



中国旅游集团有限公司 主动评级

信用等级: AA+_{pi} 评级展望: 稳定

个体级别: aa-_{pi} 外部支持: +2

评级时间: 2022年09月30日

注: 本次评级适用评级方法和模型: 中国工商企业主体信用评级方法(通用类)(2020_06)。

主要财务指标	2019	2020	2021	2022.H1
现金类资产(亿元)	206.67	280.46	330.02	252.80
资产总额(亿元)	1,226.72	1,517.32	1,873.03	1,902.23
所有者权益(亿元)	509.95	533.63	567.41	571.49
短期债务(亿元)	142.76	139.70	241.71	157.15
全部债务(亿元)	359.02	508.60	622.44	647.40
营业总收入(亿元)	810.47	699.28	814.73	315.45
利润总额(亿元)	74.88	87.22	90.39	29.26
EBITDA(亿元)	100.69	118.55	124.08	—
经营净现金流(亿元)	-6.93	68.82	50.65	-62.81
营业毛利率(%)	41.39	39.51	32.95	33.89
EBIT 利润率(%)	10.66	14.83	13.48	—
总资产报酬率(%)	7.73	7.56	6.48	—
资产负债率(%)	58.43	64.83	69.71	69.96
全部债务资本化比率(%)	41.42	48.80	52.31	53.11
流动比率(倍)	1.51	1.63	1.43	1.62
现金类资产/短期债务(倍)	1.45	2.06	1.37	1.61
全部债务/EBITDA(倍)	3.57	4.29	5.02	—
EBITDA 利息保障倍数(倍)	8.55	7.05	6.37	—

资料来源: 公开资料, 公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表。

市场服务

电话: 010-88090123

免责声明: 1、本报告为主动评级报告, 报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息, 未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料, 中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责; 2、本报告用于相关决策参考, 并非是某种决策的结论、建议等; 3、本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下, 不得在任何披露文件中被援引或提及, 中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任; 4、未经中债资信书面同意的情况下, 不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露, 不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及, 不得为投资人或其他任何人士所依赖。

评级结论

中国旅游集团有限公司(以下简称“公司”或“国旅集团”)成立于 1987 年 1 月, 并于 2016 年 7 月与中国国旅集团有限公司完成重组, 其控股股东和实际控制人均为国务院国资委。公司以旅游业务为核心, 辅以旅游地产和旅游特色金融业务, 旗下控股有中国旅游集团中免股份有限公司(股票代码: 601888.SH)及香港中旅国际投资有限公司(股票代码: 0308.HK)两家上市公司, 短期内公司主营业务结构将保持稳定。公司是中国最大的跨地区综合性旅游集团, 市场地位很高, 免税业务销售渠道具有很大优势, 旅行服务收入受疫情影响大幅减少; 旅游地产业务区域分布较好, 项目质量尚可, 土地储备充足, 需关注项目未来去化情况; 消费信贷业务放款区域集中度较高。公司盈利能力有所弱化, 经营获现能力有所弱化, 债务负担处于行业一般水平, 短期及长期偿债指标表现均较好。外部支持具有很强增信作用。综合上述因素, 中债资信评定公司主体信用等级为 AA+_{pi}, 评级展望为稳定。

评级要素

■ 资源配置

● **行业风险:** 近年来国内旅游行业发展增速有所下滑, 但随着国民生活水平提高、消费观念升级, 未来旅游行业有望保持增长态势, 但行业也面临产业形态落后、发展模式单一等问题。突发的肺炎疫情重创国内旅游行业, 2021 年以来旅游人次及行业收入较 2020 年明显修复, 但仍未恢复至疫情前水平, 考虑到疫情短期难以消除, 疫情零星反复不断的状态仍将持续, 在当前国内坚持“联防联控、动态清零”防疫政策背景下, 2022 年国内旅游行业仍将受到疫情阶段性压制, 同时海外疫情形势依然严峻, 国内面临较大的疫情输入风险, 出境游开放时间未知, 旅游企业现金流及盈利能力短期难以恢复至疫情前水平, 流动性继续偏紧, 整体行业信用品质仍维持一般水平。

