

信用等级公告

联合[2014]1415号

联合资信评估有限公司通过对中国港中旅集团公司及其拟发行的2014年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估,确定

中国港中旅集团公司
主体长期信用等级为
AAA

中国港中旅集团公司
2014年度第二期中期票据的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十八日



中国港中旅集团公司

2014 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA
评级展望: 稳定
本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 26 亿元
本期中期票据期限: 7 年
偿还方式: 按年付息、到期一次还本
发行目的: 偿还银行贷款、补充营运资金

评级时间: 2014 年 7 月 28 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
资产总额 (亿元)	596.04	679.23	710.70	953.82
所有者权益 (亿元)	262.13	275.31	278.51	283.80
长期债务 (亿元)	114.35	135.05	166.10	173.23
全部债务 (亿元)	208.78	264.72	283.30	360.45
营业收入 (亿元)	551.52	511.44	513.71	116.84
利润总额 (亿元)	29.94	15.35	18.51	0.45
EBITDA (亿元)	55.92	44.50	49.42	--
经营性净现金流 (亿元)	17.31	19.18	-17.34	-5.58
营业利润率 (%)	10.48	9.45	10.41	10.19
净资产收益率 (%)	8.49	4.29	5.01	--
资产负债率 (%)	56.02	59.47	60.81	70.25
全部债务资本化比率 (%)	44.34	49.02	50.43	55.95
流动比率 (%)	152.51	146.49	159.54	145.47
全部债务/EBITDA (倍)	3.73	5.95	5.73	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.97	4.84	5.77	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	2.15	1.71	1.90	--

注: 2014 年一季报未经审计; 2012 年、2013 年及 2014 年 3 月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

董蓁洋 周一鹤
lianhe@lhratings.com
电话: 010-85679696
传真: 010-85679228
地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)
Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对中国港中旅集团公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为中国最大的综合性旅游集团, 在业务布局、管理水平等方面的综合优势。2014 年, 公司合并范围新增焦作市商业银行 (以下简称“焦作银行”), 公司资产规模进一步提升。同时, 联合资信注意到, 旅游及钢铁行业波动、公司有息债务增加以及未来投资规模较大等因素可能给公司带来的影响。

目前, 公司资产质量良好, 营业收入规模大, 对整体债务的保障程度较高。中国旅游产业规模不断壮大, 发展稳定, 已成为具备竞争优势的产业之一。同时, 公司旅游、钢铁、物流产业互补性较强, 前景良好, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流对本期中期票据覆盖程度较高。基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低, 安全性极高。

优势

1. 公司已经形成以旅游 (包括旅游地产) 为主业, 以钢铁、物流为支柱的业务格局, 产业结构互补性较强。
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. 2014 年公司合并范围新增焦作银行, 公司资产规模进一步提升。
4. 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较高。

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. 公司收入主要来自钢铁板块，钢铁行业的景气度波动对公司产生较大影响。
3. 公司有息债务逐年增长，存在一定的债务负担；未来几年资本支出规模较大，存在一定的资金压力。
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）与中国港中旅集团公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国港中旅集团公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中国港中旅集团公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国港中旅集团公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、中国港中旅集团公司 2014 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

2005年6月30日，香港中旅（集团）有限公司（以下简称“香港中旅”）和招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）共同签署了《关于招商局集团向香港中旅（集团）有限公司移交中国招商国际旅游管理总公司管理权的协议》，招商局集团向香港中旅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2013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2013年底，公司（合并）资产总额710.70亿元，所有者权益合计278.51亿元（含少数股东权益128.49亿元）；2013年公司实现营业收入513.71亿元，利润总额18.51亿元。

截至2014年3月底，公司（合并）资产总额953.82亿元，所有者权益合计283.80亿元（含少数股东权益138.07亿元）；2014年1~3月公司实现营业收入116.84亿元，利润总额0.45亿元。

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

二、本期中期票据概况

公司已于2014年注册中期票据发行额度36亿元，其中第一期中期票据10亿元（“14港中旅MTN001”）已于2014年3月发行，本次计划发行2014年度第二期中期票据26亿元（以下简称“本期中期票据”），期限为7年。

本期中期票据发行所募集资金用于偿还银行贷款及补充营运资金。本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营

业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险

能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债券筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照

“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

旅游板块

1. 旅游行业分析

旅游产业是指凭借旅游资源和设施，专门或者主要从事招徕、接待游客，为其提供交通、游览、住宿、餐饮、购物和娱乐等六个环节的服务并获取经济收益的综合性产业。旅游业的发展以整个国民经济发展水平为基础并受其制约，其对外部经济、政治、社会和自然等条件具有较强的依赖性，属于典型的敏感型行业。

(1) 世界旅游产业

20世纪50年代以来，相对稳定的政治环境、高速发展的社会经济和不断进步的科学技术，促进了世界旅游产业的快速发展，全世界国际旅游人数和国际旅游收入呈现持续上升趋势，并已经成为全球经济中最具规模和增长最快速的新兴产业之一。根据联合国世界旅游组织公报数据显示，近十几年，国际旅游业收入年均增长率在8%以上，高于同期全球经济增长幅度，行业产值已达到世界国内生产总值的11%左右。从旅游目的地分布看，旅游热点地区目前主要集中在欧洲、北美洲和亚太地区，国际旅游收入稳居世界前15位的旅游目的地国家中，欧洲占9席（西班牙、法国、意大利、德国、英国、奥地利、希腊、土耳其、瑞士），北美洲占3席（美国、加拿大、墨西哥），亚太地区占3席（中国、土耳其、澳大利亚），这其中又以包括中国在内的亚太地区旅游业发展速度最快。

(2) 中国旅游产业

中国旅游业自1978年作为一个经济产业起步以来，经过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。

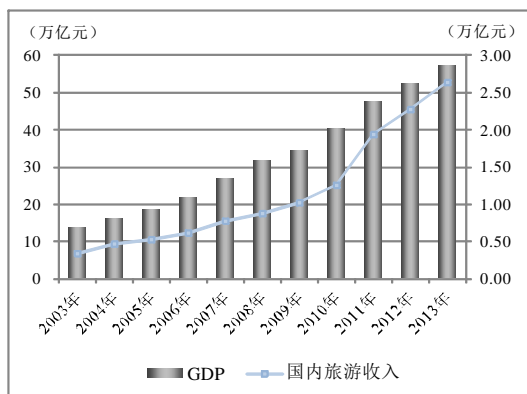
“十一五”期间，中国旅游业保持了平稳较快发展的良好势头，国内旅游人数平均增长12%，入境过夜旅游人数年均增长3.5%，出境旅游人数年均增长19%，全国旅游业总收入年

均增长15%。中国跃居全球第四大入境旅游接待国和亚洲第一大出境旅游客源国，居民人均出游率达1.5次，旅游直接就业达1350万人，旅游消费对社会消费的贡献超过10%，旅游业对中国经济社会发展的积极作用更加明显。2011年，中国旅游经济总体保持较快发展，国内旅游及出境旅游增长均高于预期，入境旅游则受到日本地震、中东动荡以及欧债危机等因素影响，增速低于预期；2012年国内旅游收入2.27万亿元，同比增长17.6%；2013年，受“八项规定”、“六项禁令”等因素影响，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%。

国内旅游现状

近十年，随着国民经济健康快速的的增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场呈逐步放大趋势。从旅游业的发展规律看，GDP的增长和人均可支配收入的增加是旅游业发展的根本动力。近年来，中国GDP及城乡居民收入的稳定、快速增长直接推动了旅游行业的快速启动，国内出游人数和旅游总收入总体保持稳步增长趋势。但需要注意的是，2003年由于受到SARS的影响，中国国内旅游人数以及旅游收入同期呈现负增，显现出行业对外部环境存在较强的敏感性，容易受到各种突发事件影响。从其后几年的恢复情况看，旅游行业又体现出一定的韧性，在受到各类突发事件和自然灾害冲击后，能够在较短时间内得以恢复。

图1 2003~2013年GDP与国内旅游收入



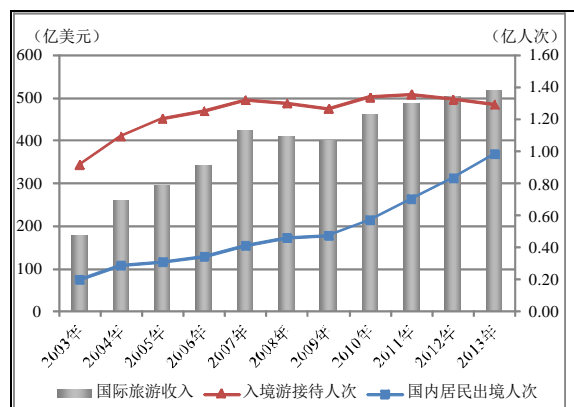
数据来源：国家旅游局和国家统计局

近几年，中国自然灾害和突发事件频发，全球金融危机也在2008年下半年逐渐传导国内，但中国国内旅游市场依然保持了较为平稳的发展态势。2011~2012年，国际环境严峻，全球经济复苏受阻，但中国国内经济企稳回升，旅游经济继续保持平稳较快增长；2013年，受“八项规定”、“六项禁令”等政策影响，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。2011~2013年，中国国内游客分别为26.4亿人次、29.57亿人次、32.6亿人次，同比分别增长13.2%、12.1%、10.3%，中国国内旅游业增速持续放缓，但国内居民出游欲望仍较为强烈，出游消费已呈现出一定的惯性。

国际旅游现状

国际旅游包含了入境旅游和出境旅游两大市场。中国人文历史悠久，拥有众多的名胜古迹等良好的旅游环境，再加上2008年北京奥运会、2010年广州亚运会和上海世博会的成功申办和召开扩大了中国在世界上的影响范围，中国入境旅游市场近十几年得到快速发展；同时，由于国内旅游业在某种程度上已满足不了部分居民的旅游需求，境外旅游成为了中国旅游业的有益补充。

图2 2003~2013年国际旅游收入及人数



数据来源：Wind资讯

入境游方面，金融危机深层次影响还在延续，周边国家放松签证政策等带来更大竞争。2011年，在全球经济恶化、人民币持续升值的形势下，中国入境游市场增长低于预期，全年

共计接待入境旅游者1.35亿人次，同比增长1.24%；2012年，随世界经济复苏不确定性增加，全年共计接待入境旅游者1.32亿人次，同比下降2.23%；2013年，全国入境游客1.29亿人次，同比下降2.51%，中国入境旅游正处于长时间高速发展之后逐渐复归常态化的阶段。

出境旅游方面，在国内经济持续增长的形势下，受益于人民币汇率的升值以及周边国家和地区入境旅游竞争力的提升，近年来出境旅游继续保持高速增长态势。2011~2013年，中国出境旅游总人数分别为0.70亿人次、0.83亿人次、0.98亿人次，分别同比增长22.4%、18.6%、18.1%。受此影响，中国旅游服务的贸易逆差不断扩大，中国旅游研究院研究显示，2013年中国旅游外汇收入为517亿美元，而居民出境花费预计将达到1200亿美元，旅游服务贸易逆差进一步扩大，预计达720亿美元。

(3) 政策环境

中国旅游业作为第三产业的主要支柱产业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。

2011年3月公布的《中国国民经济和社会发展规划十二五规划纲要》把推动现代服务业大发展作为产业结构优化升级的战略重点，提出要全面发展国内旅游，积极发展入境旅游，有序发展出境旅游；坚持旅游资源保护和开发并重，加强旅游基础设施建设，推进重点旅游区、旅游线路建设；推动旅游业特色化发展和旅游产品多样化发展，全面推动生态旅游，深度开发文化旅游，大力发展红色旅游；完善旅游服务体系，加强行业自律和诚信建设，提高旅游服务质量。

2011年12月公布的《中国旅游业“十二五”发展规划纲要》提出要通过推展消费需求，全面发展国内旅游，提升发展质量，积极发展入境旅游，同辉加强服务引导，有序发展出境旅游，力争到2020年中国旅游产业规模、质量、

