

# 专项评级公告

联合[2015] 2356 号

中国港中旅集团公司于 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》，决定退出钢铁业务，拟无偿转让公司所持唐山国丰钢铁有限公司 58.49%的股权和唐山达丰焦化有限公司 35.09%的股权予河北省人民政府国有资产监督管理委员会。

联合资信评估有限公司通过专项评级，确定在中国港中旅集团公司完成上述股权转让后，将维持中国港中旅集团公司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  
二零一五年十二月十八日

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>

## 中国港中旅集团公司专项评级报告

### 主体长期信用

评级结果: AAA 评级展望: 稳定

### 债项信用

名称	额度	存续期	专项评级结果	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

专项评级时间: 2015 年 12 月 18 日

### 财务数据

项目	2013 年	2014 年	15 年 9 月	*15 年 9 月
现金类资产(亿元)	125.23	200.21	163.36	111.77
资产总额(亿元)	710.70	981.02	1236.48	1032.87
所有者权益(亿元)	278.51	296.38	300.21	218.85
短期债务(亿元)	117.20	290.66	501.04	456.86
全部债务(亿元)	283.30	516.23	717.65	655.54
营业收入(亿元)	513.71	503.14	350.23	212.71
利润总额(亿元)	18.51	20.98	3.92	12.73
EBITDA(亿元)	49.42	55.61	--	--
经营性净现金流(亿元)	-17.34	54.53	79.15	51.89
营业利润率(%)	10.41	13.38	13.97	23.54
净资产收益率(%)	5.01	4.98	--	--
资产负债率(%)	60.81	69.79	75.72	78.81
全部债务资本化比率(%)	50.43	63.53	70.51	74.97
流动比率(%)	159.54	109.41	73.86	72.39
全部债务/EBITDA(倍)	5.73	9.28	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.77	5.07	--	--
经营现金流动负债比(%)	-7.04	12.50	--	--

注: 1. \*2015 年 9 月为模拟划转后的财务数据, 2015 年 9 月及\*2015 年 9 月数据未经审计。

2. 现金类资产中已剔除使用受限的资产; 2013 年、2014 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。

### 分析师

景雪 张豪若

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

### 一、重大事项说明

中国港中旅集团公司(以下简称“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》, 决定退出钢铁业务, 拟无偿转让公司所持唐山国丰钢铁有限公司(以下简称“国丰钢铁”) 58.49% 的股权和唐山达丰焦化有限公司 35.09% (以下简称“达丰焦化”) 的股权予河北省人民政府国有资产监督管理委员会。上述交易尚待商务部、国资委审核。

### 二、评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对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。公司合并范围新增焦作中旅银行股份有限公司(以下简称“中旅银行”)和香港安信信贷有限公司(以下简称“安信信贷”)。在钢铁行业陷入严重产能过剩且普遍亏损的背景下, 公司通过无偿划转钢铁相关业务, 虽然使资产、收入和权益规模均有所下降, 债务负担仍然较重, 但是划转后, 公司整体偿债能力有所提升, EBITDA 和经营活动现金流入量对存续期内债券的保障能力强。

综合考虑, 基于公司完成无偿划转的假设前提, 对模拟划转后公司的状况进行分析, 联合资信将维持公司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。

### 优势

1. 公司已经形成以旅游(包括旅游地产)为主业, 以物流、金融为支柱的业务格局, 产业结构协同性较强。退出钢铁业务使公

司专注于旅游主业的发展。

2. 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。
3. 自2014年起的两年内，公司合并范围新增焦作银行和安信信贷，产业链延伸到旅游金融领域。
4. 目前钢铁行业严重产能过剩，经营压力大；退出钢铁业务对公司整体盈利和偿债能力带来提升。
5. 公司经营活动现金流入量及EBITDA对存续期内债券覆盖程度高。

#### 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. 随着业务发展和金融类子公司的增加，公司债务负担较重，且未来几年资本支出规模较大，存在一定的资金压力。
3. 本次交易为无偿划转，公司资产、收入和权益规模均有下降。
4. 公司经营活动净现金流波动大。

## 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）与中国港中旅集团有限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有限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有限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有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本专项评级结果自发布之日起至中国港中旅集团公司划转唐山国丰钢铁有限公司完成日有效；根据划转事项的实际进展情况及后续评级结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、公司概况

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2014年底，公司实收资本增至70.53亿元。公司实际控制人为国务院国有资产

监督管理委员会。

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

截至2014年底，公司（合并）资产总额981.02亿元，所有者权益合计296.38亿元（含少数股东权益140.55亿元）；2014年公司实现营业收入503.14亿元，利润总额20.98亿元。

截至2015年9月底，公司资产总额1236.48亿元，所有者权益300.21亿元（含少数股东权益151.15亿元）；2015年1~9月，公司实现营业收入350.23亿元，实现利润总额3.92亿元。

基于模拟报表，划转国丰钢铁后，截至2015年9月底，公司资产总额1032.87亿元，所有者权益218.85亿元（含少数股东权益114.63亿元）；2015年1月~9月，公司实现营业收入212.71亿元，实现利润总额12.73亿元。

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

## 二、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》，决定退出钢铁业务，拟无偿转让公司所持唐山国丰钢铁有限公司（以下简称“国丰钢铁”）58.49%的股权和唐山达丰焦化有限公司35.09%（以下简称“达丰焦化”）的股权予河北省人民政府国有资产监督管理委员会。

国丰钢铁是中国大型的热轧带钢生产企业和华北地区大型钢铁生产企业之一，于1993年由唐山市丰南区丰南镇经济发展总公司和中国港中旅组建。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。经过多次股权转让和增资后，截至2015年9月底，国丰钢铁注册资本40316.76万美元，其直接股东香港中旅钢铁有限公司与建豪发展有限公司的

