跟踪评级公告

联合[2017] 1894 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国旅游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”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月二十八日

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

中国旅游集团公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AAA	评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
11 港中旅 MTN1	23 亿元	2018/01/13	AAA	AAA
12 港中旅 MTN1	26 亿元	2019/05/24	AAA	AAA
14 港中旅 MTN001	10 亿元	2021/03/19	AAA	AAA
14 港中旅 MTN002	26 亿元	2021/09/10	AAA	AAA

评级时间：2017 年 7 月 28 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	124.94	153.50	224.37	195.42
资产总额(亿元)	750.36	1198.42	1437.00	1451.22
所有者权益(亿元)	200.14	412.63	461.01	470.65
短期债务(亿元)	41.84	31.82	54.08	62.66
长期债务(亿元)	197.66	184.42	194.56	202.78
全部债务(亿元)	239.50	216.24	248.65	265.44
营业总收入(亿元)	265.03	556.78	603.64	131.36
利润总额(亿元)	15.28	49.10	57.50	14.88
EBITDA(亿元)	31.37	73.31	81.20	--
经营性净现金流(亿元)	22.66	92.04	90.75	19.77
营业利润率(%)	18.67	23.45	25.52	28.42
净资产收益率(%)	5.46	8.35	8.82	--
资产负债率(%)	73.33	65.57	67.92	67.57
全部债务资本化比率(%)	54.48	34.39	35.04	36.06
流动比率(%)	110.06	99.02	86.60	88.17
全部债务/EBITDA(倍)	7.63	2.95	3.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.05	7.67	8.27	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计；2014 年数据为 2015 年期初数，2015 年数据为 2016 年期初数；现金类资产已剔除受限资金；2017 年 3 月底应付债券中一年内到期的中期票据已调整计入短期债务。

分析师

景 雪　贺苏凝　刘嘉敏

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

中国旅游集团公司（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，公司与中国国旅集团有限公司（以下简称“国旅集团”）实施战略重组并将其纳入公司合并范围，资产和收入规模显著提升，旅游相关业务和资源进一步扩充，旅游、免税和金融等核心业务持续增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，与国旅集团合并后管理及业务的整合仍在进行中，在建及拟建项目带来资金压力，房地产政策调控力度的加强对旅游地产的销售和经营带来不确定性等因素可能给公司经营发展带来的影响。此外，公司控股子公司港中旅华贸国际物流股份有限公司（以下简称“华贸物流”）及公司物流业务或将整体无偿划转，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重点发展旅游及文化主业，同时积极协调发展旅游地产和金融等产业，产业结构协同性强，发展前景良好。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，维持“11港中旅MTN1”、“12港中旅MTN1”、“14港中旅MTN001”和“14港中旅MTN002”的信用等级为AAA。

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，公司与中旅集团实施战略重组并将其纳入公司合并范围，资产和收入规模显著提升，旅游相关业务和资源进一步

扩充。

3. 跟踪期内，公司旅游和免税业务持续增长，焦作中旅银行股份有限公司等子公司金融业务迅速扩张，整体盈利水平持续提升。
4. 跟踪期内，公司现金类资产对一年内到期债券保障能力强。

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。
2. 公司在建旅游地产项目及土地储备计划投资规模较大，资金压力将持续存在，各地房地产政策调控力度的加强对旅游地产的销售和经营带来较大的压力和不确定性。
3. 公司与国旅集团重组后双方组织机构和业务资源尚在梳理中，管理和业务整合情况将持续观察。
4. 公司协议无偿转出所持控股子公司华贸物流全部股权，获批并完成后物流业务将整体剥离，联合资信将持续关注此次划转进展。

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国旅游集团公司(以下简称“该公司”)提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国旅游集团公司跟踪评级报告

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旅游集团公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

中国旅游集团公司（以下简称“公司”）原名中国港中旅集团公司，前身为中国招商国际旅游管理总公司，系由招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）于1987年出资组建的全民所有制企业。2005年底，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）将公司自招商局集团无偿划拨给香港中旅（集团）有限公司（以下简称“香港中旅”），并于2006年批准公司更名为中国港中旅集团公司（以下简称“中国港中旅”），并将香港中旅6位负责人代中国旅行社总社持有的香港中旅全部股权调整为中国港中旅持有，香港中旅成为中国港中旅的全资子公司。中国港中旅与香港中旅实行“一套机构、两块牌子”的体制。至此，中国港中旅实收资本由0.93亿元增至25.97亿元。

经国务院国资委批复同意，2007年6月将中国中旅（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”）100%股权划拨至公司，增加公司注册资本18.78亿元，2011年6月将重庆丽苑大酒店有限公司划拨至公司，增加公司注册资本0.49亿元。2016年7月，根据国务院国资委批复，公司与中国国旅集团有限公司（以下简称“国旅集团”）实施战略重组，国旅集团整体并入公司，成为公司全资子公司，重组后公司更为现名。同时，根据国务院国资委下发的《关于中国港中旅集团公司国家资本金变动问题的批复》（国资产权[2016]788号）文件，同意公司增加国家资本金84.06亿元。

截至2017年3月底，公司注册资本为157.59亿元，实收资本为156.97亿元[1]，实际控制人为国务院国资委。

公司作为国务院国资委代表国务院履行出资人职责的国有独资企业，经营管理国务院授权范围内的国有资产，主业涵盖旅游、房地产开发经营、物流贸易的投资和管理等多个领域。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 1437.00 亿元，所有者权益合计 461.01 亿元（含少数股东权益 260.58 亿元）；2016 年公司实现营业总收入 603.64 亿元，利润总额 57.50 亿元。

截至2017年3月底，公司资产总额1451.22亿元，所有者权益470.65亿元（含少数股东权益266.04亿元）；2017年1～3月，公司实现营业总收入131.36亿元[2]，实现利润总额14.88亿元。

