

信用等级公告

联合〔2019〕1962号

联合资信评估有限公司通过对中国旅游集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国旅游集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“14 港中旅 MTN001”和“14 港中旅 MTN002”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月十六日



中国旅游集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AAA
上次主体长期信用等级: AAA

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
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

本次评级展望: 稳定
上次评级展望: 稳定

评级时间: 2019年7月16日

财务数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
现金类资产(亿元)	224.37	161.68	138.23	182.33
资产总额(亿元)	1437.00	1470.74	1008.16	1067.41
所有者权益(亿元)	461.01	441.55	436.45	458.88
短期债务(亿元)	112.99	117.71	163.27	136.56
长期债务(亿元)	194.56	156.26	125.79	165.27
全部债务(亿元)	307.56	273.96	289.05	301.82
营业总收入(亿元)	603.64	629.84	669.39	184.36
利润总额(亿元)	57.50	63.70	64.73	26.79
EBITDA(亿元)	81.20	86.25	88.24	--
经营性净现金流(亿元)	90.75	43.61	31.40	33.15
营业利润率(%)	25.52	29.49	38.93	45.34
净资产收益率(%)	8.82	9.88	10.72	--
资产负债率(%)	67.92	69.98	56.71	57.01
全部债务资本化比率(%)	40.02	38.29	39.84	39.68
经营现金流动负债比(%)	86.60	71.91	129.72	143.68
流动比率(%)	3.79	3.18	3.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.27	8.80	8.55	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.02	5.14	7.51	--

注: 2019年一季度财务数据未经审计; 2016年数据为2017年期初数; 现金类资产已剔除受限资金; 其他流动负债中有息债务已计入短期债务和全部债务, 长期应付款中有息债务已计入长期债务和全部债务

分析师: 刘嘉敏 郭察理

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

中国旅游集团有限公司(以下简称“公司”)作为中国最大的综合性旅游集团,是一家经营历史悠久、旅游产业链条完整、旅游要素齐全、经营规模大、品牌价值高的旅游企业集团,目前已形成以旅游文化为主业,同时涵盖旅行服务、旅游零售、旅行酒店、旅游投资运营(景区)、旅游新业态、旅游特色金融、旅游地产等相关旅游业态和细分领域的业务布局,经营网络遍布香港、内地及海外,整体竞争优势明显。跟踪期内,公司相继中标上海浦东国际机场、虹桥国际机场、嘉年华旗下歌诗达邮轮等38项免税经营权,免税业市场份额进一步提升,旅游核心业务收入及毛利率持续增长,盈利能力增强。此外,公司于2019年1月完成海南省免税品有限公司(以下简称“海免公司”)51%股权划入,免税业务竞争实力进一步提高。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,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,免税业务面临租金上涨压力等因素可能给公司经营发展带来的影响。公司EBITDA和经营活动现金流入量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余额保障能力强。

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相关主业,同时积极协调发展旅游地产和旅游特色金融等产业,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主体长期信用等级为AAA,维持“14港中旅MTN001”和“14港中旅MTN002”信用等级为AAA,评级展望为稳定。

优势

1. 公司是国务院国资委直属最大的综合性旅游集团，并通过控股中国国旅股份有限公司和香港中旅国际投资有限公司两家上市公司实现中国内地及香港地区的跨区域经营，拥有完整的旅游服务链条和全面的配套能力，行业竞争优势明显。
2. 跟踪期内，公司相继中标上海浦东国际机场、虹桥国际机场、嘉年华旗下歌诗达邮轮等 38 项免税经营权，免税业市场份额进一步提升，旅游主业收入及毛利率持续增长，整体盈利能力强。
3. 公司受政府的支持力度大，2019 年 1 月，海南省国资委将持有的海免公司 51% 股权划转至公司。随着渠道整合和规模效益的显现，公司免税行业竞争力将持续增强。
4. 跟踪期内，公司 EBITDA 对应付债券年度最高偿还额的覆盖程度较高。

关注

1. 公司主营所处旅游行业及相关产业易受宏观经济景气度波动以及突发公共事件影响。
2. 跟踪期内，公司对子公司焦作中旅银行股份有限公司因失去实际控制而转入长期股权投资核算，受此影响公司资产规模下降，旅游金融业务收入下降明显。
3. 跟踪期内，受各地房地产政策调控力度的影响，公司旅游地产的竣工结算和收入确认规模有所波动，未来旅游地产的销售和经营仍面临一定不确定性。
4. 公司在建旅游地产项目及土地储备计划投资规模较大，且 2019 年债券集中到期额度合计 50.44 亿元，投资及筹资方面面临一定资金压力。
5. 公司期间费用对利润影响大，免税业务面临的租金上涨压力对利润水平有一定影响。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国旅游集团有限公司（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。

中国旅游集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于中国旅游集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

中国旅游集团有限公司（以下简称“公司”）前身是中国早期爱国银行家陈光甫先生于1928年设立的香港中国旅行社，1954年由中央人民政府华侨事务委员会接管；1985年注册成立香港中旅（集团）有限公司（以下简称“香港中旅”）；2005年12月，整合招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）有限公司下属的“中国招商旅游总公司”后，成立了中国港中旅集团公司（以下简称“中国港中旅”）并与香港中旅实行“两块牌子、一套班子”领导体制。后经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）批复同意，2007年6月将中国中旅（集团）公司（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月公司与国旅集团有限公司（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，增加公司注册资本84.06亿元，公司更名为中国旅游集团公司；2017年6月将公司所持港中旅华贸国际物流股份有限公司全部股权无偿划转至中国诚通控股集团有限公司。2018年1月，公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，改制后公司名称更为现名，注册资本由157.59亿元¹变更为158.00亿元，公司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，主业涵盖旅游主业、旅游地产、旅游特色金融等多个领域。截至2019年3月底，公司拥有A股上市公司中国国旅股份有限公司（601888.SH，以下简称“国旅股份”），持股比例为53.30%，所持股权无质押或冻结；拥有香港上市公司香港中旅国际投资有限公司（0308.HK，以下简称“中旅国际投资”），公司合并持股比例为39.38%，所持股权无质押或冻结。

截至2018年底，公司（合并）资产总额1008.16亿元，所有者权益合计436.45亿元（含少数股东权益233.76亿元）；2018年公司实现营业收入669.39亿元，利润总额64.73亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额1067.41亿元，所有者权益458.88亿元（含少数股东权益250.52亿元）；2019年1-3月，公司实现营业收入184.36亿元，实现利润总额26.79亿元。

公司注册地址：海南省海口综合保税区跨境电商产业园国际商务中心217；法定代表人：万敏。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2019年3月底，公司存续期内的债券概况如下表所示，截至本报告出具日，募集资金均已按用途使用完毕并在跟踪期内正常付息。

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
14港中旅MTN001	10.00	10.00	2015/03/19	2021/03/19
14港中旅MTN002	26.00	26.00	2015/09/10	2021/09/10

资料来源：Wind 资讯

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张

¹ 后根据财政部相关通知，公司退回国有资本金0.63亿元，实收资本为156.97亿元，至报告出具日未发生变化。

带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油

食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润

增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到

制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业分析

公司以旅游行业为主业，其中酒店行业、旅行社及旅游相关商品零售行业情况对公司主营业务发展有重要影响。

1. 行业概况

改革开放以来，中国实现了从旅游短缺型国家到旅游大国的历史性跨越。“十二五”期间，旅游业全面融入国家战略体系，走向国民经济建设的前沿，成为国民经济战略性支柱产业。

2018年，国内旅游市场持续高速增长，入境旅游市场稳步进入缓慢回升通道，出境旅游市场平稳发展；其中，国内旅游人数55.39亿人次，比上年同期增长10.8%；入出境旅游总人数2.91亿人次，同比增长7.8%；全年实现旅游总收入5.97万亿元，同比增长10.5%；全国旅游业对GDP的综合贡献为9.94万亿元，占GDP总量的11.04%；旅游直接就业2826万人，旅游直接和间接就业7991万人，占全国就业总人口的10.29%。