效益基本达到世界旅游强国水平，同时使旅游服务质量明显提高，市场秩序明显好转，可持续发展能力明显增强。

2012年2月国务院七部委联合发布的《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》（银发【2012】32号）文件，以加强和改进对旅游业的金融服务，完善金融支持政策，促进旅游业加快发展。

2013年10月1日，由中华人民共和国第十二届全国人民代表大会常务委员第二次会议通过的《中华人民共和国旅游法》（以下简称《旅游法》）正式施行，这一举措力图保障旅游者和旅游经营者的合法权益，规范旅游市场秩序，保护和合理利用旅游资源，促进旅游业持续健康发展。该项法律明文禁止旅行社低团费、零团费、强迫购物及参加自费项目等行为。2013年12月17日，《国家旅游局关于严格执行旅游法第三十五条有关规定的通知》明确了关于指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目、关于“以不合理的低价组织旅游活动”等条款的具体解释。如旅行社在旅游活动中指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目的，应当按照诚实信用、自愿平等、协商一致的原则，与旅游者订立书面合同，且不得以不合理的低价组织旅游活动，不得诱骗旅游者，不得通过指定具体购物场所和安排另行付费旅游项目获取回扣等不正当利益，也不得影响其他不参加相关活动的旅游者的行程安排。《旅游法》实施后，旅游团费普遍上涨，相当部分游客对报团出游采取了观望态度，短期内造成跟团游客的减少，但自由行出游人数则明显增加。从中长期来看，《旅游法》的实施将对传统旅游经营模式的带来挑战，倒逼旅行社进行产品结构调整和创新，市场竞争亦将愈加激烈，一些规模较小的旅行社可能被淘汰，有利于行业进行整合。同时，规范的法律将提升旅游行业的规范性，保障旅游行业的发展质量。

总体看，中央和地方政府近年来推行的旅游刺激方案存在积极意义，能够平缓因外部不

利经济环境而带来的负面影响，最大限度保持中国旅游产业的相对平稳健康发展，从而增强中国旅游行业的竞争力。

(4) 主要子行业

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。

中国旅行社行业发展带有较为明显的行政烙印。1987年以前，旅行社行业一直处于垄断经营状态，尤其是一类旅行社，一直到1988年全国一类社总数才有17家。1992年，国务院发布了《关于加快发展第三产业的决定》。各地区掀起发展旅游业的热潮，旅行社逐渐放开，数量明显突破。1996年10月15日出台了《旅行社管理条例》，1996年至1997年国家旅游局开始依据《旅行社管理条例》重新审核所有已设立旅行社的业务经营资格，实现一、二、三类旅行社向国际旅行社和国内旅行社的类别转变。在这一阶段，暂不受理和审批新的国际旅行社，国际旅行社数量增长受到一定的遏制，但是国内旅行社增长较快。根据《2012年中国旅游业统计公报》数据显示，截至2012年底，全国纳入统计范围的旅行社共有24944家，比上年末增长5.3%。

从市场角度分析，旅游业务分为三块：国内游、入境游、出境游。根据2012年全国旅行社统计调查公报的数据，国内旅游业务规模最大，出境旅游业务次之，入境旅游业务2009年受国际金融危机及甲型H1N1疾病的影响，经营情况一般，进入2010年后出现恢复性增长。2012年，全国旅行社共招徕入境游客1643.64万人次、6882.70万人天，分别比上年增长13.0%和11.3%；经旅行社接待的入境游客为2366.61万人次、7771.86万人天，分别比上年增长3.8%和8.5%。2012年，全国旅行社共组织国内过夜游客14368.64万人次、43423.72万人天，分别比上年增长4.8%和21.1%；经旅行社

接待的国内过夜游客为16303.49万人次、38407.67万人天，分别比上年下降3.5%和增长14.1%。旅游业务板块的结构基本与中国旅游业“以国内旅游为基础、入境旅游为重点、出境旅游为补充”的总体状况相一致，较好地反映了“大力发展入境旅游、积极发展国内旅游、适度发展出境旅游”的发展方针。

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。

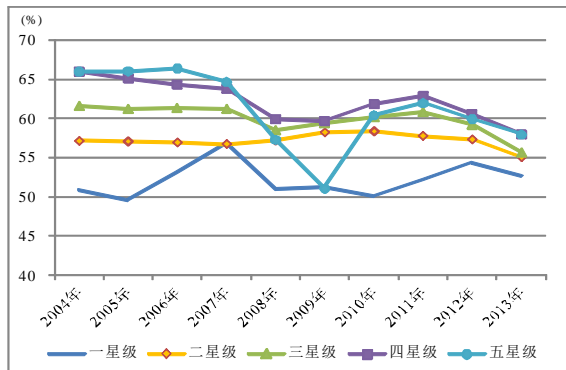
未来产业融合和业态创新将是中国旅行社业发展的核心增长点。产业融合包括旅行服务业与信息产业、供应链上游产业或下游产业融合；业态创新主要以旅游者的需求变化为导向。

酒店业

随着中国居民可支配收入持续增长，酒店业成为社会消费品零售业中增幅较大的子行业之一。2004~2012年，中国星级酒店年营业收入从1239亿元增长到2400亿元。根据《2013年第四季度全国星级饭店统计公报》数据显示，截至2013年底，全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计13508家，其中有12776家经营情况数据通过省级旅游行政管理部门审核，除停业的881家饭店外，有11895家完成了第四季度经营数据的填报。根据填报的财务数据显示：截至2013年底，全国11895家星级饭店第四季度营业收入总计592.32亿元，其中餐饮收入为256.47亿元，占营业收入的43.30%；客房收入为256.95亿元，占营业收入的43.38%。在11895家星级饭店中：五星级饭店722家；四星级饭店2370家；三星级饭店5735家，二星级饭店2922家，一星级饭店146

家。全国第四季度星级饭店平均房价为 335.36 元/间夜，平均出租率为 56.63%。总体看，中国酒店行业自 2004 年开始新一轮高速扩张，但供给已呈现相对过剩局面，行业竞争较为激烈。

图 3 2004-2013 年底各星级酒店客房出租率情况



资料来源：国家旅游局

尽管高星级酒店供给快速增加，酒店供给已呈现相对过剩局面，行业竞争较为激烈。除 2008 年、2009 年受金融危机影响下滑外，高星级酒店的客房出租率均高于低星级酒店，高星级酒店需求较为旺盛。

另一方面，酒店业对外部宏观经济以及突发事件敏感，波动性较大。2013 年上半年，受政府抑制“三公消费”等因素的影响，全国星级酒店平均房价和出租率同比均有所下滑，尤以四星级以上酒店收入下降最为明显。中国旅游饭店业协会发布的《2013 年上半年星级饭店经营情况报告》显示，2013 年上半年，全国三星级及以上星级饭店平均出租率同比下降 6 个百分点；平均客房收入同比下降 8.5%；平均餐饮收入同比下降 17.2%；平均会议收入同比下降 16.6%；平均总营业收入同比下降 11.8%。联合资信注意到，经济型酒店受影响相对较小，由于定位于低端消费，并且受益于星级酒店客人转入经济型酒店带来的增量效应，其指标降幅略低。传统低星级酒店目前正面临来自经济型酒店越来越大的竞争压力，酒店效益呈现分化局面。

从未来发展看，中国未来经济、人均 GDP 将继续保持增长的趋势，经济的健康稳定发展

将给酒店业的发展带来契机。未来大众旅游需求呈现多样性、商务客源增多等因素促使高星级酒店与经济型酒店成为行业中表现较为活跃的两部分。

(5) 行业展望

旅游行业属敏感型行业，旅游产品作为弹性消费品，易受外部经济环境的影响，突发公共事件的发生对行业内企业经营会造成较大冲击。从短期看，尽管目前全球经济发展积极因素不断增多，但宏观环境仍然处于较不稳定的状态，全球金融风险也存在向财政领域进一步转移的趋势，部分国家经济形势进一步恶化，全球就业率和居民收入增长率受惯性影响短期内也难以有明显改观。另外，一些外汇短缺或外债沉重的国家为了节约外汇度过危机，也有可能采取限制出境旅游等措施（如 1997 年亚洲金融危机时期，部分东盟国家就曾经采取提高出境税和护照费、发布行政命令等措施，限制本国国民出境旅游），这都会对中国的入境旅游业产生负面影响。总体看，短期内中国旅游产业，特别是高端入境旅游业形势依然严峻，行业内企业发展将呈现更为明显的两极分化趋势。

从长期看，中国旅游业面临的基本环境没有改变，中国经济有望继续保持良好、快速的发展态势，人均收入的增长和消费结构的升级将根本性的推动中国旅游行业的发展。目前，中国人均国内旅游仅有 1 次/年，远低于中等发达国家 3 次的平均水平。根据旅游发达国家的经验，一个国家人均 GDP 超过 3000 美元时，才进入旅游业的繁荣期。世界旅游组织测算，到 2015 年中国将有望超越法国成为全球最大的入境旅游接待国和第四大出境旅游客源国。综合来看，中国旅游业仍具备十分广阔的发展空间，未来行业有望迎来新一轮的长期增长周期。

总体来看，旅游行业易受宏观经济环境及突发公共事件影响。2013 年以来，“八项规定”、“六项禁令”等因素使得中国旅游业收入增速

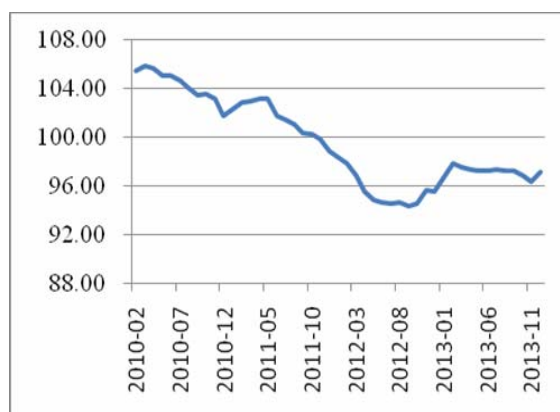
有所放缓，尤其以政府接待为主的高星级酒店面临转型挑战；从中长期看，旅游产业政策推动和旅游需求拉动将成为驱动中国旅游业长期高速增长的基本动力，中国旅游业仍面临良好的发展机遇。

房地产板块

房地产行业在国民经济中具有重要地位。房地产业发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。作为资金密集型行业，房地产业对资金的规模和流动性要求比较高。不仅如此，土地的可得性和规模也是决定开发商进入的前提条件。

2009年以来，由于中国房价的快速上涨，中国对房地产的政策由支持逐步转向收紧。2009年12月9日以来，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，房地产行业政策显著收紧。随着多轮房地产调控政策的陆续实施，房地产业景气度呈现持续震荡下滑的态势，尤其是2011年下半年，“新国八条”等一系列严厉的调控政策效果集中显现，国房景气指数大幅回落。2011年11月开始，房地产开发综合景气指数继金融危机以来再次降至100点以下，且这一下行趋势持续到2012年3季度末。2012年10月份开始，中国房地产市场呈现明显翘尾行情，国房景气指数明显回升，其中，房地产信贷环境逐步放松、部分城市调控政策继续微调、市场预期发生实质性转变等是支撑房地产行业基本面好转的主要因素。

图4 2010年以来房地产开发综合景气指数



资料来源：wind 资讯

为了防范房地产市场反弹，2013年2月20日，国务院常务会议出台新“国五条”以加强房地产市场调控的政策措施。2013年3月1日，中国政府网发布《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》，要求人民银行当地分支机构根据价格控制目标和政策要求，进一步提高第二套住房贷款的首付款比例和贷款利率。进一步完善现行住房限购措施；对执行住房限购和差别化住房信贷、税收等政策措施不到位、房价上涨过快的，要进行约谈和问责等。

