

锦江国际（集团）有限公司 2022 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

2022 年 6 月 24 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 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 [2022]跟踪 1160 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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 锦江国际 MTN001”、“21 锦江国际 MTN001”、“21 锦江国际 MTN002”、“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

二零二二年六月二十四日

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“20 锦江国际 MTN001”、“21 锦江国际 MTN001”、“21 锦江国际 MTN002”、“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的有力支持。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、公司债务规模较大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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	1,065.73	1,030.35	1,165.09	1,165.26
所有者权益合计（亿元）	347.00	309.71	349.12	354.39
总负债（亿元）	718.73	720.64	815.97	810.87
总债务（亿元）	500.11	512.64	633.76	637.90
营业总收入（亿元）	361.27	218.05	277.78	62.89
净利润（亿元）	18.48	-3.54	-6.67	1.87
EBIT（亿元）	41.85	10.02	6.68	--
EBITDA（亿元）	69.58	37.14	34.16	--
经营活动净现金流（亿元）	37.73	-22.61	12.35	-8.58
营业毛利率（%）	60.10	42.50	22.24	21.31
总资产收益率（%）	3.88	0.96	0.61	--
资产负债率（%）	67.44	69.94	70.03	69.59
总资本化比率（%）	59.04	62.34	64.48	64.29
总债务/EBITDA（X）	7.19	13.80	18.55	--
EBITDA 利息倍数（X）	4.63	2.35	2.26	--
锦江国际（母公司口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	274.05	278.55	293.45	317.36
所有者权益合计（亿元）	107.22	107.99	134.58	133.70
总负债（亿元）	166.83	170.57	158.87	183.67
总债务（亿元）	145.90	153.20	144.34	169.39
营业总收入（亿元）	0.59	0.48	0.70	0.10
净利润（亿元）	2.83	4.52	-4.44	-1.00
经营活动净现金流（亿元）	-0.68	-4.32	-0.10	-0.56
营业毛利率（%）	94.72	94.37	93.17	92.97
资产负债率（%）	60.88	61.23	54.14	57.87
总资本化比率（%）	57.64	58.66	51.75	55.89

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理；2、中诚信国际已将“长期应付款”中有息部分调整至长期债务核算，将“租赁负债”纳入总债务核算。

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)有限公司打评分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (20%)	EBITDA 利润率(%)*	16.20	8
	总资产收益率(%)*	1.81	5
财务政策与 偿债能力 (30%)	总资本化比率(%)	64.48	7
	总债务/EBITDA(X)*	13.18	5
	EBITDA 利息保障倍数(X)* (CFO-股利)/总债务(%)*	3.08 -2.18	7 5
规模与多元 化(30%)	营业总收入(亿元)	277.78	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			AA+
打评分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(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评分卡级别、预期调整、公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、企业特殊事件、财务政策、租赁及其他多元化产业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 2019 年~2021 年三年平均值

正面

■ **保持领先的行业地位。**截至 2021 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 11,959 家，对应客房 123.92 万间，较上年末有所增长。在 2021 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。**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上市公司股票，截至 2021 年末公司持有的主要上市公司股票账面价值为 94.96 亿元。在为其主业提供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直属公司，公司可获得资金、业务等方面的有力支持。此外，公司直接/间接控股 3 家上市公司，截至 2022 年 3 月末，尚未使用的银行授信额度为 837.11 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，新冠肺炎疫情的持续对全行业冲击较大，对 2021 年公司业绩的影响仍较大。

■ **酒店业务经营业绩恢复情况。**疫情冲击对公司造成较大影响，2021 年公司经营性业务利润为-26.82 亿元。2021 年公司境内外酒店业务有所恢复，2022 年以来境内疫情反复，未来酒店业务的经营业绩恢复情况值得关注。

■ **债务规模较大。**近年来公司债务规模持续增长，截至 2022 年 3 月末，公司总债务为 637.90 亿元，杠杆比例处于较高水平，面临一定的债务负担。同时，公司母公司债务为 169.39 亿元，考虑到母公司主要为上市公司持股平台，其债务的偿还将主要依赖于再融资。

■ **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，公司商誉保持在较大规模，2022 年 3 月末公司商誉账面价值为 136.34 亿元，如被收购公司经营业绩不及预期，将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；债务规模大幅增长导致偿债压力上升。

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 MTN002 (AAA)	2021/11/22	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	21 锦江国际 MTN001 (AAA) 20 锦江国际 MTN001 (AAA)	2021/6/29	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	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	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

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
20 锦江国际 MTN001	AAA	AAA	2021/6/29	20.00	20.00	2020/05/15~2023/05/15	无
21 锦江国际 MTN001	AAA	AAA	2021/6/29	22.00	22.00	2021/04/23~2026/04/23	无
21 锦江国际 MTN002	AAA	AAA	2021/11/22	30.00	30.00	2021/12/14~2024/12/13 (3+N)	持有人救济，调整票面利率，利息递延，赎回，续期选择权
18 锦江 01	AAA	AAA	2021/6/29	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	2021/6/29	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 2022 年 3 月末，“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 2022 年 3 月末，“18 锦江 02”募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

宏观经济与政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度

同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入

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。

2022 年 3 月 16 日，公司发布《锦江国际（集团）有限公司 2021 年度第二期中期票据募集资金用途变更公告》，锦江国际（集团）有限公司 2021 年度第二期中期票据，发行金额 30 亿元，债券期限 3+N 年，募集资金原计划将用于置换存量银行借款，其中工商银行 16 亿元、建设银行 5 亿元、农业银行 2 亿元、浦发银行 7 亿元。因发行人银行借款还款计划变更，拟将原募集资金中归还各家银行借款金额进行变更，变更后将归还工商银行 10 亿元、进出口银行 6 亿元、建设银行 5 亿元、农业银行 2 亿元、浦发银行 7 亿元。

型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

在疫情防控常态化背景下，2021 年我国酒店业供给萎缩，行业竞争格局加剧，加速中、小型单体酒店的出清；得益于 2021 年疫情有所缓解，全年平均出租率及房价有所回升，2022 年以来国内疫情反复，酒店业短期内恢复至疫情前水平难度较大

