并）资产总额559.40亿元，所有者权益（含少数股东权益）243.38亿元；2010年1~9月公司实现营业收入352.16亿元，利润总额18.17亿元。

以下分析以合并报表分析为主。

2. 资产构成

2007年~2009年，公司资产总额年均增长17.47%。截至2009年底，公司资产总额512.34亿元，其中流动资产占49.78%，非流动资产占50.22%，相比2008年，公司资产构成以变化不大。

图12 公司资产构成



资料来源：公司年报

2007年~2009年，公司流动资产年均增长39.03%。截至2009年底，公司流动资产255.04亿元，其中货币资金、应收票据合存货占比较高。

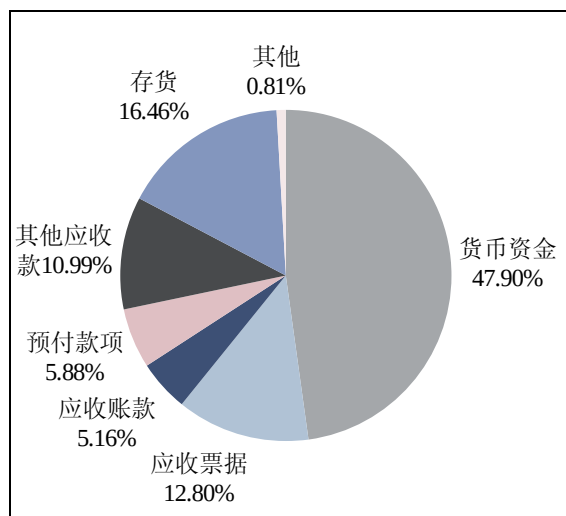
2007年~2009年，公司货币资金大幅增长53.30%，其中2008年较2007年增长125.16%；截至2009年底，公司货币资金122.17亿元，主要

是现金及银行存款，公司货币资金较多。

2007年~2009年，公司应收票据大幅增长55.29%，略高于货币资金增长幅度；截至2009年底，公司应收票据32.64亿元，其中银行承兑汇票占98.53%，变现能力强。

2007年~2009年，公司应收账款有所波动，2009年底为13.17亿元，较2008年增长22.78%；公司应收账款主要以1年以内为主，欠款较大的客户有陕西省电力公司等。

图13 2009年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2007年~2009年，公司预付账款波动较大，其中2009年较2008年大幅下降49.32%；截至2009年底，公司预付账款14.99亿元，其中一年以内占68.00%，1~3年占32.00%，主要是国丰钢铁的预付原材料款。

截至2009年底，公司其他应收款28.03亿元，较2008年大幅增长180.44%，公司其他应收款主要是购买商业银行的理财产品（约占57.08%）和其他企业的往来款。

2007年~2009年，公司存货稳步增长，2009年底为42.99亿元，存货主要由原材料（占50.57%）和其他（占39.70%，主要是土地资产等）。

截至2009年底，公司非流动资产257.30亿元，其中固定资产占67.65%，长期股权投资占4.07%，无形资产占12.28%，投资性房地产占

6.92%，在建工程占6.33%。

截至2009年底，公司长期股权投资账面余额12.55亿元，主要是对甘肃兰港石化有限公司、上海中旅国际旅行社有限公司等的投资。2009年公司对长期股权投资计提2.07亿元长期股权投资减值准备。

2007年~2009年，公司投资性房地产保持稳定，2009年底为17.41亿元，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。

2007年~2009年，公司固定资产净值年均增长25.83%，2009年底为174.05亿元，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56.63%，成新率有待提高。

截至2009年底，公司在建工程16.29亿元，主要是维景大酒店、青岛海泉湾度假城一期、望京综合服务楼等项目。

截至2009年底，公司无形资产31.59亿元，主要是是下属公司的土地使用权。

截至2010年9月底，公司资产总额559.40亿元，较2009年底增长9.19%；资产构成中，流动资产占51.34%，非流动资产占48.66%，与2009年底相比，流动资产占比有所提高，主要是应收账款、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。

