跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1851 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国港中旅集团公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“11港中旅MTN1”、“12港中旅MTN1”、“14港中旅MTN001”和“14港中旅MTN002”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十九日

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

中国港中旅集团公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 港中旅 MTN1	23 亿元	2011/01/13-2018/01/13	AAA	AAA
12 港中旅 MTN1	26 亿元	2012/05/24-2019/05/24	AAA	AAA
14 港中旅 MTN001	10 亿元	2014/03/19-2021/03/19	AAA	AAA
14 港中旅 MTN002	26 亿元	2014-09-10-2021-09-10	AAA	AAA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 29 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	125.23	129.80	186.85	165.36
资产总额(亿元)	710.70	750.36	1006.45	1030.06
所有者权益合计(亿元)	278.51	200.14	268.87	277.15
长期债务(亿元)	166.10	197.66	182.61	181.25
全部债务(亿元)	283.30	239.50	212.45	199.13
营业总收入(亿元)	513.71	265.03	338.67	72.08
利润总额(亿元)	18.51	15.28	23.65	6.12
EBITDA(亿元)	50.09	31.37	44.47	--
经营性净现金流(亿元)	-17.34	78.76	165.70	5.53
营业利润率(%)	10.41	18.67	23.26	29.31
净资产收益率(%)	5.01	5.46	5.75	--
资产负债率(%)	60.81	73.33	73.29	73.09
全部债务资本化比率(%)	50.43	54.48	44.14	41.81
流动比率(%)	159.54	110.06	81.32	77.21
全部债务/EBITDA(倍)	5.66	7.63	4.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.48	5.05	4.70	--
经营现金流动负债比(%)	-7.04	6.83	14.28	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；2013 短期债务及相关指标计算包含计入其他流动负债的应付债券；2014 年数据为 2015 年期初数。

分析师

景 雪　穆 浩
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

中国港中旅集团公司（以下简称“公司”）作为中国最大的综合性旅游集团，拥有内地和香港完整的旅游服务链条和全面的配套能力，竞争优势明显。跟踪期内，公司完成钢铁业务转让出表，资产及业务结构得到优化，合并范围新增香港安信信贷有限公司（以下简称“安信信贷”），旅游、物流、金融等主业收入及毛利率均有所提升。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，旅游行业易受宏观经济环境以及突发公共事件的影响、2015年以来公司资产及业务结构发生较大变化、未来投资规模较大等因素可能给公司经营发展带来的影响。目前公司正与中国国旅集团有限公司进行战略重组，联合资信将对此保持关注。

中国旅游产业规模不断壮大，发展稳定，已成为具备竞争优势的产业之一。未来公司将集中力量发展旅游主业，同时积极协调发展旅游地产、物流和金融等产业，产业结构互补性强，发展前景良好。

综合考虑，联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定；并维持“11港中旅MTN1”、“12港中旅MTN1”、“14港中旅MTN001”和“14港中旅MTN002”AAA的信用等级。

优势

1. 公司是中国内地及香港地区最大的跨区域综合性旅游集团，拥有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。
2. 跟踪期内，公司在钢铁行业陷入严重产能过剩的情况下退出钢铁业务，有助于稳固公司整体财务状况，提升公司盈利能力。
3. 跟踪期内，公司旅游及旅游地产业务发展良好，银行及消费信贷金融业务规模快速扩大，整体收入和利润水平有所提升。

4. 2015 年，公司 EBITDA 和经营活动现金流对存续期内中期票据年度最高偿还额的保障能力较强。

关注

1. 旅游行业易受宏观经济环境以及突发公共事件的影响，近年来“八项规定”、“六项禁令”对旅游行业产生较大冲击。
2. 公司对外投资规模较大，融资需求持续存在。
3. 2015 年以来公司资产及业务结构发生较大变化，且正与中国国旅集团有限公司进行战略重组，联合资信将对此保持关注。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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及“11 港中旅 MTN1”、“12 港中旅 MTN1”、“14 港中旅 MTN001”和“14 港中旅 MTN002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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。后经多次增资，截至2015年底，公司实收资本增至73.53亿元。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

公司经营范围包括：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、管理等。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 1006.45 亿元，所有者权益合计 268.87 亿元（含少数股东权益 162.65 亿元）；2015 年公司实现营业总收入 338.67 亿元，利润总额 23.65 亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额1030.06亿元，所有者权益277.15亿元（含少数股东权益168.79亿元）；2016年1～3月，公司实现营业总收入72.08亿元，实现利润总额6.12亿元。

公司注册地址：北京市西城区广安门内大街338号十层；法定代表人：张学武。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济

增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

1. 旅游业

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。近年来，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。2013 年，受政府抑制“三公消费”等政策影响，国内旅游收入增速较 2012 年有所放缓，为 2.63 万亿元，同比增长 15.7%；2014 年国内旅游收入 3.38 万亿元，同比增长 14.7%；2015 年中国旅游收入超过 4.00 万亿元人民币，同比增长 18.34%。

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。近些年，中国 GDP 及城乡居民收入的稳定、持续增长直接推动了旅游行业的快速发展，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。

2013 年，受政府抑制“三公消费”政策影响，公务旅游消费急剧下降，商务旅游消费明显放缓，而国民休闲旅游消费则表现出强劲的增长势头。2013、2014 年，中国国内游客分别为 32.6