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。在疫情常态化背景下，我国酒店业供给萎缩，根据中国饭店协会发布《2022 中国酒店业发展报告》，截至 2022 年 1 月 1 日，中国酒店业设施总数 252,399 家，同比下降 9.59%，是 2020 年初的 74.67% 水平；客房总数 13,468,588 间，同比下降 12.12%，是 2020 年初的 76.44% 水平，平均客房规模 53 间，同比下降 2 间。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。2021 年中国前十大酒店集团市占率达 64.35%，其中锦江国际、首旅集团和华住集团市场占有率分别为 20.18%、13.91% 和 9.22%，CR3 行业集中度为 43.31%。截至 2022 年初豪华、高端、中端和经济型酒店客房数占比分别为 8%、14%、19% 和 59%，其中经济型酒店客房数占比大幅下降，疫情常态化叠加日趋激烈的竞争格局，加速中、小型酒店企业的出清。截至 2022 年初，国内共计连锁酒店品牌 2,147 个，连锁客房数 472 万间，酒店连锁化率为 35%，较 2020 年初的 26% 有明显提升，国内酒店品牌连锁化率提升空间仍较大。其中，豪华酒店的连锁化率最高，为 53.34%，中档酒店的连锁化率提升最快，截至 2022 年初为 48%，较 2020 年初的 35% 大幅增长。疫情常态化致使酒店业承压明显，部分经营不善的酒店被持续出清，加速了中国酒店业行业洗牌以及升级的进程。2021 年国内有 18 万家酒店及相关企业倒闭，同比增长 4.2%，其中 87% 是单体酒店，行业整合加快，未来酒店连锁化趋势愈发明显。

出租率方面，随着疫情得到有效控制，酒店业

开始复苏, 2021 年 1~3 月全国酒店的平均出租率上升至 35.39%, 较 2020 年一季度同比上升 12.56 个百分点; 4 月以来, 在清明及五一假期带动下, 第二季度全国酒店的平均出租率上升至 50.06%, 已恢复至 2019 年同期水平的 88%; 三季度以来, 受部分城市疫情零星反复的影响, 2021 年三季度及四季度全国酒店出租率水平环比有所下滑, 分别恢复至 2019 年同期水平的 73% 和 74%。综合来看, 2021 年

国内各星级酒店出租率均同比有所回升, 但按季度来看, 受疫情反复影响呈波动态势。平均房价方面, 除一星级酒店外, 国内各星级酒店平均房价均同比有所提升, 全年平均房价向中档酒店趋近; 全年 RevPAR 已恢复至 2019 年同期水平的 72%。2022 年 1~3 月, 受境内疫情反复的影响, 国内各星级酒店出租率及平均房价均大幅下滑, RevPAR 下降至 2019 年同期水平的 60%。

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	2019	363.52	182.73	117.70	93.19	57.58
	2020	209.50	117.35	78.33	62.50	41.92
	2021	246.02	130.09	85.00	67.20	33.57
	2022.1~3	164.14	92.55	63.50	46.40	18.06
平均房价	2019	596.56	331.56	225.70	179.38	111.96
	2020	518.81	300.21	206.21	161.85	117.28
	2021	551.04	310.33	212.92	172.25	88.18
	2022.1~3	505.02	289.87	196.93	151.76	68.22
平均出租率	2019	60.94	55.11	52.15	51.95	51.43
	2020	40.38	39.09	37.99	38.61	35.74
	2021	44.65	41.92	39.92	39.01	38.06
	2022.1~3	32.52	31.93	32.27	30.58	26.47

资料来源: 文化和旅游部, 中诚信国际整理

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、小型单体酒店企业受制于资金、规模、品牌和管理的不足, 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。

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需求进行精准分析并提供差别服务。

中诚信国际认为, 2021 年酒店业供给萎缩, 得益于当年疫情的有效缓解, 当年出租率等经营指标有所恢复; 但 2022 年以来国内疫情反复, 酒店业短期内恢复至疫情前水平难度较大。日益激烈的行业竞争格局和未来数字化转型将加速中、小型单体酒店企业的出清。

公司控股股东及实际控制人未发生变化, 法人治理结构完善

截至 2022 年 3 月末, 公司注册资本为人民币 20.00 亿元, 上海市国有资产监督管理委员会 (以下简称“上海市国资委”) 持有 100% 股权², 为公司控

² 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

股股东和实际控制人。根据《公司章程》，公司不设股东会，由出资人依法独立行使经营决策权，不受公司、董事会、监事会及高级管理人员的干涉，出资人的决定具有最高效力。公司设董事会，董事会为公司最高决策机构，董事长为公司法定代表人。公司归上海市政府任免委派直属管理，董事长和总裁由上海市政府任免委派。公司董事会由七名董事组成，董事由出资人委派，董事每届任期为三年，获得连续委派或者连续当选可以连任。公司设监事会，由五名监事组成，其中职工代表的比例不得低于三分之一，监事由出资人委派，监事会设监事会主席一名，由出资人在监事中指定，监事会是公司常设的监督机构，根据《公司法》及《公司章程》等规定，负责对董事及高级管理人员进行监督，监事会对上海市国资委负责，定期向其报告工作。管理层作为公司的执行机构，主持公司的日常经营管理工作，组织实施董事会决议，包括组织实施公司发展战略和年度经营计划，拟订公司内部管理机构设置方案，拟定公司的基本管理制度以及制定公司的具体规章等。

跟踪期内，公司下属子公司上海锦江国际酒店股份有限公司完成非公开发行股票；公司拟对上海锦江资本股份有限公司（以下简称“锦江资本”）私有化，目前锦江资本已从港股退市；此外，公司拟出售丽笙酒店美洲区业务，预计 2022 年下半年完成交易，其出售进展有待持续关注

2021 年 1 月 28 日，公司下属子公司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）收到中国证监会《关于核准上海锦江国际酒店股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2021]208 号）。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