出资比例分别为 58.49%、41.51%，两家公司均为中国国丰集团有限公司（为中国港中旅控股子公司，持股比例为 58.49%，以下简称“国丰集团”）的全资子公司，因此公司间接持有国丰钢铁 58.49% 股权，并将其纳入合并范围。

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，目前资产与收入均超过 200 亿元，拥有员工超过 14000 人，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。主营产品包括热轧卷板、热轧带钢、热轧带肋钢筋、冷硬卷、退火板和镀锌板，产品畅销全国 20 多个省市，出口十几个国家和地区。2014 年，国丰钢铁生产生铁 827 万吨、粗钢 840 万吨、热轧钢材 825 万吨、冷轧钢材 91 万吨；2015 年 1~9 月，国丰钢铁生产生铁 635 万吨、粗钢 630 万吨、热轧钢材 621 万吨、冷轧钢材 79 万吨。2014 年底，公司合并资产总额为 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，公司实现营业收入 239.08 亿元，利润总额 5.45 亿元。截至 2015 年 9 月底，国丰钢铁合并资产总额为 176.02 亿元，所有者权益合计为 84.55 亿元。2015 年 1~9 月，国丰钢铁实现营业收入 134.09 亿元，利润总额-8.15 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，注册资本 1.00 亿元。历经多次股权转让后，由国丰集团和唐山惠达陶瓷（集团）股份有限公司分别持股 60.00% 和 40.00%。公司间接持有达丰焦化 35.09% 股权，并将其纳入公司合并范围。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。2015 年 9 月底，达丰焦化资产总额为 13.60 亿元，所有者权益合计为 8.94 亿元。2015 年 1~9 月，达丰焦化实现营业收入 12.71 亿元，利润总额 -0.40 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。本次退出钢铁业务将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。根据公司公告，未来公司将继续通过积极发展旅游主业、兼并收购旅游及文化相关产业等项目、出售低效无效资产等方式填补退出钢铁业务减少的收入。

本次交易意向已于 2015 年 12 月 3 日取得公司董事会审议通过，公司将在取得商务部、国务院国资委核准及履行其他必要程序后，严格按照有关规定完成此次交易，确保交易平稳运行。

## 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 9 月底合并资产负债表中已合并安信信贷，2015 年 1~9 月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 9 月 30 日的财务数据。

截至 2014 年底，安信信贷资产总额为 130.92 亿港元，所有者权益为 18.28 亿港元。实现营业收入 14.65 亿港元，利润总额 5.88 亿港元。

截至 2014 年底，安信深圳资产总额为 4.01 亿元，所有者权益为 3.80 亿元。实现营业收入

1.03 亿元，利润总额 0.30 亿元。

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。

### 三、划转后企业规模及竞争力

公司是以旅游（包括地产）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领先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。

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。

## 四、经营分析

### 1. 经营概况

划转前，公司已经形成旅游（包括旅行社、酒店、景区、旅游地产）为核心，钢铁、物流和金融等板块为辅的多产业主营结构，近年来营业收入小幅波动，2014 年实现营业收入 503.14 亿元，同比下降 2.06%，主要由于钢材价格下跌导致钢铁业务收入持续下滑，而供应链贸易服务的业务下滑也导致物流板块收入有所下降。当年公司增持中旅银行并将其纳入合并范围，金融业务收入大幅增长。

公司旅游业务毛利率相对稳定，保持在 20% 以上。2014 年铁矿石价格快速下跌，且跌幅高于钢材价格下跌幅度，因此钢铁业务毛利率有所提高。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，改善了毛利率结构，因此物流板块毛利率同比有所提升。金融业务毛利率高，收入占比的上升推动综合毛利率的提升，2014 年公司毛利率为 15.64%，同比上升 4.63%。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 350.23 亿元，同比下降 6.32%，主要系钢材价格不断下降所致，且由于铁矿石价格跌幅趋缓以及钢材价格大幅下降双重因素，钢铁业务出现亏损。当期公司收购安信信贷和安信深圳，金融板块进一步扩张，收入显著增加。

如下表所示，钢铁业务划转后，公司其他板块业务无变化，但收入规模显著下降。2015 年 1~9 月营业收入为 212.71 亿元，较划转前下降 39.26%；但由于钢铁业务目前盈利能力低，划转后整体毛利率升至 24.73%，毛利润为 52.60 亿元，较划转前基本持平。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

板块	2013年			2014年			2015年1~9月			*2015年1~9月		
	收入	占比	毛利率									
旅游	142.92	27.82	22.39	144.88	28.80	22.22	115.40	32.95	22.80	115.40	54.25	22.80
钢铁	260.06	50.62	4.78	238.15	47.33	7.79	137.52	39.26	-0.33	--	--	--
物流	85.44	16.63	5.61	79.67	15.83	7.02	50.42	14.40	8.63	50.42	23.70	8.63
金融	0.84	0.16	71.81	16.39	3.26	53.79	24.80	7.08	64.55	24.80	11.66	64.55
其他	24.45	4.76	27.62	24.05	4.78	27.54	22.09	6.31	26.86	22.09	10.39	26.86
<b>合计</b>	<b>513.71</b>	<b>100.00</b>	<b>11.01</b>	<b>503.14</b>	<b>100.00</b>	<b>15.64</b>	<b>350.23</b>	<b>100.00</b>	<b>14.89</b>	<b>212.71</b>	<b>100.00</b>	<b>24.73</b>