从投资结构来看，在城市化迅速发展的背景下，作为居住用途的住宅仍是市场主导需求。但是受住宅市场调控影响，部分资金逐步向商业地产转移，商业地产成为楼市调控新政的受益者，办公楼和商业营业用房等商业地产投资呈高速增长态势。2013年，房地产开发投资86013.38亿元，比上年增长19.8%。其中，住宅投资58950.76亿元，增长19.4%；办公楼投资4652.45亿元，增长38.2%；商业营业用房投资11945.00亿元，增长28.3%。

表1 2008~2013年中国房地产开发投资完成情况（单位：亿元，%）

	住宅		办公楼		商业营业用房		其他		房地产开发投资额合计
	投资额	占比	投资额	占比	投资额	占比	投资额	占比	
2008	22081.26	72.21	1111.58	3.64	3200.21	10.47	4186.77	13.69	30579.82
2009	22368.99	84.27	1204.98	4.54	3646.66	13.74	4050.29	15.26	26545.73
2010	34038.14	70.52	1806.55	3.74	5598.84	11.60	6823.54	14.14	48267.07
2011	44308.43	71.77	2543.53	4.12	7370.21	11.94	7517.61	12.18	61739.78

2012	49374.21	68.76	3366.61	4.69	9312.00	12.97	9750.96	13.58	71803.79
2013	58950.76	68.54	4652.45	5.41	11945.00	13.89	10465.34	12.17	86013.38

资料来源：国家统计局

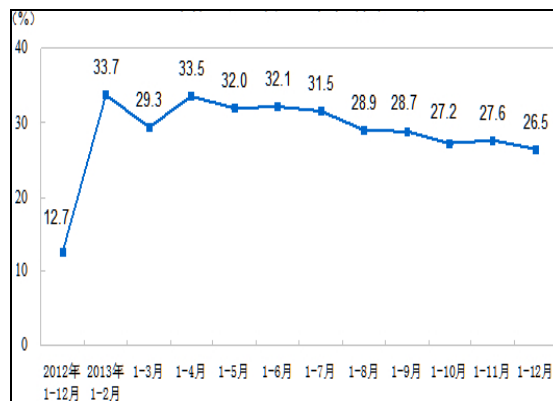
从整体供应情况看，2012 年全年房地产市场整体呈恢复趋势，商品房销售逐月增长，但增速较 2011 年有所放缓；2013 年房地产市场整体呈快速上涨趋势，商品房销售逐月增长，且增速较 2012 年大幅提高。2013 年，商品房销售面积 130550.59 万平方米，比上年增长 17.29%；其中，现房销售面积 31001.35 万平方米、期房销售面积 99549.24 万平方米。

2013 年商品房新开工面积 201207.84 万平方米，同比增长 13.48 个百分点；由于前两年快速增长的房地产项目 2013 年开始陆续、集中完工，全年商品房竣工面积累计 101434.99 万平方米，同比增长 2.01 个百分点；虽新开工增速大幅提升，2013 年商品房施工面积增速上涨，全年商品房施工面积 665571.89 万平方米，同比增长 15.90 个百分点。

从整体需求情况看，2012 年房地产调控政策总体保持了相对稳定，不合理的住房需求得到了抑制，房地产市场总体平稳；2013 年房地产调控政策持续深化，在坚持了差别化的住房信贷、税收政策和限购措施这一主导政策的同时，房产税没有扩大试点范围和加大试点力度。2013 年底房地产市场持续回暖，城市住宅市场成交量同比增幅较高、重点城市房价普涨、土地市场量价齐升。2013 年全年商品房销售面积 130550.59 万平方米，较上年同期增长 17.29%。

2013 年，房地产开发企业到位资金 122122 亿元，比上年增长 26.5%，增速比 1-11 月份下降 1.1 个百分点，比 2012 年上涨 13.8 个百分点。其中，国内贷款 19673 亿元，增长 33.1%；利用外资 534 亿元，增长 32.8%；自筹资金 47425 亿元，增长 21.3%；其他资金 54491 亿元，增长 28.9%。在其他资金中，定金及预收款 34499 亿元，增长 29.9%；个人按揭贷款 14033 亿元，增长 33.3%。

图 5 全国房地产开发企业 2013 年到位资金增速



资料来源：国家统计局公报

总体看，2013 年房地产行业恢复较为明显，受到 2012 年 10 月份以来市场持续回暖影响，市场信心较强，房地产企业投资增长，全年住宅新开工等指标有明显提高，逐步转化为新建商品住宅供应以后，供需矛盾将出现一定的缓解。从房地产行业所处环境看，虽然政策调整较为频繁，但地方上既有收紧性调控出台，又有利于需求释放的政策放松。

钢铁板块

根据国际钢铁协会 (IISI) 初步统计，进入 2000 年以来，世界钢铁粗钢产量除因金融危机影响导致 2008、2009 年合计量阶段性下滑外，其余年份呈逐年稳步增长的态势；2013 年合计产量达到 16.07 亿吨，同比增长 4.03%；2013 年中国以 7.79 亿吨粗钢位列全球产量首位，占全球粗钢产量的 48.47%，产量同比增长 8.72 个百分点。从产能情况看，截至 2013 年底，中国粗钢产能约 10 亿吨，行业产能利用率有所降低，产能过剩情况有所加重。

从中国钢铁竞争格局看，行业整合方面，2011 年马钢股份、安阳钢铁集团、鞍钢集团等国有钢企均有进一步的重组动作，民营钢企逐步成为重组的目标；此外，以河北 12 家民营钢企组建新武安钢铁集团为代表，民营钢企间开

始自发以抱团方式重组。

2013年，中国前十大钢铁企业粗钢产量占全国粗钢产量比为39.4%，较2012年下降6.5个百分点，钢铁行业集中度进一步下滑，行业竞争进一步加剧。中国经济增速有所放缓，钢铁行业产能过剩严重，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱。

表2 2013年中国钢铁企业粗钢产量排名(万吨、%)

排名	名称	粗钢产量	增长率
1	河北钢铁集团	4579	6.87
2	宝钢集团有限公司	4391	7.86
3	武汉钢铁(集团)公司	3931	7.93
4	江苏沙钢集团	3508	8.58
5	鞍钢集团公司	3369	11.42
6	首钢集团	3152	0.34
7	山东钢铁集团有限公司	2279	-0.92
8	渤海钢铁集团	1933	11.60
9	马钢(集团)控股有限公司	1879	8.40
10	本钢集团有限公司	1683	11.56
11	湖南华菱钢铁集团有限责任公司	1499	6.20
12	河北新武安钢铁集团	1481	6.03
13	北京建龙重工集团有限公司	1430	3.86
14	方大钢铁集团有限公司	1316	2.01
15	日照钢铁控股集团有限公司	1268	-0.08
16	酒泉钢铁(集团)有限责任公司	1116	10.51
17	包头钢铁(集团)有限责任公司	1069	4.95
18	安阳钢铁集团公司	1032	33.32
19	河北纵横钢铁集团有限公司	1019	11.94
20	太原钢铁(集团)有限公司	999	-1.36

资料来源：联合资信根据公开资料整理

- 注：1、宝钢集团包括韶钢、宁钢和八一钢铁；河北钢铁集团包括唐钢、邯钢、宣钢、承钢、舞钢和石钢等；武钢集团包括柳钢；山东钢铁集团包括济钢集团、莱钢集团和张店钢铁总厂；鞍钢集团公司包括鞍钢、攀钢；安钢集团包括安钢股份公司、信阳钢铁公司、凤宝特钢公司和新普钢铁公司；本钢集团有限公司包含北营钢铁
- 2、河北新武安钢铁集团为河北省武安市近20家民营钢铁企业于2006年1月成立的联合体；渤海钢铁集团由天津钢管集团、天津天钢集团、天津天铁冶金集团和天津冶金集团于2010年整合重组成立；
- 3、统计数据可能与企业公布数据有出入。

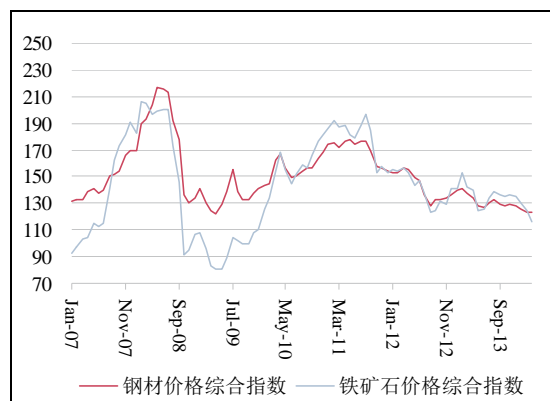
从原材料情况看，钢铁生产主要原燃料包括铁矿石、焦炭等。铁矿石费用占炼铁成本的比重较高，铁矿石价格的波动，将直接影响钢材的生产成本。

据中国国土资源部最新统计，中国已探明铁矿石储藏量约为593.90亿吨，含铁量在30.00%~35.00%，其中约415亿吨矿石为磁铁矿。据中国钢铁工业协会统计，2011年中国铁矿石原矿产量为13.27亿吨，同比增长23.83%，

2012年，受国内房地产、基建投资增速大幅回落及欧债危机深化导致钢铁内外需求量下滑影响，中国铁矿石产量同比增速大幅下降与2011年产量基本持平。2013年中国铁矿石原矿产量为14.36亿吨，同比增长8.12%，产量增长速度有所反弹。

中国钢铁产能巨大，受制于国内铁矿资源质量和产能供应，中国对铁矿石资源的外需程度高，2010年国内矿山扩产和铁矿石定价机制改变影响了中国对进口矿石的需求，中国进口铁矿石增量出现首度下降；2012年，中国进口铁矿石7.44亿吨，同比增长8.45%。2013年为8.20亿吨，同比增长10.04%，增速较2012年略有提升。考虑到决定中国铁矿石对外依存度高的关键因素并未出现实质转变，预计未来，中国对铁矿石资源的外需仍将保持在较高水平。

图6 近年钢材价格指数与铁矿石价格指数



资料来源：www.mysteel.com

2012年前三季度，中国铁矿石价格指数总体呈现波动下降格局。12年10月份起在中国钢材价格逐步反弹带动下出现快速反弹。随中国钢铁行业景气度的再度转弱，2013年3月起，中国铁矿石价格出现回调，但下降幅度缓于钢材价格下降速度。2013年全年，铁矿石价格指数变动基本与钢材价格指数变动趋势一致，但总体跌幅略缓于钢材价格下跌幅度。2014年3月，铁矿石价格指数出现大幅下滑，快于钢材价格下跌幅度。

2011年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出

现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2012年3月，钢材价格指数在低位短暂平稳后呈持续下行态势。随行业去库存过程的推进，中国钢材价格从2012年四季度初开始逐步呈现企稳反弹迹象。进入2013年初，钢材价格基本维持了反弹上涨态势，但2013年3月份起，钢铁行业景气度再度转弱，钢材价格出现波动下调，于2013年7~9月小幅冲高后，持续下行。2014年1季度，钢材价格延续了震荡走低的态势，3月均价已接近2007年以来的历史低位。总体看，2013年钢铁行业产能过剩现象加剧，行业竞争更为激烈，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱。

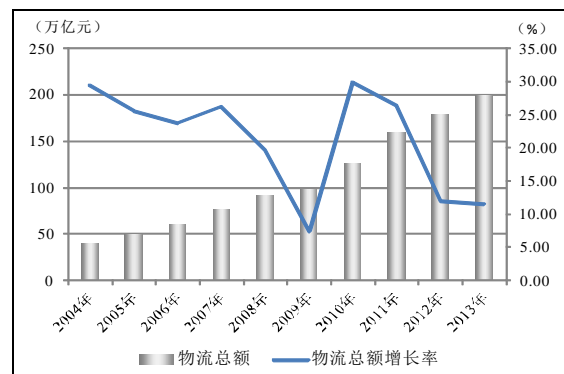
总体看，钢铁行业产能过剩情况加剧，经济增速放缓和减产压力作用下，行业景气度持续减弱，钢材价格波动下行。行业企业经济难度加大。短期内，行业需求难以大幅增长，行业景气度的提升有赖于国家对过剩产能的有效治理和部分产能的有序推出。作为国民经济基础行业，未来中国经济转型和结构调整和城市化进程的推进均将促进钢铁行业需求的持续增长，对行业需求形成持续支撑。