● **规模和市场地位:** 公司是中国最大的跨地区综合性旅游集团, 拥有完整的旅游服务链条和丰富的大型景区开发经验, 截至 2022 年 3 月末, 公司在内地设有 145 间旅行社、会展和商旅服务等旅游周边产业公司, 香港、澳门地区设有 3 间旅行社和 2 家签证中心, 在海外 28 个国家设有 14 间海外旅行社和 46 家签证中心, 规模及竞争优势明显, 市场地位很高。

● **旅游零售业务:** 该板块为公司最主要的收入来源, 公司近年连续收购日上中国、日上上海、海免公司的股权, 且拥有多个机场免税经营权, 截至 2021 年末, 公司业务范围覆盖全国 30 多个省、市、自治区、特别行政区和柬埔寨等地, 拥有 200 多家免税店, 销售渠道有很大优势。受益于海南离岛免税政策的推动及疫情后出入境减少带来的消费回流, 免税销售业务收入规模持续上涨。受新冠疫情影响, 公司加大免税商品促销折扣力度, 2021 年旅游零售毛利率



同比下降至 33.76%。

●其他旅游业务：主要包括旅行服务、景区、酒店运营等业务。旅行服务方面，新冠疫情爆发前该业务收入主要来源于出境游和国内游（2019 年占旅行服务收入超过 50%），2020 年以来受疫情影响，出入境游基本全面停止，板块收入规模大幅下滑约 80 个百分点。景区业务方面，公司拥有锦绣中华和世界之窗两个 5A 级景区的控股权，并拥有多个度假村和景区，规模不大但毛利率较高。酒店业务方面，截至 2022 年 3 月末，公司旗下自有酒店 16 家，主要分布在北京、港澳、南京、杭州、重庆等一二线城市，受疫情影响平均房价和平均出租率均出现大幅下降，随着 2021 年来疫情得到有效控制，公司酒店出租率有所回升，2021 年公司酒店业务实现营业收入 17.45 亿元，同比增长 50.82%。整体看疫情后其他旅游业务规模急剧萎缩，盈利能力很弱，海外疫情形势持续未得到有效控制的情况下，出入境旅游业务恢复时间存在较大不确定性。

●旅游地产业务：公司在景区附近或计划培育景区区域拿地并进行开发和销售，业态以住宅为主，兼有少量商业地产。受房地产分期开发收入结转规模波动影响，该业务收入波动很大。截至 2022 年 3 月末，公司在建旅游地产项目 21 个，主要分布在宁波、苏州及杭州等二线城市，区域分布较好，平均开发成本约 1.21 万元/平方米，结合近年销售均价来看，安全边际约 1.54 倍，已完工项目整体去化率在 90%以上，项目质量尚可。土地储备方面，截至 2022 年 3 月末，公司土地储备量为 426.43 万平方米，主要分布在宁波、成都、珠海等地，分布总体较好且储备充足。需关注公司在、拟建房地产项目的未来销售回款情况。

●旅游特色金融业务：该业务包括产业基金、商业银行、消费信贷等。2018 年收入受焦作中旅银行股份有限公司（以下简称“中旅银行”）不再纳入合并范围而有所下降，2021 年实现收入 18.06 亿元，同比下降 11.65%，但毛利率维持在较高水平。消费信贷方面，公司控股子公司安信金控下属子公司安信信贷主营小额贷款业务，放贷资金来源于股东资金、资产证券化和银行贷款，是香港地区最大的非银行消费信贷公司。截至 2021 年末，安信金控发放贷款和垫款余额合计 74.72 亿元，合并范围内计提损失准备 4.74 亿元，规模较大，且主要放款区域为香港地区，集中度较高，存在一定区域集中风险。

●盈利能力和现金流：受疫情及业务调整影响公司营业收入波动较大，但因毛利较高的免税业务比重持续加大，近年来公司经营性业务利润持续增加，2022 年 1-6 月受疫情反复影响公司利润总额同比下滑 57.28%，盈利能力有所弱化，关注后续经营业绩恢复情况。现金流方面，公司经营活动净现金因地产业务开发节奏及往来款影响波动很大，2022 年来转为净流出状态，经营获现能力有所弱化。截至 2022 年 3 月末，公司在建项目尚需投资约 473.88 亿元，短期债务约 157.15 亿元，考虑到公司同期自有现金类资产 252.80 亿元，剩余银行授信 1,543 亿元，未来筹资压力可控。