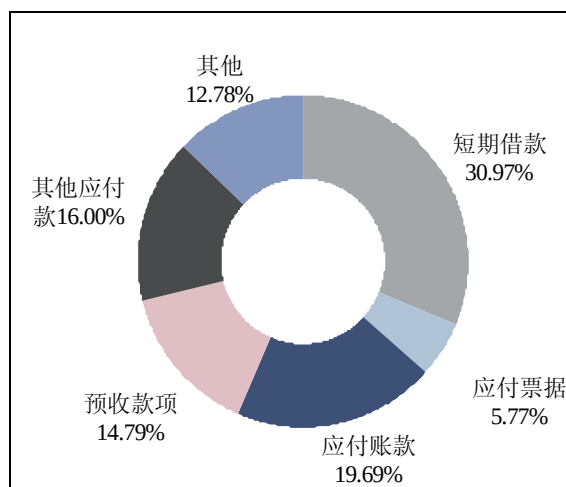
3. 负债及所有者权益

截至2009年底，公司所有者权益为226.26亿元，较2008年增长9.14%，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45.90%，资本公积占4.90%，盈余公积占14.05%，未分配利润占31.35%，外币报表折算差额占3.80%，稳定性较好。截至2010年9月底，公司所有者权益243.38

亿元，较2009年底增长7.56%，主要是未分配利润增加所致。

2007年~2009年，公司负债总额年均增长25.41%，2009年底为286.08亿元，其中流动负债占65.65%，非流动负债占34.35%。截至2010年9月底，公司负债总额316.02亿元，较2009年底增长10.47%，其中流动负债下降12.96%，非流动负债增长55.25%，非流动负债增长主要是长期借款增加所致。

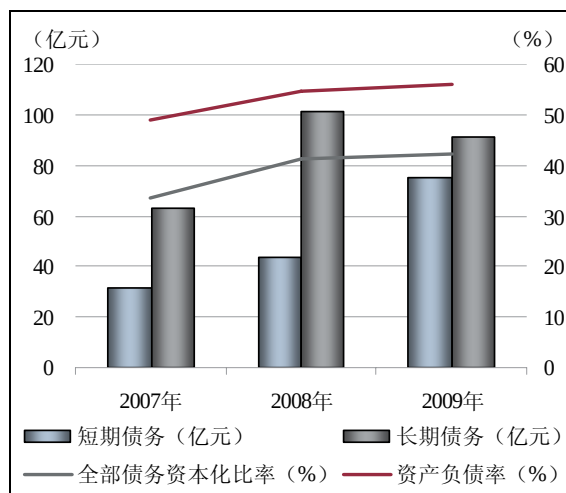
图14 2009年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至2009年底，公司流动负债187.81亿元，其中短期借款、应付账款、预收账款和其他应付款占比较高。

图15 公司债务结构



资料来源：公司年报

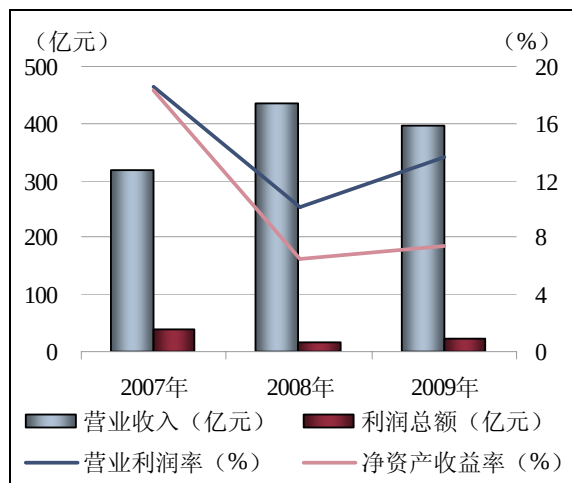
2007年~2009年,公司非流动负债有所波动,2009年底为98.27亿元,其中长期借款占62.45%,应付债券占30.46%。