资料来源:公司提供

注:\*2015年1~9月为模拟无偿划转完成后的模拟数据。

## 2. 旅游及地产

### 旅游

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、港中投经营。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区域综合性旅游集团,拥有内地和香港完整的服务链条和全民的配套能力。

截至2015年9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11个国家的13间海外旅行社,62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。

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(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。

近年来国民游消费持续旺盛,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。2014年公司的旅游接待人次为1455万人次,同比增长10.06%;2015年1~9月的接待人次为1024万人次。公司2014年度旅行社业务产生的营业收入100.81亿元,同比增长1.85%;营业毛利润为8.43亿元,同比上升3.27%。

酒店业务方面,近几年公司酒店接待游客人数波动不大。2014年,公司旗下酒店共接待游客124.20万人次,同比下降1.02%。2014年公司酒店业务产生的营业收入13.92亿元,同比增长4.67%,营业毛利润为8.37亿元,同比上升3.43%。由于港澳地区市场下滑,同时部分酒店进行客房装修改造,2015年1~9月,共接待游客95.44万人次,同比下降7.62%;酒店业务产生的营业收入为11.93亿元,营业毛利润为7.13亿元。

### 地产

2013年,经过内部重组,公司形成了以全资子公司一成得投资有限公司(以下简称“成得投资”)为控股平台,以港中旅(中国)投资有限公司(以下简称“深中投”)为管理平台的集团房地产专业化板块公司。成得投资下设浙江港中旅、成得杭州、成得苏州、成得太湖、燕郊海泉湾等公司,深中投下设沈阳置业、宁波置业、物业管理等项目公司。

公司“旅游地产”的独特开发模式,能够满足地方政府提高城市形象、创造经济效益和社会效益等多方面的综合需要,从而为公司获得稀有土地资源创造有力的条件,其形成的优势就是较低的土地成本和独特的旅游地产产品。

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。2014年公司商品房在开发面积131.40万平方米,完成开发面积2.78万平方米;

销售面积 10.53 万平方米，商品房销售收入 16.62 亿元，同比增长 16.96%，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。2015 年 1~9 月，公司商品房在开发面积 164.00 万平方米，销售面积 30.06 万平方米，回收房款 35.29 亿元。

目前公司在建旅游地产项目 9 个，分布在宁波、苏州、杭州、青岛、鞍山、宜春和燕郊等旅游城市，建筑面积合计 128.24 万平方米，预计总投资 106.22 亿元，截至 2015 年 9 月底已完成投资 68.65 亿元。

表 2 截至 2015 年 9 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
宁波项目	住宅	13.69	2015年12月	171529	126529
苏州新区项目	住宅/商业	17.14	2015年12月	177409	146037
杭州三墩项目	住宅/商业	21.16	2016年4月	248705	180267
杭州丁桥项目	住宅/商业	17.15	2016年4月	162771	117547
青岛项目4.2区	住宅	15.97	2015年12月	80000	27735
鞍山项目1.2期	住宅	1.03	2016年9月	8236	2359
江西宜春一期	住宅	14.50	2016年3月	66786	29434
燕郊一期北区	住宅	27.26	2016年9月	144000	48895
燕郊艺术中心	艺术中心	0.34	2016年9月	2789	7695
合计	--	128.24	--	1062225	686498

资料来源: 公司提供

2005 年以来，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，为公司旅游及房地产业务拓展了发展空间，为房

地产业的可持续发展提供了有力的保障。截至 2015 年 9 月末，公司的土地储备量为 180.22 万平方米，不存在两年未开发土地的情况。

表 3 截至 2015 年 9 月底主要旅游地产项目土地储备情况 (单位: 万平方米、万元)

项目	预计开工时间	预计竣工时间	占地面积	预计总投资
珠海海泉湾二期工程	尚未确定	尚未确定	95.00	尚未确定
咸阳海泉湾	尚未确定	尚未确定	3.00	51300
港中旅安吉项目悠然美地·观竹轩一期 B、C 区	2016.7.1	2019.4.1	5.64	46533
燕郊项目	2016 年	2019	35.15	450600
青岛二区	待定	待定	28.85	待定
鞍山项目	待定	待定	4.58	待定
金堂项目	2016 年	2018	8.00	51000
合计	--	--	180.22	--

资料来源: 公司提供

### 3. 钢铁

公司钢铁板块的经营实体是本次无偿划转的主要标的公司国丰钢铁。国丰钢铁主营钢铁产品的生产和销售。目前，国丰钢铁已经形成年产铁、钢、材各 850 万吨及 120 万吨冷轧产品生产能力，目前资产与收入均超过 200 亿元，拥有员工超过 14000 人，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，国丰钢铁生产生铁 827 万吨、粗钢 840 万吨、热轧钢材 825 万吨、冷轧钢材 91 万吨。

国丰钢铁主要原材料为铁矿石、焦炭、煤和电。国丰钢铁从达丰焦化按照市场价采购部分焦炭，并利用中国国丰境外融资平台采购外矿粉。近年来，国丰钢铁铁矿石年采购量均超过 1200 万吨，其中 2014 年为 1273.58 万吨，同比保持稳定。国丰钢铁通过技术研发来提高高炉炼铁过程中的喷煤比，2014 年焦炭和煤炭采购量分别为 326.21 万吨和 204.45 万吨，同比分别减少 11.60 万吨和增加 11.51 万吨，随着采购价格持续下降，国丰钢铁生产成本控制压力有所减轻。