物流板块

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，2013年全国社会物流总额197.8万亿元，同比增长9.5%，增幅比上年回落0.3个百分点但仍保持较快增长。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额181.5万亿元，同比增长9.7%，增幅比上年回落0.3个百分点。进口货物物流总额12.1万亿元，同比增长6.4%，增幅比上年回落1.3个百分点。农产品物流总额同比增长4.0%，增幅比上年回落0.6个百分点。受电子商务和网络购物快速增长带动，单位与居民物品物流总额保持快速增长态势，同比增长30.4%，增幅比上年加快6.9个百分点；受绿色经济、低碳经济和循环经济快速发展带动，再生资源物流总额快速增长，

同比增长20.3%，增幅比上年加快10.2个百分点。2013年全国物流业增加值为3.9万亿元，同比增长8.5%；物流业增加值占GDP的比重为6.8%，占服务业增加值的比重为14.8%。物流发展形势总体良好、稳中有进。物流需求规模保持较快增长但增速减缓、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。

图7 中国物流总额及增长率



资料来源：WIND资讯

仓储物流方面，近年来市场走势总体较为平稳，仓储设施更新换代带来较大市场空间。在市场竞争方面，目前市场高品质仓储物业的来源主要包括：（1）专业从事高端仓储设施开发租赁的物流地产开发商，如普洛斯、宝湾、丰树等；（2）出于自身业务需求或是寻求改变轻资产运营模式的物流服务商，如宝供物流（PGL）、嘉里大通（Kerryeas）、招商物流等；（3）出于自身业务需求的生产及商贸流通企业，代表企业有苏宁电器、京东商城、当当网等。总体而言，物流企业、生产及商贸流通企业与专业物流地产开发商之间合作关系大于竞争关系，行业内竞争主要来源于专业物流地产开发商之间，竞争较为激烈。市场进入时间早晚、资金筹措能力强弱、政府关系维护是否良好、战略选择（偏激进还是保守）等因素的差异是目前影响专业物流地产开发商的市场地位的主要因素。

产业政策方面，2013年国家发改委发布了

《全国物流园区发展规划(2013-2020年)》(以下简称“《规划》”)。《规划》中提出,全国物流园区总体布局的基本思路是根据物流需求规模、综合交通体系规划和区域产业发展规划等因素,确定物流园区布局城市、物流园区建设数量、规划布局和用地规模,因地制宜、合理确定物流园区的发展定位、功能布局、建设分期、配套要求等。预计到2015年将建立物流园区建设及管理的有关制度,初步建成一批布局合理的示范园区;到2020年,基本形成布局合理、绿色高效的全国物流园区网络体系。

总体看,中国物流环境和条件不断改善,各行业增长带动大宗商品物流需求的上升;在相关政策支持下,物流业战略振兴规划的出台和实施细则的逐步推出实施,将引导物流业走上中长期稳定发展的轨道。

五、基础素质

1. 产权状况

公司是中央直属企业。国务院国有资产监督管理委员会为公司唯一出资人,是公司的实际控制人。

2. 经营历史

香港中旅前身为银行家陈光甫先生于1928年4月成立的中国旅行社香港分社,1952年,中国旅行社香港分社移交中国政府,由中国银行香港分行代管,1953年由中央人民政府侨务委员会正式接收,1954年注册为“香港中国旅行社有限公司”。

改革开放后,香港中国旅行社有限公司逐步成长为以旅游为主业、多元化经营的企业集团。1985年,香港中旅(集团)有限公司正式成立,直属国务院侨务办公室。1992年11月,香港中旅旗下的香港中旅国际投资有限公司(以下简称“港中投”)在香港上市。1999年4月,香港中旅与国务院侨务办公室“脱钩”,同年12月列为中央管理。2005年12月,中国招商

国际旅游管理总公司正式并入香港中旅;2007年6月,中国中旅正式并入中国港中旅。

3. 企业规模

经过80多年的发展,公司已经形成以旅游为主业,以钢铁、物流、房地产为支柱产业的大型企业集团。旅游方面,公司是中国内地及香港地区最大的跨地区综合性旅游集团,拥有内地和香港完整的旅游服务链条和全面的配套能力,有着丰富的大型景区开发经验,成功开发了深圳世界之窗、锦绣中华、民俗文化村、珠海海泉湾等国内知名领先的大型综合旅游项目。钢铁方面,公司下属唐山国丰钢铁有限公司(以下简称“国丰钢铁”)是中国最大的热轧带钢生产企业和华北地区大型钢铁生产企业之一,2013年,国丰钢铁产生生铁839万吨、粗钢806万吨、热轧钢材802万吨、冷轧钢材116万吨。物流方面,公司目前物流网络已经覆盖长三角、珠三角以及香港本地,具有一定的规模优势和网络优势。

总体看,公司作为国资委直属的大型企业集团,产业结构互补性较强,规模优势明显,整体竞争能力强。

4. 人员素质

公司董事长张学武先生,1954年生,中共党员,第十一届全国政协委员,研究生学历。张学武先生历任驻加拿大使馆商务处外交官,中国五金矿产进出口总公司总经理、副总裁、党组成员,香港中旅(集团)有限公司副董事长、总经理、党委副书记,2006年6月开始任香港中旅(集团)有限公司董事长、党委书记。

2014年5月根据公司公告,公司前副董事长兼总经理王帅廷先生涉嫌在华润集团工作期间严重违法违纪;2014年6月起王帅廷先生不再担任公司副董事长及总经理职务。目前,公司各项业务正常开展。

截至2014年3月底,公司拥有在岗员工

41600人,从学历构成看,高中及以下占43.90%,中专占15.80%,大专以上占40.30%;从年龄构成看,35岁以下占51.40%,36岁~50岁占41.10%,50岁以上占7.50%。

总体来看,公司员工年龄构成合理,高级管理人员综合素质较高,熟悉公司的业务及发展方向,有利于公司的长远发展。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是国资委代表国务院履行出资人职责的国有独资企业,与香港中旅实行“一套机构、两块牌子”的体制,公司董事长、董事及经营班子成员构成与香港中旅相同,董事长、总经理由国务院任免,公司其他负责人由国资委任免。公司下设董事会,董事会由9人组成,董事长、副董事长各1人。董事长为公司法定代表人。董事会下设总经理1名,总经理办公会是常设决策机构,对董事会负责。

公司内设董事会办公室、审计部、监察室、集团办公厅、企业发展管理部、财务部、人力资源部、服务中心和证件事业部等9个职能部门,职责分工明确。

公司确立了“强总部管控下专业化经营”的管理体制,确定公司总部为“战略规划中心、投资决策中心、财务和资金管理中心、资本运作和资源配置中心、人力资源管理中心”。公司建立了9个管理职能部门、七大板块公司、相关专业公司和三级公司的“四层架构、三级管理”体系。通过向控股子公司派驻高层管理人员和财务负责人实现对下属公司的控制和管理。

2. 管理水平

对外投资方面,公司通过内部评委与外部评委相结合的方式对项目投资进行评审,并且投资项目必须遵循“六项原则”,对投资项目进行事前、事中和事后控制,防止由于盲目投资带来的损失。

员工培训方面,公司通过分级培训体系,对员工培训进行统筹安排、分层管理,并按照“选派进修与内部培训相结合”的原则,对公司本部员工及下属公司中、高层管理人员进行培训,全方位提高员工的整体素质。

人员考核方面,公司从2002年开始实施360度考评体系,对公司本部及中高层管理人员进行严格考核,将经营业绩、个人岗位工作业绩与薪酬挂钩,提高员工的积极性。

安全生产方面,公司一方面调整组织架构,强化安全委员会职能,通过修订安全应急预案,完善了安全生产紧急与突发时间的处理机制;另一方面,公司通过建立安全生产问责制、加强安全生产教育等方式,及时整改、消除了许多安全事故隐患。

信息化建设方面,一方面,公司完成了AIS信息系统的升级,使系统构架得到大幅提升,功能得到完善;另一方面,公司对人力资源管理系统、回乡证、台胞证办理系统、珠海海泉湾营业系统、芒果网中央平台系统进行了升级改造,进一步促进了业务发展和经营效率的提高。

内部审计方面,公司从2002年将内部审计的重点从“以财务审计为重点”转向为“以管理审计、防范、改善公司内部控制为重点”,并且通过财务状况、收支状况、效益性、预算的执行情况对下属公司的进行评价。

财务管理方面,公司通过“以全面预算管理为手段,以资金集中管理为中心,以财务会计制度建设为保障,以会计信息系统(AIS)为平台,以财务队伍建设为基础”,全面提升财务管理水平。

预算管理方面,公司2003年建立了全面预算管理体制,每年12月制定下一年的预算,并分解到各下属子公司,从下一年1月1日正式按照预算执行。公司本部通过日常跟踪,每月考核预算的执行情况,对下属公司预算执行情况进行监督。

资金管理方面,公司实行高度集中的管理

模式，按照“集中管理、计划安排、有偿使用、逐级审批、节约成本、注重效益”的原则统一调度，加强了对下属公司的控管，保证了资金安全，实现了资源的均衡配置。

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

七、经营分析

1. 经营概况

目前公司已经形成旅游（包括旅行社、酒店、景点、旅游、地产）、钢铁和物流等多个板

块。2011~2013年，公司营业收入呈波动下降趋势，年均复合下降3.49%；其中2012年由于钢铁板块景气程度下滑，公司营业收入同比下降7.27%，2013年公司营业收入同比变动不大，实现营业收入513.71亿元。2014年一季度，公司实现营业收入116.84亿元，同比降低4.67%。

近年来公司旅游主业收入构成占比稳定，钢铁业务收入构成占比逐年降低，物流业务占比呈提升态势；2014年一季度营业收入构成中，旅游板块、钢铁板块、物流板块、其他板块收入分别占25.15%、50.26%、16.38%、8.21%，其中旅游板块是公司利润的主要来源。

表3 公司营业收入构成及毛利率（单位：亿元，%）

板块	2011年			2012年			2013年			2014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	收入	占比	毛利率
旅游	125.19	22.70	21.71	145.36	28.42	21.54	142.92	27.82	22.39	29.38	25.15	25.40
钢铁	329.26	59.70	6.52	263.07	51.44	3.07	260.06	50.62	4.78	58.73	50.26	1.77
物流	69.60	12.62	6.56	74.98	14.66	6.02	85.44	16.63	5.61	19.14	16.38	5.95
其他	27.47	4.98	27.47	28.04	5.48	30.45	25.29	4.92	29.07	9.59	8.21	32.36
合计	551.52	100.00	11.02	511.44	100.00	10.25	513.71	100.00	11.01	116.84	100.00	10.91

资料来源：公司提供

注：公司各板块相加与财务报表数据略有出入，主要系小数点后两位四舍五入造成。

近三年公司营业毛利率相对稳定，分别为11.02%、10.25%、11.01%；其中公司旅游业务毛利率相对稳定，钢铁业务自2012年开始受到行业景气度波动影响，呈现波动下滑态势；物流业务受到人力成本上涨而略有下降。2014年一季度，公司毛利率为10.91%，其中钢铁业务设备大修，较高的折旧费用影响了其毛利率，其余各板块毛利率水平变动不大。

2. 旅游及地产

2010年~2012年，公司旅游板块（包括旅游地产）较为平稳发展，实现收入复合增长率6.85%；2013年实现收入142.92亿元，由于旅游地产项目进程影响，同比略有下降(-1.68%)；毛利率为22.39%。2014年1~3月，公司实现旅游业务（包括旅游地产）收入29.38亿元，