截至2009年底,公司全部债务为166.41亿元,较年初增长14.80%;公司债务构成以长期债务为主,其中短期债务占45.14%,长期债务占54.86%。截至2010年9月底,公司债务总额186.83亿元,其中短期债务占21.91%,长期债务占78.09%,与2009年底相比,长期债务所占比重大幅提升。

随着公司债务规模的增长,公司资产负债率、全部债务资本化比率均有所上涨,2009年分别为55.84%和42.38%;由于长期债务所占比重有所降低,公司长期债务资本化比率略有下降,2009年为28.75%。公司债务负担有所加重,但仍处于合理水平。截至2010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56.49%、43.43%和37.48%,较2009年底略有提升。

4. 盈利能力

图16 公司盈利情况



资料来源: 公司年报

2009年,受旅游、钢铁和物流板块收入下降影响,公司营业收入同比2008年下降9.24%,2009年实现营业收入为396.18亿元;在铁矿石、煤炭等原材料价格下降带动下,公司营业成本较上年下降12.75%,高于营业收入的降幅。从

主营业务盈利情况看,2009年,公司营业利润率为13.68%,较2008年的10.07%提高了3.61个百分点,主营业务盈利能力有所提高。

从期间费用看,相比于2008年,2009年公司销售费用有所下降,管理费用基本持平;由于债务总额上升至166.41亿元,同比增长14.80%,致使公司财务费用同比上涨至3.28亿元,较2008年上涨24.31%。

2009年,公司实现公允价值变动为1.01亿元,主要是投资性房地产和交易性房地产收益;实现投资收益1.42亿元,较2008年大幅下降69.72%,主要是交易性金融负债损失以及其他投资收益减少所致。

2009年公司实现营业利润为23.84亿元,同比增长61.43%;实现利润总额23.65亿元,同比增长44.99%,在营业收入下降的情况下,公司加强成本控制力度,使得公司盈利能力较2008年相比有较大幅度的提升。

2010年1~9月,公司实现营业收入352.16亿元,占2009年的88.89%;实现利润总额18.17亿元,占2009年的76.85%,2010年1~9月公司经营及盈利基本保持稳定。

总体看,2009年受全球经济下滑影响,公司各板块经营均受到不同程度影响,营业收入较2008年有所下降,但整体盈利仍保持较强水平。随着全球经济的企稳回升,公司营业收入水平及盈利能力有望好转。

5. 现金流

从经营活动来看,2007年~2009年,公司经营产生的现金流入量有所波动,与营业收入波动基本一致;经营活动产生现金流出主要是购买商品、接受劳务支付的现金,同期,公司经营活动保持较强的获取现金能力,经营活动产生的现金流量净额分别为25.34亿元、35.06亿元和30.08亿元。

从收入质量看,2007年~2009年,公司现金收入比分别为101.04%、115.63%和112.60%,基本保持稳定。

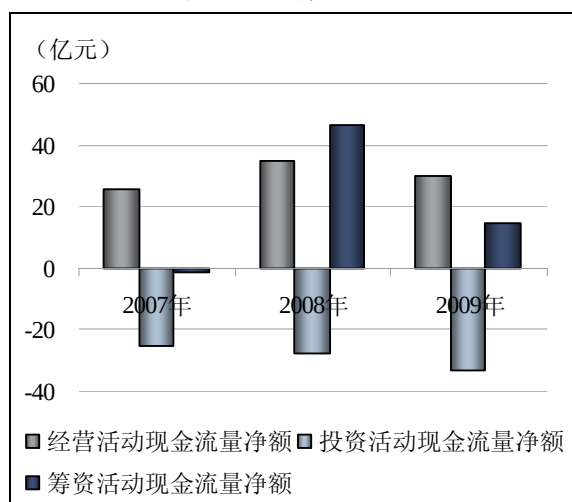
从投资活动来看, 2007年~2009年, 公司投资活动现金流入主要是收到其他与投资活动有关的现金及收回投资所收到的现金和取得投资收益所收到的现金, 2009年为12.30亿元; 公司投资活动现金支出主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金, 2009年为45.52亿元; 2007年~2009年, 公司投资活动现金流量净额均为负值, 分别为-25.02亿元、-27.96亿元和-33.22亿元。