亿人次和 36.1 亿人次，同比分别增长 10.3%和 10.7%。

图 1　2005～2015 年 GDP 与国内旅游收入



数据来源：国家旅游局和国家统计局

2015 年以来，中国旅游经济总体运行良好，从国家旅游局近日发布数据显示，2015 年中国国内旅游突破 40 亿人次，出境旅游 1.2 亿人次。中国国内旅游、出境旅游人次和国内旅游消费、境外旅游消费均列世界第一。

同时，2015 年国内旅游业呈现自由行占主流市场的态势。在 40 亿人次国内游的人群中，自由行人群高达 32 亿人次，人均消费 937.5 元。1.2 亿人次出境游旅游客，有 2/3 游客选择自由行，达到了 8000 万人次；2015 年国内出境旅游购物市场规模已达 6841 亿元，其中自由行游客的消费占比超过 80%。主要原因为：随着 80 后、90 后消费能力逐渐提高，日趋成为旅游大军的中间力量，这使得游客群体呈现出年轻化的特点，旅游市场散客化自由行趋势更加明显。

总体看，中国旅游行业呈现平稳较快发展态势，未来旅游市场散客化自由行趋势越来越明显。

2.　物流

近年来中国物流业总体规模快速增长，服务水平显著提高，发展的环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计，2015年全国社会物流总额213.50万亿元，同比增长7.94%，增幅比上年回落3.63个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额196.90万亿元，同比增长8.48%，增幅比上年回落1.22个百分点。进口货物物流总额12.0万亿元，同比下降0.83%，增幅比上年回落6.41个百分点。2015年全国物流业增加值为3.5万亿元，同比下降10.26%。受宏观经济增速放缓影响，物流需求规模速减缓、物流服务价格低位震荡、物流企业盈利能力偏弱，经济运行中的物流成本依然较高；物流市场分化明显，物流行业转型升级加快。

2015年11月18日，国家发改委、交通部、商务部、国家铁路局、中国民航局、国家邮政局及国家标准委11月18日联合印发《关于中国物流业信用体系建设的指导意见》。《意见》提出了加强物流信用服务机构培育和监管、推进信用记录建设和共享、积极推动信用记录应用、开展专业物流领域信用建设试点、加强物流信用体系建设的组织协调等十余项措施。《意见》对建立健全物流业信用体系，营造公平竞争、诚信经营的市场环境，发挥市场在物流资源配置中的决定性作用和更好地发挥政府作用，促进物流业加快转型升级；对于降低社会物流成本，提高物流效率，提升经济运行的质量和效益具有重要意义。

五、重大事项

1. 无偿划转钢铁业务

公司于 2015 年 12 月 7 日发布《中国港中旅集团公司关于重大资产无偿转让的公告》，并于 2015 年根据国有资产监督管理委员会批复，将公司所持唐山国丰钢铁有限公司（以下简称“国丰钢铁”）58.49%的股权无偿划转给河北省国资委。根据退出钢铁业务一揽子方案，国丰钢铁及唐山达丰焦化有限公司（公司原持股 35.09%，以下简称“达丰焦化”）等其他钢铁业务子公司不再纳入公司 2015 年合并财务报表中。

国丰钢铁是集烧结、炼铁、炼钢、轧钢于一体的大型钢铁联合企业，具备年产铁、钢、材各850万吨及120万吨冷轧产品生产能力，是中国最大的SPHC热轧卷板生产商和供应商，同

时也是华北地区大型钢材制造商之一。2014年底，国丰钢铁合并资产总额为248.29亿元，所有者权益合计为94.24亿元（其中少数股东权益2.76亿元）。2014年，国丰钢铁实现营业收入239.08亿元，利润总额5.45亿元。达丰焦化创建于由唐山惠达陶瓷集团厂和唐山惠达陶瓷（集团）股份有限公司共同出资组建，2014年达丰焦化焦炭产量为167.69万吨、焦炭销售量为171.31万吨。2014年底，达丰焦化合并资产总额为15.70亿元，所有者权益合计为9.40亿元（其中少数股东权益3.76亿元。2014年，达丰焦化营业收入21.70亿元，利润总额0.58亿元。

近年受行业景气度持续低迷的影响，下游用钢领域对钢材需求持续减弱，钢材价格快速下跌，对国丰钢铁和达丰焦化盈利能力及利润水平造成较大影响，发生亏损，且短期内行业景气度难有复苏表现，面临较大的经营压力。本次退出钢铁业务使公司专注旅游主业的发展，在钢铁行业陷入严重产能过剩的情况下实现转让，有助于稳固公司整体财务状况，提升公司盈利能力。

2. 收购安信信贷

2014 年公司联合 Pepper Europe (UK) Limited 、York Capital Management Global Advisors LLC 共同出资 5.49 亿美元成立安信金融控股有限公司（以下简称“安信金融控股”），其中公司出资 3.02 亿美元，持股比例 55%，为其控股股东。安信金融控股注册资本为 42.58 亿港元，于 2014 年 12 月以竞标方式成功收购香港安信信贷有限公司（以下简称“安信信贷”）和其子公司深圳安信小额贷款有限责任公司（以下简称“安信深圳”）的全部股权，竞标股权作价 6.43 亿美元，并于 2015 年 5 月 6 日完成交割。公司 2015 年底合并资产负债表中已合并安信信贷，合并利润表和现金流量表中包含安信信贷 2015 年 5 月 6 日至 12 月 31 日的财务数据。

截至2015年底，安信信贷资产总额为88.93亿港元，所有者权益为 22.67 亿港元；2015 年实现营业收入 14.93 亿港元，利润总额 4.94 亿港元。截至 2015 年底，安信深圳资产总额为 4.02 亿元人民币，所有者权益为 3.77 亿元人民币；2015 年实现营业收入 0.90 亿元人民币，利润总额-0.06 亿元人民币。