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化趋势会越来越明显，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，国家也相应给予了诸多实质性的政策支持和积极的政策导向。

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。

2016年12月，国务院发布《“十三五”旅游业发展规划》，明确了未来5年中国旅游行业发展的总目标；旅游业的发展也首次被纳入国家重点专项规划。

2017年8月，国家旅游局发布《2017年全域旅游发展报告》，报告中指出，旅游已成为中国民众生活的必需品。全域旅游因此应运而生，将成为一项中长期国家战略和国策，国家各部委将加大对全域旅游的政策和资金支持力度。全面小康社会必然伴随着大众旅游的兴起。

总体看，近年来国家政策对旅游行业的支持力度很大，各项引导政策可平抑因外部经济环境波动而带来的不利影响，保障旅游产业平稳发展。

3. 主要子行业

旅游业是为游客提供游览、住宿、餐饮、购物和娱乐等环节的服务并获取经济收益的综合性产业，旅游业的发展带动了酒店、旅行社等细分行业的发展。

旅行社业

伴随着中国旅游业的高速发展，中国旅行社行业也发生了巨大的变化，近二十年来行业规模不断扩大，从业人员不断增加，旅行社行业已经成为中国拉动经济增长、扩大就业渠道的重要的服务行业之一。

从行业竞争格局来看，目前中国的旅行社行业仍呈现过度竞争特征，表现为旅行社进入门槛低、数量多、产业集中度低、产品同质性强、长期利润水平低等特点。众多企业为了争夺市场份额，不得不进行恶性价格竞争，导致整个行业在总收入不断增加的同时，利润率却不断下降，甚至出现负利润的现象。这种情况

下，不仅消费者不能从旅游中获得高质量的服务，旅行社企业也不能从中获得发展的足够利润，直接影响了产业的发展。

酒店业

酒店是旅游行业的重要基础设施，其数量和服务质量是旅游行业发展水平的衡量标准之一，在国民经济中的地位日益显现。近年来，酒店行业销售收入总体呈下降趋势，2018年中国星级酒店数量持续下降，客房收入仍然为收入的主要来源；中端酒店占据主流，三星级酒店占比接近50%；高端酒店数量保持稳定，营业收入增速要高于行业增速。在国内酒店行业中，市场集中度呈逐年上升趋势，首旅集团、锦江集团和华住集团为三大龙头，合计占比接近50%。

根据中国文化和旅游部公布数据显示，近年来中国星级酒店数量总体呈下降趋势，2012年全国星级饭店统计管理系统中共有星级饭店13304家，至2017年下降至10645家。2018年第三季度，全国星级饭店统计管理系统中共有星级饭店10667家，完成填报的为10256家，填报率为96.15%。2018年第三季度，共有9230家星级酒店通过省级文化和旅游行政部门审核，包括其中一星级59家，二星级1567家，三星级4434家，四星级2351家，五星级819家。三星级酒店占据目前星级酒店的主流地位，为我国酒店行业结构调整，市场需求导向所致，三星级酒店数量占比达到48.08%。2018年前三季度，全国星级酒店实现营收1501.9亿元，其中餐饮收入599.69亿元，占比39.93%；客房收入仍占主流，收入698.77亿元，占比46.53%。各星级酒店餐饮收入占比整体大致相同，不同的是各星级酒店的客房收入，随着星级的减少，客房收入占比整体呈上升趋势。

在酒店客源结构细分市场中，酒店客源可以分为商务客源、旅游散客客源、会议团体、会展旅游客源等种类。其中，商务客源为酒店主要客源，以国内商务客源为主，国外商务客源次之。

中国酒店行业景气度呈现地域分化，供给扩张受限的城市景气度持续上扬，以北上深为代表的供给扩张受限城市，新增酒店供给逐年减少，导致区域内行业景气度持续上升，而其他城市不存在供给扩张受限，新增供给充裕，景气度维持紧平衡状态。

从酒店盈利能力来看，2016年以来全国住宿业平均利润增速回升至10-12%的高位水平，不过从收入增长、利润率和EBITDA率看回升并不明显，其中16年和17年EBITDA率相比14-15年低点4.6%分别回升至7.8%和6.2%水平，销售利润率甚至低于02-03年水平，表明酒店行业仅有结构性回升，整体盈利仍较差。近年来受到规模扩张，并购整合影响加大。三大龙头酒店收入、净利润和净利率表现远高于行业水平。2015年以来龙头酒店集团营收和净利润水平高速增长，2015-2017年三大龙头营收合计增速分别为18.8%、87.0%和27.3%，净利润增速分别为40.9%、73.1%和87.9%。首旅和华住净利率在最近一轮下行周期（2014-2015年）中不降反升，并未受到明显冲击。2018年前三季度锦江、华住和首旅净利率分别为9.0%、13.1%和15.5%。

总体看，由于前些年的快速扩张，目前中国酒店行业处于供大于求的状态。从中长期看，旅游产业政策推动和旅游需求拉动将成为驱动中国旅游业长期高速增长的基本动力，随着中国旅游业的持续发展，酒店行业仍面临良好的发展机遇。

未来，产业融合和业态创新将是中国旅行社业发展的核心增长点。产业融合包括旅行服务业与信息产业、供应链上游产业或下游产业融合；业态创新主要以旅游者的需求变化为导向。

六、重大事项

1. 收购日上上海

2018年2月，国旅股份公告其子公司中免公司拟收购Base Rich Investments Limited(以下简

称“佰瑞投资”)和上海文语斋图书有限公司(以下简称“上海文语斋”)合计持有的日上免税行(上海)有限公司(以下简称“日上上海”)51%的股权,股权转让价格为15.05亿元(或等值美元),以现金方式支付。目前股权转让已完成,中免公司自2018年4月起将日上上海纳入合并范围。截至2018年底,日上上海总资产37.43亿元,所有者权益22.47亿元;2018年日上上海营业收入104.51亿元,营业利润12.24亿元。

为使中免公司取得上游采购权,确保收购日上上海免税业务的完整性,在签署《股权转让协议》的同时,约定在过渡期内(不超过一年)日上上海从其关联方采购的免税商品将采取零加价的模式,过渡期结束后日上上海销售的免税商品由中免公司统一采购。自购买日至2018年12月31日,日上上海实现营业收入39.20亿元,实现净利润4.21亿元。

日上上海在上海的国际机场隔离区经营国产和进口免税商品的批发和零售、广告阵地出租等,经营场所位于国内最大的国际机场——上海浦东国际机场和虹桥国际机场,客流量大,具有强大的客户资源基础。此次收购有利于进一步扩大公司免税业务的市场份额,快速提升公司免税业务的招商采购、零售运营、信息管理、物流配送、市场营销等能力。

2. 接受海免公司股权无偿划转

2018年10月,公司拟与海南省国有资产监督管理委员会(以下简称“海南省国资委”)就各自持有的国旅股份3904.95万股股份(占国旅股份总股本的2.00%)与海南省免税品有限公司(以下简称“海免公司”)51%股权进行资产重组。本次重组于2018年12月获得国务院国有资产监督管理委员会批准,于2019年1月通过国家市场监督管理总局的经营者集中反垄断调查。2019年1月,工商变更登记完成,公司作为控股股东将海免公司纳入合并范围。

