

锦江国际（集团）有限公司 2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：应治亚 zyying@ccxi.com.cn

项目组成员：杜乃婧 njdu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 29 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 2218 号

锦江国际（集团）有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“16 锦江国际 MTN002”、“20 锦江国际 MTN001”、“21 锦江国际 MTN001”、“18 锦江 01”、“18 锦江 02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持锦江国际（集团）有限公司（以下简称“锦江国际”或“公司”）的主体信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**；维持“16 锦江国际 MTN002”、“20 锦江国际 MTN001”、“21 锦江国际 MTN001”、“18 锦江 01”、“18 锦江 02”的债项信用等级为**AAA**。中诚信国际肯定了公司保持领先的行业地位、保持丰富的酒店经营业态布局、较强的资产变现能力、股东背景突出，融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司主业对外界经营环境变化敏感度较高、酒店业务经营业绩恢复情况以及收购带来整合和商誉减值风险等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

概况数据

锦江国际（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,092.80	1,065.73	1,030.35	1,204.02
所有者权益合计（亿元）	337.62	347.00	309.71	345.15
总负债（亿元）	755.18	718.73	720.64	858.88
总债务（亿元）	526.60	506.31	524.72	559.75
营业总收入（亿元）	250.59	361.27	218.05	53.95
净利润（亿元）	18.72	18.48	-3.54	-2.23
EBIT（亿元）	38.54	41.85	10.02	--
EBITDA（亿元）	61.41	69.58	37.14	--
经营活动净现金流（亿元）	34.36	37.73	-22.61	-32.58
营业毛利率（%）	67.22	60.23	42.85	30.36
总资产收益率（%）	3.65	3.88	0.96	--
资产负债率（%）	69.11	67.44	69.94	71.33
总资本化比率（%）	60.93	59.33	62.88	61.86
总债务/EBITDA（X）	8.57	7.28	14.13	--
EBITDA 利息倍数（X）	4.43	4.63	2.35	--

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际已将公司 2018 年~2020 年末长期应付款中有息部分调整至长期债务核算，由于公司未提供 2021 年 3 月末长期应付款相关明细，2021 年 3 月末未经调整。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：通用(TY_2019_02)

锦江国际(集团)有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (20%)	EBITDA 利润率(%)*	20.27	10
	总资产收益率(%)*	2.83	6
财务政策与 偿债能力 (30%)	总资本化比率(%)	62.88	7
	总债务/EBITDA(X)*	9.99	7
	EBITDA 利息保障倍数(X)* (CFO-股利)/总债务(%)*	3.80 -1.12	7 5
规模与多元 化(30%)	营业总收入(亿元)	218.05	8
	业务多样性	10	10
运营实力 (20%)	资源禀赋	10	10
	资源控制力	8	8
打分结果			aa
BCA			aa
支持评级调整			2
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别再基础信用评估级别(aa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别、公司治理、会计准则和报表质量、流动性管理、企业特殊事件及行业特殊性和其他调整因素等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

正面

■ **保持领先的行业地位。**截至 2020 年末，公司处于运营中的全服务酒店和有限服务酒店数量为 10,695 家，对应客房 113.29 万间，较上年均大幅增长。在 2020 年《HOTELS》发布的全球酒店集团排行榜中，公司酒店规模位列全球第二位、亚洲第一位，仍保持领先的行业地位。

■ **保持丰富的酒店经营业态布局。**受益于近年来对丽笙酒店品牌的收购，公司所管理的酒店资产覆盖了从低端经济型酒店到高端酒店全细分市场布局，公司酒店经营业态布局丰富。

■ **较强的资产变现能力。**公司战略性持有有一定规模的可供出售金融资产，截至 2021 年 3 月末账面价值为 124.46 亿元。在为其主业提供充足流动性支持和财务保障的同时，每年可提供较为稳定的投资收益，有助于平滑旅游酒店业务的经营风险。

■ **股东背景突出，融资渠道畅通。**作为上海市国有资产监督管理委员会下属企业，公司可获得资金、业务等方面的有力支持。此外，公司在香港和上海两地直接/间接控股 4 家上市公司，截至 2020 年末，尚未使用的银行授信额度为 775.07 亿元，备用流动性充足。

关注

■ **公司主业对外界经营环境变化敏感度较高。**旅游酒店行业受社会、政治、经济及突发事件等因素影响显著，对外界环境依赖性很强，新冠肺炎疫情对全行业短期冲击较大，对 2020 年公司业绩造成较大影响。

■ **酒店业务经营业绩恢复情况。**2020 年疫情冲击对公司造成较大影响，当年公司经营性业务利润为-55.44 亿元。目前公司境内酒店业务恢复良好，境外酒店业务受疫情影响仍较大，未来酒店业务的经营业绩恢复情况值得关注。

■ **收购带来整合和商誉减值风险。**近年来公司收购频繁，新收购酒店资产与品牌能否与原有酒店业务顺利整合并发挥协同效应尚存在一定不确定性。此外，大规模收购导致公司商誉保持在较大规模，2020 年末公司商誉账面价值为 141.61 亿元，面临一定商誉减值风险。

评级展望

中诚信国际认为，锦江国际（集团）有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**股东背景及定位发生重大不利变化，主业经营状况大幅恶化，盈利水平和获现水平显著下滑；债务规模大幅上升导致偿债压力上升。

评级历史关键信息

锦江国际（集团）有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	21 锦江国际 MTN001 (AAA)	2021/03/29	应治亚、杜乃婧	中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	16 锦江国际 MTN002 (AAA) 20 锦江国际 MTN001 (AAA)	2020/06/29	应治亚、杜乃婧	中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	20 锦江国际 MTN001 (AAA)	2020/03/17	杨韵、杨萱、贾晓奇	中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	16 锦江国际 MTN002 (AAA)	2016/09/26	陈言一、白茹	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（通用）CCXI_TY_2016_01	阅读全文

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
16 锦江国际 MTN002	AAA	AAA	2020/6/29	17.00	17.00	2016/10/17~2021/10/17	无
20 锦江国际 MTN001	AAA	AAA	2020/6/29	20.00	20.00	2020/05/15~2023/05/15	无
21 锦江国际 MTN001	AAA	AAA	2021/3/29	22.00	22.00	2021/04/23~2026/04/23	无
18 锦江 01	AAA	AAA	2020/6/29	5.00	0.03	2018/03/16~2023/03/16	附第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
18 锦江 02	AAA	AAA	2020/6/29	10.00	10.00	2018/11/20~2023/11/20	无

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况¹

锦江国际（集团）有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）（债券简称：“18 锦江 01”、债券代码：“143517.SH”）于 2018 年 3 月 16 日完成发行。“18 锦江 01”实际发行规模为 5.00 亿元，票面利率为 5.25%，发行年限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，到期日为 2023 年 3 月 16 日。2021 年 3 月 16 日，发行人下调票面利率至 3.35%，投资者回售金额 4.97 亿元，债券余额为 0.03 亿元。截至本报告出具日，“18 锦江 01”募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