根据国务院国资委《关于中国港中旅集团公司开展旅游金融业务项目有关意见的复函》(国资发规划[2012]305 号)，公司的营业范围扩展增加旅游金融业务。2014 年，公司制定了《集团产业结构优化调整方案》，按照各产业定位并结合各产业实际经营状况，决定从 2014 年下半年起至 2016 年上半年，通过分阶段运作，夯实金融业务的基础，推进消费金融、产业基金和结构性融资业务，收购安信信贷和安信深圳即为落实此次优化调整计划的举措之一。

由于国家经济增长模式将向消费驱动转变，国内消费信贷在近年来增长迅速，目前消费信贷市场空间广阔。在收入提高、失业率下降和财富效应的共同作用下，信用情况不断改善，而中国的家庭杠杆率依然处于较低的水平,预计未来中国消费信贷市场将实现稳健增长。安信信贷目前是香港最大的非银行消费信贷公司，在香港拥有 35 间分行，在深圳有 6 间分行。考虑到消费信贷大陆业务市场空间巨大，并且公司旅游主业与消费信贷业务具有较强的协同空间，双方可以探讨在客户群、产品等方面实现合作，由此进入消费金融领域，有利于公司在优势产业进一步延伸产业链，发挥协同优势，提高综合竞争力。

3. 与中国国旅筹划战略重组

2016 年 7 月 12 日，公司发布《中国港中旅集团公司关于与中国国旅集团有限公司重组事项获得批复的公告》，声明收到国务院国有资产监督管理委员会《关于中国港中旅集团公司与中国国旅集团有限公司重组的通知》（国资发改革〔2016〕108 号），经国资委批准，港中旅集团与国旅集团实施重组，国旅集团整体并入

港中旅集团，成为港中旅集团下属全资子公司，国旅集团不再作为国资委监管企业。联合资信将对此次战略重组的进展保持关注。

六、基础素质分析

公司是以旅游及旅游地产为主业，以物流、金融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的大型综合旅游项目。物流方面，公司目前物流网络已经覆盖长三角、珠三角、香港本地及海外等地，具有一定的规模优势和网络优势。消费金融方面，公司业务范围已包括商业银行、财务公司、保险经纪、消费金融、互联网金融等，跟踪期内，随着对安信信贷和安信深圳的股权收购的完成，公司金融布局更为完善。

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，整体竞争能力很强。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度、董监高人员等方面未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，随着国丰钢铁的出表和安信信贷的并表，公司主营业务发生较大变化，变更为以旅游（包括旅行社、酒店、景区、旅游地产）为核心，物流、金融等板块为辅的多产业主营结构。以下分析以 2015 年及 2016 年一季度数据为主。

2015 年，公司实现营业总收入 338.67 亿元，同比增长 27.79%，由于旅客人数的增长、旅游地产集中确认收入和安信信贷的并表，旅游和金融业务收入实现大幅增长，物流业务同比基本持平。

毛利率方面，公司旅游业务毛利率相对稳定，保持在 20%以上。物流方面，公司通过内外部资源整合和管理提升，采取强化业务平台中心建设、网络协同营销、聚焦渠道和客户市场管理等措施，改善利润结构，毛利率同比上升 1.89 个百分点。金融业务毛利率高，其收入占比的升高推动综合毛利率的提升，2015 年公司毛利率为 25.07%。

2016 年 1～3 月，公司实现营业总收入 72.08 亿元，同比增长 25.01%，主要系 2015 年一季度安信信贷尚未并表所致。同期，公司毛利率为 31.70%，较上年全年水平有所提高。

表 1　公司营业总收入构成及毛利率（亿元、%）

板块	2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
旅游	144.88	28.80	22.22	202.39	59.76	23.49	40.91	56.76	29.04
钢铁	238.15	47.33	7.79	--	--	--	--	--	--
物流	79.67	15.83	7.02	79.77	23.56	8.91	15.70	21.79	10.45
金融	16.39	3.26	53.79	30.53	9.02	67.97	11.50	15.96	67.33
其他	24.05	4.78	27.54	25.98	7.67	36.60	3.96	5.49	39.90
合计	**503.14**	**100.00**	**15.64**	**338.67**	**100.00**	**25.07**	**72.08**	**100.00**	**31.70**

资料来源：公司提供

2. 旅游板块

旅游业务是公司的传统及核心业务，主要包括境内外旅行社、景区、酒店运营、主题公园和综合性旅游度假区、芒果网、跨境水路客运、高尔夫俱乐部、演艺及证件等业务，主要通过中国旅行社总社有限公司、中国中旅、招商国际系列等经营。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。2015年，由于旅客人数的增长、旅游地产集中确认收入，公司旅游板块实现收入202.39亿元，同比增长36.69%。

近来年国民旅游消费持续旺盛，国内游和出境游快速增长，为公司旅行社业务发展提供了良好的外部环境。截至2016年3月底，公司在香港、澳门地区设有40间分社、内地83家地面旅行社（不包括中旅总社）和海外12个国家的13间海外旅行社，6家签证中心及分公司，131家控股参股酒店，并建有网上旅游商务平台，形成了庞大的营销、服务网络。2015年，公司的旅游接待人次为1679万人次，同比增长15.40%；2016年1～3月的接待人次为282万人次。2015年，公司旅行社业务产生的营业收入124.93亿元，同比增长23.93%；营业毛利润为10.14亿元，同比增长20.28%。