本次重组完成后,公司持有海免公司51%股权。同时,国旅股份总股本不变,公司持有

国旅股份总股本的53.30%,仍为国旅股份控股股东,海南省国资委持有国旅股份总股本的2.00%。2019年2月份,上述股份过户登记手续均办理完毕。

海免公司在海南岛内运营三家免税店,分别为海口美兰机场免税店、海口日月广场免税店、琼海博鳌免税店。截至2018年底,海免公司总资产11.14亿元,净资产为4.82亿元,2018年海免公司实现营业收入20.94亿元,净利润551万元(以上数据未经审计)。鉴于海免公司的主营业务为在海南省范围内从事国家批准的离岛免税品经营,国旅股份全资子公司中免公司的主营业务为向内地及海外市场提供免税商品的零售、商品物流服务以及向海外出入境旅客提供免税商品零售服务。为避免海免公司与中免公司产生实质性同业竞争,公司拟将所持海免公司51%股权全部注入国旅股份,目前公司暂将股权委托给国旅股份进行管理。

总体看,收购日上上海以及海免公司股权划转的完成有助公司免税业务综合竞争实力的进一步提升。

4. 中旅银行不再纳入合并范围

公司参股焦作中旅银行股份有限公司(以下简称“中旅银行”),为中旅银行第一大股东(持股比例36.68%)。2018年6月29日,河南银监局下发了《河南银监局关于核准李军霞焦作中旅银行股份有限公司董事任职资格的批复》,公司对中旅银行派出董事人数在中旅银行董事会中不再占据多数。公司自2018年7月起对中旅银行失去实际控制权,不再将其纳入公司财务报表编制的合并范围,转而计入长期股权投资核算。

截至2018年底,中旅银行资产总计775.67亿元,所有者权益68.77亿元;2018年中旅银行实现营业收入26.19亿元,净利润8.91亿元。受中旅银行划出合并范围影响,公司资产和收入规模收缩,但同时由于中旅银行资产负债率很高,本次划出有利于公司债务负担的减轻,主

业继续向旅游上下游相关产业聚焦，符合公司未来发展战略规划。

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。

免税销售业务方面，2016年与国旅集团重组后，公司将国旅股份的免税和旅行社业务纳入旗下。2017年中免公司完成对日上中国51%股权的收购，且当年中免公司和日上中国分别中标首都机场T2和T3航站楼免税业务，进一步巩固其在国内免税市场的领先优势；2018年上半年，中免公司完成对日上上海51%股权的收购，获得了上海浦东国际机场和虹桥国际机场免税经营权，且日上上海在2018年7月中标并继续拥有上述两家机场免税经营权；2019年1月，公司接受海免公司的股权划入成为其控股股东。2018年，中免公司中标上海浦东国际机场、虹桥国际机场、嘉年华旗下歌诗达邮轮等免税经营权（含当年续签合同的）38个，截至2018年底，中免公司已在全国30个省市自治区（包括香港、澳门、台湾地区）和柬埔寨设立涵盖机场、机上、边境、外轮供应、客运站、火车站、外交人员、邮轮和市内九大类型的200多家免税店，是世界上免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商，拥有目前全球最大的免税商业综合体，同时有税业务以国内交通枢纽为主，共有11家零售网点。近年来，公司逐步完成对日上中国、日上上海收购以及海免公司股权划入，免税业务市场份额和竞争力明显提升，规模优势将逐步凸显。

旅行服务方面，截至2018年底，公司在内地设有155间旅行社、会展和商旅服务等旅游周边产业公司，较上年减少10间；香港、澳门地区设有3间旅行社和2家签证中心，较上年增加1

家旅行社和2家签证中心；在海外26个国家设有15间海外旅行社和44家签证中心，较上年增加27个签证中心，公司营销、服务网络进一步扩大。

景区方面，公司在深圳控股锦绣中华和世界之窗两个AAAAA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、安吉度假村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，公司旗下的香港中汽、信德中旅船务公司，是粤港澳跨境水陆客运的主力运营商之一；北京天创演艺公司被国家五部委授予“国家文化出口重点企业”称号，深圳聚豪球会是国内和港澳地区知名的高尔夫球场，还参股有黄山、庐山、衡山等景区索道项目。2018年年中，公司在华东地区的首个旅游项目——浙江安吉度假村正式开业，该项目包括Club Med Joyview安吉度假村、旅游地产、惊帆马术俱乐部、教育农场、商业小镇等内容，新增运营景区广西花山景区。

旅游地产方面，公司通过地产加旅游的独特开发模式，可以较低成本获得优质土地资源。2018年，公司商品房在开发面积为204.52万平方米，主要分布在旅游资源较为丰富的宁波、杭州、苏州等发达二线城市。

旅游金融方面，公司业务涵盖财务公司、保险经纪、消费金融、互联网金融、产业基金等。其中，消费金融业务经营主体香港安信信贷有限公司（以下简称“安信信贷”）是目前香港最大的非银行消费信贷公司，在香港拥有35间分行、3个客服中心，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”）在深圳拥有6间分行。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，预计未来中国消费信贷市场的稳健增长将对公司消费信贷业务壮大发展形成有利支撑。

总体看，公司作为国务院国资委直属央企中最大的综合性旅游企业集团，产业链条完整，规模优势明显，整体竞争能力很强。

八、管理分析

2018年7月，公司原董事、总经理姜岩先生到龄退休，根据国务院国资委人事任命，杜江先生自2018年10月起任公司董事、总经理。杜江先生，南开大学旅游学系旅游外语专业毕业，南开大学国际经济研究所世界经济专业在职研究生毕业，获经济学博士学位。历任南开大学旅游学系副主任、主任、国际商学院副院长，北京第二外国语学院副院长、院长，北京市旅游局局长，2007年7月任国家旅游局副局长，2008年1月至2010年4月兼任中国旅游研究院院长，2009年2月至2016年8月兼任海峡两岸旅游交流协会执行会长，2018年3月至2018年10月任文化和旅游部党组成员。

总体看，2017-2018年，公司部分董事及高级管理人员到龄退休并进行高管层的重新任命，以上变动为公司正常人事任免，未对公司日常管理、生产经营产生不利影响。公司现任高级管理人员行业经验丰富，能满足公司经营发展需要。

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度等方面无重大变化。

九、经营分析

1. 经营概况

目前公司业务格局以旅游主业为核心，辅以旅游地产和旅游特色金融业务等。2018年，公司实现营业总收入669.39亿元，同比增长6.28%。从构成上看，在免税业务销售扩张的带动下，公司旅游主业收入不断增长，占比持续上升，2018年达到92.19%；其次为旅游地产和旅游特色金融业务，占比分别为1.61%和6.20%。跟踪期内，公司继续收缩非主板块的业务资源和规模，随着中旅银行划出合并范围，旅游金融业务当期实现收入41.51亿元，同比下降31.14%；旅游地产当期结转收入10.76亿元，同比下降82.20%。毛利率方面，公司旅游主业毛利率近三年持续增长，2018年为38.35%，同比增加9.96个百分点；旅游地产和旅游金融毛利率分别为44.92%和69.95%，同比分别减少8.56和1.62个百分点，受益于旅游主业毛利率增长带动，2018年公司综合毛利率为40.41%，同比增加8.27个百分点。

2019年1-3月，公司实现营业总收入184.36亿元，同比增长33.85%；综合毛利率为47.37%，同比增加9.58个百分点。

表2 近三年公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
旅游主业	383.34	63.50	25.21	446.84	70.94	28.39	617.12	92.19	38.35
旅游地产	75.47	12.50	31.92	60.44	9.6	53.48	10.76	1.61	44.92
旅游金融	51.51	8.53	76.31	61.17	9.71	71.57	41.51	6.20	69.95
其他	93.32	15.46	15.54	61.39	9.75	10.27	--	--	--
合计	603.64	100.00	27.65	629.84	100.00	32.14	669.39	100.00	40.41