锦江国际（集团）有限公司 2018 年公开发行公司债券（第二期）（债券简称：“18 锦江 02”、债券代码：“155042.SH”）于 2018 年 11 月 20 日完成发行。“18 锦江 02”实际发行规模为 10.00 亿元，发行年限为 5 年期，票面利率为 4.18%，到期日为 2023 年 11 月 20 日。截至本报告出具日，“18 锦江 02”募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比

增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环

¹ 2021 年 5 月 25 日，公司发布《关于锦江国际（集团）有限公司变更 2021 年度第一期中期票据募集资金用途的公告》，锦江国际（集团）有限公司 2021 年度第一期中期票据发行金额 22 亿元，债券期限 5 年，原募集资金用途为 17 亿元用于偿还即将到期的债务融资工具（16 锦江国际 MTN001）、5 亿元用于偿还发行人存量银行借款，其中偿还发行人存量银行借款分别为中国进出口银行

2.5 亿元和建设银行 2.5 亿元。变更后募集资金用途为 17 亿元仍用于偿还即将到期的债务融资工具（16 锦江国际 MTN001）、5 亿元用于偿还发行人存量银行借款，其中偿还发行人存量银行借款变更为建设银行 5 亿元。

境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020年，在新冠疫情背景下酒店采取了增加休闲服务等应对措施，二季度以来经营情况逐月恢复，但

全年平均出租率及房价仍有所下降；疫情叠加日趋激烈的竞争格局将加速中、小型酒店企业的出清

酒店业是旅游业的细分行业，具有一定的进入和退出壁垒且竞争激烈。根据极数和前瞻产业研究院数据统计，酒店业市场规模总体呈增长态势，但增速逐年放缓；2019年我国酒店业市场规模为5,386亿元，同比增长2%。行业集中度方面，近年来，中、小型经济型酒店受制于资金、规模、品牌和管理不足，成为大型经济型酒店最主要的整合标的，行业集中度不断上升。2019年，锦江国际、首旅集团和华住集团市场占有率分别为18.31%、9.33%和10.19%，CR3行业集中度近38%。根据《酒店大数据白皮书》统计，截至2019年末豪华、高端、中端和经济型酒店客房数占比分别为6%、13%、16%和65%。目前国内中、高端酒店连锁率仍处于较低水平，未来中、高端酒店连锁化将逐渐成为趋势。此外，近年来龙头酒店集团持续推进轻资产运营，加盟是其主要扩张模式。龙头酒店集团新开店多以加盟为主，加盟新店的比例（新开加盟店/开业酒店数量）均超过了90%。

出租率方面，根据文化和旅游部发布数据，2020年，国内各星级酒店出租率均同比大幅下降。根据艾媒咨询数据统计，2020年1~3月主要城市酒店的平均预订出租率仅为18%；4月以来，随着疫情得到有效控制，酒店业开始复苏，在清明及五一假期带动下，第二季度主要城市酒店的平均预订出租率上升至40%；三季度以来主要城市酒店的平均预订出租率延续之前逐月向好的态势。根据STR数据，截至2020年9月末，全国酒店出租率水平已经恢复至75%水平。平均房价方面，疫情下不同档次酒店房价中枢有所回落，即奢华及超高端酒店与高端及中高端酒店平均房价差额有所收窄，且其平均房价向中档及经济型酒店趋近。

表 1：近年来星级酒店客房出租率情况（元/间/天、%）

		五星级	四星级	三星级	二星级	一星级
RevPAR	2018	379.90	192.24	118.10	88.63	56.41
	2019	363.52	182.73	117.70	93.19	57.58
	2020	209.50	117.35	78.33	62.50	41.92
平均房价	2018	614.77	332.61	220.96	170.64	124.22
	2019	596.56	331.56	225.70	179.38	111.96
	2020	518.81	300.21	206.21	161.85	117.28
平均出租率	2018	61.80	57.80	53.45	51.94	45.42
	2019	60.94	55.11	52.15	51.95	51.43
	2020	40.38	39.09	37.99	38.61	35.74

资料来源：文化和旅游部，中诚信国际整理。

2020年疫情初期，受居家政策影响，酒店业整体经营指标下滑较大；四月以来经营情况逐月向好。入住需求方面，根据艾媒咨询的数据显示，疫情下休闲度假需求最先恢复，酒店为了把握休闲度假需求，在休闲度假体验方面加强创新、开发多元化产品。为了吸引年轻客群，上海部分酒店推出以“云端下午茶”的打卡项目，促进二次消费；餐饮已从原来酒店配套设施定位转而成为现金流回笼的手段之一。都市圈周边度假酒店围绕团体休闲需求推出休闲体验套餐，在疫情防控的同时，统筹、规划安排商务团建等集体活动。热门度假目的地酒店针对不同恢复阶段的客群推出以酒店为目的地的体验产品。三亚度假型酒店于四月对率先复苏的一二线城市客群与家庭出游消费者推出亲子套餐产品，无限畅玩水族馆及水世界；暑假期间，针对年轻客群打造夜场嘉年华狂欢活动；秋冬季对候鸟人群和幼儿家庭推出多年龄段探索季主题活动。

另外，疫情加快酒店住宿企业数字化转型速度。疫情防控常态化之下，酒店数字化升级和无接触式服务成为趋势。酒店集团已着手开发无接触式服务智慧酒店，通过线上注册，游客可享受无钥匙入住服务。依托云计算、大数据、人工智能等新技术，酒店能在降低成本的同时对客户进行精准分析并提供差别服务。

酒店属于资本和劳动力密集型行业，从资本密集方面来看，酒店前期资金投入大，回报周期长，且后期运营等还受需求变化、竞争环境等因素影响，

存在一定不确定性，一般来看，酒店的客房出租率要达到60%，才能做到现金流平衡。此外，酒店属于劳动力密集行业，在岗员工众多，人工成本和能耗支出较大；虽然四月以来出租率有所回暖，但酒店企业还需支付固定员工薪酬、财务费用以及租金，资金压力较大。中、小型酒店企业受制于资金、规模、品牌和管理不足，抵御突发事件能力偏弱，将成为大型酒店集团整合的标的，酒店企业的出清将加速。

中诚信国际认为，2020年酒店业受疫情影响严重，虽然4月以来出租率等经营指标有所修复，但入冬以来国内疫情反复，酒店业短期内恢复至疫情前水平难度较大。虽然酒店业依托休闲度假需求增加收入来源，但日益激烈的行业竞争格局和未来数字化转型将加速中、小型酒店企业的出清。

公司仍处于行业领先地位，但受疫情冲击、经济下行压力和市场竞争等多重影响，2020年公司酒店RevPAR整体大幅下滑；中诚信国际将关注公司酒店业务的经营恢复情况

公司作为亚洲领先、国内最大的旅游酒店集团，所管理的酒店资产实现了从低端经济型酒店到高端五星级酒店全产业链覆盖的经营格局。根据2020年《HOTELS》发布的全球酒店集团排行榜中，公司位列全球第二位、亚洲第一位，行业地位突出，规模优势明显。公司酒店业务以上海锦江资本股份

有限公司²（以下简称“锦江资本”，股票代码：HK.2006）和上海锦江国际酒店股份有限公司（以下简称“锦江酒店”，股票代码：SH.600754、SH.900934）为经营主体。根据酒店类型划分，公司所持酒店资产可分为全服务酒店和有限服务酒店两类，其中有限服务酒店由锦江酒店为运营主体。以下酒店经营数据分析包含锦江资本（含锦江酒店）及 Radisson Hospitality AB 以及 Radisson Holdings Inc（以下简