酒店业务方面，近几年公司酒店接待游客人数波动不大。2015年，公司旗下酒店（不含英国地区酒店）共接待游客136万人次，同比增长7.09%。2016年1～3月，共接待游客31万人次，同比增长20.70%。2015年，公司酒店业务产生的营业收入（含英国地区酒店）19.19亿元，同比增长37.90%，营业毛利润为12.28亿元，同比上升46.69%。

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，并拥有包括珠海海泉湾、咸阳海泉湾、青岛海泉湾在内的大型温泉休闲度假区，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以及北京天创演艺公司等，具有很强的旅游配套、增值服务的能力。

旅游地产方面，公司地产加旅游的独特开发模式，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。2015年，公司商品房在开发面积162万平方米，完成开发面积49万平方米；销售面积32.69万平方米，商品房销售收入63.17亿元，同比增长380.08%，收入主要来自沈阳、青岛、鞍山、宁波、杭州丁桥、杭州三墩、苏州新区、宜春项目交房部分。2016年1～3月，公司商品房在开发面积114万平方米，销售面积8.18万平方米，商品房销售收入13.71亿元。

截至2016年3月底，公司在建旅游地产项目9个，分布在杭州、青岛、鞍山、宜春、燕郊和成都等旅游城市，建筑面积合计154.69万平方米，预计总投资129.57亿元，已完成投资49.77亿元。

表 2　截至 2016 年 3 月底公司主要旅游地产在建项目情况（单位：万平方米、万元）

项目	类别	建筑面积	预计竣工时间	预计总投资	已投资
杭州三墩项目	住宅/商业	21.16	2016年9月	240462	212049
杭州丁桥项目	住宅/商业	17.15	2016年5月	156453	139053
鞍山项目1.3区	住宅	5.28	2016年9月	26256	10465
鞍山项目1.2期	住宅	1.27	2016年9月	7703	4863
江西宜春一期	住宅	14.50	2016年11月	66786	29547
燕郊一期北区	住宅	27.26	2016年9月	144000	56300
燕郊艺术中心	艺术中心	0.34	2016年9月	4800	4800
燕郊一期南区	住宅	28.89	2017年10月	119302	15200

成都金堂	住宅/商业	38.84	2018年	529944	25445
合计	--	**154.69**	--	**1295706**	**497722**

资料来源：公司提供

公司积极进行土地储备战略布局，主要集中在江西、杭州、苏州等地，为旅游地产业务的可持续发展提供了有力保障。截至 2016 年 3 月底，公司土地储备量为 389.43 万平方米，不存在两年未开发土地的情况。总体看，公司土地储备较为充足，在建房产项目和土地储备未来计划投资规模大，资金压力将持续存在。

表 3　截至 2016 年 3 月底旅游地产土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

项目	开工时间	预计竣工时间	占地面积	预计总投资
江西宜春项目	2013 年	2021 年	26.04	15.32
苏州太湖项目	2016 年	2018 年	8.15	9.70
鞍山项目	2014 年	2019 年	93.00	46.16
燕郊项目	2014 年	2020 年	66.40	101.29
青岛项目（二区、三区、四区局部）	2015 年	2020 年	51.61	14.22
沈阳项目	2015 年	2017 年	114.64	68.60
金堂项目	2016 年	2018 年	29.59	52.99
合计	--	--	**389.43**	**308.29**

资料来源：公司提供；

注：上述项目部分为分期开发且已开工，占地面积及预测总投资为剩余尚未开发部分的数据。

3. 物流业务

公司综合物流服务分为空运业务、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。

近年来，公司着重培养跨境物流业务。公司跨境综合物流服务的目标客户主要分为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。2015 年，由于跨境物流业务的开展，公司综合物流服务业务实现营业收入 53.43 亿元，同比增长 12.84%，营业毛利润为 6.51 亿元，同比增长 31.24%。

供应链贸易服务

公司供应链贸易业务的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，业务采用现销方式和赊销方式结合，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。2015 年，公司物流供应链贸易营业收入为 26.35 亿元，同比下降 18.47%，营业毛利润为 0.45 亿元，同比下降 29.12%。主要是因为公司目前逐步转向跨

境物流业务，减少了供应链贸易的资源配置，此外，2014 年收购的德祥集团公司主要从事进口分拨业务，未来公司物流业务有望发展成为跨境电商物流业务综合平台，公司在资源分配上向跨境物流业务上有所倾斜。

4. 金融业务

近年来公司大力发展金融板块，业务范围已包括商业银行、财务公司、保险经纪、消费金融、互联网金融等，2014 年将焦作中旅银行股份有限公司（以下简称“中旅银行”）纳入合并范围，2015 年完成对安信信贷和安信深圳的股权收购，金融产业布局逐步完善。2015 年，公司金融业务收入 36.38 亿元，同比增长 86.27%。

2015 年，中旅银行获得增资 13.40 亿元（公司未参与增资，对中旅银行持股比例由 50.5%降到 36.8%，但仍为控股股东并将其纳入合并范围），资金实力进一步扩充，业务规模迅速扩大。截至 2015 年底，中旅银行各项存款余额为 230.31 亿元，贷款余额 174.12 亿元。

安信信贷主要经营小额分散的无担保无抵押信用贷款，放贷资金来源于股东资金、资产证券化和银行贷款，主要业务组合为：本地及佣工贷款、信用卡、按揭贷款。安信信贷子公司深圳安信小额贷款有限责任公司的业务组合为：为小企业主、工薪族提供个人贷款。2015 年底，安信信贷合并范围贷款规模为 62.39 亿港元（因财团在收购后将按揭业务卖给东亚银行，故此数额未包含按揭贷款）。2016 年 3 月底，贷款规模为 60.28 亿港元。