国丰钢铁主营产品包括热轧卷板、热轧带

钢、热轧带肋钢筋、冷硬卷、退火板和镀锌板，产品畅销全国20多个省市，出口十几个国家和地区。近年来，国丰钢铁主要钢材产品除自用于深加工外，产销率始终保持较高水平。产品价格方面，由于2012年以来钢铁行业景气度持续低迷，下游用钢领域需求不振，国丰钢铁主要钢材产品价格近年均呈下降态势。进入2015年，随着全国经济增速进一步下滑至7%以下，钢铁市场供需矛盾更加突出，国丰钢铁主要产品带钢、卷板等产品销售均价较2014年全年水平大幅下降，利润受到严重挤压，面临较大的经营压力，毛利率呈现为负。

铁和达丰焦化股权全部转让，钢铁相关业务全部剥离。由于国丰钢铁企业规模较大，剥离后对公司整体规模产生明显影响。但考虑到钢铁行业景气度持续低迷、钢材价格波动的背景下，此次划转有利于公司摆脱相关行业风险，专注于优势的旅游主业，提升整体盈利水平。

#### 4. 物流

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

##### 综合物流服务

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

公司跨境综合物流服务的目标客户主要由直接客户和国际货代同行两种类型。公司采取口岸门户销售和内陆城市点面销售相结合的销售模式。目前，公司支付给承运人的国际运输费一般以双方订立的合作协议为基础，但受市场行情波动影响，承运人的定价浮动十分频繁，对公司的业务收入也有一定影响。提货、送货、转关和中转等内陆运输费用根据交通运输部颁布的收费标准，结合市场指导价，在允许范围内以运输公里数或车次等为基础，合理定价收费。单证、装卸、仓储、短驳等费用一般较为长期固定。2014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79.77亿元，同比下降6.63%，营业毛利润为5.64亿元，同比增长19.55%。

##### 供应链贸易服务

公司供应链贸易业务的目标客户主要为

表4 国丰钢铁主要产品产销情况

产品名称		2012年	2013年	2014年	15年1-9月
卷板	产量(万吨)	488.21	514.10	550.62	413.19
	销量(万吨)	466.90	424.72	458.46	344.82
	销售均价(元/吨)	3467.65	3185.52	2828.13	2052.40
带钢	产量(万吨)	278.84	280.63	274.14	207.47
	销量(万吨)	277.83	281.44	271.40	211.18
	销售均价(元/吨)	3233.32	2964.75	2591.34	1858.01
螺纹钢	产量(万吨)	8.24	6.87	--	--
	销量(万吨)	8.19	5.53	1.52	--
	销售均价(元/吨)	3641.45	2870.81	2494.32	--
轧硬卷板	产量(万吨)	17.53	93.34	90.89	78.99
	销量(万吨)	11.96	69.48	66.48	46.08
	销售均价(元/吨)	3564.37	3426.94	3238.28	2348.69
镀锌卷板	产量(万吨)	4.80	22.85	25.71	35.99
	销量(万吨)	3.89	22.73	26.09	35.35
	销售均价(元/吨)	3847.65	3760.36	3531.12	2621.49

资料来源：公司提供

注：卷板系热轧卷板，为轧硬卷板原料产品，轧硬卷板为镀锌卷板的原料产品。

截至2015年9月底，国丰集团合并资产总额为203.61亿元，所有者权益合计为90.36亿元(其中少数股东权益4.74亿元)。2015年1~9月，国丰集团实现营业收入137.52亿元，利润总额-8.82亿元。2015年前三季度，受钢材价格大幅下降的影响，国丰钢铁营业利润率及利润总额均为负值。经过本次无偿划转，国丰钢

原材料生产商、生产加工型企业、大中型商贸企业。港中旅物流供应链贸易业务采用现销方式和赊销方式结合。

公司供应链贸易业务的收入主要来源于提供采购服务和分销服务收取的中间费用，部分来源于自主采购及与其他方共同采购模式下赚取的产品价格波动的差额收益。由于供应链贸易业务竞争较为激烈，公司服务费收费标准参照同行业平均水平。2013年，公司加大电子产品指定采购业务，供应链贸易转型初见成效，供应链贸易业务实现营业收入39.78亿元，同比增长48.10%，毛利率为1.63%，同比下降0.19个百分点。2014年，公司物流供应链贸易营业收入为32.32亿元，同比下降18.75%，营业毛利润为0.63亿元，同比下降3.08%。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，14年又收购了德祥集团，主要从事进口分拨业务，未来集团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。

## 5. 金融

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年收入和毛利润分别为16.39亿元和8.08亿元，同比大幅增加，主要由于公司于2013年底对中旅银行增资，持股比例由19.99%增至50.50%并于2014年起将其纳入合并范围。截至2015年9月末，资产总额由入股前141.5亿元增加至377.5亿元，年复合增长率约38.7%；各项存款余额由122.5亿元增加至239.0亿元，年复合增长率约25.0%；贷款余额由81.8亿元增加至156.4亿元，年复合增长率约24.1%。此外，公司于2015年5月，完成对安信信贷和安信深圳的股权收购，金融板块收入大幅提升，2015年1~9月实现收入24.80亿元，毛利率升至64.55%，归属于集团的利润总额为1.39亿元。

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：本地及用工贷款、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。安信信贷合并范围2014年底贷款规模为55.45亿元（因财团在收购后即刻将按揭业务卖给东亚银行，故此数额未包含按揭贷款），按揭贷款余额为46.64亿元。2015年9月底，贷款规模为58.37亿元。

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。截至2015年9月底，安信信贷合并范围逾期贷款2.73亿港元，不良贷款准备金规模为2.04亿元，1~9月坏账及损失计提3.76亿元。

## 6. 其他

公司同时还从事发电、资产管理等其他业务，其中资产管理业务主要由中国港中旅资产经营公司负责，主要业务为接收、管理和处置集团及所属企业划转或委托管理的资产。2014年公司其他业务实现营业收入 24.05 亿元，毛利率 27.54%，近几年整体变化不大。