资料来源：公司审计报告

注：1. 旅游主业板块包括旅游零售（以免税业务为主）、旅行服务（以旅行社为主）、酒店、景区、国旅集团（主要为商铺和物业出租收入等）和其他旅游业务（含旅游客运、游轮、房车）等；2. 其他板块包括物流和电力业务，物流板块原运营主体华贸物流于2017年9月起划出合并范围，公司不再从事物流业务；电力板块原经营主体为陕西渭河发电有限公司，公司因2017年5月与原合作方陕西秦龙电力股份有限公司、华能陕西发电有限公司合作经营关系到期，不再从事发电业务；3. 以上收入和毛利率计算口径使用审计报告（主营业务+其他业务）合计数

2. 旅游主业

经过90年的发展以及2016年与国旅集团重

组后将国旅股份纳入合并范围，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。旅游主业是公司的传统及核心业务，主要包括旅游零售、旅行服务、酒店、景区、国旅集团和其他旅游业务（含旅游客运、游轮、房车）等业务。2018年，公司旅游主业实现收入617.12亿元，同比增长38.11%，主要源于旅游零售业务的快速增长带动。

（1）旅游零售业务

公司旅游零售业务以免税销售业务为主，运营主体为国旅旗下的中免公司及下属子公司。2018年，中免公司商品销售收入344.81亿元，同比增长118.74%，主要系公司通过收购日上上海、巩固优化现有离岛免税业务带来收入增量和开展首都机场及香港机场免税业务带动所致；毛利率为45.72%，同比减少0.87个百分点。

跟踪期内，中免公司定价、经营模式较上年均未发生变化。零售定价方面，中免公司考虑品牌商、亚太地区大型免税运营商、中免公司售价管理要求三方面因素，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。零售方面，中免公司通过全资和合资经营等方式，设立九大类型免税店，总体经营面积达到14万平方米，经营场所多为租赁形式；其中三亚海棠湾免税购物中心为自有物业，经营面积7万平方米，是全球规模最大的单体市内免税店。2018年，该购物中心实现营业收入80.10亿元，同比增长31.66%，主要系知名度提升和旅行社的合作带动进店购物增长、离岛免税新政策刺激等所致。批发方面，中国国旅通过参股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中，以合作方式获得免税市场份额。

总体看，中免公司免税业务资质全面，经营规模大，经营渠道优势显著，跟踪期内完成对日上上海的股权收购并相继中标多个优质平

台免税经营权，在销售渠道、平台层次和市场份额方面取得较大突破。跟踪期内，以免税业务为主的旅游销售业务对公司收入和利润贡献持续提升。

（2）旅行服务业务

公司旅行服务业务运营主体主要包括下属中旅总社、中国中旅、国旅总社、招商国际系列等经营²，目前旅行服务业务仍在整合期间，相关业务运营主体由总部下属旅行服务事业群统一管理。公司旅行服务业务主要为旅行社开展的票务、出境和入境业务、国内业务和签证服务等构成。截至2018年底，公司在内地设有155间旅行社、会展和商旅服务等旅游周边产业公司，较上年减少10间；香港、澳门地区设有3间旅行社和2家签证中心，较上年增加1家旅行社和2家签证中心；在海外26个国家设有15间海外旅行社和44家签证中心，较上年增加27个签证中心，公司营销、服务网络进一步扩大。

表3 公司旅行社收入构成情况（单位：亿元、%）

	2018年	
	金额	占比
入境游	14.48	6.95
出境游	96.53	46.35
国内游	44.09	21.17
商旅服务	20.70	9.94
签证业务	8.99	4.32
会展业务	18.32	8.80
其他业务	5.15	2.47
合计	208.26	100.00

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司旅行服务业务的盈利模式未发生变化，仍分为前端收取游客费用，后端整合旅游产品和收取佣金和代理费（或服务费）两种。2018年，旅行社业务实现收入207.60亿元，同比下降8.11%，主要系受旅游市场竞争加剧影响，公司调整旅行社规模所致。

²为规避同业竞争并形成协同效应，2018年12月，国旅股份董事会通过将全资子公司国旅总社100%股权转让给控股股东中旅集团，转让价格为现金18.31亿元，2019年2月完成相关工商变更。

(3) 酒店和景区业务

酒店业务方面，2018年，公司酒店业务产生的营业收入合计29.08亿，同比增长3.26%，主要系出租率及房价上涨所致。2018年公司酒店平均房价545.00元/间，出租率为77.19%，较上年均有所提升（2017年平均房价477.00/间，出租率76.00%）。截至2018年底，公司旗下自有酒店（不含英国地区酒店）15家，主要分布在北京、港澳、南京、杭州、重庆等城市，客房数总计4939间（其中港澳酒店5家，客房数1710间）；英国KG自有及管理酒店54家，客房数7166间。

跟踪期内，公司景区业务盈利模式未发生变化，以收取门票为主、带动主题乐园、游乐场、客房、餐饮等二次消费的盈利方式，结算模式为以现金结算为主，兼有预收和应付的结算方式。2018年，景区业务实现收入20.69亿元，同比下降19.59%，主要系2017年旅游休闲度假区的地产项目结转收入而2018年没有相关收入所致。

3. 旅游地产

旅游地产方面，公司采用地产加旅游的独特开发模式，即在景区附近或者计划培育景区区域周边拿地开发，能够满足旅游资源丰富的

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，从而为公司获得优质土地资源创造有利条件，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。2018年，公司旅游地产板块实现收入10.76亿元，同比下降82.20%，主要系房地产分期开发收入结转规模有所波动，当期结转收入主要来自燕郊、苏宁杭地区项目尾盘所致；毛利率为44.92%，同比减少8.56个百分点。

截至2018年底，公司商品房在开发面积204.52万平方米，同比增长38.07%；全年完成开发面积12.87万平方米，同比下降64.79%。签约销售面积36.80万平方米，同比下降3.11%，签约销售收入70.78亿，签约销售项目为宁波长兴路、杭州萧山一期等。

截至2018年底，公司主要完工（及待售）旅游地产项目总投资126.42亿元，累计签约销售金额为177.31亿元；已完成销售105.82万平方米，已结转销售收入167.56亿元。公司完工（及待售）项目销售情况良好。

截至2018年底，公司在建旅游地产项目13个，分布在河北燕郊、宁波、苏州和杭州等城市，建筑面积合计204.52万平方米，预计总投资270.25亿元，已完成投资142.78亿元。

表4 截至2018年底公司旅游地产主要在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	类别	建筑面积	开工时间	预计竣工时间	预计总投资额	已投资额	可售面积	已售面积	协议销售金额
燕郊1-2	住宅	17.98	2016年11月	2019年11月	17.64	9.74	13.25	0.48	暂无
宁波长兴路2#	住宅	25.60	2017年9月	2019年11月	22.81	11.06	16.53	12.22	20.91
宁波长兴路3#	住宅	33.67	2017年11月	2020年11月	31.09	12.10	17.95	5.33	暂无
苏州太湖	住宅	14.28	2017年3月	2019年6月	12.63	8.23	10.27	8.79	9.18
杭州萧山一期	住宅	11.10	2017年7月	2019年8月	26.71	19.94	7.39	4.94	15.86
杭州萧山二期	住宅	9.02	2018年9月	2020年12月	23.32	14.85	4.59	--	暂无
成都金堂一期	住宅/商业	2.71	2017年3月	2019年7月	5.23	2.49	0.85	--	暂无
成都双流东升	住宅	11.76	2018年7月	2020年9月	14.49	8.84	7.90	--	暂无
苏州张家港	住宅	17.71	2018年2月	2020年3月	16.29	9.77	12.42	1.43	暂无
苏州吴江	住宅	16.17	2018年2月	2020年3月	25.16	15.31	11.25	--	暂无
青岛三区	住宅	6.84	2018年4月	2019年7月	5.83	2.54	3.13	2.83	2.87