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；

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，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。本次募集资金将用于锦江酒店锦江系列多家现有酒店装修升级及偿还金融机构贷款，将有助于升级酒店设施、推进品牌升级，巩固和提高市场地位。

公司与控股子公司锦江资本于 2021 年 11 月 24 日签署了相关私有化协议，公司计划对锦江资本进行私有化。截至 2022 年 5 月 5 日，相关私有化协议所约定的所有条件已达成，公司私有化锦江资本交易生效，双方于同日在香港联合交易所网站上披露了相关联合公告，锦江资本同日于港股退市，双方将进一步推进私有化后续工作。

2022 年 6 月 14 日，Choice Hotels International, Inc.（以下简称“美国 Choice 酒店集团”）宣布已签订协议，将以约 6.75 亿美元的价格收购公司旗下 Radisson Hospitality AB 以及 Radisson Holdings Inc（以下简称“丽笙酒店”）所分拆出来的美洲区业务（Radisson Hotel Group Americas）。按照协议，丽笙酒店旗下 9 个品牌在美洲区的酒店加盟、运营业务、知识产权将归属于美国 Choice 酒店集团，包括 624 家酒店、超过 6.8 万间客房的业务。截至本报告出具日，该收购计划已经获得美国 Choice 酒店集团董事会的同意，预计到 2022 年下半年完成交易，目前在等待监管机构审批，其出售进展有待持续关注。

公司仍处于行业领先地位，得益于境内外疫情有所缓解，2021 年公司酒店 RevPAR 整体回升；2022 年以来，境内疫情反复，中诚信国际将持续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。公司在原有业务规模的基础上，旗下尚有 Group de Louvre（以下简称“卢浮集团”）、Keystone Lodging Holdings

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。

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。根据 2021 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。公司酒店业务以锦

江资本和锦江酒店为经营主体。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) 及丽笙酒店。

表 2: 截至 2021 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	54	15,850	1	418	205	52,444	138	26,119
四星	12	4,110	-	-	63	11,706	157	29,851
商务酒店	15	2,746	-	-	89	15,792	612	60,861
小计	81	22,706	1	418	357	79,942	907	116,831
有限服务酒店:								
中档酒店	122	21,322	-	-	-	-	5,395	593,792
经济型酒店	799	80,668	-	-	-	-	4,297	323,595
小计	921	101,990	-	-	-	-	9,692	917,387
合计	1,002	124,696	1	418	357	79,942	10,599	1,034,218

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

表 3: 截至 2021 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	141	35,605	9,355	918,647	9,496	954,252
亚洲 (不含中国)	134	18,492	203	22,268	337	40,760
欧洲	403	87,919	1,003	70,423	1,406	158,342
美洲	618	67,635	17	3,250	635	70,885
非洲	50	10,246	35	4,789	85	15,035
合计	1,346	219,897	10,613	1,019,377	11,959	1,239,247

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

截至 2021 年末, 公司运营中酒店共计 11,959 家, 对应客房 1,239,247 间; 同期末筹建中酒店数量共计 5,168 家, 对应筹建中客房数量为 529,426 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 2021 年末, 公司在中国境内共有 9,496 家酒店在运营, 对应客房 954,252 间, 占比分别为 79.40%和 77.00%; 欧洲共有 1,406 家酒店在运营, 对应客房 158,342 间, 占比分别为 11.76%和 12.78%。

全服务酒店是以齐全的酒店功能和设施为基

础, 为客人提供全方位优质周到服务的酒店。截至 2021 年末, 公司运营中的全服务酒店共 1,346 家, 客房总数为 219,897 间。得益于境内外疫情的有所缓解, 2021 年公司全服务酒店收入规模有所回升。

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	2019		2020		2021	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
持有/自营型	61.13	49.55	22.64	45.70	29.69	48.21
品牌/管理输出型(管理费收入)	30.80	24.96	12.58	25.39	16.83	27.32

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、%)

酒店类型	平均房价				平均入住率				RevPAR				
	2019	2020	2021	2022.1~3	2019	2020	2021	2022.1~3	2019	2020	2021	2022.1~3	
境内	五星级酒店	872	720	737	-	72	33	45	-	627	241	333	-
	四星级酒店	533	413	400	-	63	43	57	-	338	178	228	-
酒店类型	平均房价				平均入住率				RevPAR				
	2019	2020	2021	2022.1~3	2019	2020	2021	2022.1~3	2019	2020	2021	2022.1~3	
境外	五星级酒店	918	767	754	812	69.0	30.7	39.9	45.6	634	236	301	371
	四星级酒店	815	614	576	582	69.0	25.8	34	44.2	562	159	196	258

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2022年3月末, 丽笙酒店管理运营酒店1,265家, 客房195,569间。得益于美国及欧洲地区放宽及解除疫情防控措施, 2021年Aplite实现营业收入6.63亿欧元, 同比增长40.38%; 实现净亏损1.82亿欧元, 同比减亏32.09%。2022年1~3月, Aplite实现营业收入1.86亿欧元, 同比增长85%;

持有/第三方管理型	4.05	3.28	1.41	2.84	1.08	1.75
餐饮等其他收入	27.41	22.21	12.92	26.07	13.98	22.72
合计	123.39	100.00	49.55	100.00	61.58	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, 除丽笙酒店外, 公司自有的全服务酒店主要集中在上海核心区域。2021年得益于疫情的有所缓解和控制, 公司境内外全服务酒店运营情况逐步改善和恢复, 当年酒店入住率均有所回升, 境内外五星级酒店及四星级酒店RevPAR均有所增长。

实现净亏损0.54亿欧元, 同比减亏17%。

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2022年3月末, 公司运营中的有限服务酒店10,757家, 其中直营酒店917家, 加盟酒店9,840家。2021年公司旗下境内外有限服务型酒店运营情况逐步改善和恢复, 当年公司有限服务型酒店业务实现合并营业收入110.90亿元, 同比增长14.94%; 其中中国大陆境内实现营业收入88.00亿元, 同比增长12.66%; 中国大陆境外实现营业收入22.90亿元, 同比增长24.63%。