●**管理与战略**：公司未来投资主要集中在旅游地产板块，截至 2022 年 3 月末，公司在建旅游地产项目计划总投资约 899.93 亿元，已完成投资 526.61 亿元，尚需投资约 373.32 亿元。除地产项目之外，公司在建项目还有海口市国际免税城项目、香港红磡三仓酒店和珠海二期土地开发项目，计划总投资 160.02 亿元，截至 2022 年 3 月末已投资 59.46 亿元，尚需投资 100.56 亿元。总体看，公司未来面临较大的资本支出压力。

■ 债务政策

●**资产质量**：公司资产主要由货币资金、存货、固定资产、发放贷款及垫款等组成。其中，存货主要为房地产业务形成的开发成本和土地储备及免税业务形成的库存商品等，近年来存货规模持续攀升，截至 2022 年 6 月末为 791.83 亿元，规模较大，未来或存在一定去化压力。受限资产方面，截至 2021 年末，公司合并范围内受限资产合计 81.70 亿元，占总资产的 4.36%，主要为作为保证金的受限货币资金及作为抵押物的存货。整体看，公司资产质量一般。

●**资本结构和偿债指标**：随着业务规模的扩张及地产开发的投入，近年公司债务规模持续推升，截至 2022 年 6 月末为 647.40 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 69.96%和 53.11%，除去房地产项目预收款后，资产负债率为 62.85%，债务负担处于行业一般水平。偿债指标方面，公司短期及长期偿债指标表现均较好。

■ 外部支持

截至 2022 年 3 月末，国务院国资委持有公司 100%股权，为公司控股股东和实际控制人，支持方实力很强。公司是国务院国资委下属的唯一以旅游业务为核心的大型央企，能够在财政补贴、资产划转、免税政策扶持、资本金注入等方面获得政府支持。此前公司在国资委主导下与国旅集团重组，纳入免税业务板块，同时注资约 84 亿元，业务规模和资本实力均显著提升；另外公司免税业务由国家特许经营，公司在免税市场中占据绝对的市场份额，近年来提高免税限额、免税品类等免税政策对公司业务扩张产生了积极作用；财政补贴方面，2019~2021 年公司分别确认其他收益（以政府补助为主）1.37 亿元、4.92 亿元和 5.44 亿元。整体看，外部支持具有很强的增信作用。

附件一：

信用等级符号及含义

中债资信评估有限责任公司主体评级业务采用的信用等级符号是对受评主体违约风险的评价，整个等级符号体系划分为四等十级，主动评级时以“pi”下标标注。主动评级业务采用的主体信用等级符号分别为 AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}、D_{pi}，其中 AAA_{pi} 至 B_{pi} 级别可用“+”或“-”符号进行微调，表示在本等级内略高或略低于中等水平。各等级符号的含义如下：

等级符号	等级含义
AAA _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB _{pi}	偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。
BB _{pi}	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，违约风险较高。
B _{pi}	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 _{pi}	主体基本无法偿还债务，未来一段时间内将发生违约。
CC _{pi}	主体基本难以偿还债务，短期内将发生违约。
C _{pi}	主体已发布债务兑付风险提示、申请破产等情况，表示主体即将违约。
D _{pi}	主体已经违约。

个体级别含义

中债资信个体级别主要考察受评主体在完全没有任何外部支持下的信用水平，排除了受评主体的股东、实际控制人或者相关政府部门对其支持的影响。中债资信的个体评级并非一般意义上的信用评级，是评级分析过程中对受评主体个体信用水平的评价结果，可以看作是受评主体评级的组成部分。中债资信的个体评级级别序列与主体评级相同，只是用小写字母表示。



信用评级报告声明

（一）本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（二）中债资信对中国旅游集团有限公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是依据中债资信内部评级程序要求、以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员的专业经验判断而确定的。本报告所依据的评级方法、评级模型和评级程序在中债资信官方网站公开披露。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（四）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期资源配置和债务政策综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（五）本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露、不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

（六）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债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，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。