苏州顾家荡	住宅	16.15	2018年6月	2020年3月	32.46	18.64	10.31	--	暂无
杭州湾3#-g-e	住宅	21.53	2018年11月	2020年10月	36.59	9.27	30.55	--	暂无
合计		204.52	--	--	270.25	142.78	146.39	35.54	48.82

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、鞍山、青岛等地，其中2018年新增储备62.26万平方米（计容面积），为旅游地产业务的可持续发展提供了有力保障。截至2018年底，公司土地储备量为307.52万平方米，

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部分未来开发建设投资规模大，资金压力将持续存在。

表5 截至2018年底旅游地产土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

项目	土地储备面积	开工时间	预计竣工时间	预计投资
青岛项目	56.78	2015年	2020年	41.36
鞍山项目	88.54	2014年	2021年	43.50
燕郊项目	72.63	2014年	2020年	126.91
成都金堂项目	27.31	2016年	2020年	53.00
杭州湾文化小镇项目	62.26	2018年	2021年	116.00
合计	307.52	--	--	380.77

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。

跟踪期内，受燕郊、苏宁杭地区结转规模下降影响，公司旅游地产收入规模大幅下降。随着项目所在各城市房地产政策调控力度的加强，公司旅游地产收入确认情况存在较大波动，未来旅游地产的销售和经营仍面临一定不确定性。

4. 旅游金融业务

公司旅游金融业务包括消费金融、商业银行、财务公司、保险经纪、互联网金融等。2018年，受中旅银行不再纳入合并范围影响，公司旅游金融业务实现收入41.51亿元，同比下降32.14%；毛利率为69.95%，维持在较高水平。

消费金融方面，运营主体为香港中旅下属子公司安信金融控股有限公司（以下简称“安信金控”，持股比例55%），安信金控主要经营小额贷款，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：本地及员工贷款、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。安信信贷是香港最大的非银行消费信贷公司，在香港设有35间分行，3间客服中心，在深圳有6间分行。截至2018年底，安信金控资产总额115.61亿元，所有者权益42.79亿元；2018年，安信金控实现营业收入20.91亿元，净利润4.66亿元。

公司参股焦作中旅银行股份有限公司（以下简称“中旅银行”，持股36.68%，为第一大股东）。跟踪期内，中旅银行资金实力进一步扩充，业务规模迅速扩大。截至2018年底，中旅银行吸收存款余额为470.37亿元，发放和垫款贷款余额363.00亿元，同比分别增长32.07%和18.35%。2018年，公司对中旅银行确认权益法下投资收益1.95亿元。

5. 经营效率

2018年，公司销售债权周转次数同比增加15.92个百分点，存货周转次数和总资产周转次

数同比变化不大，三项指标分别为 38.05 次、1.70 次和 0.54 次，公司整体经营效率一般。

6. 在建项目及发展规划

2018 年 9 月，公司总部迁入海口，成为首家总部进驻海南的中央企业，未来拟在旅行服务、旅游酒店、旅游消费金融以及国际邮轮等方面与海南共谋发展。2019 年 3 月，由公司投资建设的海口国际免税城项目在海口西海岸开工建设，项目总投资约 110 亿元，总占地约 675 亩，建设用地约 485 亩，拟建设规模约 90 万平方米。该项目系大型国际免税综合体建筑群，建设内容涵盖免税商业、有税商业、办公、酒店、人才公寓等，项目建设期限为 2019 年 3 月至 2023 年 12 月。海口国际免税城项目建设作为海南全岛离岛免税业务重要布局的一部分，建成后将进一步促进海南旅游消费升级。

公司在“十三五”期间努力做旅游业供给侧结构性改革的引领者、旅游强国战略实现的主力军、游客全球旅行的系统服务商和人们美好生活的创造者。公司将始终坚持以“服务大众，创造快乐”为己任，坚持创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，推动经济发展，造福社会百姓，成为具有全球竞争力的世界一流旅游文化服务集团。

十、财务分析

公司提供了 2018 年合并财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年合并财务报告进行了审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2018 年，公司合并范围较 2017 年新增 27 家子公司（含日上上海），不再纳入合并范围子公司 38 家（含中旅银行）。其中，日上上海购买日账面价值资产合计 20.23 亿元，净资产 9.21 亿元；由于对中旅银行失去控制权，中旅银行不再纳入公司合并范围，转入长期股权投资核算。2019 年一季度公司合

并范围无变化。总体来看，合并范围的变动对公司财务数据可比性产生一定影响，详见下文分析。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 1008.16 亿元，所有者权益合计 466.08 亿元（含少数股东权益 233.76 亿元）；2018 年公司实现营业总收入 669.39 亿元，利润总额 64.77 亿元。

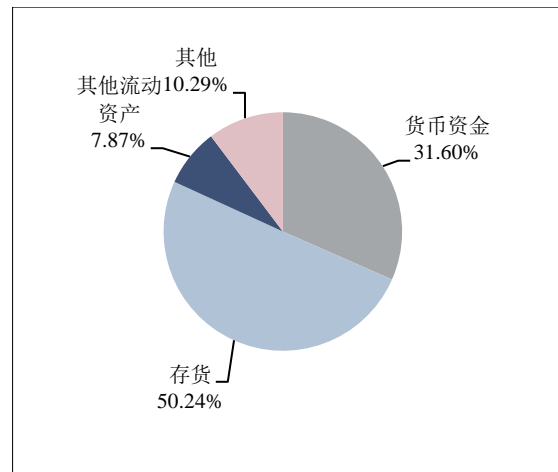
截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1067.41 亿元，所有者权益 458.88 亿元（含少数股东权益 250.52 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 184.36 亿元，实现利润总额 26.80 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 1008.16 亿元，所有者权益合计 436.45 亿元（含少数股东权益 233.76 亿元）；2018 年公司实现营业总收入 669.39 亿元，利润总额 64.73 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1067.41 亿元，所有者权益 458.88 亿元（含少数股东权益 250.52 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 184.36 亿元，实现利润总额 26.79 亿元。

图1 截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司货币资金 171.28 亿元，同比下降 34.11%，构成主要为银行存款 159.07 亿元，其中存放在境外的款项共 40.14 亿元；货币资金受限比例为 24.12%，构成主要为结构性存款、定期存款和存放央行的准备金等。

截至 2018 年底，公司交易性金融资产同比

新增8.26亿元，主要为子公司中旅国际投资所持金融资产。应收账款为17.27亿元，同比变化不大；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款（占91.15%）中，1年内的占92.04%，整体账龄短；集中度方面，余额前五名合计占17.01%，集中度较低；累计计提坏账准备2.44亿元，计提比例为12.37%。预付款项14.52亿元，同比略有增长，构成主要是预付航空公司押金和商品采购预付款等，其中账龄一年内的（含1年）为96.14%，账龄短，公司计提坏账准备1.61亿元，集中度方面，预付前五名单位预付款合计占21.43%，主要为对中烟国际（香港）有限公司、古驰新加坡有限公司等供应商。其他应收款14.99亿元，同比下降11.20%，构成均主要为土地款、往来款和保证金等，按账龄组合计提的应收款9.29亿元中，账龄一年内的（含1年）为79.67%，整体账龄较短，公司累计计提坏账准备5.98亿元，综合坏账计提比例为28.51%，计提比例合理。