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	2019		2020		2021	
	酒店数	收入	酒店数	收入	酒店数	收入
直营酒店	989	89.60	934	51.74	921	53.29
加盟酒店	7,525	57.22	8,472	43.50	9,692	52.47
其他	-	1.65	-	1.25	-	5.14
合计	8,514	148.47	9,406	96.49	10,613	110.90

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%。2021年6月，公司以3.51亿元继续收购铂涛集团3.50%股权，于2021年12月完成，公司持有铂涛集团股权增至100%。得益于境内疫情防控常态化发展及境外放宽及解除疫情防控措施，2021年铂涛集团实现合并营业收入322,799万元，同比增长13.74%；实现归属于母公司所有者的净利润33,719万元，同比大幅增长120.53%。2022年1~3月，受境内疫情反复的影响，铂涛集团实现合并营业收入57,366万元，同比下降12.19%；实现归属于母公司所有者的净利润-1,043万元。

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。得益于境内疫情得到有效

控制，2021年维也纳酒店实现营业收入326,258万元，同比增长20.06%；实现归属于母公司所有者的净利润46,710万元，同比大幅增长55.51%。2022年1~3月，受境内疫情反复的影响，维也纳酒店实现营业收入66,125万元，同比减少4.24%；实现归属于母公司所有者的净利润7,072万元，同比减少18.71%。

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2022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。得益于境外放宽及解除疫情防控措施，2021年卢浮集团实现合并营业收入30,182万欧元，同比增长28.80%；实现归属母公司净亏损为5,166万欧元，同比减亏46.33%。2022年1~3月，卢浮集团实现合并营业收入8,085万欧元，同比增长61.22%；实现归属母公司净亏损为2,390万欧元，同比减亏10.79%。

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。2021年公司新开业酒店1,763家，开业退出酒店239家，开业转筹建酒店317家，净增开业酒店1,207家，其中直营酒店减少13家，加盟酒店增加1,220家。2022年1~3月，公司新开业酒店232家，开业退出酒店88家，净增开业酒店144家。其中直营酒店减少4家，加盟酒店增加148家。截至2022年3月31日，公司已经开业的酒店合计达到10,757家，已经开业的酒

店客房总数达到 1,032,730 间。

加盟费方面，2021 年公司有限服务酒店实现前期加盟服务收入 8.01 亿元，同比增长 10.04%；实现持续加盟及劳务派遣服务收入 30.63 亿元，同比

增长 26.65%。2022 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 1.08 亿元，同比下降 29.13%；实现持续加盟及劳务派遣服务收入 6.87 亿元，同比上升 3.09%。

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）

	2019		2020		2021		2022.3	
	酒店	客房	酒店	客房	酒店	客房	酒店	客房
直营酒店	989	112,343	934	105,577	921	101,990	917	102,762
加盟酒店	7,525	732,834	8,472	813,919	9,692	917,387	9,840	929,968
合计	8,514	845,177	9,406	919,496	10,613	1,019,377	10,757	1,032,730

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。2021 年公司境内外酒店经营情况均有所恢复。其中，2021 年境内整体平均 RevPAR 已恢复至 2019 年同

期的 87.45%；境外整体平均 RevPAR 已恢复至 2019 年同期的 66.96%。2022 年 1~3 月，受境内疫情反复的影响，境内整体平均 RevPAR 有所降低，恢复至 2019 年同期的 72.62%；境外整体平均 RevPAR 为 2019 年同期的 79.77%，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				
	2019	2020	2021	2022.1~3	2019	2020	2021	2022.1~3	2019	2020	2021	2022.1~3	
境内	中端酒店	260.07	233.22	246.17	235.35	77.94	66.45	67.90	52.50	202.70	154.97	167.15	123.56
	经济型酒店	160.42	140.54	152.75	145.65	71.63	53.61	58.76	47.73	114.91	75.34	89.76	69.52
境外	中端酒店	66.05	63.51	63.33	64.80	59.77	34.17	41.67	44.56	39.48	21.70	26.39	28.87
	经济型酒店	53.91	50.08	51.17	51.13	67.05	38.22	47.52	48.80	36.15	19.14	24.32	24.95

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

新冠疫情的持续对公司旅游业务冲击较大，且受行业景气度低迷的影响，2021 年公司旅游业务收入持续大幅下滑，出境旅游业务和入境旅游业务全面停滞；公司持续加大国内游市场拓展力度，国内游业务有所恢复

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）

	2019	2020	2021	2022.1~3
出境游	4.37	0.47	0.01	-
入境游	1.41	0.13	0.01	-
国内游	1.35	0.34	0.70	0.05
票务业务	2.74	0.01	0.02	0.002
会奖等旅游业务	3.66	1.70	1.78	0.26
中旅集团业务及其他	10.68	3.20	0.64	0.31
合计	22.80	5.85	3.15	0.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年受国内局地多点散发疫情影响，全年旅游经济复苏进程在下半年出现明显波动，必要出行之外的旅游消费意愿和企业家信心同步收缩，全年

旅游经济处于“弱景气”区间。受新冠疫情持续冲击较大及旅游行业景气度低迷的影响，2021 年公司旅游业务收入持续大幅下滑，当年实现旅游及相关业务收入 3.15 亿元。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全面停滞。国内游方面，2021 年公司聚焦国内本地生活和深度游市场，持续加大国内游市场拓展力度，当年国内游业务有所恢复。

公司将工作重点放在后疫情时期的产品的创新与市场的扩增，充分利用集团优势资源和协同功能，在做深做细存量业务的同时，积极开拓新客户、新业务与新市场，进一步推动业务模式转型发展。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，2021 年汽车营运业务持续恢复，收入规模持续增长

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。2021 年锦江投资实现营业收入 27.15 亿元，同比增长 1.93%。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：近年来锦江投资营业收入情况（亿元）

指标	2019	2020	2021
汽车营运	10.29	8.20	8.69
汽车销售	12.69	14.53	13.09
低温物流	1.66	2.28	2.55
全球采购平台	-	0.80	1.94