称“丽笙酒店”）。

近年来，公司在原有业务规模的基础上，先后在国内收购了 GroupdeLouvre（以下简称“卢浮集团”）、Keystone Lodging Holdings Limited（以下简称“Keystone”，以下将 Keystone 及其下属子公司合称为“铂涛集团”）、维也纳酒店有限公司（以下简称“维也纳酒店”）和丽笙酒店等酒店资产，持有客房数量大幅增加，行业地位进一步提高。

表 2：截至 2020 年末公司运营中各类酒店资产（家、间）

酒店种类	公司持有权益 并自行管理		公司持有权益 并交由第三方管理		归第三方拥有 而由公司管理		归第三方拥有 并根据公司授权加盟经营	
	酒店数	客房数	酒店数	客房数	酒店数	客房数	酒店数	客房数
全服务酒店：								
五星	50	15,071	2	964	204	51,808	132	25,214
四星	12	4,110	1	383	59	11,413	145	28,802
商务酒店	17	2,973	-	-	93	16,578	574	56,099
小计	79	22,154	3	1,347	356	79,799	851	110,115
有限服务酒店：								
中档酒店	122	21,987	-	-	-	-	4,300	490,502
经济型酒店	812	83,590	-	-	-	-	4,172	323,417
小计	934	105,577	-	-	-	-	8,472	813,919
合计	1,013	127,731	3	1,347	356	79,799	9,323	924,034

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：截至 2020 年末公司运营中各类酒店区域分布情况（家、间）

酒店类型	全服务酒店		有限服务酒店		合计	
	酒店（家）	客房（间）	酒店（家）	客房（间）	酒店（家）	客房（间）
中国	118	32,900	8,138	817,389	8,256	850,289
亚洲（不含中国）	124	17,384	206	22,716	330	40,100
欧洲	341	76,395	1,008	71,181	1,349	147,576
美洲	613	67,829	17	3,198	630	71,027
非洲	93	18,907	37	5,012	130	23,919
合计	1,289	213,415	9,406	919,496	10,695	1,132,911

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司运营中酒店共计 10,695 家，对应客房 1,132,911 间。此外，同期末公司筹建中酒店数量共计 5,418 家，对应筹建中客房数量为 571,969 间。区域分布方面，公司运营中酒店资产主要分布在中国，其次为欧洲。截至 2020 年末，公司

在中国境内共有 8,256 家酒店在运营，对应客房 850,289 间，占比分别为 77.19%和 75.05%；欧洲共有 1,349 家酒店在运营，对应客房 147,576 间，占比分别为 12.61%和 13.03%。

全服务酒店是以齐全的酒店功能和设施为基

² 截至 2020 年末，公司持有锦江资本 75%的股份，并通过锦江资本间接持有锦江酒店 50.32%的股权。2021 年 3 月 23 日，锦江酒店公布《锦江酒店关于非公开发行股票结果暨股本变动公告》，本次非公开发行的新股登记完成后，锦江酒店增加 112,107,623 股有限售条件流通股，扣除发行费用后募集资金净额 49.79 亿元，其中

计入注册资本（股本）为人民币 1.12 亿元，计入资本公积-资本溢价为人民币 48.66 亿元。截至 2021 年 3 月末，锦江酒店股本增至 10.70 亿元，公司通过锦江资本间接持有锦江酒店 45.05%的股权，控股股东未发生变更。

础，为客人提供全方位优质周到服务的酒店。截至2020年末，公司全服务酒店共1,289家，客房总数为213,415间。受疫情冲击的影响，2020年公司全服务酒店收入出现大幅下滑。

公司全服务酒店主要包括四星级、五星级和部分全服务商务酒店。其中，五星级酒店主要包含锦江饭店、和平饭店、北京昆仑饭店和扬子江大酒店等；四星级酒店主要包含国际饭店、建国宾馆、龙柏饭店和上海宾馆等。从经营模式来看，可划分为持有权益并自行管理的高星级酒店（以下简称“持有/自营型”）、归第三方拥有并由公司管理的酒店（以下简称：“品牌/管理输出型”）和公司持有权益并交由第三方管理的酒店（以下简称：“持有/第三方管理型”）三种类型，目前公司全服务酒店以前两种类型为主。

表4：近年来公司全服务酒店收入情况（亿元、%）

运营模式	2018		2019		2020	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
持有/自营型	14.68	70.95	61.13	49.55	22.64	45.70
品牌/管理输出型（管理费收入）	1.54	7.44	30.80	24.96	12.58	25.39
持有/第三方管理型	4.40	21.27	4.05	3.28	1.41	2.84
餐饮等其他收入	0.07	0.34	27.41	22.21	12.92	26.07
合计	20.69	100.00	123.39	100.00	49.55	100.00

注：资料来源：公司提供，中诚信国际整理

全服务酒店经营方面，公司自有的全服务酒店主要集中在上海核心区域。受经济形势波动和高星级酒店竞争激烈等因素影响，近年来公司五星级酒店及四星级酒店经营情况均有所下滑。2020受疫情冲击，公司五星级酒店及四星级酒店 RevPAR 均大幅下降。

表5：近年来公司持有权益并自行管理全服务酒店经营指标（元/间/天、%）

酒店名称		平均房价			平均入住率			RevPAR		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
境内	五星级酒店	889	872	720	74	72	33	654	627	241
	四星级酒店	540	533	413	69	63	43	375	338	178
酒店名称		平均房价			平均入住率			RevPAR		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
境外	五星级酒店	922	918	767	67.2	69.0	30.7	620	634	236
	四星级酒店	785	815	614	71.8	69.0	25.8	564	562	159

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2018年10月，公司同中国—中东欧投资合作基金（以下简称“中东欧基金”）组成合资公司 Aplite Holdings AB（以下简称“Aplite”）收购丽笙美国酒店集团100%股权及丽笙欧洲酒店集团50.21%股权，收购对价为13.60亿美元（折合人民币93.50亿元），按公司占Aplite股权比例67.74%折算，公司出资9.20亿美元（折合人民币63.30亿元），相关款项已全额支付，并于2018年12月完成股权交割。2020年11月，公司已完成对丽笙欧洲酒店集团100%的股权收购。丽笙酒店成立于1930年，是一家全球性高档酒店管理公司，旗下酒店属于全服务酒店，随着对丽笙酒店收购的完成，公司在星级酒店领域内的品牌价值得到提升，管理能力和竞争实力进一步增强。截至2020年末，丽笙酒店管理运营酒店1,201

家，客房18.7万间。2020年，Aplite实现营业收入4.72亿欧元，同比大幅下滑63.33%；实现净利润-2.68亿欧元。

有限服务酒店是指以适合大众消费，突出住宿核心产品，为客人提供基本服务的专业服务酒店，包括经济型连锁酒店和有限服务商务酒店。截至2021年3月末，公司运营中的有限服务酒店9,563家，其中直营酒店918家，加盟酒店8,645家。2020年受疫情影响，公司有限服务型酒店业务实现合并营业收入96.49亿元，同比下降35.01%；其中中国大陆境内实现营业收入78.11亿元，同比下降27.33%；中国大陆境外实现营业收入18.37亿元，同比下降55.16%，境外有限服务酒店经营情况受疫情影响相比境内有限服务酒店更大。