截至2018年底，公司存货账面价值272.35亿元，同比增长38.66%，主要系在建开发成本及产成品增加所致，构成以在建开发成本144.99亿元、库存商品73.17亿元（其中已完工开发产品13.57亿元）为主，其余主要为免税业务备货）和尚未开发的土地储备（53.84亿元）构成；公司累计计提跌价准备6.99亿元，计提跌价准备6.99亿元，其中对在建开发成本和库存商品计提跌价准备分别增长至4.45亿元和2.53亿元。

截至2018年底，公司其他流动资产42.67亿元，同比下降57.69%，主要系合并范围变化，中旅银行出表后信托投资随之大幅下降所致；构成上包括理财产品26.33亿元、预缴税费7.57亿元、信托投资4.00亿元和委托贷款2.40亿元等，其中委托贷款为控股子公司中旅国际投资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无抵押委托贷款安排。根据约定安排，非控股股东须于接获通知一个月内偿还该委托贷款，且按一

年期中国人民银行贷款基准利率计息。

截至2018年底，公司非流动资产466.08亿元，同比下降45.84%，主要源于发放贷款及垫款、持有至到期投资和其他非流动资产的下降，构成上以发放贷款和垫款（占17.79%）、长期股权投资（占12.58%）、投资性房地产（占11.21%）、固定资产（占27.74%）和无形资产（占11.37%）为主。

截至2018年底，公司发放贷款和垫款余额合计87.48亿元，同比大幅下降，主要系中旅银行出表使得公司对企业贷款及垫款规模下降所致。按贷款方来分，对个人贷款和垫款及对企业贷款和垫款余额分别为87.00亿元和0.48亿元，公司贷款方个人贷款余额比重由上年末的36.19%增长至99.46%；按担保方式来分，信用贷款占99.71%，其余为抵押贷款；其中已逾期贷款共5.34亿元，逾期贷款以逾期1天至90天的为主（占99.63%）。公司累计计提贷款损失准备4.58亿元，计提比例为5.52%。截至2018年底，公司发放贷款及垫款账面价值82.90亿元，同比大幅下降77.13%。

截至2018年底，公司持有至到期投资0.50亿元，同比下降99.17%，主要系中旅银行不再纳入合并范围所致。

截至2018年底，公司长期股权投资58.61亿元，同比增长178.83%，主要系对港中旅（沈阳）置业有限公司增加投资7.66亿元，对中旅银行的投资（含当期权益法下确认的投资收益1.95亿元）25.40亿元转入长期股权投资计量所致。

截至2018年底，公司投资性房地产账面价值52.24亿元，同比增长11.82%，构成以房屋、建筑物为主；其中以成本计量的为17.63亿元，以公允价值计量的为34.61亿元，当期实现公允价值变动收益2.87亿元。

截至2018年底，公司固定资产账面价值129.28亿元，同比下降4.97%；固定资产主要由房屋建筑物（占82.05%）构成，累计计提折旧99.01亿元，固定资产成新率56.26%，成新率一般；累计计提减值准备10.46亿元。

截至2018年底，公司无形资产账面价值52.99亿元，同比增长13.73%，主要源于土地使用权的增加；无形资产主要由土地使用权（占93.24%）构成，累计摊销12.77亿元，累计计提跌价准备0.01亿元。

截至2018年底，公司商誉30.53亿元，同比增长51.68%，主要系合并日上上海形成商誉8.22亿元中旅银行划出减少4.58亿元综合作用所致。除本期纳入合并的日上上海外，公司商誉构成主要包括安信信贷18.47亿元、Metropark Limited 9.00亿元、深圳安信小额贷款有限责任公司1.81亿元等。

截至2018年底，公司其他非流动资产13.51亿元，同比下降88.74%，主要系中旅银行划出后应收款项类投资随之减少所致。公司其他非流动资产构成上主要包括预付土地款9.64亿元、预付机场租约保证金2.91亿元等。

截至2018年底，公司资产中所有权和使用权受到限制的账面价值42.39亿元，其中受限货币资金41.30亿元、固定资产0.61亿元、投资性房地产0.47亿元；受限资产合计占总资产的4.20%，受限比例低。

截至2019年3月底，公司资产总额1067.41亿元，较上年底略有增长，其中货币资金增长至212.99亿元，其余科目变动不大；资产结构变动不大，流动资产和非流动资产占比分别为55.53%和44.47%。

跟踪期内，受中旅银行出表影响，公司资产规模下降，资产构成上流动资产占比提升，资产结构相对均衡。公司流动资产中货币资金充裕，以房地产在建开发成本、库存商品和土地储备为主的存货规模大，存在一定去化压力；非流动资产中长期股权投资、固定资产和无形资产规模大，公司资产流动性一般，整体资产质量较好。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益为436.45

亿元，同比下降1.15%；归属于母公司的所有者权益202.69亿元中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占77.44%、0.27%和24.66%；其他综合收益为-5.24亿元，主要来源于外币财务报表折算差额变动。公司少数股东权益规模较大，权益结构稳定性一般。

截至2019年3月底，公司所有者权益458.88亿元，较上年底增长5.14%，主要源于少数股东权益的增长；权益构成变动不大。

跟踪期内，公司所有者权益受合并范围变动有所波动，少数股东权益占比较高，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至2018年底，公司负债总额为571.71亿元，同比下降44.45%，其中流动负债与非流动负债均大幅下降；构成上，流动负债占比升至73.09%，同比减少9.36个百分点，仍为负债的主要构成部分。

截至2018年底，公司流动负债417.88亿元，同比下降50.76%，构成以短期借款（占13.85%）、应付票据及应付账款（占13.08%）、其他应付款（占13.81%）、预收款项（占23.22%）、一年内到期的非流动负债（占12.51%）和其他流动负债（占12.77%）为主。随着中旅银行不再纳入合并范围，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等金融负债随之转出，公司流动负债大幅下降。

截至2018年底，公司短期借款57.89亿元，同比增长55.77%，构成主要为信用借款57.64亿元，其余为少量抵押借款。

截至2018年底，公司应付账款54.62亿元，同比增长5.75%，主要系应付尚未结算的工程款增加所致，账龄以1年以内为主。

截至2018年底，公司预收款项97.04亿元，同比大幅增长129.05%，主要系预收房款增加所致。

截至2018年底，公司其他应付款（含应付利息及股利）57.69亿元，同比下降12.65%，

主要系支付应交税费以及股利所致，其他应付款构成主要为押金及保证金、应付工程款、待结算款项等。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 52.27 亿元，同比增长 118.14%，主要系“12 港中旅 MTN1”（发行规模 26.00 亿元，到期时间为 2019 年 5 月 23 日）、5 年期 3 亿美元债等长期负债即将于一年内到期转入所致。

截至 2018 年底，公司其他流动负债 53.37 亿元，同比下降 62.49%，主要系中旅银行出表使得同业存单减少 93.28 亿元所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 153.83 亿元，同比下降 14.83%，主要源于应付债券的下降。构成上，非流动负债以长期借款（占 26.81%）和应付债券（占 54.30%）为主。

截至 2018 年底，公司长期借款 41.24 亿元，同比增长 61.96%；构成上以信用借款（占 91.46%）为主，公司长期借款利率区间在 1.20%~7.00%之间。

截至 2018 年底，公司应付债券 83.53 亿元，同比下降 36.12%，主要系部分债券重分类至流动负债所致。截至 2018 年底公司应付债券发行额度合计 131.47 亿元，包含两期美元债券合计 10.00 亿美元、三期人民币中期票据 36.00 亿元和“中旅安信安心贷 1 号”资产支持专项计划 4.24 亿元。