## 7. 经营效率

从经营效率指标看，2012年~2014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均持续下降，三年权重平均值为6.65次、4.30次和0.68次，2014年分别为6.10次、3.29次和0.59次。

## 8. 发展规划

公司未来几年的发展规划是：集团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，2015~2017年，公司未来三年计划投资主要是集中在旅游综合资源、房地产和钢铁板块，分别计划投资96.00亿元、94.00亿元及79.00亿元。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，整体竞争能力有望提升，发展前景看好。

## 五、财务分析

### 1. 财务质量及概况

公司 2013~2014 年财务数据均已经大华会计师事务所有限公司（特殊普通合伙）审计，

并出具标准无保留审计结论。公司提供的 2015 年 9 月财务数据和模拟划转后 2015 年 9 月财务数据未经审计。此次剥离国丰钢铁和达丰焦化对公司财务报表多个科目产生较大影响。以下财务分析主要基于公司 2014 年和 2015 年 9 月数据，并结合 2015 年 9 月模拟报表进行对比分析。

2014 年底公司纳入合并报表范围内的二级子公司 14 家，新增中旅银行。2015 年 9 月底，公司合并范围内新设港中旅投资（上海）有限公司和港中旅中财股权投资管理（上海）有限公司两家二级公司。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 981.02 亿元，所有者权益 296.38 亿元（其中少数股东权益 140.55 亿元）；2014 年公司实现营业收入 503.14 亿元，利润总额 20.98 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司资产总额 1236.48 亿元，所有者权益 300.21 亿元（含少数股东权益 151.15 亿元）；2015 年 1 月~9 月底，公司实现营业收入 350.23 亿元，实现利润总额 3.92 亿元。

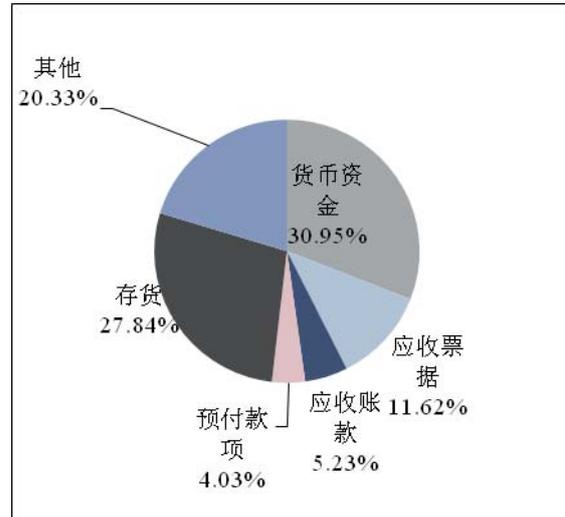
划转后，截至 2015 年 9 月底，公司资产总额 1032.87 亿元，所有者权益 218.85 亿元（含少数股东权益 114.63 亿元）；2015 年 1 月~9 月，公司实现营业收入 212.71 亿元，实现利润总额 12.73 亿元。

## 2. 资产质量

### 划转前

截至 2014 年底，公司资产总额 981.02 亿元，同比增长 38.04%，其中，流动资产占 48.64%，非流动资产占比 51.36%，公司资产以非流动资产为主。截至 2014 年底，公司流动资产 477.17 亿元，主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。

图 1 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司货币资金为 147.67 亿元，其中现金及银行存款占比 97.26%，其他货币资金占比 2.74%，其中受限资金为 44.43 亿元，受限比例较高。

截至 2014 年底，公司应收票据合计 55.47 亿元，同比下降 11.47%，以银行承兑汇票为主，主要系国丰钢铁的应收货款票据等。

截至 2014 年底，公司存货余额 133.32 亿元，主要由原材料（16.16 亿元）、在建房地产开发成本（100.87 亿元）和已完工开发产品（9.06 亿元）构成。公司总计存货跌价准备为 0.36 亿元，主要是对原材料和库存商品计提的跌价准备，土地、物业类存货资产跌价风险较低。

截至 2014 年底，公司其他流动资产为 81.54 亿元，主要为理财产品（73.17 亿元）和委托贷款（5.70 亿元）等。

截至 2015 年 9 月底，公司流动资产合计 514.81 亿元，较 2014 年底增长 7.89%，其中，现金类资产合计 163.36 亿元（受限的金额为 62.16 亿元），占流动资产比例为 31.73%。资产构成方面，货币资金和存货规模分别增加 50.97 亿元和 17.33 亿元，占流动资产比例分别为 38.59% 和 29.18%；应收票据较上年下降 62.00%，主要是国丰偿还集团债务支付 20 亿票据（集团已贴现），另一方面，国丰加强了现金

回流，导致应收票据减少 14.5 亿元。

截至 2014 年底，公司非流动资产 503.85 亿元，主要由固定资产（占 39.08%）、发放贷款及垫款（占 20.42%）和其他非流动资产（占 10.03%）构成。

2014 年公司新增发放贷款及垫款净值 102.90 亿元，占非流动资产总额的 20.42%，系合并中旅银行所致。公司贷款和垫款原值 120.38 亿元，按行业分，主要为制造业、金融业、批发和零售业等，占比分别为 33%、21% 和 11%；按地区分，华中地区占比 81%，其余各地区占比较小；按担保方式分，主要为附担保物贷款和保证贷款。贷款余额中逾期贷款共计 3.69 亿元，其中逾期 1~90 天的为 2.52 亿元、逾期 90 天~360 天的为 0.97 亿元、逾期 360 天~3 年的为 0.20 亿元，逾期 3 年以上的为 9.70 万元，共计提损失准备 17.48 亿元，计提较充分。