营业总收入	25.42	26.62	27.15
-------	-------	-------	-------

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。公司发挥国宾接待优势，积极承接会务、会展、赛事等市场需求，完成一级团、二级团、三级团、部长级以下等近千批次接待任务。同时，积极探索低成本、高效率接待业务，2021 年长包车总量发展到 1,850 余辆。出租车业务方面，公司创新出租车驾驶员激励机制，多措并举解决驾驶人员紧缺问题。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。2021 年锦江汽车销售新车超过 7,800 余辆，售后维修 8.7 万台次。

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，拥有自有和租赁冷库规模约 10 万吨，具有较强的冷藏和低温配送能力。2021 年末公司拥有吴泾公司、上海吴淞罗吉冷藏有限公司等低温仓库共计 10 座，共计总容量 9.3 万吨，其中低温库 8.3 万吨，高温库 0.5 万吨，变温库 0.5 万吨。2021 年锦江低温及时调整经营策略，聚焦大客户新客户，持续提升市场竞争力，全年公司实现低温物流业务收入 2.55 亿元，同比增长 11.37%。

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。2021 年锦海捷亚海运业务板块及时调整经营策略，全力拓展美线业务。当年锦海捷亚海运美线总体箱量同比增长约 66%。空运业务板块方面，锦海捷亚通过开发出口航线新产品、协调各口岸公司业务资源等策略，实现了 2021 年

业绩稳定增长，其中空运进口货量同比增长约 20%，空运进口毛利总额提升约 15%。

公司于 2019 年 11 月 26 日设立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，服务于锦江和非锦日系酒店及其他行业客户。2021 年锦江联采初步建立了适用锦江酒店的品类整合方法论，成功完成了布草品类整合和整体切换上线，酒店中国区布草总体成本预计下降 5~10%。

公司持有的主要上市公司股票价值较高，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 2021 年末，公司持有的主要上市公司股票账面价值为 94.96 亿元。此外，截至 2021 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 2021 年末雅高集团旗下共有 5,298 家酒店和 777,714 间客房。

表 11：2021 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	6,280,608,481.28
国泰君安	57,740,000	1,032,968,599.99
农业银行	276,674,723	813,423,685.63
交通银行	92,409,512	426,007,850.32
中国银行	48,110,700	146,737,635.01
金枫酒业	3,736,809	26,905,024.80
天房发展	11,999,100	24,598,155.00
光大银行	5,792,894	19,232,408.08
上海银行	2,639,590	18,820,276.70
申万宏源	437,245	2,238,694.40
其他	-	704,592,228.61
合计	-	9,496,133,040

³ 股票市值是通过 2021 年 12 月 31 日收盘每股市价计算所得。

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 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 年及 2021 年审计报告，以及公司提供的未经审计的 2022 年一季度财务报表。公司财务报表均为合并口径数据，2019~2021 年财务数据均为审计报告期末数。公司自 2021 年起执行新金融工具准则、新收入准则、新租赁准则，中诚信国际将“长期应付款”中有息部分调整至长期债务核算，将“租赁负债”纳入总债务核算。

2021 年随着酒店客房及餐饮、客运物流等业务板块有所恢复，公司收入规模有所回升，经营性业务利润亏损收窄；当年公司保持一定资产处置力度，投资收益规模仍较大，中诚信国际将持续关注公司后续盈利的恢复情况

2021 年公司酒店客房及餐饮、客运物流等业务板块有所恢复，带动全年公司营业收入同比增长 27.58%；受执行新收入准则的影响，原计入销售费用的酒店客房及餐饮业务相关的支出于 2021 年计入成本中，致使当年酒店客房及餐饮毛利率水平大幅下滑。另受疫情持续的影响，2021 年旅游业务板块收入持续减少，致使当年呈现亏损态势。

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	2019	2020	2021
酒店客房及餐饮	270.60	154.37	175.14
客运物流	50.10	41.19	61.89
旅游	22.80	5.85	3.15
房地产	1.03	0.67	0.21
贸易	0.80	0.43	12.63
其他	14.78	14.21	23.47
合计	360.13	216.73	276.49
毛利率	2019	2020	2021
酒店客房及餐饮	72.57	50.66	13.47

客运物流	13.07	10.86	19.26
旅游	9.91	7.93	-39.37
房地产	58.25	42.64	-195.24
贸易	43.75	35.71	92.40
其他	69.69	59.96	67.96
合计	60.10	42.50	22.24

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，根据会计收入新准则，原计入销售费用的酒店客房及餐饮业务相关的支出于2021年计入成本中，当年期间费用得以大幅下降。具体来看，受人工成本、中介咨询费、维修维护费等增长的影响，2021年公司管理费用同比增长16.06%；当年得益于净汇兑亏损的收窄，财务费用同比小幅下降2.97%。综合来看，2021年公司期间费用率大幅下降。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.Q1
销售费用	114.74	90.06	23.24	5.41
管理费用	76.19	46.35	53.79	13.62
财务费用	13.64	14.54	14.11	4.26
期间费用合计	204.57	150.95	91.14	23.30
期间费用率	56.62	69.23	32.81	37.05
经营性业务利润	9.95	-55.44	-26.82	-10.16
资产减值损失	2.22	15.93	1.24	0.17
公允价值变动收益	0.08	2.71	-2.90	0.99
投资收益	13.64	56.47	21.05	4.50
资产处置收益	6.00	7.50	1.53	8.47
利润总额	26.82	-5.77	-8.44	3.69
净利润	18.48	-3.54	-6.67	1.87
EBITDA 利润率	19.26	17.03	12.30	-
总资产收益率	3.88	0.96	0.61	-

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。公司受疫情冲击较大，2021年经营性业务利润仍呈现亏损状态，但随着酒店经营状况的恢复，公司经营性业务利润同比减亏51.62%；2021年公司仍保持一定的金融资产处置力度，当年投资收益为21.05亿元，同比大幅下降62.73%，其中公司处置上海太平洋大饭店有限公司70%股权、华安基金管理有限公司8%股权分别产生投资收益10.49亿元和3.87亿元，权益法确认投资收益3.58亿元，其他权益工具投资和其他非流动金融资产对应被投资单