安信信贷销售渠道主要包括各分行、直销团队、呼叫中心和第三方渠道结合，业务办理流程分为获客、材料准备、面签和审批四个环节。安信信贷原为渣打银行全资子公司，采用渣打风控技术及风控体系，并根据实际经营情况调整风控管理策略，创新风险管理方法，将风控嵌入到前中后台工作中，严把风控关，建立了完整的风控体系。安信信贷通过三重把控进行运营风险管理：1、直线经理一线评估；2、风控/合规人员制定标准并监控其执行；3、内部审计独立监察。同时安信香港自主开发了贷款发起系统、核心系统、贷款管理系统、外部信贷系统、档案管理系统、外部呼叫中心及数据仓库等信息系统，采用核心大数据技术进行信用风险的把控。通过评分卡对客户资料、信贷报告、评分卡总体进行贷前评核，并对整体贷款资产进行风险分类及定价，以达各类型风险资产与回报取得平衡发展，同时，授权及集中并重混合形式流程管理，保证风控措施有效实行。安信深圳风控体系在安信香港的模式上搭建，并融入了本土化的因素。谨守小额分散的风控原则，在完善信息系统基础上，进一步强化风控管理体系；同时延续中央审批、中央催收模式，未来考虑建立当地初级审核团队和外访团队；并对于逾期客户以系统化流程监控、提示、催收、系统性外包等贷后管理。2015 年底安信信贷合并范围贷款余额 72.32 亿港元，全年确认不良贷款损失 6.08 亿港元，损失率较高。截至 2016 年 3 月底，贷款余额 72.26 亿港元，其中逾期贷款 4.25 亿港元，不良贷款准备金规模为 2.12 亿港元。

5. 经营效率

2015 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数较年初数均有不同程度的上升，分别为 15.41 次、2.01 次和 0.39 次。

6. 发展规划

未来几年，公司将集中力量发展旅游主业，拟通过两年时间进行产业结构优化调整，进一步聚焦重点发展产业，科学配置资源，清晰产业布局，实现业务转型升级，推动集团业务健康可持续增长。未来强化资源配置，加大对确定的重点产业（旅游、文化及相关产业）的资源倾斜和配套发展措施，对确定的稳健增长产业（物流）将视集团资源配置情况和战略需要投入资源，以促进其稳定增长。同时不断扶持

新产业（养老、房车、航空、邮轮、免税业务等）的发展，培育集团未来的新的增长点。另根据公司规划，重点产业将要求发展速度领先于行业平均增长水平；稳健产业将要求不低于行业平均增长水平，并且要求年营业收入和利润总额年度增长率要超过行业平均增幅；新产业要求投入运营后，营业收入能实现快速增长，迅速形成产业规模，并且实现效益的同步提升。

根据年初的投资计划，2016～2018年，公司未来三年计划投资主要是集中在旅游综合资源、房地产和金融板块等，分别计划投资98亿元、92亿元及92亿元。而在公司退出钢铁业务之后，相应的投资也将转移到其他优势产业和具有发展潜力的产业上。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。

旅游方面：公司的旅游主业将重点瞄准“两富一中”核心客群，通过掌握上游景区、酒店关键资源供给端，增强并整合下游旅行社、在线（移动）聚客网络分销端，促进旅游产业相关板块内部协同，成为具有国际一流竞争力的综合旅游服务运营商。

地产方面：公司地产业务依托旅游主业协同发展，利用主业资源提高增值收益。以旅游地产为主导、适度相关多元，主打旅游地产产品和城市休闲住宅产品，适度发展城市持有型商业地产产品。坚持旅游地产为发展方向，短期内以城市地产支撑和促进旅游地产，中长期形成旅游地产市场优势和行业地位。

物流方面：公司物流业务定位于成为行业领先的综合物流服务供应商，为集团规模和利润提供有利支撑。物流板块以国际货代业务为核心，大力扩展供应链贸易、仓储、工程物流等三个具有广泛需求前景的分类市场，对仓储配送增值业务深入研究，适时突破，形成综合物流业务模式，将公司建设成为国际货代和仓储配送业务并举的具有国际竞争力的现代综合物流服务提供商。

金融方面：公司将打造特色金融业务，实现集团业务的产融结合、融融协同，将成为集团利润的重要来源以及新的业务增长点，并成为集团产业结构调整、资源配置优化的重要载体。

总体看，未来几年，公司将集中于旅游、地产、物流和金融等主业的投资，发展思路清晰，发展前景较好。

九、募集资金使用情况

公司存续期内债券包括：“11港中旅MTN1”（23亿元，2018年1月13日到期），已使用16.40亿元用于满足公司旅行社板块业务整合及国内网络布局的需要、部分酒店项目的更新改造、房车项目的建设及长期运营资金的需要；“12港中旅MTN1”（26亿元，2019年5月24日到期），已使用23.98亿元用于公司旅行社板块补充营运资金及部分酒店更新改造的需要；“14港中旅MTN001”（10亿元，2021年3月19日到期），已全部用于旅行社板块下属子公司补充营运资金；“14港中旅MTN002”（26亿元，2021年9月10日到期），已使用21.55亿元用于偿还公司本部银行贷款及补充下属子公司的营运资金。