截至 2014 年底，公司固定资产账面原值合计为 422.81 亿元，主要为房屋及建筑物、机器设备、运输工具和其他，累计折旧合计 223.09 亿元，固定资产账面净值为 199.72 亿元，减值准备 2.81 亿元，期末账面价值合计 196.91 亿元。

截至 2014 年底，公司其他非流动资产为 50.55 亿元，主要由购买安信的预付投资款（18.50 亿元）、应收款项类投资（22.54 亿元）等构成。

截至 2015 年 9 月底，公司非流动资产合计 721.67 亿元较 2014 年底增长 43.23%。持有至到期投资增加 12.58 亿元，主要是中旅银行长期投资项目；发放贷款及垫款增加 97.31 亿元，系中旅银行业务增长及合并安信信贷所致；商誉增加 34.10 亿元，主要来自购买安信增加 18.27 亿元，购买英国 KG 酒店增加 15.83 亿元。固定资产增加 20.20 亿元，主要是新购买英国 KG 酒店（拥有 44 家酒店）增加 29.23 亿元。其他资产科目较 2014 年底基本保持稳定。

#### 划转后

划转后，截至 2015 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 1032.87 亿元，其中流动资产占

41.60%，非流动资产占 58.40%。流动资产合计 429.63 亿元，较划转前下降 16.55%，其中货币资金、应收票据和存货分别下降 17.81%、98.90% 和 9.48%。现金类资产为 111.77 亿元，受限金额为 57.52 亿元。非流动资产合计 603.23 亿元，较划转前下降 16.41%，其中固定资产和无形资产分别下降 40.86% 和 35.95%。

总体看，近年来公司房地产开发力度的加大，同时随着中旅银行和安信信贷的收购并表，金融投资业务发展很快，存货和金融类资产占比较大。钢铁业务子公司划转出表后，公司资产规模有所下降。总体看，公司整体资产质量较好。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

##### 划转前

截至 2014 年底，公司所有者权益合计为 296.38 亿元（含少数股东权益 140.55 亿元）；公司归属母公司的所有者权益主要由实收资本（占 47.19%）、资本公积（占 3.29%）、其他综合收益（占 4.94%）、盈余公积（占 14.59%）和未分配利润（占 29.78%）构成。

截至 2014 年底，公司实收资本 73.53 亿元，2014 年国务院国资委对公司增资 3.00 亿元；资本公积为 5.12 亿元，其他综合收益 7.70 亿元，构成主要由外币报表折算差额 3.66 亿元，可供出售金融资产公允价值变动 2.29 亿元，资产价值上升 1.74 亿元和其他 0.01 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益合计 300.21 亿元，较 2014 年底增长 1.29%，其中未分配利润的下降 5.64 亿元。减少的金额包括 1-9 月归母公司净利润为 -3.16 亿，提取职工奖励基金 1.25 亿元，以及提取储备基金及盈余公积 1.23 亿元。

划转后，截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益合计 218.85 亿元，较 2014 年底下降 26.16%，其中由于国丰钢铁 100% 股权的划出，资本公积由 5.12 亿元降至 -42.80 亿元，而未分

配利润升至 44.82 亿元。

总体看，钢铁业务子公司划出公司权益规模有所下降，公司所有者权益稳定性弱化。

#### 负债

##### 划转前

截至 2014 年底，公司负债总额为 684.65 亿元，同比增长 58.41%，其中流动负债占 63.70%，非流动负债占 36.30%，公司负债结构以流动负债为主。

截至 2014 年底，公司流动负债为 436.14 亿元，同比增长 77.13%，其中合并范围变化带来的新增吸收存款及同业存放、中央银行借款、拆入资金、卖出回购金融资产款占 48.74%，其余主要是短期借款、应付账款、预收账款和其他应付款、一年内到期的非流动负债等。截至 2014 年底，公司非流动负债 248.51 亿元，主要由长期借款、应付债券和递延收益构成，同比增长 33.63%，主要因公司 2014 年发行共计 36 亿元的中期票据以及共计 10 亿美元的美元债券而导致应付债券大幅增长所致，递延收益的增长主要来自基础设施补偿款的增加。

截至 2015 年 9 月底，公司负债总额为 936.27 亿元，较 2014 年底增长 36.75%，主要来自吸收存款及同业存放、短期借款和拆入资金的增加，导致流动负债占比增加 74.45%，非流动负债占比减少到 25.55%。

有息债务方面，截至 2014 年底，公司全部债务 516.23 亿元，同比大幅增长 82.22%；其中短期债务占比 56.30%（含应付票据），资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 69.79%、43.22%和 63.53%。截至 2015 年 9 月底，公司全部债务 717.60 亿元，其中短期债务占 69.82%，资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 75.72%、41.91%和 70.51%。整体看，随着公司业务规模的扩大，且 2014 年中旅银行纳入合并范围，公司债务水平上升，债务负担加重。

##### 划转后

截至 2015 年 9 月底，公司负债总额为

814.02 亿元，其中流动负债占比 72.91%，非流动负债占比 27.09%，仍以流动负债为主。公司流动负债 593.50 亿元，较划转前减少 103.53 亿元，短期借款、应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债均有不同程度的下降，但负债结构较划转前变化不大。公司非流动负债 220.52 亿元，较划转前主要是长期借款有所下降。

划转后，2015 年 9 月底，公司全部债务 655.54 亿元，其中短期债务占 69.69%，资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 78.81%、47.59%和 74.97%，较划转前均有所上升。