占2013年全年的20.56%；实现毛利率25.40%。

旅游板块

（1）公司经营

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。公司2013年旅游板块（包括旅游地产）实现收入142.92亿元，由于受旅游地产项目进程影响，同比略有下降(-1.68%)；2014年1~3月，公司旅游板块实现营业收入29.38亿元。

截至2013年底，公司在香港、澳门地区设有40间分社、内地超过60家地面旅行社（不包括中旅总社）和海外11个国家的19间海外旅行社，18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。

2013年公司的旅游接待人次为1322万人次，同比增长了1.15%；2014年1~3月的接待人次为265万人次。2013年受经济环境和国家政策影响，公司入境游和国内游业务有所下降，旅行社业务产生的营业收入达到98.98亿元，同比下降0.74%；营业毛利润为8.50亿元，同比上升3.90%，主要是由于旅行社板块调整业务结构，增加高毛利业务比重。

酒店业务方面，2013年，由于经济环境及政策影响，公司旗下酒店共接待游客122.94万人次，同比下降2.90%；2014年1~3月共接待游客29.55万人次，较2013年同期增长6.27%，主要由于马航事件期间，公司旗下的北京丽都维景酒店为官方指定接待酒店，故入住人数增长。2013年公司酒店业务产生的营业收入13.30亿元，同比下降9.31%，营业毛利润为8.52亿元，同比下降10.16%。2014年1~3月，公司酒店业务产生的营业收入为3.21亿元，营业毛利润为2.07亿元。

（2）未来发展

公司的旅游主业发展思路是：通过“外抓资源开发、内抓整合提升，建好天地两网，推动流程再造，突出品牌战略，实施超越竞争”，实现旅游主业经济增长方式和经济效益增长方式的转变。在未来一段时间内，使公司由单纯的旅游产品的中间商、零售商转变为旅游产品的供应—服务商和批发—零售商，成为中国旅

游行业的“航空母舰”。

总体来看，公司作为中国内地及香港地区最大的跨地域综合性旅游集团，规模优势明显。2013年受经济形势及中国政策影响，公司旅行社及酒店业务经营均受到一定影响。未来随着公司加强内部整合、突出品牌战略，公司旅游业务有望实现长期稳定发展。

地产板块

（1）公司经营

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，目前国内绝大多数房地产开发商还不具备上述优势。

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。2013年公司商品房开发面积为87.8万平方米，销售面积10.64万平方米，商品房销售收入14.21亿元。2014年1~3月公司商品房开发面积为103.33万平方米，销售面积0.71万平方米，商品房销售收入0.72亿元。

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，为房地产业务的可持续发展提供了有力的保障。截至2014年3月末，公司的土地储备量为360.31万平方米，不存在两年未开发土地的情况。

表4 截至2014年3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
江西宜春港中旅公元项目	2015年	2021年	26.04	153214.00
苏州太湖项目	2014年	2016年	8.15	81987.00
鞍山汤泉公馆项目	2014年	2019年	93.00	461606.00
青岛海泉湾度假城(二区、三区、四区局部)	2015年	2020年	45.12	142229.00
沈阳中旅·国际小镇(3-6期)	2014年	2020年	118.00	619500.00
燕郊海泉湾	2014年	2019年	70.00	1054027.00
合计	--	--	360.31	2512563.00

资料来源:公司提供

(2) 主要投资项目

2013年公司重点开发项目包括宁波中旅名门府项目、苏州狮山名门项目、杭州中旅紫金名门项目及杭州中旅城市公馆项目等。

宁波项目位于宁波市江北区东至湖西路,西、南至规划道路,占地面积5.14万平米,于2012年6月竞得。项目总可售面积为9.87万平米,主打产品为110-130平米的高层以及335平的别墅,以宁波江北核心区为主的老三区首改客户为目标群体,包括一部分投资需求客户。截至2014年3月底前尚未开盘。

狮山名门项目位于苏州高新区塔园路201号,占地面积6.37万平米,于2013年3月竞得。项目总可售面积为11.34万平米,主打产品为110-203平米的高层住宅,定位于中高端改善性客户。截至2014年3月底前尚未开盘。

杭州中旅紫金名门项目位于杭州市西湖区东至通济路,西至厚仁路,南至振华路,北至五里塘河。占地面积6.07万平米,于2013年5月竞得。项目总可售面积为21万平米,主打产品为高层与多层洋房,定位于刚需与改善型客户。截至2014年3月底前尚未开盘。

杭州中旅城仕公馆项目位于杭州市江干区建塘路与规划红旗路交叉口东南角,占地面积4.69万平米,于2013年5月竞得。项目总可售面积为11.61万平米,主打产品为小高层,定位于

刚需与改善型客户。截至2014年3月底前尚未开盘。

青岛海泉湾度假城项目 2007 年底在青岛即墨市温泉镇竞拍开发用地约 110 万平米,项目定位为中国北方最高档次、亚洲一流的,集五星级酒店、大型会议、演艺、温泉和海上活动于一体的,兼具商务、旅游、休闲、居住等功能的休闲度假城和高级住宅示范区,计划总投资近 30 亿元。项目分六区开发,其中,五区作为地产启动区,其产品包括洋房、别墅,可售面积 63673 平米。截至 2013 年底,青岛海泉湾度假城 5 区累计实现销售收入 6.13 亿元,累计完成 98.40%; 4.1 区累计实现销售收入 3.42 亿元,累计完成 52.12%, 4.2 区累计实现销售收入 0.29 亿元,累计完成 2.74%。

表5 截至2014年3月底主要旅游地产项目在建开发项目情况(单位:万平方米、万元)

项目	开工时间	(预计)竣工时间	建筑面积	预计总投资	期末投资额
宁波中旅名门府项目	2013年3月	2014年8月	13.69	171529	112311
苏州狮山名门项目	2013年	2015年	17.14	177409	123617
杭州中旅紫金名门项目	2013年	2015年	21.16	248705	163430
杭州中旅城仕公馆项目	2013年	2015年	17.15	162771	102048
青岛海泉湾度假城4.2区	2013年	2015年	15.97	80000	19759

项目	开工时间	(预计)竣工时间	建筑面积	预计总投资	期末投资额
鞍山汤泉公馆项目 1.1 期	2012年10月	2014年12月	2.69	13437	9067
鞍山汤泉公馆项目 1.2 期	2014年3月	2015年12月	1.03	8236	-
江西宜春港中旅公元项目一期工程	2014年3月	2015年12月	14.50	66786	43833
合计			103.33	928873	574065

资料来源：公司提供

(3) 未来发展

①发展方向

公司坚持“旅游地产”开发理念，以环保、优质、舒适、温馨为设计理念，全力打造房地产精品特色，塑造知名品牌，实现按照发展布局和品牌理念进行拓展开发，将深中投发展成为中型优质的品牌房地产开发公司，成为国内旅游地产开发的标杆企业。

②战略布局

公司房地产板块要使土地储备与旅游地产开发的战略布局一致起来，从根本上保障并实现均衡发展和平稳增长、业务良性循环发展与项目“短、中、长期”合理组合，增强房地产开发的持续盈利能力，确保房地产业务持续滚动发展。

③品牌战略

公司将坚持“旅游地产”的核心理念，深度挖掘地产的内涵，提炼出具有特色、能够打开市场局面的房地产开发品牌概念和产品内涵。在项目策划、施工、营销、物业管理等方面，在园林、环保、节能、质量等环节，融入“旅游”概念，体现环保、优质、温馨、舒适等元素，并形成一套标准流程，提高品牌知名度。

3. 钢铁

(1) 公司经营

国丰钢铁是公司钢铁板块的经营实体。国丰钢铁是于1993年由唐山市丰南区胥各庄镇经

济发展总公司和香港中旅国际投资有限公司（后香港中旅国际投资有限公司将其持有的股本转让给香港中旅（集团）有限公司持有）组建。2004年，国丰钢铁吸收合并了唐山银丰钢铁有限公司、唐山银丰烧结有限公司以及唐山新丰钢铁有限公司。截至2013年底，国丰钢铁注册资本15926.52万美元，其直接股东为香港中旅钢铁有限公司与建豪发展有限公司，出资比例分别为51%、49%，香港中旅间接持有国丰钢铁51%股权，为第一大股东。

国丰钢铁主营钢铁产品的生产和销售。截至2014年3月底，国丰钢铁已经形成炼生铁850万吨、钢坯850万吨和钢材850万吨的综合生产能力，是中国重要的热轧钢带生产基地，同时也是华北地区大型钢材制造商之一。2013年，国丰钢铁生产生铁839万吨、粗钢806万吨、热轧钢材802万吨，分别同比增长2.75%、1.01%、3.43%和421.03%。

生产设备及产能

国家发改委及河北省政府要求2010年底前淘汰300立以下高炉，2011年底之前淘汰400立以下高炉等以适应节能减排需要，截至2011年9月底国丰钢铁不存在400立以下高炉。国丰钢铁近年新建大型化生产装备主要响应国家产业政策要求和省内淘汰时间表要求，同时保持500万吨符合政策要求的产能规模。其铁、钢、材匹配产能目前在800万吨以上，烧结、炼铁和炼钢环节大型化装备产能占比均达到37%，LF精炼炉设备保障了其高精钢种生产能力，国丰钢铁已进入国家大型钢铁企业之列。

截至2014年3月底，国丰钢铁主要生产设备有：11座炼铁炉，炼铁产能850万吨；8座炼钢炉，炼钢产能850万吨；6条轧钢生产线，轧钢产能850万吨。

销售情况

2013年，国丰钢铁的产品主要销售地为京津冀地区，在该地区的市场占有率较高，客户群体稳定，销售占公司整体销售总量的65.94%左右，山西、山东、河南三省销售量占比约为

总量的 10.61%，上海、江苏、浙江、广东、东北地区占比为 20.13%，其他地区及出口销售量占比约为 3.32%。

销售模式上，协议客户销售占整个销售的 80%，这些协议客户与国丰钢铁合作时间较长，关系稳定，享受保价销售政策，月初按照当月挂牌价预付全月货款，月底按照平均成交价结算，散户实行竞价销售，有利于稳定市场价格、提高收益。在协议客户管理上，年初由国丰钢铁与经销商签订协议货物量，经销商交一定比例的保证金，经销商每月按协议量足额提货，如第一个月没有按协议提完货物量，国丰钢铁则扣除一定保证金，第二个月还没有按协议提完货物量，国丰钢铁除继续扣一定保证金外，还要减少协议货物量，如第三个月依然没有按协议进完货物量，国丰钢铁将扣完所有保证金，同时不再将此列入协议用户。

2012 年，受钢铁行业景气度下行影响，国丰钢铁带钢、螺纹钢产销量均出现不同程度的下降，各类产品销售均价亦有所下滑。2013 年公司销售产品 803.9 万吨，同比增长 4.57%。公司坚持“以销定产、以效定产”方针，周密安排产销计划，合理控制产品库存，产销率及销售回款保持在良好水平。受钢材市场价格下跌影响，公司主要产品价格出现不同幅度下降。

表 6 国丰钢铁近年产销情况

指标		2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
卷板	产量(万吨)	468.00	488.21	514.10	134.84
	销量(万吨)	467.00	466.90	424.72	106.30
	销售均价(元/吨)	4112	3467.65	3185.52	2954.24
带钢	产量(万吨)	302.00	278.84	280.63	58.47
	销量(万吨)	302.00	277.83	281.44	60.13
	销售均价(元/吨)	3900.00	3233.32	2964.75	2736.62
螺纹钢	产量(万吨)	27.00	8.24	6.87	0.00
	销量(万吨)	27.00	8.19	5.53	0.10
	销售均价(元/吨)	4158.00	3641.45	2870.81	2726.50

资料来源：公司提供

成本控制

国丰钢铁采取一系列措施整合由炼铁至轧钢的所有工序，做到烧结配套炼铁、铁水热装炼钢，炼钢全部连铸，钢坯热送轧钢，整套工

艺流程不需冷却原材料，效率高且节约成本。近年来国丰钢铁吨钢能耗持续下降。

从主要能耗指标来看，国丰钢铁已经实现钢铁生产的连轧连铸所有工序，做到烧结配套炼铁、铁水热装炼钢，钢水全部连铸，钢坯热送轧钢，整套工艺流程不需冷却原材料，效率高且节约成本。从国丰钢铁主要能耗指标来看，公司能耗水平处于较低水平，有效地减少污染并降低成本。