2007年~2009年, 公司筹资活动前现金流量净额0.34亿元、7.11亿元和-3.14亿元, 2009年经营活动产生的现金流不能满足公司投资活动需要。

2007年~2009年, 公司筹资活动现金流入主要是银行借款所收到的现金, 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; 2007年~2009年, 公司筹资活动现金流量净额分别为-1.33亿元、46.27亿元14.60亿元。

2010年1~9月, 公司销售商品、提供劳务收到的现金418.91亿元, 经营活动产生的现金流量净额31.35亿元, 投资活动产生的现金流量净额-28.56亿元, 筹资活动产生的现金流量净额11.74亿元, 现金及现金等价物净增加额13.66亿元。

图17 公司现金流量



资料来源: 公司年报

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, 2007年~2009年, 公司流动比率、速动比率有所波动, 2009年底分别为135.80%和113.44%, 2010年9月底分别为175.68%和146.67%。从经营活动对流动负债的覆盖程度来看, 2007年~2009年, 公司经营现金流动负债比分别为22.35%、24.97%和16.02%, 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, 2007年~2009年, 公司EBITDA有所波动, 三年分别为53.36亿元、39.34亿元和49.18亿元; 公司EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA有所波动, 2009年分别为11.58倍和3.38倍。总体看, 目前公司对全部债务保护能力较强。

截至2010年9月底, 公司对外提供的担保总额为133185.16万元, 担保比率为5.47%。

截至2010年9月底, 公司共获得银行授信398亿元, 未使用额度258亿元, 公司间接融资渠道畅通。

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23亿元, 占2009年底全部债务的13.82%, 占2010年9月底全部债务的12.31%, 对公司现有债务的影响程度不大。

截至2010年9月底, 公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为56.49%和43.43%, 以公司2010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58.21%和46.30%, 公司债务负担有所加重, 但仍处于合理水平。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2007~2009 年, 公司经营活动产生的现金流入量年分别为 330.83 亿元、519.31 亿元和 456.11 亿元, 分别为本期拟发行中期票据的 14.38 倍、22.58 倍和 19.83 倍; 公司经营活动产生的现金流量净额分别为 25.36 亿元、35.06 亿元和 30.08 亿元, 分别为本期中期票据额度的 1.10 倍、1.52 倍和 1.31 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 2.32 倍、1.71 倍和 2.14 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, 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。2009 年, 受全球经济下滑影响, 公司营业收入有所波动, 盈利能力及经营活动获取现金能力较强, 债务负担合理。公司主体信用风险极低。

目前, 公司流动资产质量良好, EBITDA 及经营活动现金流对本期拟发行中期票据覆盖程度较高。总体看, 本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 资产负债表（资产）