跟踪期内，上述各期中期票据均已按时足额付息。

十、财务分析

公司 2015 年财务数据已经大华会计师事务所有限公司（特殊普通合伙）[1]，并出具标准无保留审计结论。公司提供的 2016 年 3 月财务数据未经审计。

2015 年底，公司纳入合并报表范围内的子公司 26 家，包括安信信贷和深圳安信等；不再纳入合并范围的子公司 13 家，包括国丰钢铁、达丰焦化等。合并范围的变化对公司财务数据影响大，本报告财务数据中 2014 年数据均使用

[1]2016 年 5 月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“瑞华”）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。

2015 年年初数，财务分析以 2015 年为主。2016 年 3 月底，公司合并范围较上年底无变动。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 1006.45 亿元，所有者权益 268.87 亿元（其中少数股东权益 162.65 亿元）；2015 年，公司实现营业总收入 338.67 亿元，利润总额 23.65 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 1030.06 亿元，所有者权益 277.15 亿元（含少数股东权益 168.79 亿元）；2016 年 1～3 月，公司实现营业总收入 72.08 亿元，实现利润总额 6.12 亿元。

1. 盈利能力

2015年，在旅游和金融业务不断扩张的带动下，公司营业总收入338.67亿元，同比增长27.79%。公司营业利润率为23.26%，同比上升4.59个百分点。

从期间费用看，2015年，公司销售费用、管理费用和财务费用均出现上涨，导致期间费用同比增长36.82%，增至56.91亿元，占营业总收入的16.80%，同比上升1.11个百分点。财务费用中利息支出大幅增长，主要由于2014年11月发行的10.00亿元美元债券，2015年度利息支出5100万美元所致；另外发生汇兑损失1.02亿元。总体看，公司期间业务控制能力较好。

2015年，公司实现投资收益3.34亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益1.11亿元、处置可供出售金融资产取得的投资收益0.85亿元等。公司发生资产减值损失6.52亿元，主要为安信信贷发放贷款及垫款准备金3.37亿元和中旅银行贷款减值损失及抵债资产减值损失2.55亿元。公司实现营业外收入5.12亿元，主要为政府补助和固定资产处置利得。

2015年公司实现利润总额23.65亿元，同比增长54.77%。公司总资本收益率和净资产收益率分别为5.17%和5.75%，同比分别上升1.28和0.29个百分点。

2016年1～3月，公司实现营业总收入72.08亿元，同比增长25.01%；营业利润率为29.31%。公司实现利润总额6.12亿元，同比增长88.10%。

总体看，钢铁业务剥离后，公司资产构成得到优化，资产获益能力有所提升。跟踪期内，在旅游和金融业务不断扩张的带动下，公司营业总收入保持增长，投资收益及营业外收入对利润形成有效补充，整体盈利能力良好。

2. 现金流及保障

2015 年，公司经营活动产生的现金流入量 579.37 亿元、销售商品、提供劳务收到的现金 371.71 亿元，同比分别增长 43.72%和 32.80%，高于同期收入增速。公司收到其他与经营活动有关的现金主要是安信信贷通过资产证券化等流入资金 43.47 亿元。公司经营活动产生的现金流量净额为165.70亿元，同比增长110.39%。同期，公司现金收入比为 109.75%，同比增长 4.15 个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2015 年，公司投资活动主要为收回投资收到的现金和投资支付的现金，主要来自于中旅银行开展的金融投资业务所产生的现金流。此外，收到和支付其他与投资活动有关的现金规模较大，主要为购买和赎回理财产品产生的现金流。2015 年，公司投资活动产生的现金流量为-87.90，净流出额同比大幅增长。

从筹资活动来看，2015 年，公司筹资活动主要为取得借款和偿还债务发生的现金流，此外吸收投资收到的现金 67.40 亿元包括：成立合资公司吸收现金 37.61 亿元、收购安信信贷吸收少数股东资金流入 14.87 亿元、中旅银行增资吸收股东资金 13.40 亿元、子公司港中旅华贸国际物流股份有限公司（以下简称“华贸物流”）股东行使认股权流入资金 0.96 亿元等。公司筹资活动产生的现金流净额为 41.03，同比增长 174.60%。

2016年1～3月，公司经营活动产生的现金流量净额为5.53亿元，现金收入比为138.16%；当期收到其他与经营活动有关的现金规模大，系公司将客户存款净增加额、同业存放净增加额、向中央银行借款净增加额等金融类经营活

动现金流计入该科目所致。投资活动产生的现金流净额为-17.23亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-8.95亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获现能力增强，由于对外投资规模较大，融资需求持续存在。

3. 资本及债务结构

截至2015年底，公司资产总额为1006.45亿元，同比增长34.13%，其中非流动资产占58.99%，较年初构成变化不大，仍以非流动资产为主。

截至2015年底，公司流动资产431.37亿元，同比增长18.05%，以货币资金（占43.23%）、存货（占32.47%）和其他流动资产（占14.00%）为主。货币资金186.48亿元，同比增长47.25%，构成主要为银行存款（163.32亿元）；使用受限的金额为64.33亿元，受限比例较高。应收账款22.41亿元，同比增长6.42%；账面余额23.61亿元，按按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款15.13亿元中，1年内的占95.77%，账龄短；前五名合计4.94亿元，占比为20.93%，集中度不高；其中应收山西省电力公司3.94亿元，为渭河电厂的应收售电款。存货净额140.07亿元，同比增长24.01%，主要来自开发成本和开放产品的增加，二者占比分别为80.50%和17.14%；存货共计提跌价准备744.60万元。其他流动资产60.38亿元，同比下降8.68%%，主要为信托投资、预缴税费和保本理财投资等。其他应收款9.76亿元，同比下降16.76%，主要为保证金、暂付款等；坏账计提比例为31.19%，计提较充分。