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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2017年3月底，公司存续中期票据共四期（详见下表），募集资金合计85亿元，已按计划使用78.36亿元，尚未使用金额为6.64亿元。跟踪期内，上述债券均已按时足额付息。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
11 港中旅 MTN1	23	23	2011/01/13	2018/01/13
12 港中旅 MTN1	26	26	2012/05/24	2019/05/24
14 港中旅 MTN001	10	10	2014/03/19	2021/03/19
14 港中旅 MTN002	26	26	2014/09/10	2021/09/10

资料来源：中国货币网、公司提供

[1] 公司实收资本低于注册资本，系 2016 年根据财政部相关通知，退回国有资本金 0.63 亿元所致。
[2] 根据公司提供的 2017 年一季度财务报表，公司当期实现营业收入、利息收入、手续费及佣金收入合计 131.36 亿元，参照公司年报中合并利润表科目，将此合计收入计为“营业总收入”。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、

欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析

1. 行业概况

2016 年，全域旅游推动旅游经济实现了较快增长，大众旅游时代的市场基础更加厚实，产业投资和创新更加活跃，经济社会效应更加明显，旅游业成为“稳增长、调结构、惠民生”的重要力量。2016 年，国内旅游 44.4 亿人次，比上年同期增长 11.0%；入出境旅游 2.6 亿人次，增长 3.9%；全年实现旅游总收入 4.69 万亿元，增长 13.6%。据联合国世界旅游组织测算，2016 年国内旅游业对国民经济综合贡献率达 11%、对社会就业综合贡献超过 10.26%，与世界平均水平基本持平。

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，随着国民经济的持续增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场收入规模呈现不断增长态势。2014～2016 年，国内旅游收入分别为 3.03 万亿元、3.42 万亿元和 3.94 万亿元，年均复合增长 14.03%。

从旅游行业投资情况看，根据 2017 年全国旅游工作会议报告显示，全国旅游直接投资继 2015 年突破万亿元大关后，2016 年达到 12997 亿元，同比增长 29.05%，预计高出全国固定资产投资增速 20 个百分点。其中，民营旅游投资积极性高涨，占旅游投资总额的 59%。

总体看，在经济发展新常态下，中国旅游行业呈现平稳较快发展态势，旅游投资规模逐年快速增长，预计未来旅游市场散客化自由行趋势会越来越明显，可带动相关产业协同发展。

2. 政策环境

中国旅游业作为第三产业的主要支柱行业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域及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。

2015 年 8 月 11 日，国务院办公厅发表《国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》（国办发[2015]62 号），提出实施旅游基础提升计划、旅游投资促进计划、旅游消费促进计划、乡村旅游提升计划、优化休假安排、加大改革创新力度等措施，以改善旅游消费环境、新辟旅游消费市场、培育新的消费热点、开拓旅游消费空间、激发旅游消费需求以及促进旅游投资消费持续增长。

2015 年 9 月 8 日，国家发展改革委、国家旅游局发布开展景区门票价格专项整治工作的通知（发改价格[2015]2005 号），通过开展门票价格专项整治工作、规范经营者价格行为、严格执行定价规则、程序、加强市场监管、建立景区质量等级评定与门票价格水平惩戒联动机制等措施，进一步营造良好旅游消费环境。

2016 年 11 月 28 日，国务院办公厅发表《国务院办公厅关于进一步扩大旅游文化体育健康

养老教育培训等领域消费的意见》（国办发[2016]85号），提出加速升级旅游消费、创新发展文化消费、大力促进体育消费等以推进幸福产业服务消费提质扩容、大力促进传统实物消费扩大升级、持续优化消费市场环境。

总体看，近年来国家政策对旅游行业的支持力度很大，旅游业外部政策环境良好。目前国内游依然是中国旅游行业中占比最大且发展趋势最好的市场，短期内在旅游细分市场中的支柱地位将不会被动摇；未来，随着中国中高收入人群的扩大，出境游市场将具备较大的发展空间。

六、重大事项

1. 与国旅集团进行战略重组

2016年7月，根据国务院国资委《关于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）和《关于港中旅集团公司国家资本金变动有关问题的批复》（国资产权〔2016〕788号），经国务院国资委批复，公司与国旅集团实施重组，国旅集团整体并入公司，成为公司下属全资子公司。同时，国务院国资委同意公司增加国家资本金84.06亿元，注册资本增至157.59亿元。同年，国旅集团将原所持有的中国国旅股份有限公司（以下简称“国旅股份”）全部股权即5.40亿股股份无偿划转至公司直接持有。截至2017年3月底，公司对国旅股份直接持股55.30%，为国旅股份第一大股东。

国旅股份原为国旅集团主要经营实体，为A股上市公司（证券代码：601888.SH），主营免税和旅行社业务。国旅股份全资子公司中国免税品（集团）有限责任公司（以下简称“中免公司”）是唯一经国务院授权，在全国范围内开展免税业务的国有专营公司，其业务在中国免税品市场占据绝对优势。截至2016年底，国旅股份资产总额172.88亿元，所有者权益合计133.60亿元；2016年实现营业收入223.90亿元，利润总额26.71亿元。

总体看，公司与国旅集团重组可集中双方优势资源，提高核心业务经营效率，增强综合竞争力。公司原景区、酒店、旅游地产、金融等业务优势与国旅集团免税核心业务可形成互补与加强，重组后双方将联手推进供应商和目的地资源集中采购，积极推进旅游产品和线路的联合研发，鼓励线上线下销售渠道的共享。同时，双方原已建立的独立竞争关系和所持资源正在梳理过程中，管理和业务整合情况将持续观察。

2. 无偿划转华贸物流

公司于2017年5月25日发布《关于中国旅游集团公司无偿划转资产的公告》，公司及公司有关全资子公司（划出方）与国务院国资委出资监管的中国诚通控股集团有限公司及其有关全资子公司、中国国新控股有限责任公司及其有关全资子公司（划入方）于2017年5月24日签署了股权无偿划转协议，协议约定划出方将合计持有的5.10亿股港中旅华贸国际物流股份有限公司（以下简称“华贸物流”）股份（占总股本的51.09%）无偿划转至划入方，公司将不再持有华贸物流的股份。2017年6月15日，本次划转已得到国务院国资委同意的批复，但尚需经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）等有权机关批准后正式生效。

