

# 镇江国有投资控股集团有限公司

## 2018 年度第一期中期票据信用评级报告

### 评级结果:

主体长期信用等级: AA<sup>+</sup>

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA<sup>+</sup>

本期中期票据发行额度: 5 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续, 并在公司依据发行条款的约定赎回时到期

偿还方式: 在第 2 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 偿还有息负债

评级时间: 2018 年 7 月 31 日

### 财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	20.25	23.85	24.88	23.37
资产总额(亿元)	409.83	470.44	487.18	486.69
所有者权益合计(亿元)	198.19	236.68	239.65	239.77
短期债务(亿元)	48.73	60.17	115.07	118.41
长期债务(亿元)	91.85	109.90	78.91	69.49
全部债务(亿元)	140.58	170.07	193.98	187.91
营业收入(亿元)	50.91	55.77	74.63	19.64
利润总额(亿元)	2.97	4.65	5.18	0.25
EBITDA(亿元)	8.14	11.62	14.46	--
经营性净现金流(亿元)	3.32	12.77	9.27	3.47
营业利润率(%)	12.60	17.04	17.95	21.31
净资产收益率(%)	1.49	1.76	1.85	--
资产负债率(%)	51.64	49.69	50.81	50.73
全部债务资本化比率(%)	41.50	41.81	44.73	43.94
流动比率(%)	165.30	176.47	132.05	125.12
经营现金流流动负债比(%)	2.85	10.65	5.61	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.27	14.63	13.41	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.52	2.41	2.14	--

注: 1. 2018 年一季度财务数据未经审计; 2. 其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务, 长期应付款中有息债务已调至长期债务; 3. 现金类资产已剔除使用受限部分。

### 分析师

杨学慧 陈 婷 刘祎烜

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

### 评级观点

镇江国有投资控股集团有限公司 (以下简称“镇江国投”或“公司”) 是镇江市重要的国有资产经营管理和产业投融资主体, 主要负责镇江市国有资产运营管理、扶持优势产业发展和部分公益性项目建设。联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对公司的评级反映了镇江市经济持续发展, 产业结构不断升级, 公司在财政补助及资金注入方面得到政府一定支持; 公司业务多元化, 酱醋调味品业务处于行业龙头地位, 品牌知名度高, 发展态势良好。同时, 联合资信也关注到公司下属公司众多, 对部分子公司管控能力较弱、整体盈利能力较弱、其他应收款规模大且存在回收风险, 整体资产流动性弱、整体债务负担重且可动用的货币资金较为有限, 短期偿债压力大、对外担保规模大, 存在或有负债风险等因素对公司信用水平的不利影响。

未来随着公司产业结构的不断完善, 以及高端醋产品灌装生产线等产能扩建项目的建成, 公司整体竞争实力将得到进一步提高。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

公司经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 均对本期中期票据保障能力强。基于对公司主体长期信用状况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很低, 安全性很高。

### 优势

1. 公司作为镇江市重要的国有资产运营管理和产业投融资主体，形成了包括酱醋调味品、路桥建设、造纸、化工、汽车等产业在内的多元化业务格局，有助于分散单一业务的经营风险。
2. 公司承担镇江市国有资产的经营与管理以及改革资金筹集与支付等职能，近年来，在财政补助及资金注入方面得到政府较大支持，2015~2017 年，获得相关补贴收入合计 12.42 亿元。
3. 公司下属上市公司江苏恒顺醋业股份有限公司是中国最大的制醋企业、国家级农业产业化重点龙头企业，其营销中心下设的 30 个办事处布局全国，拥有覆盖各地区的经销网点 60 万个；其主导产品食醋连续 20 年销量全国领先，广销 60 多个国家和地区，品牌优势明显，市场地位稳固。
4. 公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障能力较强。

### 关注

1. 造纸行业和化工行业与宏观经济相关度较高，盈利能力易受宏观经济波动影响，公司主营业务盈利能力较弱，对非经营性损益依赖很高。
2. 公司政府类基础设施建设项目占款规模大，其他应收款对流动资金占用明显，资产流动性弱。
3. 公司有息债务规模增长较快，短期债务占比趋高，债务结构有待优化；公司金融机构可用授信余额低，截至报告出具日，公司直接融资债务余额 99.14 亿元，其中将于一年内到期偿付的债券本金为 75 亿元，主要集中在 2018 年下半年，短期债务集中兑付压力大。
4. 公司对外担保规模大，截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 64.22 亿元；被担保对象中江苏索普（集团）有限公司经营情况欠

佳，存在或有负债风险。

5. 公司本部经营规模小，利润来源主要为政府补贴及下属子公司分红，债务负担重，短期偿债压力大。
6. 本期中期票据发行额度较大，且具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，且一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由镇江国有投资控股集团有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期;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。

# 镇江国有投资控股集团有限公司

## 2018 年度第一期中期票据信用评级报告

### 一、主体概况

镇江国有投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“镇江国投”）是由镇江市人民政府根据（1996）第四十七号常务会议纪要批准，于 1996 年设立的全民所有制企业，初始注册资金 50 万元，成立时公司名称为镇江市国有资产投资经营公司。2006 年 4 月，依据镇江市人民政府办公室《关于调整镇江市资产经营公司隶属关系的函》（镇政办函[2006]9 号），公司出资人变更为镇江市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“镇江市国资委”），同年 4 月 28 日公司更名为镇江市国有资产投资经营公司。2009 年 6 月和 2012 年 7 月，镇江市国资委对公司先后两次增资，公司的注册资本增加至 50000 万元。2014 年 10 月，依据镇江市国资委镇国资改[2014]7 号《关于同意镇江市国有资产经营公司公司制改制的批复》，公司改制后更名为镇江国有投资控股有限公司，同时通过资本公积转增实收资本，公司注册资本增至 100000 万元。2014 年 11 月，公司更为现名。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 10.00 亿元，实收资本 10.00 亿元，镇江市国资委为公司唯一股东和实际控制人。