位宣告股利分配合计2.79亿元。2021年公司经营状况有所恢复并有所减亏，同时投资收益规模仍较大，中诚信国际将持续关注公司后续主业盈利的恢复情况及投资收益的持续性。

2021年公司资产负债规模保持增长，合并及母公司口径债务均保持较大规模，财务杠杆仍处于较高水平；公司商誉规模较大，如被收购企业经营业绩不及预期，或面临一定的减值风险

2021年末，公司资产规模较上年末增长13.08%，主要系以货币资金和其他应收款为主的流动资产增长所致。具体来看，公司非流动资产占总资产比重76.35%，主要由无形资产、固定资产、商誉、其他权益工具投资、使用权资产和长期股权投资构成。公司无形资产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110.25亿元和59.84亿元，较上年末下降10.62%，由于处置子公司而减少；公司固定资产较上年末减少8.49%，主要由房屋建筑物、机器设备、电子设备、器具及家具等构成；2021年末公司商誉小幅减少3.39%，主要系外币报表折算差异所致，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45.13亿元、因收购丽笙酒店产生的14.13亿元，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。公司其他权益工具投资主要为出于战略目的而计划长期持有的股票投资及股权投资，2021年末分别为94.96亿元和16.41亿元，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票构成；使用权资产主要为公司作为承租人的房屋及建筑物和土地资产，2021年末账面价值分别为102.65亿元和5.30亿元；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，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，2021年末账面价值为50.13亿元。

2021 年末长期股权投资小幅减少 4.05%，主要系当年对联营企业华安基金管理有限公司 8% 股权进行处置。

2021 年末，公司流动资产增长 23.70%，主要由货币资金、应收账款和其他应收款构成。货币资金方面，2021 年末，公司货币资金增长 25.02%，其中受限规模为 5.91 亿元，主要系存款准备金及银行承兑汇票保证金；公司应收账款主要为大额商旅订单应收款，2021 年末增长 22.52%；公司其他应收款主要为应收关联公司款项，2021 年末大幅增长，主要系随着公司旗下酒店运营情况逐步改善和恢复，其他应收中对加盟酒店的代垫款、收取的押金和保证金以及供应商返利等同比有所增加所致。2022 年 3 月末，公司资产类科目变动不大。

2021 年末公司负债规模有所增长，主要由有息债务、递延所得税负债和其他应付款构成。具体来看，2021 年末公司递延所得税负债减少 23.55%，主要系非同一控制下企业合并中资产公允价值调整所致；2021 年末公司其他应付款增长 36.07%，主要系暂收款及代垫款、预提费用、定金、押金及保证金和丽笙酒店交易中介服务费增加所致，同期末分别为 9.03 亿元、6.08 亿元、6.47 亿元和 4.08 亿元。此外，2021 年公司采用新租赁准则⁴，因将“租赁负债”纳入债务进行计算，年末有息债务规模增长。2022 年 3 月末，公司递延所得税负债和其他应付款保持稳定，债务规模较年初小幅增长。

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、未分配利润、其他权益工具和少数股东权益构成。其中，近年来公司实收资本保持不变；2021 年末，公司资本公积较上年末大幅增长 59.08%，主要系锦江酒店非公开发行股票，以及公司收购上海扬子江大酒店有限公司、上海建国宾馆有限公司、北京昆仑饭店有限公司等公司少数股东股权所致；2021 年末，受会计政策的变更及当年归属于母公司所有者的净利润亏损影响，公司未分配利润减少 12.12%；

2021 年末公司新增其他权益工具 30.04 亿元，主要为 2021 年 12 月 9 日发行的 2021 年度第二期永续中期票据；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。

财务杠杆方面，受 2021 年末债务规模增长的影响，当年末公司资产负债率及总资本化比率均小幅上升，仍维持较高水平。

母公司主要资产为持有上市公司股份，2021 年末母公司总资产 293.45 亿元，占合并口径资产的比重为 25.19%，负债和所有者权益分别为 158.87 亿元和 134.58 亿元，占合并口径的比重分别为 19.47% 和 38.55%。母公司资产主要由非流动资产构成，其中，2021 年末公司其他权益工具投资 11.45 亿元，长期股权投资 219.61 亿元，货币资金 8.23 亿元，其他应收款 28.15 亿元。2021 年末母公司资产负债率及总资本化比率分别为 54.14% 和 51.75%，均低于合并口径；同期末母公司总债务 144.34 亿元，占公司合并报表总债务的 22.78%，其中短期债务和长期债务分别为 44.50 亿元和 99.84 亿元。

表 14：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.Q1
货币资金	181.99	150.32	187.92	186.91
应收账款	28.50	21.87	26.79	28.53
其他应收款	8.40	5.19	14.77	15.85
可供出售金融资产	183.16	118.97	-	-
其他权益工具投资	-	-	111.37	116.11
使用权资产	-	-	110.59	102.96
长期股权投资	63.63	69.67	66.85	68.00
固定资产	138.24	164.38	150.43	151.70
无形资产	207.37	208.64	186.48	181.18
商誉	134.13	141.61	136.81	136.34
总资产	1,065.73	1,030.35	1,165.09	1,165.26
应付账款	30.49	31.03	25.83	21.86
其他应付款	39.43	27.97	38.06	38.71
递延所得税负债	30.01	39.92	30.52	30.62
短期债务	80.09	157.95	176.70	193.28
长期债务	420.02	354.69	457.07	444.61
总债务	500.11	512.64	633.76	637.90