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

若本次划转获得相关有权机关批准并成功实施，公司物流业务将整体剥离，使公司得以将各类资源集中于优势的旅游相关业务，强化核心竞争力。

七、基础素质分析

公司作为中国内地及香港地区最大的跨地区综合性旅游集团，拥有内地和香港完整的旅游服务链条和全面的配套能力，有着丰富的大型景区开发经验，成功开发了深圳世界之窗、锦绣中华、民俗文化村、珠海海泉湾等国内知名的大型综合旅游项目。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。金融方面，公司业务涵盖商业银行、财务公司、保险经纪、消费金融、互联网金融、产业基金等，并仍在持续完善行业布局。

2016 年完成与国旅集团的重组后，公司将国旅股份的免税和旅行社业务纳入旗下。2016 年“国旅•CITS”品牌以 449.85 亿元的品牌价值，连续多年蝉联旅游业最具价值品牌第一位。中免公司作为中国免税行业代表企业在大品牌供应商中的知名度高，积累了较强的品牌资源，CDF 品牌在国人旅游购物市场具有较高的知名度。国旅股份下属中国国际旅行社总社有限公司（以下简称“国旅总社”）共在境外设立了 17 家全资控股企业，在全国 26 个省、自治区、直辖市、34 个城市拥有 42 家全资、控参股子公司，1200 余家门市网点，形成立足国内、放眼全球的实体网络资源优势和旅游 O2O 的线下资源基础。

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

八、管理分析

跟踪期内，公司本部在治理结构、管理制度、高层管理人员等方面未发生重大变化。因公司与国旅集团重组，相关管理线条及人员架构尚在梳理中。国旅股份部分董事、高级管理人员发生职务调整或工作变动，其中公司副总经理李刚先生在国旅股份2017年第三届董事会第一次会议中被选举为国旅股份董事长。

九、经营分析

1. 经营概况

随着与国旅集团重组的完成，公司业务范围扩展至免税，业务格局仍以旅游业务（包括旅行社、酒店、景区、旅游地产）为核心，辅以物流、金融等，其他另有部分游轮、房车、养老等处于培育阶段的新业务。公司按照重组后合并范围对 2015 年经营数据进行了追溯，经营部分参照追溯后的数据进行同比分析。

2016 年，公司实现营业总收入 603.64 亿元，同比增长 8.42%。从构成上看，旅游业务占比维持在近 60%，免税（包括中免公司有税商品销售收入）和物流分别占 15.54%和 12.11%，其次为金融和其他业务，收入构成保持稳定。从各业务收入水平来看，旅游、免税和金融业务收入同比均实现增长，物流业务收入同比基本持平。同期，公司各主营业务毛利率均有不同程度的提升，2016 年综合毛利率为 27.65%，同比增加 2.50 个百分点。

2017 年 1～3 月，公司实现营业总收入 131.36 亿元，同比增长 4.99%；综合毛利率为 29.71%，同比减少 1.83 个百分点。

表 2　公司营业总收入构成及毛利率（单位：亿元、%）

板块	2015 年			2016 年			2017 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	325.69	58.50	18.25	361.48	59.88	19.78	61.57	46.87	20.80
免税	86.19	15.48	43.77	93.79	15.54	45.02	33.57	25.56	44.07

物流	79.77	14.33	8.91	73.10	12.11	13.03	17.90	13.63	12.81
金融	30.53	5.48	67.97	44.98	7.45	72.95	14.08	10.72	65.38
其他	34.59	6.21	43.36	30.30	5.02	35.93	4.24	3.23	-1.85
合计	**556.78**	**100.00**	**25.15**	**603.64**	**100.00**	**27.65**	**131.36**	**100.00**	**29.71**

资料来源：公司提供

注：2015 年数据为追溯调整数据。

2. 旅游业务

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、国旅总社、招商国际系列等经营。经过80多年的发展和2016年的重组，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。2016年，由于公司与国旅集团进行重组，旅游业务范围上互补性得到提升，公司旅游板块实现收入361.48亿元，同比增长10.99%。

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2017年3月底，公司在香港、澳门地区设有5间旅行社、内地145家地面旅行社（不包括中旅总社和国旅总社）和海外11个国家的15间海外旅行社，15家签证中心会展和商旅服务等旅游周边产业公司29家，并建有网上旅游商务平台，形成了庞大的营销、服务网络。2016年，公司的旅游接待人次为1802万人次，同比下降2.06%；2017年1～3月的接待人次为279万人次。公司旅行社业务收入主要由票务、出境和入境业务、国内业务和签证服务等构成，2016年实现营业收入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。2016年，公司旗下酒店（不含英国地区酒店）共接待游客401万人次，同比增长32.82%。2017年1～3月，共接待游客105万人次，同比增长14.13%。2016年，公司酒店业务产生的营业收入（含英国地区酒店）27.41亿元，同比增长2.05%，营业毛利润为16.76亿元，同比下降11.20%。

公司在深圳控股锦绣中华和世界之窗两个AAAA级主题公园，拥有包括珠海海泉湾和咸阳海泉湾、青岛海泉湾在内的大型温泉休闲度假区，沙坡头和嵩山在内的自然人文景区，有来往香港、澳门直通内地的豪华大巴及往返港澳的喷射飞船以及北京天创演艺公司等。

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。2016年，公司商品房在开发面积127.73万平方米，完成开发面积85.57万平方米；销售面积38.14万平方米，商品房销售收入71.92亿元，同比分别增长16.67%和13.85%，收入主要来自燕郊项目、杭州丁桥、杭州三墩、苏州新区、宁波名门府等项目交房部分。2017年1～3月，公司商品房在开发面积77.13万平方米，销售面积5.20万平方米，商品房销售收入5.60亿元。

截至2017年3月底，公司在建旅游地产项目5个，分布在河北燕郊、宁波、苏州和成都等城市，建筑面积合计77.13万平方米，预计总投资56.56亿元，已完成投资26.89亿元。