截至 2018 年底，公司递延收益 17.08 亿元，同比变化不大，构成上包括政府补助（主要为基础设施补偿款）13.79 亿元、高尔夫球会籍收入 1.90 亿元和为实现售后租回损益 1.19 亿元等。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 608.53 亿元，较 2018 年底增长 6.44%，主要源于长期借款和应付债券的增长。其中，公司短期借款较上年下降 46.63% 至 30.89 亿元，长期借款和应付债券分别增长至 48.99 亿元和 116.28 亿元，2019 年一季度新增债券为 3 年期美元债券（5 亿美元，利率 3.5%）；其他科目变化不大。构成上，流动负债和非流动负债占比分别为

67.80% 和 32.20%，非流动负债占比较 2018 年底有所提升。

表 6 截至 2019 年 3 月底公司存续债券情况

债券名称	面值 (亿元)	发行日期	债券期限
12 年中期票据	26.00	2012/5/24	七年
14 年中期票据	10.00	2014/3/18	七年
14 年中期票据	26.00	2014/9/5	七年
5 年期 3 亿美元债券-KINGPWRN1911	20.20	2014/11/3	五年
10 年期 7 亿美元债券-KINGPWRN2411	47.13	2014/11/3	十年
中信证券-中旅安信安心贷 1 号资产支持专项计划-优先级资产	4.24	2017/12/15	2017 年 12 月 15 日至 2019 年 5 月 26 日
3 年期 5 亿美元债券	33.67	2019/3/21	三年

资料来源：公司提供

注：12 年中期票据和中信证券-中旅安信安心贷 1 号资产支持专项计划-优先级资产已于 2019 年 5 月到期兑付；美元债券面值按照 2019 年 3 月 29 日美元兑人民币中间价 6.7335 计算

截至 2018 年底，公司全部债务³为 289.05 亿元，同比增长 5.51%；其中短期债务占比升至 56.48%，债务结构较为均衡。债务指标方面，随着中旅银行的出表，公司资产负债率下降至 56.71%，同比减少 13.27 个百分点；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 39.84% 和 22.37%，同比变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 301.82 亿元，较上年底增长 4.42%，上述三项指标分别为 57.01%、39.68% 和 26.48%。

跟踪期内，随着中旅银行不再纳入合并范围，公司资产负债率降低。同时，公司全部债务略有增长，债务结构较为均衡，债务负担尚可。

3. 盈利能力

2018 年，公司实现营业总收入 669.39 亿元（含利息收入为 32.23 亿元），同比增长 6.28%，当期中旅银行不再纳入合并范围对公司收入有一定影响，但收购并表的日上上海收入增长迅速，带动旅游主业收入保持快速增长；同期，

³ 债务核算不包括向中央银行借款、吸收存款及同业存放、拆入资金、卖出回购金融资产款等银行类负债科目。

公司营业成本为398.89亿元，同比下降6.68%，主要系剥离物流、电力板块所致；公司营业利润率为38.93%，同比增加9.44个百分点。

从期间费用看，2018年，公司销售费用、管理费用和财务费用合计186.91亿元，同比增长71.50%。其中，销售费用同比增长149.17%至127.73亿元（占68.34%），主要系日上上海并表带来的的租赁费大幅增长所致；管理费用同比下降1.86%至47.89亿元（占25.62%）；财务费用同比增长26.47%至11.29亿元（占6.04%），主要系利息支出增长所致。2018年，公司期间费用占营业总收入的27.92%，同比增加10.62个百分点，公司费用控制能力有所减弱。受收入占比最高的免税业务目前的租金收取模式影响，期间费用对公司利润侵蚀严重。

非经营性损益方面，2018年，公司发生资产减值损失25.46亿元，同比增长3.99%，主要包括坏账损失2.23亿元、存货跌价损失6.50亿元、固定资产减值损失8.90亿元（主要为对房屋建筑物计提，较上年同期（0.23亿元）大幅增长）以及其他7.74亿元。公司实现投资收益16.75亿元，同比增长323.60%，主要包括权益法核算的长期股权投资收益5.37亿元、处置长期股权投资产生的投资收益6.17亿元和对中旅银行丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计算产生的利得2.65亿元。公司实现其他收益0.84亿元，较上年同期下降90.71%，主要系2017年的球会土地置换收益8.30亿元不具持续性所致。2018年，公司资产减值损失和投资收益分别为当期利润总额的39.30%和25.85%，非经营性损益对利润有一定影响。

2018年，公司实现利润总额64.73亿元，同比增长1.62%；总资本收益率和净资产收益率分别为7.87%和10.72%，同比分别增加0.41和0.84个百分点，变化不大。

2019年1-3月，公司实现营业总收入184.36亿元，同比增长33.85%；营业利润率为45.34%，同比增加6.40个百分点。在收入规模扩大和毛利空间上升的共同推动下，公司实现利润总额

26.79亿元，同比增长52.63%。

跟踪期内，公司营业总收入持续增长，期间费用对公司利润的侵蚀大，资产减值损失和投资收益等非经营性损益对利润有一定影响。随着非旅游主营业务的剥离以及高毛利率免税业务的扩张，公司盈利能力稳定增强。

4. 现金流及保障

2018年，公司经营活动产生的现金流入量为904.06亿元，同比下降6.75%，以销售商品、提供劳务收到的现金（774.94亿元）和收到其他与经营活动有关的现金（32.86亿元，主要为房地产业务收回保证金及其他业务收到的租金、退还的押金等）为主。同期，公司经营活动产生现金流出872.66亿元，同比下降5.74%，构成上以购买商品、接受劳务支付的现金（551.52亿元）和支付其他与经营活动有关的现金（153.50亿元，主要为旅游地产板块支付竞拍保证金和其他板块各类保证金支出等）。随着中旅银行不再纳入合并范围，金融类业务产生的现金流入和流出均大幅下降，分别为91.03亿元和55.14亿元。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为31.40亿元，同比下降28.01%；现金收入比为120.68%，同比增加11.12个百分点，公司收入实现质量良好。

从投资活动来看，2018年，公司投资活动产生的现金流入480.70亿元，同比下降59.93%，构成上以收回投资收到的现金（394.04亿元，主要为理财产品赎回）和收到其他与投资活动有关的现金（74.13亿元，主要为金融业务产生的现金流入）为主。同期，公司投资活动产生的现金流出同比下降57.97%至532.29亿元。2018年，公司发生投资活动净流出51.59亿元，净流出规模同比下降22.83%。

从筹资活动来看，2018年，公司筹资活动产生的现金流入为96.54亿元，主要为取得借款发生的现金流，筹资活动产生的现金流出主要为偿还债务支付的现金及分配股利、利润或偿还利息支付的现金。筹资活动产生的现金流

量净额为-13.14 亿元，筹资活动产生的现金流量净流出规模同比收紧 56.46%。

2019年1-3月，公司经营活动产生的现金流量净额为33.15亿元，较上年同期（13.99亿元）显著提升，现金收入比为126.10%，同比变化不大。投资活动产生的现金流量净额为-3.56亿元，筹资活动产生的现金流量净额为13.91亿元。

跟踪期内，公司收入实现质量较好，受合并范围调整影响，公司经营性现金净流入和投资活动现金净流出规模收缩；由于在建及拟建项目投资规模较大，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 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 129.72% 和 64.55%，同比大幅增长；截至 2019 年 3 月底上述两项指标继续增长至 143.68% 和 73.34%。2018 年，公司经营现金流动负债比增长至

7.51%。考虑到公司货币资金较充裕，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 88.24 亿元，全部债务/EBITDA 为 3.28 倍，EBITDA 利息倍数为 8.55 倍，公司长期偿债能力强。

截至 2018 年底，公司合并范围对外担保为 2.13 亿元，为子公司港中旅非融资性担保有限公司对外提供的担保，均附有银行保函、房产抵押等反担保措施。总体看，公司对外担保金额较小且附有反担保措施，或有负债风险低。