⁴ 若不将租赁负债纳入有息债务核算，2021 年末及 2022 年 3 月末公司总债务规模分别为 516.96 亿元和 526.20 亿元。

总负债	718.73	720.64	815.97	810.87	短期债务/总债务	16.01	30.81	27.88	30.30
资本公积	39.96	41.72	66.36	66.36	EBITDA	69.58	37.14	34.16	-
其他综合收益	25.11	-9.49	-7.44	-3.42	经营活动净现金流/利息支出	2.51	-1.43	0.82	-
未分配利润	84.65	85.77	75.38	75.65	经营活动净现金流/总债务	0.08	-0.04	0.02	-0.05*
其他权益工具	0.00	0.00	30.04	30.23	总债务/EBITDA	7.19	13.80	18.55	-
少数股东权益	169.90	163.88	156.95	157.74	EBITDA 利息倍数	4.63	2.35	2.26	-
所有者权益	347.00	309.71	349.12	354.39					
资产负债率	67.44	69.94	70.03	69.59					
总资本化比率	59.04	62.34	64.48	64.29					

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

得益于经营状况的恢复，公司经营活动现金流转为净流入，但EBITDA受投资收益波动的影响，对债务本息保障有待提升；母公司债务的偿还主要依赖于再融资

从经营获现能力来看，得益于经营状况的恢复，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长20.36%，当年公司经营活动现金流转为净流入状态。

2022年3月末公司债务规模增至637.90亿元，且主要由长期债务构成，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，尽管公司主营业务有所减亏，但投资收益的下滑带动利润总额同比下降，2021年公司EBITDA同比减少8.03%，对债务本息的覆盖能力有待改善；当年公司经营活动净现金流呈现净流入态势，对债务本息保障能力有所提升。

截至2022年3月末，公司母公司总债务为169.39亿元，占公司合并报表总债务的26.56%，其中短期债务为69.52亿元，当期末母公司账面货币资金31.07亿元，对短期债务的覆盖不足，母公司债务的偿还将主要依赖于再融资。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、%、X）

	2019	2020	2021	2022.Q1
经营活动净现金流	37.73	-22.61	12.35	-8.58
投资活动净现金流	-23.20	-1.60	-35.57	1.71
筹资活动净现金流	-52.30	-10.42	56.28	5.67
总债务	500.11	512.64	633.76	637.90
短期债务	80.09	157.95	176.70	193.28

公司融资渠道顺畅，或有负债风险可控

财务弹性方面，公司与金融机构保持良好合作关系，截至2022年3月末，公司共获得银行授信总额1,355.80亿元，尚未使用授信额度837.11亿元。此外，公司控股3家上市公司，拥有畅通的权益融资渠道。

或有负债方面，截至2021年末，公司对外担保余额为2.54亿元，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2022年3月末，公司无重大未决诉讼。

资产抵质押方面，截至2021年末，公司使用权受限制资产为43.70亿元，占当期末净资产比重为12.52%，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30.89亿元及抵押的固定资产和存货账面价值6.90亿元等。

过往债务履约情况：根据2022年6月7日公司提供的《企业信用报告》及相关资料，公司各类借款未见异常。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

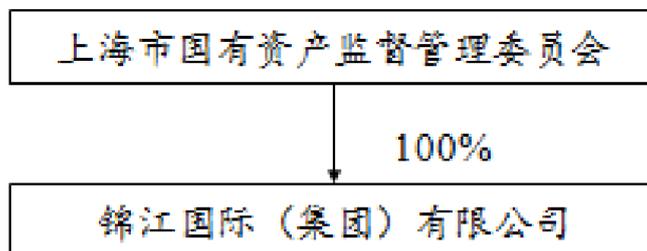
公司系上海市国有资产监督管理委员会（以下简称“上海市国资委”）全资子公司，成立于2003年9月1日，是国内规模最大的集酒店运营管理、综合性旅游服务为一体的企业集团之一。目前公司

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。

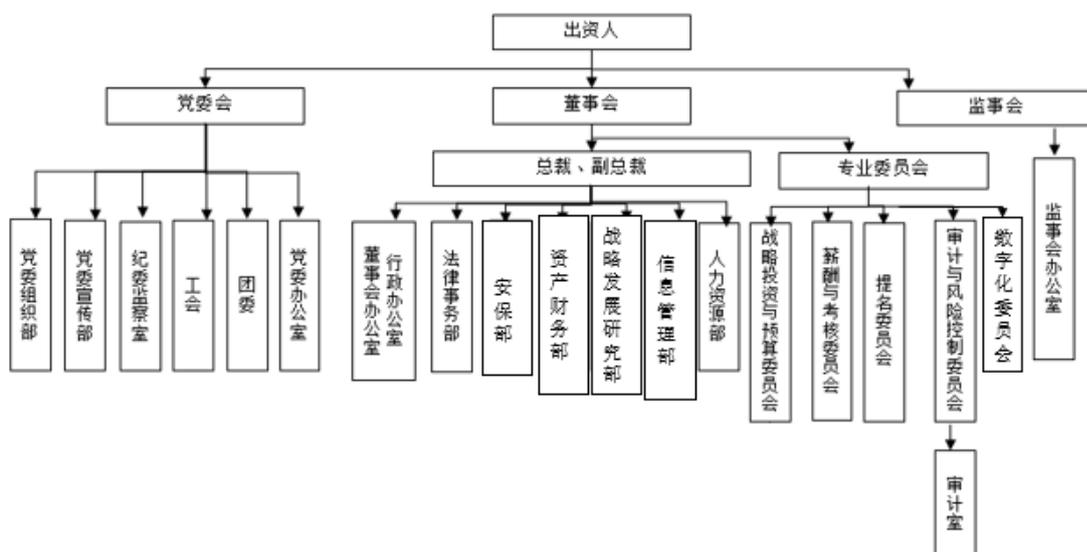
评级结论

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“20 锦江国际 MTN001”、“21 锦江国际 MTN001”、“21 锦江国际 MTN002”、“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 2022 年 3 月末）