表 3　截至 2017 年 3 月底公司主要旅游地产在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	类别	建筑面积	预计竣工时间	预计总投资	已投资
燕郊一期南区	住宅	28.89	2017 年 10 月	11.93	9.81
燕郊 1-2	住宅	17.98	2018 年 11 月	17.64	5.65
宁波长兴路 1、2#	住宅	13.26	2018 年 11 月	10.54	6.54
苏州太湖	住宅	14.28	2018 年 11 月	12.45	3.71
成都金堂	住宅/商业	2.71	2019 年 5 月	4.00	1.18
合计	--	**77.13**	--	**56.56**	**26.89**

资料来源：公司提供

公司积极进行土地储备战略布局，主要集中在河北燕郊、沈阳、青岛、宁波、宜春等地，其中 2016 年新增储备 25.67 万平方米，为旅游地产业务的可持续发展提供了有力保障。截至 2017 年 3 月底，公司土地储备量为 388.13 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。另外，随着项目所在各城市房地产政策调控力度的加强，2017 年旅游地产的销售和经营仍面临较大的压力和不确定性。

表 4　截至 2017 年 3 月底旅游地产土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

项目	开工时间	预计竣工时间	土地储备面积	预计总投资
江西宜春项目	2013 年	2021 年	25.80	8.21
鞍山项目	2014 年	2019 年	85.00	43.50
燕郊项目	2014 年	2020 年	60.89	74.99
青岛项目	2015 年	2020 年	51.61	36.00
沈阳项目	2007 年	2020 年	121.63	70.00
成都金堂项目	2016 年	2018 年	21.59	49.00
宁波长兴路 2#项目	2017 年	2019-2020 年	9.09	14.78
宁波长兴路 3#项目	2017 年	2019 年	9.10	25.37
杭州萧山	2017 年	2019 年	3.41	23.16
合计		--	**388.13**	**345.01**

资料来源：公司提供

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

3.　免税业务

与国旅集团重组后，公司新纳入免税业务，主要由国旅股份旗下的中免公司经营。中免公司自1979年起开展免税业务，是唯一一家被国家授权在全国范围内开展业务的免税企业[3]。中免公司现已在全国30个省市自治区以及香港、澳门、台湾地区和东南亚柬埔寨的金边、暹粒、西哈努克港开设248家免税店，是单一国家门店数量最多、国内免税运营商中品牌最全、档次最高、唯一经国务院授权具有全国范围内进出境免税运营资质的免税运营商。2016年，中免公司商品销售（即公司免税板块）收入93.79亿元，同比增长8.81%；毛利率为45.02%，同比增

[3] 全国获准经营免税商品批发兼零售业务的免税运营商主要有 4 家，分别是中免公司、 深圳国有免税商品(集团)有限公司、 珠海免税企业集团有限公司和日上免税行(上海)有限公司，其中只有中免公司可以在全国范围内开展业务，其它三家为区域性专营公司。

加1.25个百分点。

采购渠道方面，中免公司借助全球化采购能力，确保免税商品均从原产地采购，减少中间环节，保证商品质量，不断开拓货源市场。中免公司共有资深买手约200人，分别专攻烟草、酒水、香水化妆品、食品旅行用品、时尚品和腕表珠宝等品类板块。采购价格基于零售价格，在确定的毛利率基础上倒推采购价格；如涉及零售价格变动，将与供应商就采购价格进一步协商。物流方面，中免公司根据各个品类不同要求采用直发（由供应商直接向免税店发货）或库发（中免公司本部统一向供应商采购免税商品后，通过配送中心向中免系统下属免税店批发各类免税商品）模式，并利用覆盖全国的六大海关监管物流中心，大幅减低物流成本，实现商品的快速流转。

零售定价方面，中免公司通过综合品牌商的建议零售价格、亚太地区大型免税运营商的零售价格、中免公司售价管理要求三方面因素，制定价格定位原则。对比有税市场，中免公司将确保香化产品免税价格比有税市场的价格优势在30%-50%，烟酒产品原则上与有税差价在10%以上。另外批发价格不低于采购价，在满足零售终端毛利率基础上逆向定价，原则上保障公司收益最大化。

中免公司的免税经营模式分为零售和批发两种模式。零售方面，中免公司通过全资和合资经营等方式，设立了涵盖了机场、机上、边境、客运站、火车站、外轮供应、外交人员、邮轮和市内等九大类型的免税店，总体经营面积达到15.10万平方米，经营场所多为租赁形式；其中三亚海棠湾国际免税城为自有物业，经营面积7万平方米，是全球规模最大的单体市内免税店。2016年，实现营业收入47.05亿元，同比增长10.80%，其中免税商品销售收入45.82亿元，同比增长10.72%。全年接待顾客451万人次，购物人数97万人次，此外，公司传统渠道免税业务累计完成营业收入26.29亿元，同比增长10.66%。

此外，国旅股份通过参股上海东航中免免税、珠海市中免免税品、深圳市中免免税品等多家地方免税品零售业务的公司，并由中免公司对其供货，可在部分由其他零售免税公司早期形成垄断经营的地方市场上，以合作方式获得免税市场份额。免税批发业务累计完成营业收入14.82亿元，同比下降7.85%。

总体看，中免公司免税业务资质全面，经营规模大，经营渠道和物业优势显著，免税商品销售毛利率高，纳入合并范围后成为公司营收和利润新的贡献点。

4. 物流业务

公司物流业务经营主体为华贸物流，主营综合物流服务及供应链贸易业务。综合物流服务包括空运业务、海运业务、仓储业务、工程物流和特种物流等多种运输服务，并于近年着重培养跨境物流业务，2016 年综合物流服务业务实现收入实现收入 62.06 亿元，同比增长16.15%。供应链贸易的主要贸易商品为电子产品和钢材，目标客户主要为原材料生产商、生产加工型企业、大中型商贸企业，由于公司正着力打造跨境电商物流业务综合平台，因而主动缩减对供应链贸易的资源配置，2016 年实现营业收入为 11.03 亿元，同比下降 58.14%。