表 6：近年来公司运营中有限服务型酒店数量及收入情况
(家、亿元)

运营模式	2018		2019		2020	
	酒店数	收入	酒店数	收入	酒店数	收入
直营酒店	1,012	92.65	989	89.60	934	51.74
加盟酒店	6,431	50.72	7,525	57.22	8,472	43.50
其他	-	1.36	-	1.65	-	1.25
合计	7,443	144.73	8,514	148.47	9,406	96.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司有限服务酒店主要由下属上市公司锦江酒店负责，经营模式主要分为直营酒店（包括自有物业和从第三方租赁物业经营）和加盟特许经营。公司有限服务酒店业务主要包括“锦江系”、“铂涛集团”、“维也纳酒店”和“卢浮集团”所经营的有限服务酒店。

铂涛集团是国内领先的以经济型酒店为核心业务的连锁酒店集团，并积极扩张至东南亚、欧洲、非洲等海外市场，目前在有限服务酒店市场形成了高、中、低档多品牌覆盖格局。2016年2月底，公司完成对铂涛集团81.00%股权的收购，收购价为82.69亿元，铂涛集团纳入公司财务报表合并范围。2017年10月，公司以现金对价约12亿元继续收购铂涛集团12.00%股权，于2018年1月完成各项交割工作，公司持有铂涛集团股权比例从81.00%升至93.00%。2018年11月23日，公司以3.51亿元继续收购铂涛集团3.50%的股权，于2019年1月14日完成各项交割工作，公司持有铂涛集团的股权比例由93.00%增至96.50%。受疫情冲击，2020年铂涛集团实现合并营业收入283,793万元，同比下降36.91%；实现归属于母公司所有者的净利润15,290万元，同比下降68.87%。2021年1~3月，得益于境内疫情得到有效控制，境内酒店市场持续回暖，铂涛集团实现合并营业收入65,331万元，同比增长30.81%；实现归属于母公司所有者的净利润1,762万元，同比增长110.78%。

维也纳系列方面，维也纳酒店是国内中端商务酒店领先连锁品牌，在营品牌包括维纳斯皇家酒店、维也纳国际酒店、维也纳酒店和维也纳智好酒店。2016年4月28日，锦江酒店发布公告，计划

以17.49亿元收购维也纳酒店有限公司（以下简称“维也纳酒店”）80%股权，2016年7月1日，锦江酒店完成对维也纳酒店80%股权的收购，并将其纳入财务报表合并范围。受疫情影响，2020年维也纳酒店实现营业收入271,748万元，同比下降13.56%；实现归属于母公司所有者的净利润30,036万元，同比下降6.44%。2021年1~3月，得益于境内疫情得到有效控制，境内酒店市场持续回暖，维也纳酒店实现营业收入69,053万元，同比增长34.22%；实现归属于母公司所有者的净利润8,700万元。

卢浮集团方面，2014年11月，公司与喜达屋资本集团就喜达屋资本集团出售卢浮集团及其全资子公司卢浮酒店集团100%股权的事宜签署相关协议，收购对价为9.96亿欧元，并于2015年2月27日完成了各项交割工作，卢浮集团纳入公司合并范围。2016年12月15日，卢浮集团与印度酒店集团SarovarHotelsPrivateLimited（以下简称“Sarovar”）原股东签订《股份购买协议》，根据协议，卢浮集团收购Sarovar74.00%股权；2017年1月12日，该股权交易完成，交易现金对价为3,323.20万欧元，卢浮集团将Sarovar纳入合并报表范围。截至2021年3月末，卢浮集团大部分加盟和管理酒店集中在欧洲地区，其中法国地区酒店数量在整个欧洲地区占一半以上。受疫情冲击，2020年卢浮集团实现合并营业收入23,433万欧元，同比下降55.91%；实现归属母公司净利润为-9,625万欧元。2021年1~3月，卢浮集团实现合并营业收入5,015万欧元，同比下降44.14%；实现归属母公司净利润为-2,679万欧元。

业务发展模式方面，近年来公司境内有限服务酒店的发展主要以加盟模式为主，加盟酒店数量和客房数均明显多于直营酒店。2020年公司新开业酒店1,842家，开业退出酒店323家，开业转筹建酒店627家，净增开业酒店892家，其中直营酒店减少55家，加盟酒店增加947家。2021年1~3月，公司新开业酒店347家，开业退出酒店64家，开业转筹建酒店126家，净增开业酒店157家。其中

直营酒店减少 16 家，加盟酒店增加 173 家。截至 2021 年 3 月 31 日，公司已经开业的酒店合计达到 9,563 家，已经开业的酒店客房总数达到 934,301 间。

加盟费方面，2020 年公司有限服务酒店实现前期加盟服务收入 7.40 亿元，同比下降 17.98%；实

现持续加盟及劳务派遣服务收入 28.23 亿元，同比下降 17.16%。2021 年 1~3 月，公司于中国大陆境内的有限服务酒店实现前期加盟服务收入 1.52 亿元，同比下降 4.50%；实现持续加盟及劳务派遣服务收入 6.66 亿元，同比上升 66.32%。

表 7：近年来公司已开业境内及境外有限服务型酒店情况（家、间）

	2018		2019		2020		2021.3	
	酒店	客房	酒店	客房	酒店	客房	酒店	客房
直营酒店	1,012	115,411	989	112,343	934	105,577	918	104,024
加盟酒店	6,431	617,290	7,525	732,834	8,472	813,919	8,645	830,277
合计	7,443	732,701	8,514	845,177	9,406	919,496	9,563	934,301

资料来源：锦江酒店，中诚信国际整理

从经营情况来看，近年来公司境内中端酒店及经济型酒店的经营情况均有所下降，经济型酒店经营情况仍落后于中端酒店。境外酒店方面，近年来境外中端酒店及经济型酒店经营情况均有所提升。2020 年以来，受疫情冲击，境内外酒店经营情况均有所下降。自 2020 年 4 月，随着境内疫情得到有效控制，境内酒店市场持续回暖；2020 年 3 月初，

欧洲疫情升级，3 月中旬起公司境外酒店业务大幅下降，且 2020 年下半年欧洲疫情屡次出现反复，目前境外酒店市场恢复及经营情况仍存在不确定性，公司境内酒店较境外酒店相比恢复较好。2021 年 1~3 月中国境内整体平均 RevPAR 已恢复至 2019 年同期的 81.31%，中诚信国际将持续关注公司境内外酒店业务的恢复情况。

表 8：近年来公司有限服务酒店经营情况（元/间/天、%、欧元/间/天）

分类	平均房价				平均出租率				RevPAR				
	2018	2019	2020	2021.1~3	2018	2019	2020	2021.1~3	2018	2019	2020	2021.1~3	
境内	中端酒店	263.92	260.07	233.22	232.00	81.73	77.94	66.45	63.32	215.70	202.70	154.97	146.90
	经济型酒店	162.07	160.42	140.54	137.85	76.49	71.63	53.61	52.38	123.97	114.91	75.34	72.21
分类	平均房价				平均出租率				RevPAR				
	2018	2019	2020	2021.1~3	2018	2019	2020	2021.1~3	2018	2019	2020	2021.1~3	
境外	中端酒店	64.57	66.05	63.51	56.93	57.74	59.77	34.17	32.21	37.28	39.48	21.70	18.34
	经济型酒店	53.18	53.91	50.08	46.02	67.47	67.05	38.22	37.73	35.88	36.15	19.14	17.36