截至2015年底，公司非流动资产575.08亿元，同比增长49.39%，主要来自发放贷款和垫款、固定资产和商誉的增加；非流动资产构成以固定资产（占24.26%）、发放贷款和垫款（占37.46%）和其他非流动资产（占11.68%）为主。固定资产139.53亿元，同比增长36.03%,以房屋建筑物和机器设备为主。发放贷款和垫款215.41亿元，同比增长97.12亿元；贷款和垫款总额236.52亿元，按贷款方来分，个人和企业分别占29.73%和70.27%，企业主要分布于制造业、金融业、批发和零售业、房地产业等行业；按地区来分，主要为华中、华南和华北地区；按担保方式来分，信用贷款、保证贷款、附担保物贷款分别占31.48%、31.40%和37.12%；逾期贷款共11.21亿元，共计提贷款损失准备21.11亿元，计提比例为8.92%。持有至到期投资38.22亿元，同比增长40.35%，构成为金融债24.97亿元、企业债8.46亿元和国债4.79亿元。投资性房地产28.13亿元，同比增长7.93%，主要为房屋及建筑物和土地使用权；其中以公允价值计量的为25.14亿元，当期公允价值变动0.06亿元，以成本计量的为2.98亿元。固定资产原值279.06亿元，主要为房屋及建筑物、机器设备、运输工具等，累计折旧138.91亿元、减值准备5.16亿元，账面价值139.53亿元。长期股权投资9.63亿元，同比增长72.40%，增加主要来自对珠海市恒大海泉湾置业有限公司等公司追加投资3.93亿元和持有信德中旅船务投资有限公司、黄山玉屏客运索道有限公司等公司股权获得投资收益1.11亿元。商誉为33.74亿元，同比增长381.22%，主要为收购安信信贷、深圳安信和Kew Green Hotel Limited形成，分别形成商誉16.63亿元、1.63亿元和8.43亿元。其他非流动资产59.48亿元，同比增长24.54%，主要为中旅银行信托类投资53.65亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额1030.06亿元，较上年底略有增长；非流动资产占比进一步提升至58.99%。其中，公司将中旅银行及安信发放贷款及垫款245.8亿元计入其他非流动资产，实际资产构成变动不大。

截至2015年底，公司所有者权益为268.87亿元，同比增长34.34%，其中实收资本、未分配利润和少数股东权益占比分别为27.35%、8.93%和60.49%，合并范围的扩大带来少数股东权益大幅增加。截至2016年3月底，公司所有者权益277.15亿元，较上年底校略有增长，资本公积增长154.82%，为华贸物流增发股票

所致。华贸物流于 2016 年 3 月和 7 月，分别非公开发行股票 6622.52 万股和 12461.06 万股，募集资金净额分别为 6.00 亿元和 11.61 亿元。

截至 2015 年底，公司负债总额为 737.58 亿元，同比增长 34.05%，主要是流动负债增加所致，流动负债占比升至 71.92%，仍以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债 530.46 亿元，同比增长 59.78%，构成以吸收存款及同业存放（占 57.00%）、其他流动负债（占 10.07%）和预收款项（占 9.27%）为主。吸收存款及同业存放 302.34 亿元，同比增长 61.15%，主要是中旅银行业务增长所致，构成为活期存款（占 23.41%）、定期存款（含通知存单，占 32.90%）、其他存款（含汇出汇款、应解汇款等，占 19.86%）和同业及其他金融机构存放款（占 23.83%）。预收款项 49.15 亿元，同比增长 99.73%，系预售房款大幅增加所致；1 年内的占 90.54%。其他流动负债 53.42 亿元，同比大幅增加，构成主要为资产证券化融入资金 53.27 亿元。

截至 2015 年底，公司非流动负债 207.12 亿元，同比下降 5.09%，主要由长期借款、应付债券和递延所得税负债构成。长期借款 33.90 亿元，主要为信用借款。应付债券 148.70 亿元，包含两期美元债券和四期人民币中期票据。公司于 2014 年 11 月在境外发行两期美元债券，合计额度 10.00 亿美元（3 亿元、5 年期和 7 亿元、10 年期）。递延所得税负债 6.73 亿元，同比增长 41.43%，主要为首次合并子公司评估增值增加所致。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 752.91 亿元，较上年底略有增长；流动负债占比为 72.66%，仍以流动负债为主。其中，公司将中旅银行吸收存款、同业存放等 348.59 亿元计入其他流动负债，实际负债构成变动不大。

截至 2015 年底，公司全部债务为 212.45 亿元，同比下降 11.30%；其中短期债务占比降至 14.05%，长期债务占 85.95%。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 73.29%、44.14%和 40.45%。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务为 199.13 亿元，较上年底下降 6.27%，长期债务占比上升至 91.02%。上述三项指标分别为 73.09%、41.81%和 39.54%，较上年底略有下降。

整体看，跟踪期内，由于中旅银行业务规模的扩大和安信信贷的并表，公司负债总额的构成有所变动，金融业务负债占比大，属金融业务特点。公司全部债务以长期为主，债务负担尚可。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 81.32%和 54.91%，同比有所下降；截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 77.21%和 51.70%。2015 年，公司经营活动流动负债比升至 14.28%。考虑到公司金融业务资产占比较大，且现金类资产充裕，公司短期偿债能力良好。

从长期偿债能力指标看，2015 年公司 EBITDA 为 44.47 亿元，全部债务/EBITDA 为 4.78 倍，EBITDA 利息倍数为 4.70 倍，公司长期偿债能力较强。