总体看，近年来，随着公司经营业务的逐步开展，公司负债规模逐年提升，有息债务逐年扩张。2014 年收购中旅银行后，债务水平迅速上升。但考虑到银行业务性质，实际偿债压力低于指标上升幅度。划转后债务规模有所下降，但仍存在一定的偿债压力。

#### 4. 盈利能力

##### 划转前

2014 年公司营业收入 503.14 亿元，营业成本为 431.36 亿元，同比分别下降 2.06% 和 5.64%，主要由于钢铁和物流业务收入有所下降，但整体收入仍保持较大规模，营业利润率为 13.38%，同比上涨 2.97 个百分点。2014 年，公司实现公允价值变动收益 1.47 亿元，来源于投资性房地产升值收益 1.05 亿元和所投股票价格变化收益 0.42 亿元；实现投资收益 7.72 亿元，主要是处置长期股权投资产生的投资收益 3.87 亿元、权益法核算的长期股权投资收益 1.06 亿元和其他 1.23 亿元。2014 年，公司实现营业外收入 3.40 亿元，同比增长 55.91%，主要为政府补助和固定资产处置利得。2014 年公司实现利润总额 20.98 亿元，同比增长 13.39%。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 350.23 亿元，占 2014 年全年的 69.61%。同期，公司营业利润率 13.97%；利润总额和净利润分别为 3.92

亿元和1.43亿元，受国丰钢铁亏损影响，同比分别大幅下降74.32%和86.49%。

#### 划转后

2015年1~9月，公司实现营业收入212.71亿元，较划转前下降39.26%，减少部分全部为钢铁业务收入；营业利润率大幅提升至23.54%。同时，公司利润总额和净利润分别增至12.73亿元和8.04亿元。

总体看，公司收入及利润规模较大，但受钢铁行业景气度波动影响，整体盈利能力下降。划转后，钢铁业务的退出导致营业收入明显减少，但实际盈利能力显著提高。

#### 5. 现金流及保障

2014年公司经营活动产生的现金流入量为656.57亿元，现金收入比为106.91%，收入实现质量尚可。当年新增大规模金融类经营活动现金流入，经营活动产生的现金流量净额达到54.53亿元。

2014年，公司投资活动现金流入量554.50亿元，其中收回投资收到的现金369.83亿元，主要来自于中旅银行开展的金融投资业务、中金收回各项投资产品和集团出售幸福人寿股权所产生的现金流。公司收到其他与投资活动有关的现金，主要是银行理财产品的收回，另有部分处置子公司及其他单位收到的现金流入。公司投资活动现金流出量为578.10亿元，其中投资支付的现金为422.30亿元。2014年，公司投资活动产生的现金流量为-23.59亿元。

公司筹资活动现金流主要由取得借款和偿还债务发生的流入和流出构成，2014年筹资活动现金流量净额为4.92亿元。

2015年1~9月，公司经营活动现金净流量79.15亿元。经营活动现金流入的增长主要来自于收到其他与经营活动有关的现金334.44亿元，其中中旅银行投资业务收回投资314.67亿元；经营活动现金流出的增长主要源于支付其他与经营活动有关的现金388.88亿元，其中中旅银行投资业务支付投资款流出355.76亿元；

公司现金收入比为128.33%。2015年1~9月，公司投资活动现金流净额为-71.56亿元，筹资活动现金净流量为22.33亿元。

#### 划转后

2015年1~9月，公司销售商品、提供劳务收到的现金较国丰钢铁剔除前减少35.60%；公司经营活动、投资活动和筹资活动现金净流量分别为51.89亿元、-77.58亿元和51.43亿元。公司现金收入比为136.07%。

总体看，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，但经营活动现金流净额波动较大。投资活动支付的现金规模较大，对外筹资仍是解决资金余缺的主要手段。钢铁业务剥离后，公司经营活动保持较强的获现能力，收入实现质量提高；投资活动现金支出增加，对外融资压力较大。

#### 6. 偿债能力

##### 划转前

从短期偿债指标来看，2014年底公司流动比率、速动比率分别为109.41%和78.94%，经营现金流流动负债比为12.50%。截至2015年9月底，公司流动比率和速动比率分别为73.86%和52.31%。公司货币资金充裕。整体来看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看，2014年，公司EBITDA利息保护倍数为5.07倍，全部债务/EBITDA保护倍数为9.28倍。总体来看，公司整体偿债能力较强。

##### 划转后

从短期偿债指标看，截至2015年9月底，公司流动比率和速动比率分别为72.39%和49.48%，短期偿债能力较划转前变化不大。考虑到钢铁业务发生亏损，剥离后公司整体利润水平大幅上升，公司长期偿债能力获得提升。

#### 7. 存续期内债券偿还能力分析

目前公司存续期内债券包括四期中期票据和一期超短融资券：“11港中旅MTN1”、“12

港中旅 MTN1”、“14 港中旅 MTN001”、“14 港中旅 MTN002” 和 “15 港中旅 SCP001”，合计额度 95 亿元。

#### 划转前

2014 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为存续期内债券合计额度的 0.54 倍、6.91 倍和 0.57 倍，公司 EBITDA 和经营活动现金流对存续期内债券的保障能力较好。

截至 2015 年 9 月底，公司本部共获得银行授信 284.64 亿元，其中未使用额度为 154.34 亿元。公司合并范围共获得银行授信 494.73 亿元，其中未使用额度为 274.35 亿元。公司间接融资渠道畅通。

截至 2015 年 9 月底，公司合并范围对外担保为 6.68 亿元，其中公司为芒果网有限公司于平安银行开立保函提供人民币 2 亿额度担保，已开出保函金额为 1.12 亿元人民币及 200 万港币；其他对外担保金额为 5.55 亿元人民币。