注：表中酒店数据统计为开业满 18 个月以上酒店数据；平均房价和 RevPAR 不含流转税。

资料来源：锦江酒店，中诚信国际整理

新冠肺炎疫情对公司旅游业造成重大影响，2020 年公司旅游业务收入大幅下滑，出境旅游业务和入境旅游业务暂停经营；2020 年下半年，国内游业务逐步恢复，公司加大国内游市场拓展力度

公司旅游业务主要以上海交易所 B 股上市公司上海锦江国际旅游股份有限公司（以下简称“锦江旅游”，SH.900929）为经营主体，下辖上海国旅国际旅行社有限公司、上海锦江旅游有限公司、上海旅行社有限公司等 4 家子公司及专业分公司，主要

集中在上海地区。公司旅游业务主要分为出境游、入境游和国内游三个板块。

表 9：近年来公司旅游业务营业收入情况（亿元）

	2018	2019	2020
出境游	5.57	4.37	0.47
入境游	1.55	1.41	0.13
国内游	1.50	1.35	0.34
票务业务	3.19	2.74	0.01
会奖等旅游业务	2.97	3.66	1.70
中旅集团业务及其他	4.64	10.68	3.20
合计	19.43	22.80	5.85

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司旅游业务受新冠肺炎疫情冲击较大，2020年，公司实现旅游及相关业务收入 5.85 亿元，同比大幅下滑。出境游方面及入境游方面，受疫情封关影响，出境旅游业务和入境旅游业务暂停经营，2020 年公司出境游业务及入境游业务收入大幅下滑。国内游方面，2020 年下半年国内游业务逐步恢复，公司加大国内游市场拓展力度，对旅行社原国内游品牌的梳理和统筹管理，业务发展上明确产品中高端定位，国内游业务深入产品系列的升级，自组团系列的东方 CJ 产品、爸妈游、跨省连线游；主题游系列的禅意祈福、轻徒步、养生美食及研学游等；公司下属旅行社与东方购物频道联手开拓特色市场，提高淡季市场游客量。

公司将工作重点放在后疫情时期的现有产品优化和新增，加大定制游业务比重，组建国内定制游项目小组。此外，公司将网络平台直播作为疫情带来的一次尝试新型旅游营销渠道的契机，目前也逐渐成为公司的常态化业务。

公司继续保持行业领先的客运服务接待能力；受疫情影响，2020年上半年公司汽车营运业务处于基本停业状态，2020年第三季度起已逐步恢复正常

公司客运物流业务以上海锦江在线网络服务股份有限公司（原名为“上海锦江国际实业投资股份有限公司”，以下简称“锦江投资”，股票代码：SH.600650、SH.900914）和锦海捷亚国际货运有限公司（以下简称“锦海捷亚”）为经营主体。

锦江投资主要业务有汽车营运、汽车销售、低温物流和全球采购，收入主要来自汽车营运和汽车销售。近年来锦江投资收入持续增长，2020 年锦江投资实现营业收入 26.62 亿元，同比增长 4.51%。公司汽车营运板块主要包括出租汽车业务、汽车租赁业务和旅游大巴业务，是上海市综合接待能力最强的汽车租赁服务企业之一。锦江投资下属上海锦江汽车服务有限公司（以下简称“锦江汽车”）具有 50 多年的经营历史，是上海市车型品种最全，综合接待能力行业领先的客运服务公司。

表 10：近年来锦江投资主营业务收入情况（亿元）

指标	2018	2019	2020
汽车营运	10.70	10.29	8.20
汽车销售	11.51	12.69	14.53
低温物流	1.40	1.66	2.28
全球采购平台	-	-	0.80
合计	23.60	25.42	26.62

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

汽车营运方面，公司出租车、租赁车、旅游车等各类车辆约 1 万辆，是上海市综合接待能力最强的汽车租赁服务企业之一。2020 年上半年，受疫情影响，出租车空驶率较高，租赁车、旅游车及上午包车等均基本处于停运状态。自 2020 年第三季度起，各项汽车营运业务逐步恢复正常。汽车销售业务方面，公司在上海吴中路 100 号投资建设了“锦江汽车服务中心”，汇集了通用、大众、丰田和日产等品牌的 4S 店，提供汽车销售、保养和维修等综合配套服务，已显现出一定的集聚效应。2020 年锦江汽车销售新车超过 9,800 辆，售后维修 8.3 万余台次，汽贸汽修企业网络有效咨询数达 4.8 万余次。

低温物流方面，上海锦江国际低温物流发展有限公司（“锦江低温物流”）是公司低温物流业务的运营实体，其下属的吴泾冷藏有限公司（以下简称“吴泾公司”）具有全国最大的低温仓库群，具有较强的冷藏和低温配送能力。2020 年吴泾公司增加包库面积共计 1,500 平方米，库房综合利用率达到 90% 以上；锦江低温物流货物吞吐量 6.53 万托盘，冷库平均利用率 99.3%，平均库存 1.52 万托盘，同比增幅 174.8%。

锦海捷亚主要经营国际货代业务，近年来公司凭借在机场货代业务积累的品牌和优势，通过综合物流解决方案的方式，在保持传统货代业务的优势和品牌的同同时，延伸到物流运输领域，为国际贸易客户提供综合物流解决方案，由单纯的货代企业向综合性物流企业转变。2020 年，锦海捷亚营业收入为 27.62 亿元，同比小幅增长 5.46%。

公司于 2019 年 11 月 26 日设立的上海锦江联采供应链有限公司（以下简称“锦江联采”），锦江联采主要经营供应链管理业务，负责搭建全球采购

平台，服务于锦江和非锦江系酒店及其他行业客户。2020年锦江联采实现商品交易总额约17亿元，佣金收入约8,008万元。

公司可供出售的金融资产价值较高，流动性较好，可为公司主业提供充足流动性支持和财务保障，有助于平衡旅游酒店业务的经营风险

公司其他业务主要为金融投资，公司以长期持有金融资产为基本策略，不以交易性为目的参与二级市场买卖。由于公司金融资产初始投资成本较低，且多为优质资产，每年可获得相当规模的投资分红收益。截至2020年末，公司持有的可供出售金融资产账面价值为118.97亿元。此外，截至2020年末，公司是ACCOR（以下简称“雅高集团”）单一最大股东，持有股数3,057.74万股。雅高集团总部位于巴黎，为欧洲最大的酒店集团之一，截至2020年末雅高集团旗下共有5,140家酒店和75.3万间客房。