（单位：万元）

资产	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 9 月
流动资产：					
货币资金	521905.70	1117511.80	1221730.80	53.00	1308661.21
交易性金融资产	4387.20	909.80	2859.30	-19.27	17111.64
应收票据	135329.10	217953.30	326366.20	55.29	266150.20
应收账款	144668.90	107288.90	131724.00	-4.58	172871.19
预付款项	85435.30	295726.30	149888.20	32.45	249514.26
应收利息		228.00	96.70		-0.24
应收股利	31.90			-100.00	3.51
其他应收款	159025.40	99963.40	280335.90	32.77	345559.67
存货	243465.20	382842.40	419885.90	31.32	474274.12
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	25262.30	17869.30	17497.70	-16.77	37588.89
流动资产合计	1319511.00	2240303.20	2550384.70	39.03	2871734.44
非流动资产：					
可供出售金融资产	73596.30	29132.50	39247.60	-26.97	199433.90
持有至到期投资	1467.10			-100.00	
长期应收款	53858.20	6657.70	4804.70	-70.13	1006.32
长期股权投资	189167.10	85535.30	104729.10	-25.59	100543.94
投资性房地产	147139.20	141609.00	178060.90	10.01	202643.73
固定资产	1099287.30	1497844.10	1740518.20	25.83	1705100.66
在建工程	368109.60	247612.10	162878.30	-33.48	174399.23
工程物资		155.00	142.60		1007.12
固定资产清理					-637.99
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	263754.60	299687.10	315913.50	9.44	313161.35
开发支出					
商誉	7849.30	7550.30	6515.80	-8.89	11174.35
长期待摊费用	37422.60	4220.30	5423.00	-61.93	3174.69
递延所得税资产	6289.10	8700.50	10030.00	26.29	8894.46
其他非流动资产	145585.80	4833.50	4754.20	-81.93	2390.60
非流动资产合计	2393526.20	2333537.40	2573017.90	3.68	2722292.36
资产总计	3713037.20	4573840.60	5123402.60	17.47	5594026.80

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）	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动负债：					
短期借款	181197.00	344647.20	581702.00	79.17	221475.96
交易性金融负债					
应付票据	135661.60	91216.30	108299.90	-10.65	187820.36
应付账款	257558.50	326293.20	369746.80	19.82	348565.75
预收款项	137491.80	252303.60	277756.20	42.13	361455.93
应付职工薪酬	89802.00	108513.60	120229.70	15.71	102041.84
应交税费	43134.10	20988.50	55618.70	13.55	2559.03
应付利息		289.80	2945.00		9447.84
应付股利	2931.10	27303.00	0.00	-100.00	33371.94
其他应付款	286689.50	232537.10	300526.70	2.38	368029.80
一年内到期的非流动负债			61127.60		
其他流动负债			149.00		-125.05
衍生金融工具					
流动负债合计	1134465.60	1404092.30	1878101.60	28.67	1634643.41
非流动负债：					
长期借款	632777.60	813249.90	613696.70	-1.52	1059517.24
应付债券		200499.30	299315.00		399515.00
长期应付款	2798.50	24562.00	12315.20	109.78	-4880.94
专项应付款	986.00	1183.00	180.00	-57.27	180.00
预计负债	414.50		897.70	47.16	890.67
递延所得税负债	33567.20	41021.10	39798.80	8.89	53907.95
递延收益	13848.10	16088.60	16470.20	9.06	19696.52
其他非流动负债					-3236.28
非流动负债合计	684391.90	1096603.90	982673.60	19.83	1525590.16
负债合计	1818857.50	2500696.20	2860775.20	25.41	3160233.57
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	513885.90	513886.00	513886.00	0.00	513886.02
资本公积	44562.00	22500.10	54872.60	10.97	101541.92
盈余公积	28531.10	155763.20	157256.10	134.77	156603.53
未分配利润	332965.80	271262.20	351000.30	2.67	416386.53
外币报表折算差额	26335.70	40309.80	42571.00	27.14	38921.87
归属于母公司所有者权益合计	946280.50	1003721.30	1119586.00	8.77	1227339.86
少数股东权益	947899.20	1069423.10	1143041.40	9.81	1206453.37
所有者权益（或股东权益）合计	1894179.70	2073144.40	2262627.40	9.29	2433793.24
负债和所有者权益（或股东权益）总计	3713037.20	4573840.60	5123402.60	17.47	5594026.80