目前公司已签订协议计划无偿划转所持华贸物流全部股份，尚待中国证监会等有权机构批准。截至 2016 年底，华贸物流经审计净资产为 35.85 亿元，占公司经审计所有者权益合计的 7.78%；2016 年，华贸物流实现营业收入 73.08 亿元、利润总额 2.77 亿元，分别占公司营业收入和利润总额的 12.11%和 4.82%。总体看，华贸物流整体划转对公司经营规模及盈利水平影响有限。

5. 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，2016 年实现收入 44.98

亿元，同比增长 47.33%；毛利率为 72.95%，利润较高。

基金方面，2016 年 4 月，全资子公司港中旅投资（上海）有限公司联合山东龙冈控股有限公司发起设立山东中旅股权投资管理有限公司，2016 年 6 月中旅（青岛）旅游发展基金（有限合伙）成立，计划首期规模 10 亿元，目前已到位 0.60 亿元，其中山东中旅股权投资管理有限公司投资 0.04 亿元。2017 年，经国家旅游局报国务院批准，公司拟牵头发起“中国旅游产业基金”并负责筹建“中国旅游产业基金管理有限公司”，计划基金首期规模 100 亿元，目前正在对第一批基金投资项目考察调研的基础上，筹备正式路演、融资工作。

2015 年，焦作中旅银行股份有限公司（以下简称“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）。中旅银行资金实力进一步扩充，业务规模迅速扩大。截至 2016 年底，中旅银行各项存款余额为 300.50 亿元，贷款余额 241.54 亿元，同比分别增长 30.48%和 38.72%。2016 年，中旅银行资产总额 566.87 亿元，所有者权益 56.04 亿元；2016 年实现收入 17.51 亿元、投资收益 11.68 亿元，利润总额 5.31 亿元。2016 年中旅银行分配 2015 年度利润 1.82 亿元，2017 年 2 月分配 2016 年度利润 2.00 亿元。

消费信贷方面，公司于 2015 年 5 月 6 日完成香港安信信贷有限公司（以下简称“安信信贷”）的股权收购交割后，将其纳入合并范围。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；子公司深圳安信小额贷款有限责任公司的业务组合为：为小企业主、工薪族提供个人贷款。安信信贷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。2016 年，安信信贷合并范围共放贷 82.50 亿港元，实现收入 16.64 亿元，利润总额 3.75 亿元。

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。但消费信贷作为小额贷款，业务特点是“高息差、高减值损失、高收益率”，2016 年安信信贷合并范围计提资产减值损失 5.50 亿元，为其全年月均贷款余额的 8.84%，优于市场平均的 9.02%。截至 2017 年 3 月底，安信信贷合并范围贷款规模为 84.18 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），其中逾期贷款 3.64 亿港元；不良贷款准备金规模为 2.48 亿港元。

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

6. 经营效率

2016 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下降，分别为 16.87 次、2.87 次和 0.46 次，整体经营效率一般。

7. 发展规划

随着两家集团的重组和新的中国旅游集团公司的诞生，旅行社作为集团旅游的主业和祖业，将以问题为导向，通过对标线上线下优秀企业，深入查找自身不足，梳理出一系列制约企业发展的深层次问题，完成国旅总社与中旅总社的整合发展，坚持整合重组的既定方向，着力打造强管控的“两头在内”的新经营模式，全面推动旅行社板块业务发展。以坚持战略导向，突出发展重点，倾斜资源配置，优化投资结构，全面优化产业布局，推动重组整合，加

强收购兼并、资产证券化和企业上市等工作，推动集团实现跨越式发展，增强综合竞争力。

十、财务分析

公司 2016 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）[4]审计，并出具标准无保留审计结论。公司提供的 2017 年一季度财务数据未经审计。

由于国旅集团整体并入公司，公司按照同一控制下企业合并，对期初报表进行了追溯重述，具体调整情况如表 5 所示。考虑到数据可比性，财务分析部分 2015 年数据取 2016 年年初数。

表 5　公司 2016 年期初报表调整情况

（单位：亿元）

项目	追溯重述前	追溯调整	调整重述后
资本公积	4.53	43.76	48.28
其他综合收益	2.78	1.82	4.60
盈余公积	--	2.99	2.99
一般风险准备金	1.39	--	1.39
未分配利润	24.00	35.49	59.49
少数股东权益	162.65	59.70	222.35

资料来源：公司审计报告

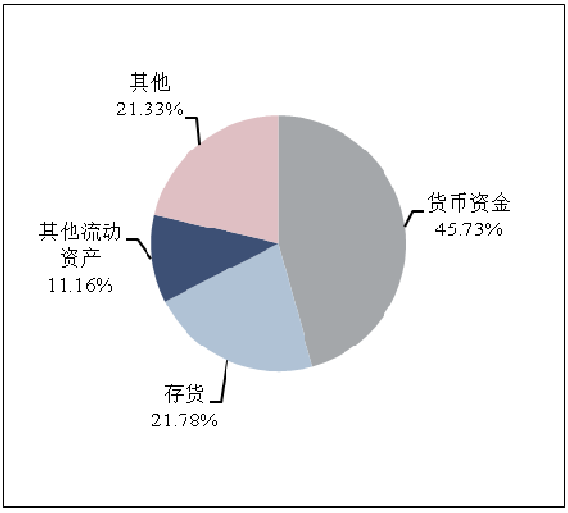
截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 1437.00 亿元，所有者权益合计 461.01 亿元（含少数股东权益 260.58 亿元）；2016 年公司实现营业总收入 603.64 亿元，利润总额 57.50 亿元。

截至2017年3月底，公司资产总额1451.22亿元，所有者权益470.65亿元（含少数股东权益266.04亿元）；2017年1～3月，公司实现营业总收入131.36亿元，实现利润总额14.88亿元。

1. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额为1437.00亿元，同比增长19.91%，其中非流动资产占54.48%，较年初构成变化不大，仍以非流动资产为主。