截至 2015 年底，公司合并范围对外担保为 2.97 亿元，其中港中旅国际担保有限公司开展担保业务，担保金额 1.95 亿元，其他为中旅银行、华贸物流对外提供的担保。公司对外担保金额较小，或有负债风险低。

截至 2016 年 3 月底，公司本部共获得银行授信 463.37 亿元，其中未使用额度为 372.35 亿元。公司合并范围共获得银行授信 510.15 亿元，其中未使用额度为 419.12 亿元。整体看，公司间接融资渠道畅通。

5. 存续期债券保护能力

截至2016年3月底，公司存续期内中期票据合计额度85亿元。2015年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为中期票据合计额度的0.52倍、6.82倍和0.89倍，

分别为年度最高偿还额36亿元的1.24倍、16.09倍和2.10倍。跟踪期内，公司EBITDA和经营活动现金流对存续期内中期票据年度最高偿还额的保障能力较强。

6．过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-2015052200335277），截至2016 年 7 月 22 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

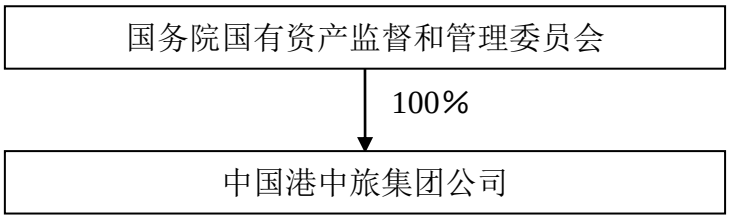
7．抗风险能力

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

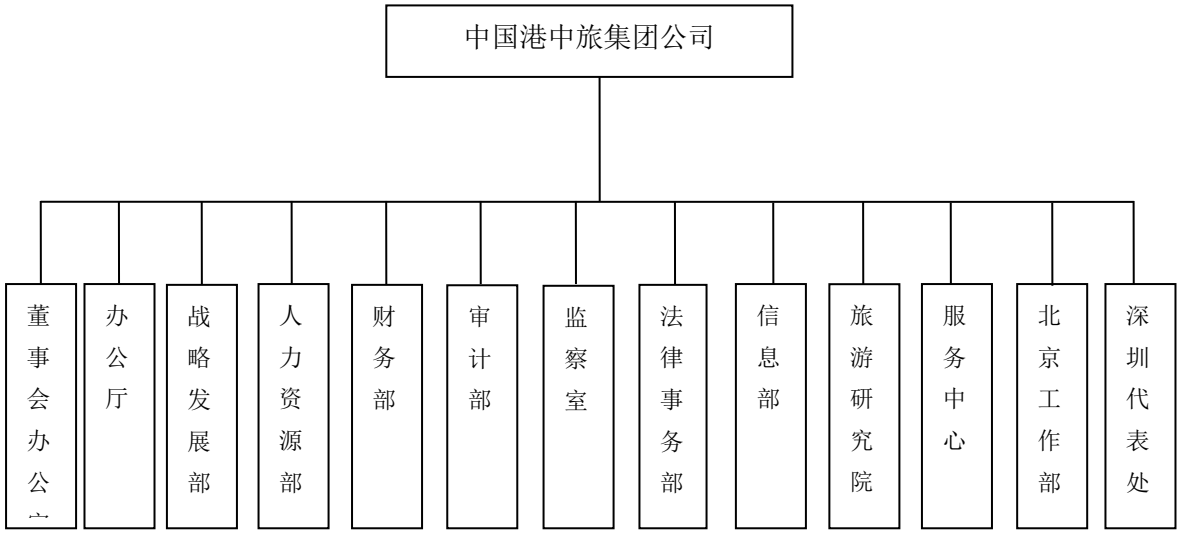
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定；并维持 “11港中旅MTN1”、“12港中旅MTN1”、“14港中旅MTN001”和“14港中旅MTN002”AAA的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	125.23	129.80	186.85	165.36
资产总额(亿元)	710.70	750.36	1006.45	1030.06
所有者权益(亿元)	278.51	200.14	268.87	277.15
短期债务(亿元)	117.20	41.84	29.84	17.88
长期债务(亿元)	166.10	197.66	182.61	181.25
全部债务(亿元)	283.30	239.50	212.45	199.13
营业总收入(亿元)	513.71	265.03	338.67	72.08
利润总额(亿元)	18.51	15.28	23.65	6.12
EBITDA(亿元)	50.09	31.37	44.47	--
经营性净现金流(亿元)	-17.34	78.76	165.70	5.53
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.79	5.01	15.41	--
存货周转次数(次)	4.49	1.75	2.01	--
总资产周转次数(次)	0.74	0.36	0.39	--
现金收入比(%)	110.43	105.61	109.75	138.16
营业利润率(%)	10.41	18.67	23.26	29.31
总资本收益率(%)	4.11	3.90	5.17	--
净资产收益率(%)	5.01	5.46	5.75	--
长期债务资本化比率(%)	37.36	49.69	40.45	39.54
全部债务资本化比率(%)	50.43	54.48	44.14	41.81
资产负债率(%)	60.81	73.33	73.29	73.09
流动比率(%)	159.54	110.06	81.32	77.21
速动比率(%)	107.15	76.04	54.91	51.70
经营现金流动负债比(%)	-7.04	6.83	14.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.48	5.05	4.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.66	7.63	4.78	--

注：2016 年一季度财务数据未经审计；2013 年短期债务及相关指标计算包含“其他流动负债”中应偿还债券金额；2014 年数据为 2015 年期初数。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。