附件 2 利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 1~9 月
一、营业收入	3197659.00	4365356.00	3961826.40	11.31	3521571.97
减: 营业成本	2587955.20	3896774.40	3399819.40	14.62	3114467.32
营业税金及附加	13832.80	28785.70	19991.20	20.22	11604.58
销售费用	104187.00	108137.00	98356.00	-2.84	86197.68
管理费用	191904.20	199633.70	200192.90	2.14	135784.07
财务费用	23809.70	26359.60	32769.10	17.32	17829.50
资产减值损失	-2071.10	-985.00	-3358.20	27.34	18666.52
加: 公允价值变动收益	5319.30	-5868.30	10145.10	38.10	25133.53
投资收益 (损失以“-”号填列)	93119.30	46893.10	14197.70	-60.95	8783.41
汇兑收益 (损益以“-”号添列)					
二、营业利润 (亏损以“-”号填列)	376479.80	147675.40	238398.80	-20.42	170939.24
加: 营业外收入	9783.00	24735.30	12159.80	11.49	13887.55
减: 营业外支出	2647.30	9293.90	14054.40	130.41	3082.48
其中: 非流动资产处置损失	1404.20	2768.40	0.00	-100.00	0.00
三、利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	383615.50	163116.80	236504.20	-21.48	181744.31
减: 所得税费用	36273.50	27627.90	68900.00	37.82	47732.93
四、净利润 (净亏损以“-”号填列)	347342.00	135488.90	167604.20	-30.54	134011.38
其中: 归属于母公司所有者的净利润	206448.50	78881.20	86218.20	-35.38	69683.65
少数股东损益	140893.50	56607.70	81386.00	-24.00	64327.73

附件 3-1 现金流量表
 (单位: 万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~9 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	3230933.10	5047815.00	4460962.80	17.50	4189055.49
收到的税费返还	189.80	7633.70	470.30	57.41	181.56
收到其他与经营活动有关的现金	77196.70	137659.10	99683.00	13.63	134558.42
经营活动现金流入小计	3308319.60	5193107.80	4561116.10	17.42	4323795.46
购买商品、接受劳务支付的现金	2449218.20	4156792.10	3657298.40	22.20	3396564.40
支付给职工以及为职工支付的现金	193600.90	253584.70	256097.90	15.01	199217.35
支付的各项税费	69370.00	235307.80	169816.90	56.46	159268.29
支付其他与经营活动有关的现金	342535.50	196781.20	177072.60	-28.10	255287.35
经营活动现金流出小计	3054724.60	4842465.80	4260285.80	18.10	4010337.39
经营活动产生的现金流量净额	253595.00	350642.00	300830.30	8.92	313458.07
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	8404.70	20030.40	4037.70	-30.69	4000.00
取得投资收益收到的现金	52975.10	29359.80	8998.90	-58.78	11570.96
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	8078.80	12746.10	3566.70	-33.56	986.54
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			-1024.30		8756.13
收到其他与投资活动有关的现金	71055.90	103700.30	107407.90	22.95	253.22
投资活动现金流入小计	140514.50	165836.60	122986.90	-6.44	25566.85
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	380565.50	365128.50	225536.40	-23.02	188252.44
投资支付的现金	10180.00	643.50	173545.80	312.89	122540.99
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额			3050.90		
支付其他与投资活动有关的现金		79640.30	53040.00		412.47
投资活动现金流出小计	390745.50	445412.30	455173.10	7.93	311205.90
投资活动产生的现金流量净额	-250231.00	-279575.70	-332186.20	15.22	-285639.05
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	2450.50	2421.60	27608.00	235.65	34290.00
取得借款收到的现金	317048.40	1038649.70	770212.10	55.86	725713.18
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	319498.90	1041071.30	797820.10	58.02	760003.18
偿还债务支付的现金	243046.90	454471.50	568651.60	52.96	584528.65
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	89785.60	123870.20	83123.30	-3.78	58071.65
支付其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流出小计	332832.50	578341.70	651774.90	39.94	642600.30
筹资活动产生的现金流量净额	-13333.60	462729.60	146045.20		117402.88
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-9237.90	-10912.50	3418.40		-8667.81
五、现金及现金等价物净增加额	-19207.50	522883.40	118107.70		136554.09
加: 期初现金及现金等价物余额	432729.00	413521.50	936404.90	47.10	1158466.21
六、期末现金及现金等价物余额	413521.50	936404.90	1054512.60	59.69	1295020.31