图1　2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司流动资产654.07亿元，同比增长14.97%，以货币资金、存货和其他流动资产为主。货币资金299.08亿元，同比增长18.44%，构成主要为银行存款274.15亿元，其中存放在境外的款项共40.26亿元；货币资金受限比例为25.80%，构成主要为存放央行的准备金和存放同业款项等。应收账款36.56亿元，同比增长13.68%；账面余额38.98亿元，按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款33.07亿元中，1年内的占80.14%，账龄较短；前五名合计4.87亿元，占比为12.49%，集中度不高；其中应收山西省电力公司业务款2.09亿元、应收特变电工沈阳变压器集团有限公司运费1.47亿元；共计提坏账准备2.42亿元，计提比例为6.21%。其他应收款21.89亿元，同比增长59.28%，增长来源及余额构成均主要为土地款、往来款和保证金等，多为单项重大并单项计提坏账准备的应收账款，综合坏账计提比例为21.03%，计提合理。存货余额143.70亿元，同比下降11.39%，主要来自房地产开发成本的减少，构成主要为库存商品（产成品）、开发成本和开发产品，占比分别为18.49%、57.36%和23.11%；存货共计提跌价准备1.23亿元（以库存商品计

[4]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。

提为主），账面价值为142.47亿元。新增买入返售金融资产45.87亿元，全部为债券资产。其他流动资产73.02亿元，同比下降19.13%，主要为信托投资、理财产品等；其中委托贷款2.25亿元，为控股子公司香港中旅国际投资有限公司（以下简称“香港中旅”）与其子公司深圳世界之窗有限公司及深圳锦绣中华发展有限公司之非控股股东订立的委托贷款安排，已于2016年12月31日分别提取0.75亿元和1.50亿元。该委托贷款为无抵押，非控股股东须于接获通知一个月内偿还，且按一年期中国人民银行贷款基准利率计息。

截至2016年底，公司非流动资产782.94亿元，同比增长24.37%，主要来自发放贷款和其他非流动资产的增加。非流动资产构成以发放贷款和垫款（占37.33%）、固定资产（占19.38%）和其他非流动资产（占13.71%）为主。

截至2016年底，公司发放贷款和垫款总额317.07亿元，同比增长34.06%；按贷款方来分，个人和企业分别占34.44%和65.56%，企业主要分布于制造业、租赁和商务服务业、批发和零售业等；按担保方式来分，信用贷款、保证贷款、附担保物贷款分别占29.69%、37.43%和27.68%；逾期贷款共8.67亿元，主要为逾期一年内的；共计提贷款损失准备24.82亿元，计提比例为7.82%；发放贷款和垫款账面价值为292.24亿元。持有至到期投资41.67亿元，同比增长9.04%，构成为金融债32.29亿元、企业债5.70亿元、国债2.10亿元和政府债1.58亿元。

截至2016年底，公司投资性房地产49.82亿元，同比增长29.36%，主要为新增房屋、建筑物及公允价值变动所致，构成为房屋、建筑物和土地使用权；其中以公允价值计量的为30.94亿元，以成本计量的为18.88亿元。

截至2016年底，公司固定资产原值307.14亿元，同比略有增长，构成主要为房屋及建筑物、机器设备、运输工具等，累计折旧154.01亿元、减值准备1.37亿元，账面价值151.75亿元。

截至2016年底，公司商誉为40.79亿元，同比增长20.77%，主要为收购中旅银行、安信信贷、CTS Metropark Limited和中特物流有限公司形成，分别形成商誉4.58亿元、18.86亿元、7.54亿元和5.51亿元。

截至2016年底，公司其他非流动资产107.33亿元，同比增长79.09%，主要来自应收款项类投资的增加，余额为103.74亿元，构成为一年以上到期的信托投资。

截至2016年底，公司资产中所有权和使用权受到限制的账面价值为145.19亿元，主要为货币资金、应收账款等，占资产总额的10.10%，受限比例较低。

截至2017年3月底，公司资产总额1451.22亿元，较上年底略有增长，流动性结构变动不大。货币资金和其他流动资产分别为236.90亿元和195.61亿元，较上年底分别下降20.79%和增长49.40%，其他流动资产大幅增加系公司编制季报时将下属各公司投资理财产品归类为其他流动资产导致。另外预付款项、发放贷款和垫款、持有至到期投资分别有不同程度的增长。

跟踪期内，公司资产总额持续扩大，其中货币资金、存货和固定资产，以及金融业务及投资类的发放贷款及垫款、应收款项类投资占比高，构成变动不大，资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益为461.01亿元，同比增长11.73%；归属于母公司的所有者权益200.43亿元中，实收资本和未分配利润占比分别为78.31%和20.05%。

截至2016年底，公司实收资本156.97亿元，同比增长113.48%，系公司根据国务院国资委下发的文件（国资产权[2016]788号）增加注册资本金84.06亿元、根据财政部文件（财资[2016]7号和财资[2016]52号）合计退回国有资本金0.63亿元所致。由于与国旅集团重组，公司2016年审计报告对合并资产负债表的期初数进行调整，视同国旅集团以前年度包含在

合并范围内，但是 2015 年国务院国资委实际并未发文对公司增资，因此 2016 年期初数中权益部分为原港中旅集团公司和国旅集团的简单相加（国旅集团的实收资本抵减资本公积）。

截至 2016 年底，公司资本公积 6.44 亿元，较上年底的 48.28 亿元迅速下降，主要源自转增资本 43.76 亿元，另外因华贸物流增发新股、中旅银行溢价发行新股以及子公司认购华贸物流新股带来资本公积增加 11.23 亿元。未分配利润 40.20 亿元，同比下降 32.44%，主要系 35.49 亿元转增实收资本、1.96 亿元分配股利所致。2015 年底其他综合收益为-5.53 亿元，主要是由于外币报表折算差额为-12.60 亿元导致。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 470.65 亿元，较上年底略有增长。跟踪期内公司所有者权益合计增长主要来自未分配利润增加，少数股东权益仍然占比较高，但资本公积和未分配利润转增资本提高了权益稳定性。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额为 975.99 亿元，同比增长 24.20 %，主要源自流动负债的增加；流动负债占比升至 77.38%，仍为负债的主要构成部分。截至 2016 年底，公司流动负债 755.24 亿元，同比增长 59.78%，构成以吸收存款及同业存放（占 50.67%）和其他流动负债（占 13.89%）为主。