表 7 国丰钢铁主要能耗指标情况

指标	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
吨钢综合能耗(kg/t)	574.92	567.74	536.08	567.10
吨钢耗新水(kg/t)	2.45	3.13	2.80	3.066
吨钢烟尘排放量(kg/t)	0.92	0.3	0.48	0.47
吨钢二氧化硫排放量(kg/t)	1.24	1.6	0.90	0.84
二次能源回收利用率	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司提供

公司计划整合下属钢铁板块，具体计划为通过国丰钢铁收购 2013 年新纳入公司合并范围的港中旅恒通冷轧技术有限公司（以下简称“恒通公司”），此后由恒通公司收购唐山丰南冷轧镀锌有限公司（以下简称“丰南冷轧”）。为此，公司出资 15 亿元用于收购及技改，截至 2014 年 6 月底，国丰钢铁已经收到了相关资金。

恒通公司冷轧主导产品是将热轧钢卷经酸洗、冷轧、热镀锌和彩涂之后的热镀锌板和彩涂板；年设计能力为冷轧板 500 万吨，热镀锌板 430 万吨，彩色涂层板 20 万吨。丰南冷轧主导产品是冷轧退火产品、家电和建筑用高档无锌花镀锌产品和高档镀铝锌产品及压花产品；丰南冷轧自 2012 年四季度起租赁该冷轧生产线用以冷轧产品生产，收购完成后，公司钢铁业务产能及产品丰富度有望进一步提升，抗风险能力将增强。

国丰钢铁子公司唐山渤海钢铁有限公司的钢铁项目正式被纳入国家和河北省钢铁工业“十二五”发展及结构调整规划。目前该项目核准手续已报送国家发改委，目前仍处于审批阶段。渤海钢铁项目规划产能为 470 万吨，预

计总投资约 160 亿元。渤海钢铁项目在产能置换的基础上可使公司产能规模增加至 1000 万吨以上，亦有利于公司更新生产设备、缓解环保压力，但同时也可能会加重公司债务负担。联合资信将持续关注上述事件的进展情况，动态分析上述事件对公司信用状况的影响。

截至 2013 年底，国丰钢铁合并资产总额为 217.95 亿元，所有者权益合计为 85.56 亿元(其中少数股东权益 3.40 亿元)。2013 年，国丰钢铁实现营业收入 257.74 亿元，利润总额 2.35 亿元。

截至 2014 年 3 月底，国丰钢铁合并资产总额为 229.16 亿元，所有者权益合计为 84.32 亿元。(其中少数股东权益收益 3.39 亿元)。2014 年 1~3 月，国丰钢铁实现营业收入 57.67 亿元，利润总额-1.24 亿元。

(2) 未来发展

近几年，国丰钢铁经营环境和市场环境发生较大的变化，市场竞争日趋激烈，为应对经济环境变化，国丰钢铁坚持“低成本、差异化”两个战略，以“一个共识”聚人心、树信心，以“练内功、控风险、拓市场”三项措施加强管理、提高效益。

4. 物流

(1) 公司经营

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。2013 年，公司综合物流服务业务实现营业收入 45.56 亿元，同比下降 5.08%，毛利率为 5.61%，同比下降 0.41 个百分点，主要由于随着空运和海运运力过剩，公司国际空运业务的毛利率和国际海运业务的收入和毛利率有所下降造成。

供应链贸易服务

公司供应链贸易业务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。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 1~3 月，公司供应链贸易业务产生的营业收入 9.44 亿元，营业毛利润为 1.22 亿元。

(2) 未来发展

公司物流业务发展战略目标是：巩固长三角、发展珠三角，推动整合，实现上市，将物流板块建成“特色鲜明、效益良好、运作流畅、

规模适中”的现代化区域性专业物流企业。

未来几年，公司将以国际货运代理为主要方向，以仓储、配送等业务配套，逐步延伸物流增值服务链条，扩大钢铁贸易，提高公司物流板块的整体竞争能力。

5. 其他

公司同时还从事发电等其他业务，2013年其他业务实现营业收入25.29亿元，同比下降9.81%，毛利率为29.07%，同比下降1.38个百分点，主要由于原证件业务收入及利润转入旅游板块（该业务2013年实现收入5.88亿元，毛利率为51.05%）；2014年1~3月实现营业收入9.59亿元，占总营业收入的比重有所上升；毛利率为32.36%，较2013年小幅上升。

6. 经营效率

从经营效率指标看，2011年~2013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9.19次、7.17次和0.98次，2013年分别为6.79次、4.49次和0.74次。

7. 发展规划

公司未来几年的发展规划是：集中人力、财力、物力发展旅游主业；同时，积极培育和协调发展旅游地产、钢铁和物流贸易三个支柱产业。另根据公司下一个十年规划，到2020年公司将成为世界级旅游企业集团，进入世界500强，为此集团须以资本运营为手段，以集团现有的八大板块公司、两大事业部为基础，按业务归类协同产生更佳的经济效益为目的，根据境内外资本市场条件，选择最佳的资本市场环境，逐步搭建多个资本运作上市平台，实现港中旅集团分业务板块上市的计划，从而奠定港中旅集团在行业竞争中的优势地位。

在建项目方面，2014~2016年，公司计划投资情况见下表，可以看出，公司未来三年计划投资主要是集中在旅游综合资源、房地产和

钢铁板块，分别计划投资90.34亿元、113.37亿元及74.20亿元，投资规模大，有一定的资金压力。项目资金来源主要以自有资金为主，不足部分通过外部融资解决。

表8 2014年~2016年公司计划投资情况
(单位: 亿元)

板块	2014年	2015年	2016年	小计
旅游综合资源	20.34	30.00	40.00	90.34
房地产	48.37	35.00	30.00	113.37
钢铁	14.20	30.00	30.00	74.20
物流	2.61	2.00	2.00	6.61
金融	25.22	10.00	15.00	50.22
其他	4.26	-	-	4.26
合计	115.00	107.00	117.00	339.00

资料来源：公司提供

旅游方面：公司的旅游主业发展思路是外抓资源开发，内抓整合提升，建好天地两网、再造架构流程，突出品牌战略，实现跨越式发展，以“CTS中旅”、“中旅”字号和“中国旅行社”名称为品牌，以覆盖全国、延伸海外为目标，以中旅总社为龙头，以参控股社为骨干，以众多特许加盟社为依托，以电子商务为平台，以现代化信息管理为手段，以统一标识、规范服务为标准，以批发、零售、代理为营销方式”的中旅旅游网络体系。在未来一段时间内，使公司由单纯的旅游产品的中间商、零售商转变为旅游产品的供应-服务商和批发-零售商，成为中国旅游的“航空母舰”。

钢铁方面：十二五期间，公司钢铁板块业务的发展将形成以钢铁业为主，围绕主业延长上下游产业链，涉足铁矿石开采冶炼加工、钢铁深加工等领域。从钢铁行业整体来看，上游也就是铁矿石开采行业是钢铁产业发展的关键。由于公司铁矿石多依靠进口，生产成本自主性控制难度较大，公司有计划在海外寻找矿石资源，以加大成本控制和生产的主动权。同时，在产业链下游适当增加深加工能力，调整产品结构，增加产品附加值，适当提高产品利润率。

物流方面：公司物流业务发展战略目标是：巩固长三角、发展珠三角，推动整合，实现上

市，将物流板块建成“特色鲜明、效益良好、运作流畅、规模适中”的现代化区域性专业物流企业。未来几年，公司将以国际货运代理为主要方向，以仓储、配送等业务配套，逐步延伸物流增值服务链条，扩大钢铁贸易，提高公司物流板块的整体竞争能力。

总体看，未来几年，公司将集中于旅游、钢铁及物流等主业的投资，发展思路清晰，整体竞争能力有望提升，发展前景看好。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011 年财务报表已经安永华明会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；2012 和 2013 年财务报表均已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2014 年一季度财务报表未经审计。

从合并报表范围变化情况来看，截至 2012 年底，公司纳入合并报表范围的二级子公司 13 家；截至 2013 年底，公司纳入合并范围的二级子公司 14 家，减少港中旅置业（深圳）有限公司 1 家二级子公司，新增恒通公司及星旅易游信息科技（北京）有限公司共 2 家二级子公司。公司合并报表范围变化主要是由于公司新设、内部整合及恒通公司无偿划转，对公司财务可比性影响不大。2014 年一季度，公司合并范围中新增焦作银行，对财务分析可比性有一定影响。

2012 年根据《国资评价【2012】143 号》，国务院国资委将恒通公司 100% 股权无偿划转至公司名下。恒通公司主营研发、生产冷轧精密薄钢板、光纤电缆带钢、镀锌板、镀铝锌合金板、镀铝板和彩色涂层钢板及磁性材料预烧料、永磁材料和软磁材料，销售公司产品等。截至 2013 年底恒通公司资产 9.56 亿元，净资产 1.50 亿元，2013 年实现收入 0.085 亿元，净利润-1.62 亿元。

焦作银行成立于 1998 年 2 月 25 日，是在原市区 11 家城市信用社基础上，由地方财政、19 家中小企业和自然人共同发起组建的地方股份制商业银行。2012 年，经银监会的股东资格批复，公司持有焦作银行 19.99% 股份；2014 年，公司持有焦作银行的股份占总股本的比例增至 50.50%。截至 2013 年底，焦作银行资产总额 200.95 亿元，净资产 16.1 亿元；2013 年实现收入 10 亿元，净利润 1.70 亿元。

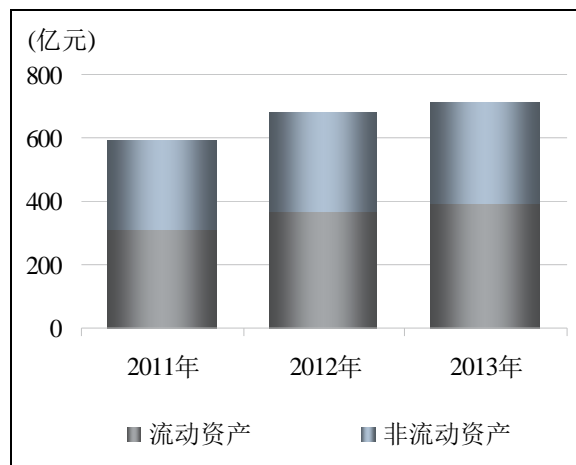
截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 710.70 亿元，所有者权益合计 278.51 亿元（含少数股东权益 128.49 亿元）；2013 年公司实现营业收入 513.71 亿元，利润总额 18.51 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 953.82 亿元，所有者权益合计 283.80 亿元（含少数股东权益 138.07 亿元）；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 116.84 亿元，利润总额 0.45 亿元。

2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产总额持续增长，年均增长 9.20%。截至 2013 年底，公司资产总额为 710.70 亿元，同比增长 4.63%。近三年公司资产负债中流动资产占比逐年提升，截至 2013 年底公司流动资产占比和非流动资产占比分别为 55.27% 和 44.73%。

图8 公司资产构成

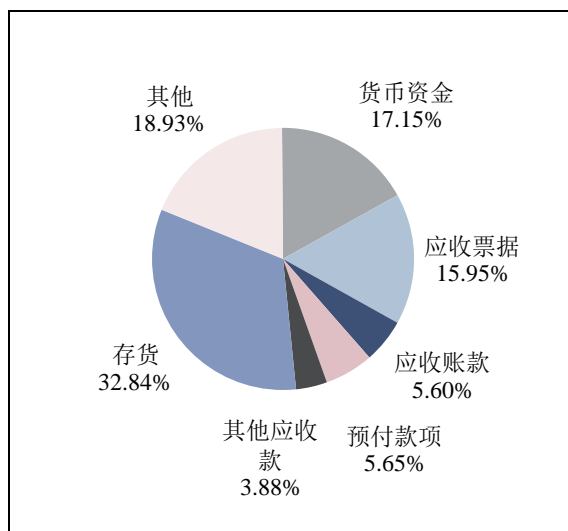


资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司流动资产年均增长

11.95%，主要源于存货及其他流动资产的增长。截至2013年底，公司流动资产合计392.82亿元，同比增长7.17%。流动资产主要以货币资金（占17.15%）、应收票据（占15.95%）、存货（占32.84%）和其他流动资产（占18.73%）为主。