表 11：2020 年末公司持有主要上市公司股票情况（股、元）

股票简称	持股量	股票市值 ³
雅高集团	30,577,382	7,263,351,323.17
国泰君安	57,740,000	1,012,182,199.99
农业银行	276,674,723	868,758,630.22
交通银行	92,409,512	413,994,613.76
中国银行	48,110,700	152,992,026.01
天房发展	11,999,100	62,275,156.43
上海银行	2,639,590	20,694,385.60
申万宏源	437,245	2,308,653.60
合计	520,588,252	9,796,556,989

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018~2019年审计报告、经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告，以及公司提供的未经审计的2021年一季度财务报表。公司财务报表均依照新会计准则编制，均为合并口径数据，2018~2020年财务数据均为审计报告期末数。

则编制，均为合并口径数据，2018~2020年财务数据均为审计报告期末数。

新冠疫情对公司造成较大影响，2020年公司收入及毛利率均大幅下滑，致使当年公司出现亏损；当年公司加大金融资产处置力度，投资收益大幅增长，中诚信国际将持续关注公司后续盈利的恢复情况

新冠疫情对公司业务造成较大冲击，公司酒店客房及餐饮、客运物流、旅游、贸易等板块受影响较大，对应营业收入大幅下滑，致使2020年公司营业收入大幅下滑39.64%，毛利率水平亦明显下滑。

表 12：近年来公司主要板块营业收入和毛利率构成（亿元、%）

收入	2018	2019	2020
酒店客房及餐饮	166.87	270.60	154.37
客运物流	51.21	50.10	41.19
旅游	19.46	22.80	5.85
房地产	1.25	1.03	0.67
贸易	0.31	0.80	0.43
其他	2.77	14.78	14.21
合计	249.23	360.13	216.73
毛利率	2018	2019	2020
酒店客房及餐饮	89.61	72.57	50.66
客运物流	13.92	13.07	10.86
旅游	11.10	9.91	7.93
房地产	72.00	58.25	42.64
贸易	55.07	43.75	35.71
其他	71.56	69.69	59.96
合计	67.04	60.10	42.50

注：其他业务主要为物业管理、食品经营和冷藏业务等；上述表格不包括计入营业总收入的金融机构利息收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2020年公司加强费用管控，期间费用大幅下降。具体来看，受职工薪酬费用、耗用原材料及商品成本、旅行社佣金和广告费等下降的影响，2020年公司销售费用和管理费用分别同比下降21.51%和39.57%；受债务规模增长的影响，财务费用同比上升6.63%。但由于营业收入下滑速度超过期间费用，期间费用率同比上升至69.23%，期间费用对公司利润的侵蚀较为严重。

³ 股票市值是通过2020年12月31日收盘每股市价计算所得。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.Q1
销售费用	95.87	114.74	90.06	11.06
管理费用	57.02	76.19	46.35	12.83
财务费用	9.72	13.64	14.54	4.69
期间费用合计	162.60	204.57	150.95	28.58
期间费用率	64.89	56.62	69.23	52.97
经营性业务利润	3.68	9.95	-55.44	-12.27
资产减值损失	-0.50	-2.22	-15.93	-0.10
公允价值变动收益	-0.67	0.08	2.71	-0.02
投资收益	20.39	13.64	56.47	6.16
利润总额	24.67	26.82	-5.77	-6.08
净利润	18.72	18.48	-3.54	-2.23
EBITDA 利润率	24.51	19.26	17.03	-
总资产收益率	3.65	3.88	0.96	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司利润总额主要由经营性业务利润及投资收益构成。受疫情冲击，2020年公司收入及毛利水平大幅下滑，当年公司经营性业务利润同比大幅下滑至-55.44亿元；2020年公司加大可供出售金融资产的处置力度，当年投资收益同比大幅增长至56.47亿元，主要来源于处置可供出售金融资产获得收益、处置长期股权投资收益、按权益法确认投资收益等，分别为22.99亿元、15.07亿元和14.53亿元。2020年，新冠疫情对公司业务产生较大冲击，使得公司出现亏损，中诚信国际将持续关注公司后续盈利的恢复情况。

2020年公司资产规模小幅下降，债务规模有所增长，财务杠杆仍保持较高水平；公司商誉规模较大，或面临一定的减值风险

2020年末公司资产规模同比小幅下滑3.32%，主要系以货币资金和应收账款为主的流动资产减少所致。具体来看，公司非流动资产主要由无形资产、固定资产、商誉、可供出售金融资产和长期股权投资构成，2020年末公司非流动资产占总资产比重78.38%。2020年末公司无形资产较去年基本持平，主要由商标权及品牌、土地使用权构成，当年末以上两项账面价值分别为121.63亿元和57.88亿元；公司固定资产主要由房屋建筑物、机器设备、电子设备、器具及家具等构成，2020年末增长18.91%；2020年末商誉小幅增长5.58%，主要系以

股权置换的方式收购北京昆仑饭店有限公司（以下简称“北京昆仑饭店”）产生商誉5.95亿元所致，公司商誉主要包括因收购铂涛集团产生的57.67亿元、因收购卢浮集团产生的50.16亿元、因收购丽笙酒店产生的15.70亿元；公司可供出售金融资产主要由公司持有的雅高集团、国泰君安和农业银行等上市公司股权构成，2020年末下降35.05%，主要系处置部分按公允价值计量的可供出售权益工具所致；公司长期股权投资大部分集中在与主业酒店、旅游、客运及餐饮等相关领域，2020年末长期股权投资保持稳定，主要为对联营企业上海申迪（集团）有限公司（以下简称“申迪集团”）的投资，期末账面价值为50.13亿元。跟踪期内公司商誉未出现大规模减值，但如果被并购企业经营业绩不达预期，公司可能面临较大的商誉减值风险，并将对其盈利能力和资产质量产生负面影响，中诚信国际将对公司每年末的商誉减值测试情况保持关注。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款构成，2020年末流动资产规模下滑11.64%。货币资金方面，2020年末货币资金减少17.40%，主要系公司购买少数股东股权支付现金及偿还债务所致，2020年末货币资金受限规模为6.42亿元，主要系存款准备金及子公司为取得信贷额度质押的银行存款；公司应收账款主要为大额商旅订单应收款，2020年末下降23.29%；公司其他应收款主要为应收关联公司款项，2020年末下降38.20%。2021年3月末，公司货币资金较2020年末增长44.51%，其他资产类科目变动不大。

2020年末公司负债规模保持稳定，主要由有息债务、递延所得税负债、其他应付款和长期应付款构成。具体来看，2020年末公司递延所得税负债增长33.04%，其中非同一控制下企业合并中资产公允价值调整所致。2020年末公司其他应付款下降29.06%，其中暂收款及代垫款、定金、押金及保证金和预提费用分别为5.86亿元、5.27亿元和2.92亿元。受2020年土地动迁暂收款支付的影响，当年公司长期应付款同比下降54.50%，其中应付土地款主

要系应付上海虹桥经济开发区联合发展有限公司土地使用权的受让款和扬子江土地使用权受让款；少数股东股权收购款主要为公司授予铂涛集团、Sarovar 和维也纳酒店及百岁餐饮等原股东在约定期限内出售剩余股份的权利。此外，2020 年末公司对外融资需求加大，有息债务规模有所增长。2021 年 3 月末，公司递延所得税负债有所减少，其他应付款和长期应付款保持稳定，债务规模进一步上升至 559.75 亿元。