#### 划转后

2015 年 1~9 月，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为 702.65 亿元和 51.89 亿元，分别为划转前同期的 81.27% 和 65.56%，对存续期内债券合计额度的倍数为 7.39 倍和 0.54 倍。考虑到公司旅游和物流板块经营较为成熟，金融板块快速发展且可产生较大规模现金流，且划转后公司利润水平显著提升，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对存续期内债券的保障能力强。

截至 2015 年 9 月底，公司本部共获得银行授信 284.64 亿元，其中未使用额度为 154.34 亿元。公司合并范围共获得银行授信 328.73 亿元，其中未使用额度为 170.18 亿元。公司间接融资渠道畅通。

截至 2015 年 9 月底，公司合并范围对外担保情况与划转前无重大变化。

#### 8. 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：G-1011010203546920A），截至 2015 年 12 月 11 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。

#### 9. 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。

### 八、结论

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，以物流、金融为支柱产业的业务格局，产业结构协同性较强。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。公司整体资产质量较好，随着业务发展和金融类子公司的增加，债务规模快速扩大，债务负担重，营业收入规模大，经营活动获取现金能力较强。整体看，公司主体信用风险极低。

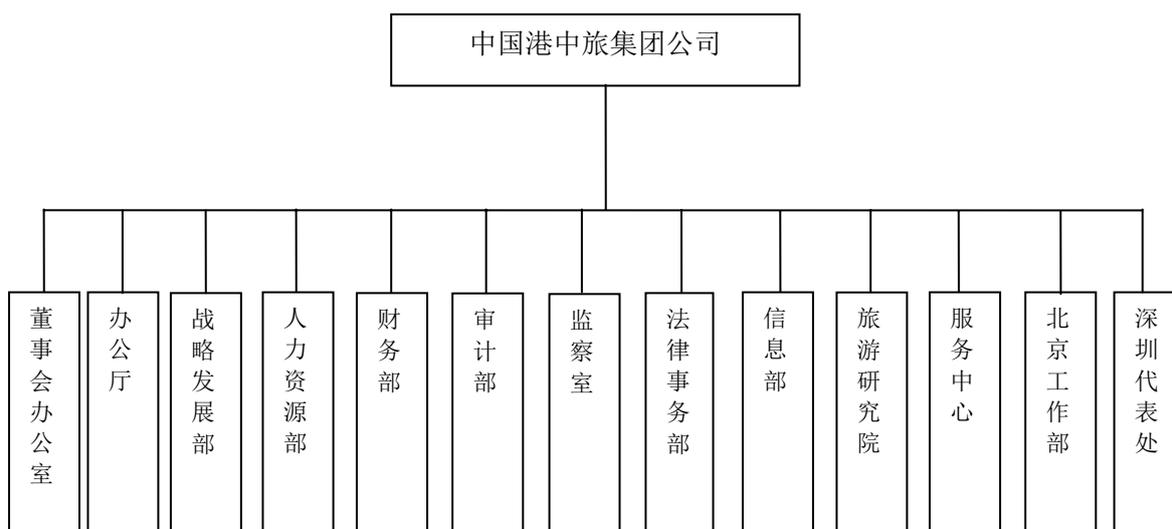
本次钢铁业务子公司无偿划转后，根据模拟财务数据，公司资产和收入规模明显下降，但盈利水平显著提高。在钢铁行业陷入严重产能过剩企业亏损的背景下，实现转让将使公司专注旅游主业的发展，有助于稳固公司整体财务状况，提升公司盈利能力。划转后，公司整体偿债能力有所提升，EBITDA 和经营活动现金流流入量对存续期内债券的保障能力强。

综合考虑，基于公司完成无偿划转的假设前提，对模拟划转后公司的状况进行分析，联合资信将维持公司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。

### 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 9 月	*2015 年 9 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	125.23	200.21	163.36	111.77
资产总额(亿元)	710.70	981.02	1236.48	1032.87
所有者权益(亿元)	278.51	296.38	300.21	218.85
短期债务(亿元)	117.20	290.66	501.04	456.86
长期债务(亿元)	166.10	225.57	216.61	198.68
全部债务(亿元)	283.30	516.23	717.65	655.54
营业收入(亿元)	513.71	503.14	350.23	212.71
利润总额(亿元)	18.51	20.98	3.92	12.73
EBITDA(亿元)	49.42	55.61	--	--
经营性净现金流(亿元)	-17.34	54.53	79.15	51.89
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	6.79	6.10	--	--
存货周转次数(次)	4.49	3.29	--	--
总资产周转次数(次)	0.74	0.59	--	--
现金收入比(%)	110.43	106.91	128.33	136.07
营业利润率(%)	10.41	13.38	13.97	23.54
总资本收益率(%)	3.99	3.16	--	--
净资产收益率(%)	5.01	4.98	--	--
长期债务资本化比率(%)	37.36	43.22	41.91	47.59
全部债务资本化比率(%)	50.43	63.53	70.51	74.97
资产负债率(%)	60.81	69.79	75.72	78.81
流动比率(%)	159.54	109.41	73.86	72.39
速动比率(%)	107.15	78.94	52.31	49.48
经营现金流流动负债比(%)	-7.04	12.50	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.77	5.07	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.73	9.28	--	--

注：1. \*2015 年 9 月为模拟划转后的财务数据，2015 年 9 月及\*2015 年 9 月数据未经审计。

2. 现金类资产中已剔除使用受限的资产；2013 年、2014 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。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	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+向中央银行借款+吸收存款及同业存放+拆入资金+卖出回购金融资产款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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 中长期债券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，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：主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。