随着中旅银行业务规模的扩大，吸收存款及同业存放和卖出回购金融资产款均呈快速增长趋势，截至 2016 年底分别为 382.64 亿元和 35.51 亿元，同比分别增长 26.56%和 209.35%；吸收存款及同业存放构成为活期存款（占 29.11%）、定期存款（含通知存款，占 36.91%）、其他存款（含汇出汇款、应解汇款等，占 12.61%）和同业及其他金融机构存放款（占 21.37%），结构变动不大，各类存款同比均有所增长。

截至 2016 年底，公司其他应付款 39.57 亿元，主要为押金及保证金、应付工程款、待结算款项等。其他流动负债 104.89 亿元，同比增长 96.35%，其中新增同业存单 45.17 亿元，其余主要构成为资产证券化融入资金 58.91 亿元。

截至 2016 年底，公司非流动负债 220.75 亿元，同比略有增长，主要为长期借款（占 35.72%）和应付债券（占 70.39%）。应付债券 153.38 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 亿美元、5 年期和 7 亿美元、10 年期）。递延收益 18.80 亿元，主要为基础设施补偿款 11.45 亿元和高尔夫球会籍收入 2.90 亿元等。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 980.57 亿元，负债结构及各科目构成较上年底变动不大。应付债券中 23 亿元的“11 港中旅 MTN1”将于 2018 年 1 月到期，计算债务指标时将其调整计入短期债务。

截至 2016 年底，公司全部债务为 248.65 亿元，同比持平；其中短期债务占比升至 21.75%，仍以长期债务为主。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.92%、35.04%和 29.68%，同比略有波动。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务为 265.44 亿元，较上年底增长 6.75%，上述三项指标分别为 67.57%、36.06%和 30.11%。

跟踪期内，随着中旅银行业务规模的不断扩大，公司流动负债迅速增长，金融负债占比高，符合金融业务负债特征。公司全部债务以长期为主但占比逐年下降，考虑到金融负债的业务属性，公司实际债务负担较轻。

3. 盈利能力

2016年，在旅游、免税和金融业务的带动下，公司营业总收入603.64亿元，同比增长8.42%；其中利息净收入和手续费及佣金净收入分别为17.28亿元和2.45亿元。营业利润率为25.52%，同比增加2.07个百分点。

从期间费用看，2016年，公司销售费用、管理费用和财务费用合计89.23亿元，占营业总收入的14.78%，同比减少0.56个百分点，构成以销售和管理费用为主。其中管理费用46.60亿

元，同比增长11.07%，主要系职工薪酬大幅增长所致。总体看，公司期间业务控制能力较好。

2016年，公司发生资产减值损失16.50亿元，同比增长145.11%，主要是中旅银行业务扩张带来贷款、抵债资产的减值损失增加所致。

2016年，公司实现投资收益4.29亿元，主要为持有和处置权益法核算的长期股权投资收益3.87亿元。公司实现营业外收入4.81亿元，主要为政府补助和非流动资产处置利得，同比下降11.88%，主要系上年度固定资产处置利得和无需支付的应付款较多所致。

2016年，公司实现利润总额57.50亿元，同比增长17.11%。总资本收益率和净资产收益率分别为7.11%和8.82%，同比分别增加0.12和0.47个百分点。

2017年1～3月，公司实现营业总收入131.36亿元，同比增长4.99%；营业利润率为28.42%。公司实现利润总额14.88亿元，同比下降7.93%，主要系当期期间费用和资产减值损失增加所致。

跟踪期内，公司持续贯彻核心业务经营方针，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，整体盈利能力持续向好。

4. 现金流及保障

2016年，公司经营活动产生的现金流规模持续扩大，其中流入量为940.58亿元，同比增长9.20%；销售商品、提供劳务收到的现金621.65亿元，客户存款和同业存放款项净增加额159.68亿元，同比增长52.63%。公司收到其他与经营活动有关的现金为116.67亿元，同比增长42.50%，主要为地产业务收到地方土地交易中心退回的投标未获成功的地块保证金91.60亿元，及其他业务收到的租金、退还的押金等；支付其他与经营活动有关的现金155.07亿元，同比增长46.74%，主要为竞拍土地保证金约102.73亿元、金融板块业务款及押金16.92亿元、国旅股份支付项目投标保证金及其他前期费用16.09亿元、旅行社业务保证金7.28亿元等。公司经营活动产生的现金流量净额为90.75亿元，同比基本持平。同期，公司现金收入比为102.98%，同比减少13.16个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，公司投资活动主要构成仍为收回投资收到的现金和投资支付的现金，源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。2016年，公司投资活动产生的现金流量净额为-12.28亿元，缺口较上年大幅收窄。

从筹资活动来看，2016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26.98亿元为子公司吸收少数股东投资款，包括中旅银行18.20亿元、华贸物流7.60亿元、香港中旅下属子公司0.82亿元、国旅股份0.34亿元等。公司筹资活动产生的现金流净额为1.58亿元，净筹资规模大幅收缩。

2017年1～3月，公司经营活动产生的现金流量净额为19.77亿元，现金收入比回升至127.86%；当期收到其他与经营活动有关的现金规模大，系公司将客户存款和同业存放净增加额计入该科目所致。投资活动产生的现金流净额为-63.26亿元，筹资活动产生的现金流量净额为4.61亿元。

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

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2016年底，公司流动比率和速动比率分别为86.60%和67.74%，同比有所下降，截至2017年3月底分别为88.17%和69.27%，流动资产和现金类资产分别为短期债务的10.58倍和3.58倍。2016年，公司经营现金流动负债比降至12.02%。考虑到

公司金融资产和负债占比高，且现金类资产充裕，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016 年公司 EBITDA 为 81.20 亿元，全部债务/EBITDA 为 3.06 倍，EBITDA 利息倍数为 8.27 倍，公司长期偿债能力很强。

截至 2016 年底，公司合并范围对外担保为 3.99 亿元，其中子公司中特物流有限公司及港中旅国际担保有限公司开展担保业务，担保金额分别为 2.30 亿元及 1.65 亿元，其他为中旅银行对外提供的担保。公司对外担保金额较小，或有负债风险低。