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、其他综合收益、未分配利润和少数股东权益构成。其中，2020 年末公司实收资本保持不变；受购买少数股东权益交易差额的影响，资本公积小幅增长；2020 年末公司其他综合收益受持有的可供出售金融资产价值大幅减少的影响而呈现负值；得益于 2020 年公司归属于母公司所有者的净利润为 2.62 亿元，且股利分配减少的影响，公司未分配利润小幅增长；受收并购和下属主要子公司为上市公司的影响，公司少数股东权益仍保持在较高水平，2020 年末公司少数股东权益小幅减少。

财务杠杆方面，2020 年末公司资产负债率及总资本化比率均小幅上升。2021 年 3 月末，由于债务规模持续增长，公司资产负债率有所提升；但得益于 2021 年一季度，公司下属子公司锦江酒店非公开发行股票募集资金 50 亿元，公司少数股东权益有所增长，总资本化比率有所下降。

表 14：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.Q1
货币资金	229.60	181.99	150.32	217.22
应收账款	24.60	28.50	21.87	21.65
其他应收款	13.83	8.40	5.19	8.23
可供出售金融资产	167.97	183.16	118.97	124.46
长期股权投资	63.24	63.63	69.67	68.76
固定资产	141.80	138.24	164.38	162.25
无形资产	206.89	207.37	208.64	206.76
商誉	134.41	134.13	141.61	139.53
总资产	1,092.80	1,065.73	1,030.35	1,204.02
其他应付款	37.75	39.43	27.97	29.25
长期应付款	33.22	25.95	11.80	12.29

递延所得税负债	36.41	30.01	39.92	33.39
短期债务	160.75	86.29	170.03	139.22
长期债务	365.85	420.02	354.69	420.53
总债务	526.60	506.31	524.72	559.75
总负债	755.18	718.73	720.64	858.88
实收资本	20.00	20.00	20.00	20.00
资本公积	43.17	39.96	41.72	38.10
其他综合收益	11.28	25.11	-9.49	-0.96
未分配利润	79.19	84.65	85.77	75.64
少数股东权益	176.89	169.90	163.88	204.54
所有者权益	337.62	347.00	309.71	345.15
资产负债率	69.11	67.44	69.94	71.33
总资本化比率	60.93	59.33	62.88	61.86

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受疫情影响，2020年公司经营性获现能力大幅下降，经营活动现金流呈现净流出状态，无法对债务本息提供保障

从经营获现能力来看，2020 年受新冠疫情冲击的影响，公司自身获现规模大幅下降，当期公司经营活动现金流呈大额净流出状态。

2021 年 3 月末公司债务规模增至 559.75 亿元，且主要由长期债务构成，短期债务占比 24.87%，债务期限结构保持良好。从债务构成来看，公司债务主要由信用借款和公开债券构成。

从偿债能力来看，2020 年受疫情影响公司盈利能力和获现规模大幅下滑，公司 EBITDA 同比下降 46.62%，对债务本息的覆盖能力有所减弱；当年公司经营活动净现金流为净流出状态，无法对债务本息形成保障。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、%、X）

	2018	2019	2020	2021.Q1
经营活动净现金流	34.36	37.73	-22.61	-32.58
投资活动净现金流	-63.15	-23.20	-1.60	-2.39
筹资活动净现金流	14.58	-52.30	-10.42	98.46
总债务	526.60	506.31	524.72	559.75
短期债务	160.75	86.29	170.03	139.22
短期债务/总债务	30.53	17.04	32.40	24.87
EBITDA	61.41	69.58	37.14	-
经营活动净现金流/利息支出	2.48	2.51	-1.43	-

经营活动净现金流/总债务	0.07	0.07	-0.04	-
总债务/EBITDA	8.57	7.28	14.13	-
EBITDA 利息倍数	4.43	4.63	2.35	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

较为充足的外部授信能够对公司整体偿债能力提供支持，公司融资渠道顺畅

财务弹性方面，公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2020 年末，公司共获得银行授信总额 1,278.79 亿元，尚未使用授信额度 775.07 亿元。此外，公司在香港和上海两地直接/间接控股 4 家上市公司，拥有畅通的权益融资渠道。

或有负债方面，截至 2020 年末，公司对外担保余额为 1.30 亿元，主要为公司为其合联营企业上海海外联合投资股份有限公司的银行借款提供担保；法律诉讼方面，截至 2020 年末，公司无重大未决诉讼。

资产抵质押方面，截至 2020 年末，公司使用权受限制资产为 52.57 亿元，占当期末净资产比重为 16.97%，主要为公司下属子公司向银行借款而质押的铂涛集团股权净额 34.57 亿元及抵押的固定资产和存货账面价值 11.58 亿元等。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2018~2021 年 3 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司股东实力雄厚，作为上海市国资委全资子公司，公司可获得股东在资金、业务等方面的有力支持

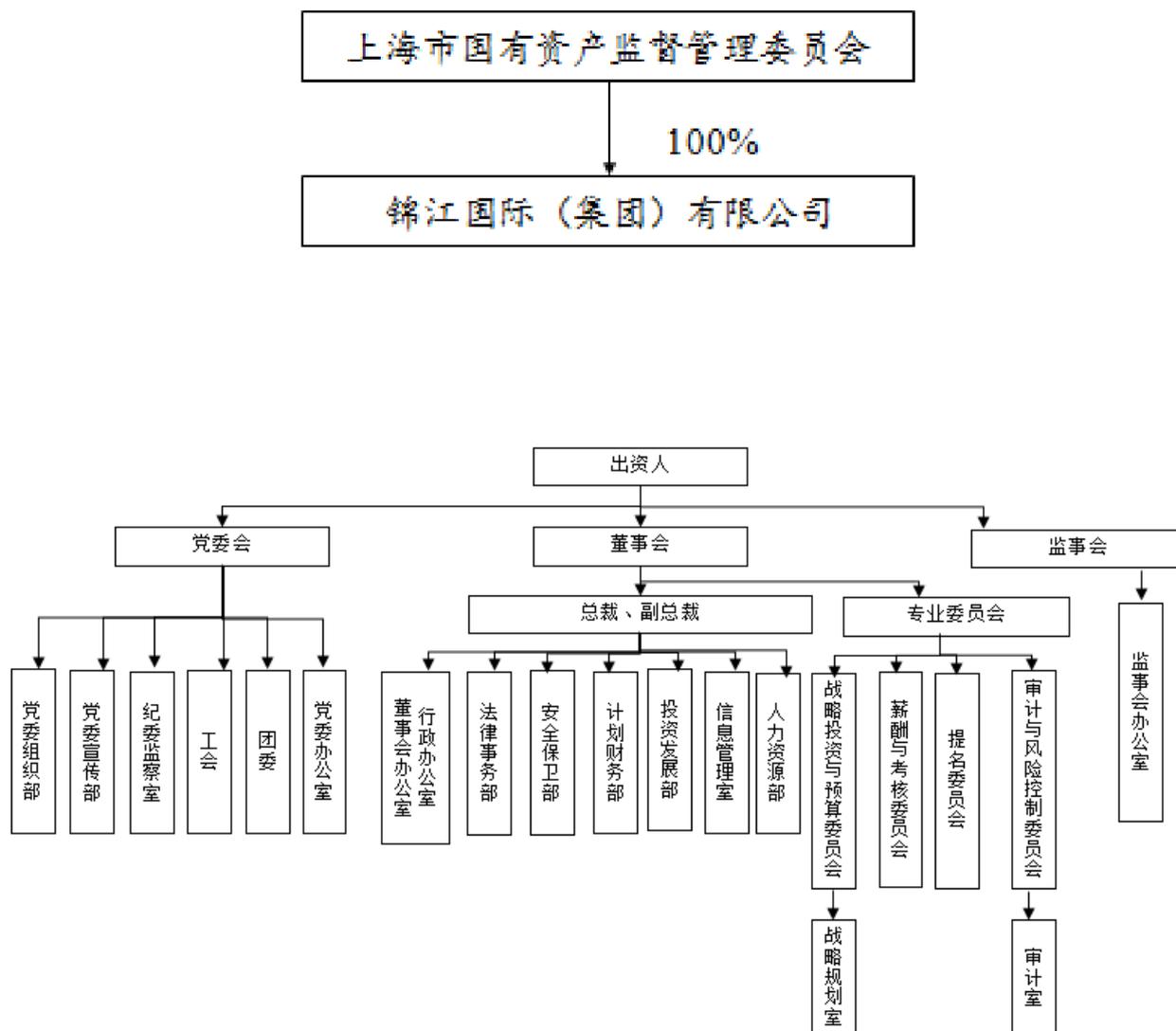
公司系上海市国有资产监督管理委员会（以下简称“上海市国资委”）全资子公司，成立于 2003 年 9 月 1 日，是国内规模最大的集酒店运营管理、综合性旅游服务为一体的企业集团之一。目前公司持有权益的星级酒店多处上海核心地段，地理位置十分优越，资产重估价值增长空间很大；另外，公