图9 2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司货币资金下降较快，年均下降28.17%。截至2013年底，公司货币资金为67.37亿元，同比下降42.81%，其中银行存款63.54亿元，受限资金5.97亿元。公司货币资金较为充沛。

2011~2013年，公司应收票据波动增长，年均增长14.55%。截至2013年底，公司应收票据为62.66亿元，其中银行承兑汇票59.76亿元，商业承兑汇票2.90亿元。

2011~2013年，公司应收账款波动增长，年均增长16.65%；其中截至2012年底，公司应收账款同比增长44.48%，主要系下属华贸股份及唐山国丰钢铁较上年底增加的应收货款。截至2013年底，公司应收账款账面余额为23.25亿元，按组合计提坏账准备的占65.45%，其中一年以内的占96.93%，公司共计提坏账准备1.24亿元，计提比例为5.33%，计提较充分。截至2013年底，公司应收账款净额为22.01亿元，同比下降5.82%。

2011~2013年，公司预付账款有所波动，截

至2013年底为22.18亿元，同比下降10.56%，主要是预付的工程款和材料款。

2011~2013年，公司其他应收款波动下降，截至2013年底为15.23亿元，资产总额占比较小。根据账龄分析法，账龄在1年以内的占80%、1~2年的占3%、2~3年的占1%，3年以上的占16%；截至2013年底，公司其他应收款账面余额23.08亿元，计提坏账比例为34%，计提较为充分。

2011~2013年，公司存货保持较快增长，年均增长39.65%。截至2013年底，存货原值为129.34亿元，计提跌价准备0.33亿元，净额为129.01亿元，同比增长72.95%，增长主要来自房地产项目投入的增长，构成主要为原材料（占19.25%）和其他（占57.84%，主要是房地产项目投入）。

2011~2013年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长143.61%；截至2013年底，公司其他流动资产73.57亿元，主要是金融投资业务。

2011~2013年，公司非流动资产保持稳定。截至2013年底，公司非流动资产317.88亿元，同比增长1.67%；非流动资产仍以投资性房地产（占8.61%）、固定资产（占59.69%）、在建工程（占9.50%）和无形资产（占11.68%）为主。

截至2012年底，公司可供出售金融资产2.47亿元，较上年大幅下降主要是出售部分可供出售权益工具所致；截至2013年底，公司该科目金额变动不大。

截至2013年底，公司持有至到期投资3.19亿元，主要是公司投资1年期的美元票据，综合年收益率约为8.5%。

截至2013年底，公司长期应收款2.38亿元，主要是应收股权转让款等。

2011~2013年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长46.18%；截至2013年底为21.65亿元，同比增长91.47%，增长主要来自年内增加对焦作银行的投资（9.80亿元）。长期股权投资主要是对焦作银行、信德中旅船务投资

有限公司等公司的投资。其中，2013年公司增加对焦作银行的投资，对其持股比例达到50.50%，2014年国务院国资委及银监会下达关于焦作银行股东资格的批复，公司于2014年一季度将其纳入合并报表范围。

表9 公司2013年底长期股权投资前五名情况
(单位: 万元、%)

被投资单位	核算方法	投资成本	年末金额	公司持股
河南焦作银行	权益法	4.19	12.98	50.50
信德中旅船务投资有限公司	权益法	3.58	3.08	29
唐山曹妃甸矿石码头有限公司	成本法	1.43	1.43	15
幸福人寿保险股份有限公司	成本法	1.15	1.15	-
北京东方艺术大厦	权益法	0.71	1.02	40
合计	--	11.06	19.66	--

资料来源: 公司审计报告

截至2013年底公司投资性房地产为27.38亿元，主要是大中城区的商铺、办公用地、地下车位、公寓及其他出租物业等，同比略有下降主要是由于公司当期处置部分房屋、建筑物引起。公司采用公允价值模式对投资性房地产进行后续计量，公司投资性房地产是由独立专业估值师永利行评估有限公司评估，根据公开市场及现有使用情况重新估价，相应的价值变化已在报表中反映。

2011~2013年，公司固定资产净值波动增长，2013年底为189.73亿元，公司固定资产主要由房屋建筑物(63.39%)、机器设备(30.95%)组成。截至2013年底，公司固定资产累计折旧201.16亿元，计提减值准备9.82亿元，整体成新率为47.35%。

2011~2013年，公司在建工程波动增长，其中2012年所下降主要系部分工程完工转入固定资产所致，截至2013年底为30.20亿元，同比增长13.79%。截至2013年底，公司重大在建工程包括珠海海泉湾二期发展项目(9.86亿元)、中丽都饭店新大楼(5.27亿元)、渤海钢铁项目(3.28亿元)等。

2011~2013年，公司无形资产波动增长，年

均增长6.77%。截至2013年底，公司无形资产为37.12亿元，同比增长22.58%，主要来自土地使用权的增长。截至2013年底，无形资产主要由土地使用权(占95.83%)构成。

截至2014年3月底，公司资产总额953.82亿元，较上年底增长34.21%，主要由于合并范围新增焦作商行带动引起。截至2014年3月底，公司流动资产占比进一步提升至59.65%；由于焦作银行新纳入合并报表范围，公司流动资产中货币资金及其他流动资产(主要是焦作银行短期贷款、贴现及短期投资业务)增长快，非流动资产中持有至到期投资(主要是焦作银行长期投资项目)增长，同时长期股权投资有所下降。

总体看，近年来公司加大房地产开发力度，存货增幅较快，同时公司金融投资业务发展很快；公司资产流动性有所减弱，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

截至2013年底，公司所有者权益为278.51亿元，同比增长1.16%，主要是由实收资本(占25.32%)、未分配利润(占15.64%)和少数股东权益(占46.13%)构成。

2011~2013年，公司实收资本分别为54.84亿元、65.53亿元、70.53亿元，逐年提升。2012年公司实收资本增长主要系国务院国资委增资10.69亿元，已经大华验资【2013】000088号验资报告验资；2013年公司实收资本同比增长7.63%系国务院国资委增资5.00亿元，已经大华验资【2014】000103号验资报告验资。

2011~2013年，公司资本公积分别为7.05亿元、4.61亿元、9.29亿元；其中2012年公司资本公积减少主要系公司购买丽都饭店、杭州维景少数股权支付溢价导致；2013年公司资本公积同比增长101.50%，主要来自无偿划转至公司的恒通公司所造成的资本溢价的增长。

截至2013年底，公司未分配利润为43.56亿元，同比下降19.29%，主要由于2013年恒通公

司清产核资后资产总额减少14.58亿元计入此科目。

截至2014年3月底，公司所有者权益283.80亿元，其中资本公积为-7.33亿元，未分配利润56.22亿元。与2013年经审计的财务报表数的主要差异为：2014年一季度财务报表（未经审计），将恒通公司清产核资减少的15.72亿元均核减资本公积；2013年经审计的财务报表，公司将恒通公司清产核资减少的15.72亿元分别核减资本公积（1.14亿元）及未分配利润（14.58亿元），两者体现有所不同。此外，公司资本公积核销了当期新纳入合并范围的焦作银行不良贷款1.40亿元，亦导致了当期资本公积的减少。

2011~2013年，公司负债持续增长，年均增长13.77%，增速高于资产总额同期增速（9.20%）。截至2013年底，公司负债合计432.19亿元，同比增长7.00%，其中流动负债占56.97%，非流动负债占43.03%，公司负债仍以流动负债为主。

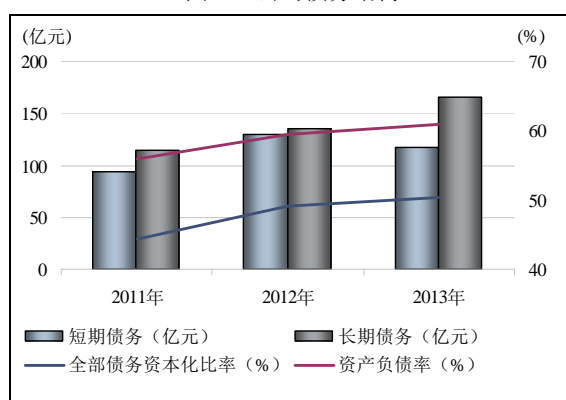
流动负债中，应付账款（18.82%）及其他流动负债（28.42%）占比较大。截至2013年底，公司短期借款为33.44亿元，年均复合降低5.79%；应付账款46.35亿元，主要为应付工程款，其中账龄在一年以内的占86.60%；预收款项34.78亿元，主要为地产板块房屋销售款、钢铁板块预收货款等，账龄在1年以内的占94.68%；一年内到期非流动负债2.61亿元，持续大幅降低；公司自2012年将所发行的短期债券调至其他流动负债科目，截至2013年底，为69.97亿元。

公司非流动负债以长期借款（49.67%）及应付债券（39.64%）为主。截至2013年底，公司长期借款大幅增长至92.37亿元，其中信用借款为91.93亿元；公司应付债券为73.72亿元，包括公司下属国丰钢铁发行的10亿元中期债券、15亿元中期债券、公司发行的26亿元“12港中旅MTN1”及23亿元“11港中旅MTN1”。截至2013年底，公司其他非流动负债13.54亿元，主

要为预收高尔夫球会员费和递延收益。

截至2014年3月底，公司负债合计670.01亿元，较2013年底增长55.03%；流动负债占比较上年底提升至58.37%。由于公司当期合并范围变动，流动负债中，公司短期借款及其他流动负债（主要是焦作银行短期存款、短期储蓄存款、同业存放业务）大幅增长84.50亿元；非流动负债中，公司其他非流动负债（主要是叫做银行长期存款、长期储蓄存款、保证金业务）大幅增长至98.41亿元。

图10 公司债务结构



资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司全部债务为283.30亿元，同比增长7.02%；其中短期债务占41.37%，长期债务占58.63%。截至2014年3月底，公司全部债务为360.45亿元，较2013年底增长27.23%，主要来自短期债务的增长，债务负担有所加重。

2011~2013年，随着债务规模的上升，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均有所增长，三年权重平均值分别为59.45%、48.79%和34.63%，2013年分别为60.81%、50.43%和37.36%。截至2014年3月底，上述三项指标分别为70.25%、55.95%和37.90%。

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，存在一定的债务负担。

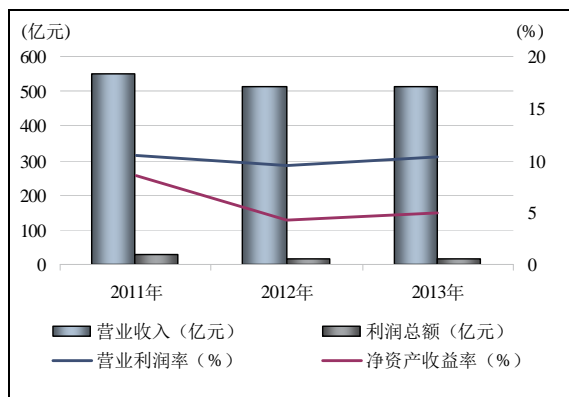
4. 盈利能力

2011~2013年，受钢材板块景气度低迷影响，公司营业收入波动中小幅下降。2013年公司实现营业收入为513.71亿元，营业成本为457.13亿元。从盈利情况看，近三年公司营业利润率略有波动，分别为10.48%、9.45%、10.41%。