截至 2018 年底，公司共获得银行授信额度 783.01 亿元，其中未使用额度为 680.20 亿元，考虑到下属 A、H 股上市子公司具有直接融资渠道，公司直接融资渠道和间接融资渠道畅通。

未决诉讼方面，截至 2018 年底公司重大未决诉讼案值合计 3.04 亿元，规模较小。

表 7 截至 2018 年底公司重大未决诉讼情况

原告	被告	诉讼（仲裁）理由	案值（万元）	所处阶段
广州通钻投资有限公司	中国国旅（广东）国际旅行社股份有限公司	原告主张与被告签订《签证业务合同》，合作过程中被告违约，要求被告返还垫付签证费、保证金、律师费、财产保全费用等。	7184.00	被告已提起上诉，目前案件正在审理中
丁周松、易妹	中国国旅（广东）国际旅行社股份有限公司；广东国旅出国咨询顾问有限公司	原告要求广东国旅与出国咨询公司连带支付注册资本、利润、滞纳金共计6901.60万元（其中本金1800万元）及诉讼费、保全费等。	6902.00	被告已提起反诉，目前案件正在审理中
港中旅（沈阳）置业有限公司	中国建筑一局（集团）有限公司	要求被告申请人支付违约金、赔偿金、维修费等合计16287万元。造价鉴定结果已出，中建一局反请求主张的工程结算价款本金为38991.97万元，工程量造价可确定部分为26127.18万元（含社保费）。	16287.00	待沈阳市仲裁委员会进行工期以及质量鉴定

资料来源：公司提供

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（机构信用代码：G1011010203546920A），截至 2019 年 5 月 29 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

截至本报告出具日，公司存续期人民币及美元债券（含2019年4月发行的40亿元“19中旅01”，期限3年）本金合计177亿元，其中一年内即将到期的债券为3亿美元债券（面值20.20亿元）；2021年、2022年和2024年到期债券发行额度分别为36.00亿元、73.67亿元和47.13亿元，年度最高偿还额约为73.67亿元。2018年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为存续债券的5.11倍、0.18倍和

0.50倍，分别为存续债券年度最高偿还额的12.27倍、0.43倍和1.20倍，公司EBITDA和经营活动现金流入量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余额保障能力强。

表8 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项目	2018年
一年内到期债券余额	20.20
现金类资产/一年内到期债券余额	6.84
经营活动现金流入量/应付债券余额	5.11
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.18
EBITDA/应付债券余额	0.50

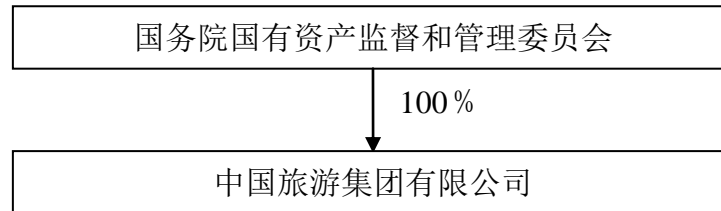
资料来源：根据公司年报及公开资料整理

注：一年内到期债券余额和应付债券余额数据节点为本报告出具日

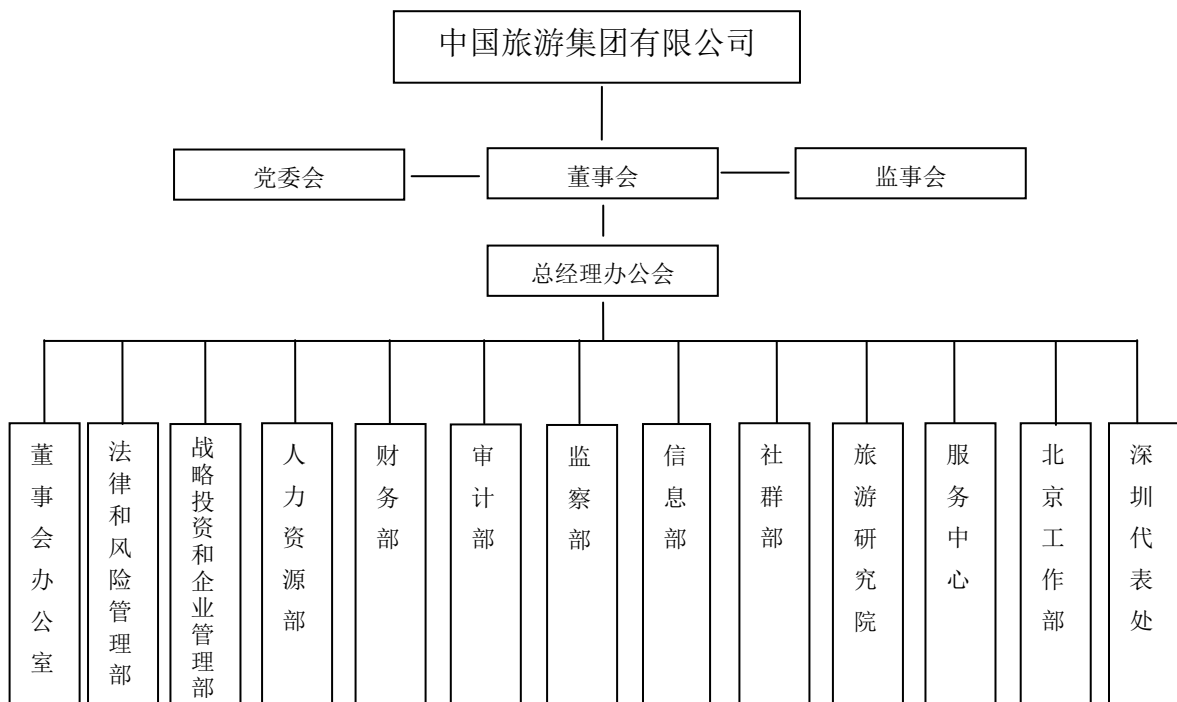
十二、 结论

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

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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	224.37	161.68	138.23	182.33
资产总额(亿元)	1437.00	1470.74	1008.16	1067.41
所有者权益(亿元)	461.01	441.55	436.45	458.88
短期债务(亿元)	112.99	117.71	163.27	136.56
长期债务(亿元)	194.56	156.26	125.79	165.27
全部债务(亿元)	307.56	273.96	289.05	301.82
营业总收入(亿元)	603.64	629.84	669.39	184.36
利润总额(亿元)	57.50	63.70	64.73	26.79
EBITDA(亿元)	81.20	86.25	88.24	--
经营性净现金流(亿元)	90.75	43.61	31.40	33.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.87	22.13	38.05	--
存货周转次数(次)	2.87	2.52	1.70	--
总资产周转次数(次)	0.46	0.43	0.54	--
现金收入比(%)	108.27	109.55	120.68	126.10
营业利润率(%)	25.52	29.49	38.93	45.34
总资本收益率(%)	6.57	7.47	7.87	--
净资产收益率(%)	8.82	9.88	10.72	--
长期债务资本化比率(%)	29.68	26.14	22.37	26.48
全部债务资本化比率(%)	40.02	38.29	39.84	39.68
资产负债率(%)	67.92	69.98	56.71	57.01
流动比率(%)	86.60	71.91	129.72	143.68
速动比率(%)	67.74	48.76	64.55	73.34
经营现金流流动负债比(%)	12.02	5.14	7.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.27	8.80	8.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.79	3.18	3.28	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；2016 年数据为 2017 年期初数；现金类资产已剔除受限资金；其他流动负债中有息债务已计入短期债务和全部债务。长期应付款中有息债务已计入长期债务和全部债务

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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+收取利息、手续费及佣金的现金)/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 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。

附件 4-3 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