附件 3-2 现金流量表补充资料

(单位: 万元)

补充资料	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	347342.00	135488.90	167604.20	-30.54
加: 资产减值准备	-2071.10	-985.00	-3358.20	27.34
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	99937.90	162757.80	197260.00	40.49
无形资产摊销	5608.00	8543.70	13862.30	57.22
长期应收款项摊销	406.50	0.00	0.00	-100.00
长期待摊费用摊销	2370.30	1407.10	1751.00	-14.05
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)	-2344.80	-111.40	10238.80	
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	125.50	19.60	14.70	-65.78
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)	-5319.30	5868.30	-10145.10	38.10
财务费用(收益以“-”号填列)	41996.80	41416.60	48364.60	7.31
投资损失(收益以“-”号填列)	-93119.30	-46893.10	-14197.70	-60.95
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	10695.10	-2411.40	-1326.30	
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	-2684.60	7453.90	3594.60	
存货的减少(增加以“-”号填列)	-87572.10	8678.90	-37176.10	-34.84
发展中及已落成物业的增加	-28154.90			-100.00
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-89815.70	19169.30	-200885.90	49.55
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	20232.80	11830.20	125843.30	149.39
汇兑差异	35961.90			
其他		-1591.40	-613.90	
经营活动产生的现金流量净额	253595.00	350642.00	300830.30	8.92
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
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				
3.现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	413521.50	936404.90	1054512.60	59.69
减: 现金的期初余额	432729.00	413521.50	936404.90	47.10
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	-19207.50	522883.40	118107.70	

附件 4 主要财务指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数（次）	11.42	14.43	10.12	11.67	--
存货周转次数（次）	10.63	12.44	8.47	10.09	--
总资产周转次数（次）	0.86	1.05	0.82	0.90	--
现金收入比（%）	101.04	115.63	112.60	111.20	118.95
盈利能力					
营业利润率（%）	18.63	10.07	13.68	13.59	11.23
总资本收益率（%）	13.69	5.48	5.35	7.06	--
净资产收益率（%）	18.34	6.54	7.41	9.33	--
财务构成					
长期债务资本化比率（%）	25.04	32.84	28.75	29.24	37.48
全部债务资本化比率（%）	33.39	41.15	42.38	40.21	43.43
资产负债率（%）	48.99	54.67	55.84	54.12	56.49
偿债能力					
流动比率（%）	116.31	159.56	135.80	139.03	175.68
速动比率（%）	94.85	132.29	113.44	115.38	146.67
经营现金流动负债比（%）	22.35	24.97	16.02	19.97	--
EBITDA 利息倍数（倍）	12.70	6.84	11.58	10.38	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.78	3.69	3.38	3.15	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数（倍）	0.00	0.05	-0.02	0.01	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力（倍）	0.08	1.24	-0.74	0.02	--
本期中期票据偿债能力					
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.32	1.71	2.14	2.05	--
经营活动现金流入量偿债倍数（倍）	14.38	22.58	19.83	19.57	--
经营活动现金流量净额偿债倍数（倍）	1.10	1.52	1.31	1.33	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数（倍）	0.01	0.31	-0.14	0.03	--

附件 5 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	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%
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	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
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额

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

附件 6 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：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 2011 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）将在本期中期票据存续期内每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，中国港中旅集团公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国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
二零一零年十一月二十九日
评级业务专用章