注：锦江国际收到上海市国资委有关通知，经上海市人民政府同意，将上海市国资委持有的锦江国际集团 10%和 19%股权分别无偿划转至上海市财政局和上海地产（集团）有限公司持有。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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,819,897.37	1,503,175.95	1,879,210.06	1,869,066.97
应收账款净额	285,024.78	218,656.20	267,888.28	285,309.16
其他应收款	84,049.90	51,945.02	147,723.42	158,538.24
存货净额	40,884.24	36,978.16	36,814.90	34,250.37
长期投资	2,467,912.04	1,886,384.90	668,509.27	680,026.43
固定资产	1,382,421.49	1,643,778.94	1,504,282.40	1,516,994.55
在建工程	232,328.88	271,231.75	198,555.66	216,189.69
无形资产	2,073,733.51	2,086,445.44	1,864,766.62	1,811,779.29
总资产	10,657,262.09	10,303,511.44	11,650,943.66	11,652,609.29
其他应付款	394,313.12	279,714.75	380,603.69	387,149.74
短期债务	800,867.25	1,579,544.22	1,766,963.18	1,932,848.74
长期债务	4,200,184.74	3,546,865.70	4,570,667.44	4,446,112.73
总债务	5,001,051.99	5,126,409.92	6,337,630.62	6,378,961.47
净债务	3,181,154.62	3,623,233.97	4,458,420.56	4,509,894.50
总负债	7,187,265.92	7,206,417.41	8,159,727.23	8,108,674.80
费用化利息支出	150,233.58	157,927.87	151,259.37	-
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	-
所有者权益合计	3,469,996.18	3,097,094.03	3,491,216.43	3,543,934.48
营业总收入	3,612,720.65	2,180,494.93	2,777,777.39	628,861.59
经营性业务利润	99,511.01	-554,350.16	-268,217.66	-101,632.83
投资收益	136,396.23	564,678.00	210,468.07	45,036.12
净利润	184,831.18	-35,359.07	-66,701.28	18,667.20
EBIT	418,479.88	100,222.81	66,825.99	-
EBITDA	695,772.16	371,407.42	341,569.01	-
经营活动产生现金净流量	377,255.39	-226,104.69	123,516.65	-85,837.43
投资活动产生现金净流量	-231,982.75	-16,015.86	-355,736.74	17,102.49
筹资活动产生现金净流量	-522,952.80	-104,153.03	562,834.89	56,722.20
资本支出	298,717.27	269,175.60	177,003.63	79,031.58
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率（%）	60.10	42.50	22.24	21.31
期间费用率（%）	56.62	69.23	32.81	37.05
EBITDA 利润率（%）	19.26	17.03	12.30	-
总资产收益率（%）	3.88	0.96	0.61	-
净资产收益率（%）	5.40	-1.08	-2.02	-
流动比率（X）	1.12	0.76	0.91	0.89
速动比率（X）	1.10	0.75	0.90	0.88
存货周转率(X)	35.64	32.01	58.27	-
应收账款周转率（X）	13.61	8.66	11.42	-
资产负债率（%）	67.44	69.94	70.03	69.59
总资本化比率（%）	59.04	62.34	64.48	64.29
短期债务/总债务（%）	16.01	30.81	27.88	30.30
经营活动净现金流/总债务（X）	0.08	-0.04	0.02	-0.05*
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.47	-0.14	0.07	-0.18*
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.51	-1.43	0.82	-
经调整的经营净现金流/总债务（%）	3.09	-9.07	-0.56	-7.96*
总债务/EBITDA（X）	7.19	13.80	18.55	-
EBITDA/短期债务（X）	0.87	0.24	0.19	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.63	2.35	2.26	-
EBIT 利息保障倍数（X）	2.79	0.63	0.44	-

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“长期应付款”中有息部分纳入长期债务核算，将“租赁负债”纳入总债务核算；3、带“*”指标经年化处理。

附三：锦江国际（集团）有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据(单位：万元)	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	120,755.79	76,550.12	82,314.25	310,702.10
应收账款净额	1,830.35	1,804.55	1,841.03	1,923.81
其他应收款	214,707.01	292,188.53	281,451.64	286,459.17
存货净额	12.83	10.55	11.55	8.67
长期投资	2,339,066.84	2,258,520.57	2,310,512.61	2,313,426.19
固定资产	233,332.96	116,172.96	114,450.28	116,404.86
在建工程	-	-	-	-
无形资产	18,217.24	18,145.70	18,074.16	17,951.77
总资产	2,740,458.88	2,785,523.43	2,934,546.13	3,173,649.24
其他应付款	26,814.21	37,556.62	9,633.26	9,396.39
短期债务	745,700.00	1,016,173.25	445,000.00	695,200.00
长期债务	713,277.06	515,856.26	998,442.41	998,748.04
总债务	1,458,977.06	1,532,029.51	1,443,442.41	1,693,948.04
净债务	1,338,221.27	1,455,479.39	1,361,128.16	1,383,245.94
总负债	1,668,284.46	1,705,670.85	1,588,727.77	1,836,679.97
所有者权益合计	1,072,174.42	1,079,852.59	1,345,818.36	1,336,969.27
营业总收入	5,926.92	4,784.51	7,016.78	963.91
经营性业务利润	-63,156.45	-102,055.90	-62,368.13	-12,352.33
投资收益	43,294.38	114,011.56	7,070.90	-58.02
净利润	28,344.04	45,230.82	-44,378.25	-10,000.25
经营活动产生现金净流量	-6,768.57	-43,227.24	-974.46	-5,582.39
投资活动产生现金净流量	40,085.11	3,176.62	-121,436.88	-8,086.40
筹资活动产生现金净流量	-23,804.30	-4,155.06	128,175.47	242,056.64
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率（%）	94.72	94.37	93.17	92.97
期间费用率（%）	1,143.51	2,205.21	967.46	1,349.96
资产负债率（%）	60.88	61.23	54.14	57.87
总资本化比率（%）	57.64	58.66	51.75	55.89
短期债务/总债务（%）	51.11	66.33	30.83	41.04
经营活动净现金流/总债务（X）	0.00	-0.03	-0.00	-0.01*
经营活动净现金流/短期债务（X）	-0.01	-0.04	-0.00	-0.03*

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、带“*”指标经年化处理。

附四：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”。

附五：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。