截至 2017 年 3 月底，公司本部共获得银行授信 465.46 亿元，其中未使用额度为 366.59 亿元。公司合并范围共获得银行授信 490.26 亿元，其中未使用额度为 373.86 亿元。整体看，公司间接融资渠道畅通。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-20170705090458001103），截至 2017 年 7 月 5 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

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

十一、 存续债券偿还能力分析

截至2017年3月底，公司存续境内人民币债券85亿元，境外美元债券10亿美元，按2017年3月31日汇率中间价约为人民币68.87亿元，公司应付债券余额合计约为153.87亿元，其中一年内到期的债券23亿元，年度最高偿还额约为48.21亿元。2016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应付债券年度最高偿还额的1.68倍、19.51倍和1.63倍；截至2017年3月底，公司现金类资产剔除受限资金后为公司一年内到期债券余额的8.50倍。跟踪期内，公司EBITDA和经营活动现金流对应付债券年度最高偿还额的覆盖程度较高，现金类资产对一年内到期债券保障能力强。

表6 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

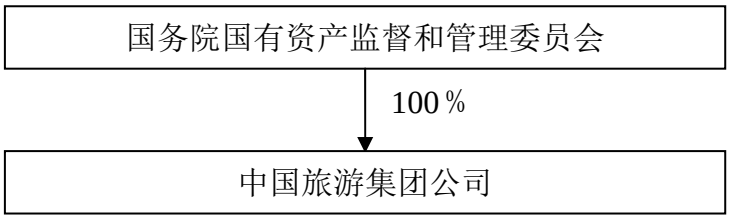
项 目	2016 年
一年内到期债券余额	23.00
现金类资产/一年内到期债券余额	9.76
经营活动现金流入量/应付债券余额	6.11
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.59
EBITDA/应付债券余额	0.53

资料来源：根据公司年报及公开资料整理

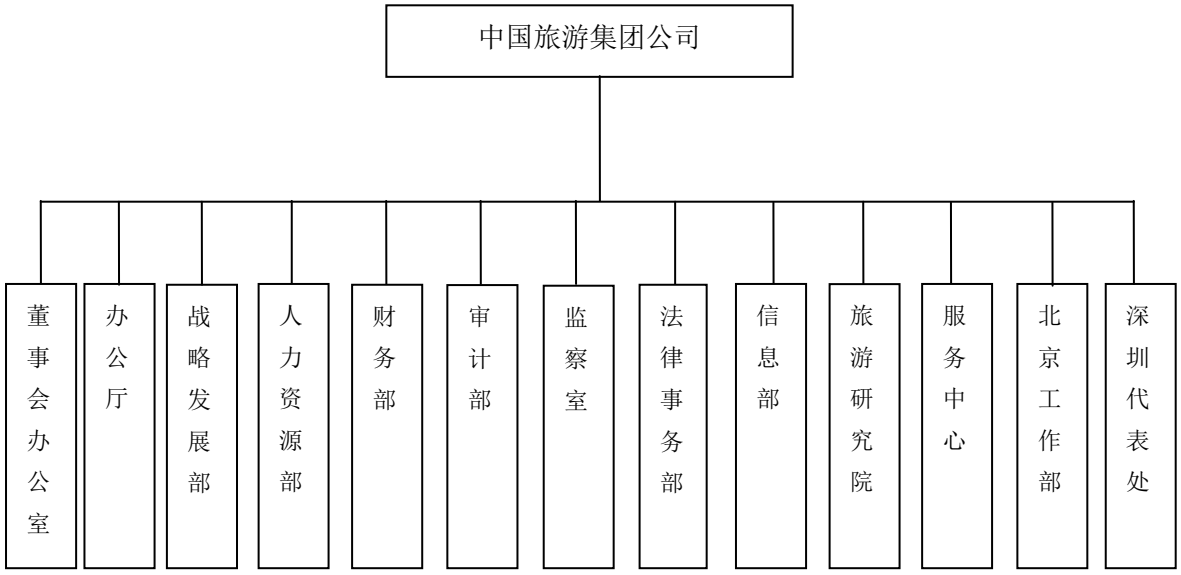
十二、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，维持“11港中旅MTN1”、“12港中旅MTN1”、“14港中旅MTN001”和“14港中旅MTN002”的信用等级为AAA。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	124.94	153.50	224.37	195.42
资产总额(亿元)	750.36	1198.42	1437.00	1451.22
所有者权益(亿元)	200.14	412.63	461.01	470.65
短期债务(亿元)	41.84	31.82	54.08	62.66
长期债务(亿元)	197.66	184.42	194.56	202.78
全部债务(亿元)	239.50	216.24	248.65	265.44
营业总收入(亿元)	265.03	556.78	603.64	131.36
利润总额(亿元)	15.28	49.10	57.50	14.88
EBITDA(亿元)	31.37	73.31	81.20	--
经营性净现金流(亿元)	22.66	92.04	90.75	19.77
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.01	20.71	16.87	--
存货周转次数(次)	1.75	3.03	2.87	--
总资产周转次数(次)	0.36	0.57	0.46	--
现金收入比(%)	105.61	116.15	102.98	127.86
营业利润率(%)	18.67	23.45	25.52	28.42
总资本收益率(%)	3.90	7.00	7.11	--
净资产收益率(%)	5.46	8.35	8.82	--
长期债务资本化比率(%)	49.69	30.89	29.68	30.11
全部债务资本化比率(%)	54.48	34.39	35.04	36.06
资产负债率(%)	73.33	65.57	67.92	67.57
流动比率(%)	110.06	99.02	86.60	88.17
速动比率(%)	76.04	70.86	67.74	69.27
经营现金流动负债比(%)	6.83	16.02	12.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.05	7.67	8.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.63	2.95	3.06	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计；2014 年数据为 2015 年期初数，2015 年数据为 2016 年期初数；现金类资产已剔除受限资金；2017 年 3 月底应付债券中一年内到期的中期票据已调整计入短期债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。