司持有的以锦江饭店、和平饭店、国际饭店、金门大酒店、新城饭店和新亚大酒店为代表的星级酒店均为上海市保护性建筑，具有独特的资源价值。除持有优质的酒店资产外，公司实现全方位综合酒店经营业态。公司依托在品牌及管理领域的优势，有效地将多元化的酒店资产与丰富的经营管理模式相结合。作为上海市国资委全资子公司，公司可获得股东在资金、业务等方面的持续有力支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持锦江国际（集团）有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 锦江国际 MTN002”、“20 锦江国际 MTN001”、“21 锦江国际 MTN001”、“18 锦江 01”、“18 锦江 02”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：锦江国际（集团）有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



注：1、公司于 2020 年 10 月 20 日发布《锦江国际（集团）有限公司关于股权结构变更的公告》，上海市国资委持有的公司 10% 股权将一次性划转给上海市财政局持有；2、锦江资本于 2021 年 6 月 10 日发布《上海锦江资本股份有限公司源于控股股东部分国有股权划转的自愿公告》，锦江国际收到上海市国资委有关通知，经上海市政府同意，将上海市国资委持有的锦江国际集团 19% 股权无偿划转至上海地产（集团）有限公司，本次无偿划转以 2020 年 12 月 31 日为基准日。截至本报告出具日，上述股权变更工商登记尚未完成；上述股权结构变更后，上海市国资委、上海地产（集团）有限公司及上海市财政局将分别持有 71%、19% 和 10% 股权，公司控股股东和实际控制人均未发生变更。

资料来源：公司提供

附二：锦江国际（集团）有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2018	2019	2020	2021.Q1
货币资金	2,296,014.08	1,819,897.37	1,503,175.95	2,172,193.15
应收账款净额	246,019.81	285,024.78	218,656.20	216,546.52
其他应收款	138,336.06	84,049.90	51,945.02	82,282.08
存货净额	39,747.91	40,884.24	36,978.16	38,576.79
长期投资	2,312,095.87	2,467,912.04	1,886,384.90	1,932,224.01
固定资产	1,418,021.07	1,382,421.49	1,643,778.94	1,622,469.27
在建工程	172,280.90	232,328.88	271,231.75	277,094.13
无形资产	2,068,858.73	2,073,733.51	2,086,445.44	2,067,619.09
总资产	10,927,964.52	10,657,262.09	10,303,511.44	12,040,221.75
其他应付款	377,451.56	394,313.12	279,714.75	292,532.70
短期债务	1,607,474.25	862,917.57	1,700,333.31	1,392,186.10
长期债务	3,658,497.49	4,200,184.74	3,546,865.70	4,205,296.13
总债务	5,265,971.74	5,063,102.31	5,247,199.01	5,597,482.23
净债务	2,969,957.66	3,243,204.94	3,744,023.06	3,425,289.08
总负债	7,551,773.91	7,187,265.92	7,206,417.41	8,588,762.25
费用化利息支出	138,697.78	150,233.58	157,927.87	-
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	-
所有者权益合计	3,376,190.61	3,469,996.18	3,097,094.03	3,451,459.51
营业总收入	2,505,948.90	3,612,720.65	2,180,494.93	539,545.42
经营性业务利润	36,792.21	99,511.01	-554,350.16	-122,747.69
投资收益	203,885.23	136,396.23	564,678.00	61,572.79
净利润	187,181.76	184,831.18	-35,359.07	-22,257.63
EBIT	385,354.87	418,479.88	100,222.81	-
EBITDA	614,145.25	695,772.16	371,407.42	-
经营活动产生现金净流量	343,563.43	377,255.39	-226,104.69	-325,777.70
投资活动产生现金净流量	-631,497.54	-231,982.75	-16,015.86	-23,858.64
筹资活动产生现金净流量	145,755.56	-522,952.80	-104,153.03	984,635.87
资本支出	177,936.51	298,717.27	269,175.60	298,717.27
财务指标	2018	2019	2020	2021.Q1
营业毛利率(%)	67.22	60.23	42.85	30.36
期间费用率(%)	64.89	56.62	69.23	52.97
EBITDA 利润率(%)	24.51	19.26	17.03	-
总资产收益率(%)	3.65	3.88	0.96	-
净资产收益率(%)	5.85	5.40	-1.08	-
流动比率(X)	1.00	1.12	0.76	1.15
速动比率(X)	0.98	1.10	0.75	1.13
存货周转率(X)	25.49	35.64	32.01	-
应收账款周转率(X)	13.83	13.61	8.66	-
资产负债率(%)	69.11	67.44	69.94	71.33
总资本化比率(%)	60.93	59.33	62.88	61.86
短期债务/总债务(%)	30.53	17.04	32.40	24.87
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	0.07	-0.04	-
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.21	0.44	-0.13	-
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.48	2.51	-1.43	-
经调整的经营净现金流/总债务(%)	2.43	3.06	-8.86	-
总债务/EBITDA(X)	8.57	7.28	14.13	-
EBITDA/短期债务(X)	0.38	0.81	0.22	-
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.43	4.63	2.35	-
EBIT 利息保障倍数(X)	2.78	2.79	0.63	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、中诚信国际分析时将 2018~2020 年末长期应付款中有息部分纳入长期债务核算，由于公司未提供 2021 年 3 月末长期应付款明细情况，故 2021 年 3 月末数据未经调整。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业总收入-营业成本）/营业总收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象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	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。