从期间费用看，2011~2013年，公司销售费用、管理费用和财务费用分别年均复合上涨5.09%、7.96%和92.96%；期间费用占营业收入的比重分别为6.71%、8.17%、9.02%。公司期间费用以管理费用及销售费用为主，财务费用增速快，公司期间费用营业收入占比逐年上升，但仍维持在合理水平。

2011~2013年，公司实现公允价值变动分别为3.80亿元、1.86亿元、1.32亿元，主要来源于投资性房地产收益；实现投资收益分别为3.90亿元、2.00亿元、9.92亿元，主要是处置金融类资产收益（含可供出售金融资产及长期股权投资；2013年处置长期股权投资收益5.96亿元）；实现营业外收入4.03亿元、4.46亿元、2.18亿元，主要是政府补助、政府赔偿、违约赔偿等款项。

图11 公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司实现利润总额分别为29.94亿元、15.35亿元、18.51亿元；净利润分别为22.26亿元、11.82亿元、13.95亿元。由于公司钢铁业务受行业影响较大，公司各项盈利指标均呈现波动下降趋势，2013年公司总资本收益率及净资产收益率分别为3.99%、5.01%。

2014年1~3月，由于钢铁板块受市场低迷影响，公司实现营业收入116.84亿元，同比下降4.43%；实现利润总额0.45亿元，较2013年1~3月的5.82亿元下降92.31%，占2013年全年的2.41%。公司实现营业利润率10.19%，较上年有所降低。利润的大幅下降主要是公司下属国丰钢铁2014年1~3月的利润总额由去年同期的2.51亿元降至-1.08亿元。

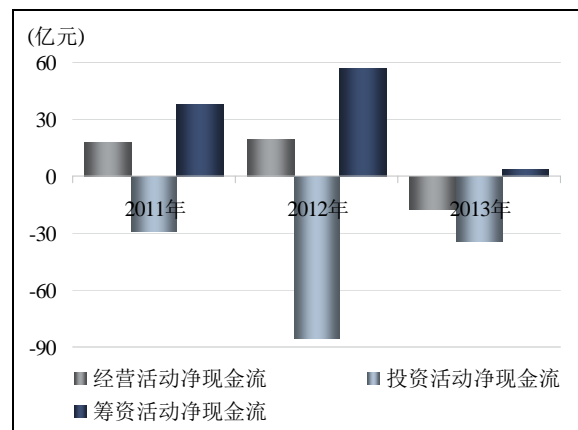
总体看，公司收入及利润规模较大，但2012年以来经营受钢铁行业景气度波动影响较大，公司整体盈利能力呈有所下降。

5. 现金流

从经营活动来看，2011~2013年，公司经营产生的现金流入量波动下降，与营业收入波动基本一致；经营活动产生现金流出主要是购买商品、接受劳务支付的现金，由于近年来公司加大房地产项目投入，该科目略高于营业成本同期增速。此外，由于地产板块拍地活动增加，公司预付拍地保证金及后期收回金额增长，公司近年来收到及支付其他与经营活动有关的现金也呈现增长态势。2011~2013年公司经营活动产生的现金流量净额分别为17.31亿元、19.18亿元、-17.34亿元。

从收入实现质量看，2011~2013年，公司现金收入比分别为109.35%、107.20%和110.43%，收入实现质量较好。

图12 公司现金流量



资料来源：公司审计报告

从投资活动来看, 2011~2013年, 公司投资活动现金流入主要是收到其他与投资活动有关的现金, 主要是股票投资等理财产品的收回, 另有部分处置子公司及其他单位收到的现金流入; 公司投资活动现金支出规模较大, 主要是公司购建固定资产、无形资产支付的现金、投资支付的现金及支付其他与投资活动有关的现金(主要是股票投资等理财产品的投资)。2011~2013年, 公司投资活动净现金流为-28.68亿元、-85.36亿元、-34.49亿元。

2011~2013年, 公司筹资活动前现金流量净额-11.37亿元、-66.18亿元和-51.83亿元, 公司经营活动产生的净现金流不能满足自身投资需要, 有一定的对外融资需求。

2011~2013年, 公司筹资活动现金流入主要是银行借款所收到的现金, 筹资活动现金支出主要是偿还债务和支付一定的股利及银行利息; 近三年, 公司筹资活动现金流量净额分别为37.60亿元、56.91亿元和3.61亿元。

2014年1~3月, 公司经营活动产生的现金流量净额为-5.58亿元, 现金收入比为106.91%; 投资活动继续保持较大规模(由于当期新纳入合并范围的焦作银行开展的金融投资业务等现金支出计入投资所支付的现金科目), 2014年1~3月投资活动表现为净流出, 为-14.26亿元; 公司筹资活动产生的现金流量净额为52.52亿元。

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。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看, 2011~2013年, 公司流动比率波动增长, 三年权重平均值为154.22%, 截至2013年底为159.54%; 速动比率呈下降趋势, 三年权重平均值为112.64%, 截至2013年底为107.15%。截至2014年3月底, 两指标分别为145.47%和113.98%。从经营活动对流动负债的

覆盖程度来看, 2011~2013年, 公司经营现金流动负债比分别为8.42%、7.66%和-7.04%。总体看, 公司近年来加大房地产及委托贷款业务, 对流动资金有一定的占用, 但考虑到公司经营活动现金流入规模较大, 公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看, 2011~2013年, 公司EBITDA波动下降, 三年分别为55.92亿元、44.50亿元和49.42亿元; 公司EBITDA利息倍数波动下降, 2013年为5.77倍; 全部债务/EBITDA波动上升, 2013年为5.73倍。总体看, 公司对全部债务保护能力较强。

截至2013年底, 公司对外担保金额为1.08亿元, 担保比例为0.39%, 或有负债风险很小。

截至2014年3月底, 公司获得主要合作银行授信总额为496.34亿元等值人民币, 尚未使用额度216.93亿元等值人民币, 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-2014052200335277), 截至2014年5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。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期发行额度为26亿元, 占2014年3月底全部债务的7.21%, 对公司现有债务影响不大。

截至2014年3月底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为70.25%、55.95%和37.90%, 以公司2014年3月底报表财务数据为基础, 不考虑其他因素,

预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 71.04%、57.66%和 41.25%，考虑到公司本期中期票据部分用于偿还银行贷款，本期中期票据发行后上述指标可能有所降低；总体看，公司存在一定的债务负担。

2. 本期中期票据偿还能力分析

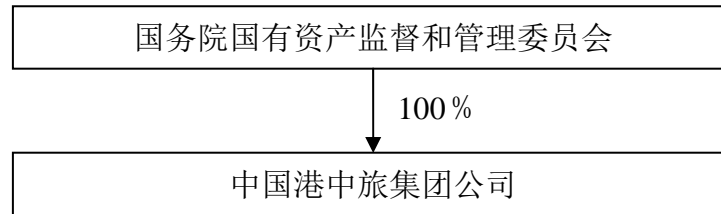
2011~2013 年，公司经营活动产生的现金流量分别为本期拟发行中期票据的 23.62 倍、22.45 倍和 22.96 倍；同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据额度的 0.67 倍、0.74 倍和 -0.67 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据本金覆盖程度较高；公司 EBITDA/本期发债额度分别为 2.15 倍、1.71 倍和 1.90 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度尚可。

十、结论

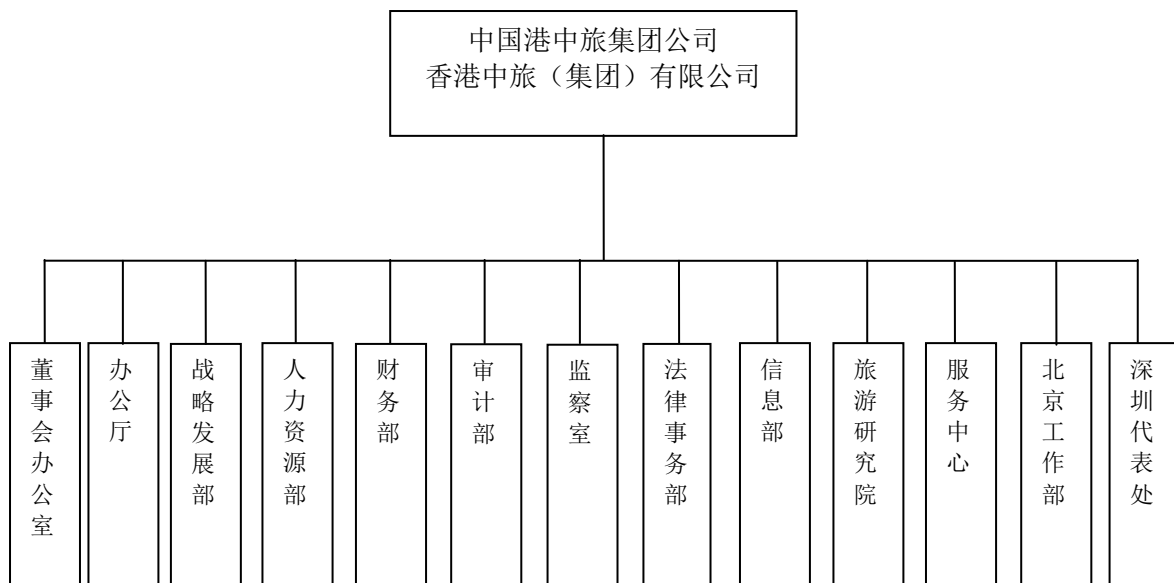
公司作为中国最大的综合性旅游集团，已经形成以旅游（包括地产）为主业，以钢铁、物流为支柱产业的业务格局，产业结构互补性较强。公司管理体系运行顺畅，内部管理严格，整体管理水平较高，管理风险低。公司整体资产质量较好，存在一定的债务负担，营业收入规模较大，经营活动获取现金能力较强；公司主体信用风险极低。

公司计划于 2014 年发行第二期中期票据，本期中期票据发行后对公司现有债务影响不大，公司经营活动现金流入量对本期拟发行中期票据覆盖程度较高。总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	178.45	161.38	130.08	206.41
资产总额(亿元)	596.04	679.23	710.70	953.82
所有者权益(亿元)	262.13	275.31	278.51	283.80
短期债务(亿元)	94.43	129.67	117.20	187.22
长期债务(亿元)	114.35	135.05	166.10	173.23
全部债务(亿元)	208.78	264.72	283.30	360.45
营业收入(亿元)	551.52	511.44	513.71	116.84
利润总额(亿元)	29.94	15.35	18.51	0.45
EBITDA(亿元)	55.92	44.50	49.42	--
经营性净现金流(亿元)	17.31	19.18	-17.34	-5.58
财务指标				
销售债权周转次数(次)	17.25	7.83	6.79	--
存货周转次数(次)	14.84	6.52	4.49	--
总资产周转次数(次)	1.85	0.80	0.74	--
现金收入比(%)	109.35	107.20	110.43	106.91
营业利润率(%)	10.48	9.45	10.41	10.19
总资本收益率(%)	6.22	3.88	3.99	--
净资产收益率(%)	8.49	4.29	5.01	--
长期债务资本化比率(%)	30.37	32.91	37.36	37.90
全部债务资本化比率(%)	44.34	49.02	50.43	55.95
资产负债率(%)	56.02	59.47	60.81	70.25
流动比率(%)	152.51	146.49	159.54	145.47
速动比率(%)	120.32	116.68	107.15	113.98
经营现金流流动负债比(%)	8.42	7.66	-7.04	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.97	4.84	5.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.73	5.95	5.73	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	23.62	22.45	22.96	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.67	0.74	-0.67	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.15	1.71	1.90	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计；2012 年、2013 年及 2014 年 3 月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
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 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，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 中国港中旅集团公司 2014 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

中国港中旅集团公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。中国港中旅集团公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，中国港中旅集团公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国港中旅集团公司的经营管理状况及相关信息，如发现中国港中旅集团公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如中国港中旅集团公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送中国港中旅集团公司、主管部门、交易机构等。