公司经营范围包括：政府授权范围内的国有资产经营业务；经济信息咨询服务；企业改组、改制、改造的策划；产权管理的业务培训；设备租赁（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2018 年 3 月底，公司下设办公室、金融事业部、纪检监察室、资产管理部、发展部、财务部、人力资源部、审计部和法务部 9 个部门。公司纳入合并范围的子公司为 28 家（详见附件 2），其中江苏恒顺集团有限公司（以下简称“恒顺集团”）控股上市公司江苏恒顺醋业股

份有限公司（以下简称“恒顺醋业”，股票代码 600305），截至 2018 年 3 月底，持股比例为 44.63%，其中 8300 万股已质押，占持股总数的 30.86%。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 487.18 亿元，所有者权益合计 239.65 亿元（其中少数股东权益 16.20 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 74.63 亿元，利润总额 5.18 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 486.69 亿元，所有者权益合计 239.77 亿元（含少数股东权益 16.19 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 19.64 亿元，利润总额 0.25 亿元。

公司注册地址：镇江市润州区南山路 61 号；法定代表人：周毅。

### 二、本期中期票据概况

公司计已于 2017 年注册永续中期票据额度 5 亿元，拟发行 2018 年第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）5 亿元，用于偿还公司本部及下属子公司银行贷款和债务融资工具，本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定的特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据发行第 2 年及之后的每年均具有可赎回权。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，在本期中期票据第 2 个和其后的每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。本期中期票据采用固定利率计息，前

2 个计息年度利率保持不变，自第 3 个计息年度起，每 2 年重置一次票面利率。其中前 2 个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差<sup>1</sup>，如公司在第 2 年不行使赎回权，从第 3~4 个计息年度票面利率调整为当期基准利率加初始利差加 300 个基点，此后每 2 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点确定。如果因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。如公司决定付息，每个付息日前 5 个工作日，公司需按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作；如公司决定递延支付利息，公司及相关中介机构在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。强制付息事件是指在付息日前 12 个月内，如果发生：（1）向普通股股东分红（包括上交国有资本收益）（2）下属上市公司向普通股股东分红（3）减少注册资本，公司不得递延当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息。公司存在递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得有向股东分红或减少注册资本的行为。如果公司发生强制付息事件时但仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议

达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 3 个计息年开始每 2 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）本期中期票据在除发生强制付息事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。从历史分红情况看，公司 2015~2017 年分别向镇江市国资委上缴国有资本收益 2000.00 万元、2000.00 万元、2000.00 万元。

从下属上市公司来看，公司下属上市公司恒顺醋业近三年持续进行上年度利润分配，并于 2018 年 4 月底董事会会议通过了《关于公司 2017 年度利润分配预案的议案》。整体看，近年来公司及下属子公司分红具有连续性，未来持续向股东分红的可能性大，递延支付利息的可能性小。

综合以上分析，本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

### 三、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领

<sup>1</sup> 初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016

年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，

2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

#### 四、行业及区域经济分析

##### 1. 食醋行业

中国是食醋生产和消费大国，全国食用醋产量超过300万吨/年，且市场需求呈逐年上升趋势。受各地口味习俗差异，不同地区食醋的生产原料及制作工艺有所不同，食醋市场具有很强的区域性。中国四大名醋有山西老陈醋、镇江香醋、阆中保宁醋和福建永春老醋，均在各自的区域保持较高的市场占有率。此外，根据不同的风味和功能，醋可以分为烹调型、佐餐型、保健型和饮料型等系列。目前，食醋产业已成为调味品行业支柱产业之一（除酱油产业外的第二大产业），同时在家庭消费、餐饮市场和食品加工业三个环节占有重要的作用和地位。近年中国食醋行业发展迅速，且多数省均有自己的区域强势品牌，区域限制明显，品牌众多且集中度较低；以食醋行业龙头恒顺醋业股份有限公司（以下简称“恒顺醋业”）为例，其市场占有率近年仅为5%左右。

由于食醋生产技术的门槛较低，目前中国食醋市场同质化现象明显，行业内存在大量规模小、管理不规范的作坊式企业，仅山西省就分布大小不等的近千家醋厂，整个行业集中度偏低，行业竞争非常激烈，跨区域进行整合的难度较大，目前行业内并没有形成全国性的大企业，小而散是整个行业的特点。

中国食醋生产历史久远，但对生产酿造技术比较落后，从事食醋科研开发的人员短缺，研发投入较少，传统生产工艺主要依靠缸、坛、桶、锅等，落后的装备和生产方式造成行业集中度低，产品不能多元化生产。此外由于企业缺乏创新机制、高新技术利用率低等因素，也制约了食醋行业的发展。

随着消费的不断升级，消费者对健康、营养的调味品提出了更高的要求，中高档调味品市场容量在进一步扩大，因此食醋行业未来将逐渐向高端市场发展，醋作为非盐调味品，具有降血压、降血脂、软化血管、消除疲劳的功

效，醋产品逐渐向养生保健的方向发展。同时，随着现代化制醋技术的不断发展，行业壁垒逐渐减小，资本市场开始关注并进入食醋行业，未来随着资本的接入以及品牌集中度的提高，食醋行业的集中度将进一步提升。

## 2. 建筑行业分析

建筑行业与固定资产投资密切相关，2010年以来，在国家宏观调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持持续增长态势。2017年，全社会建筑业增加值55689亿元，比上年增长4.3%。全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润7661亿元，增长9.7%。其中国有控股企业2313亿元，增长15.1%。2017年固定资产投资价格上涨5.8%。

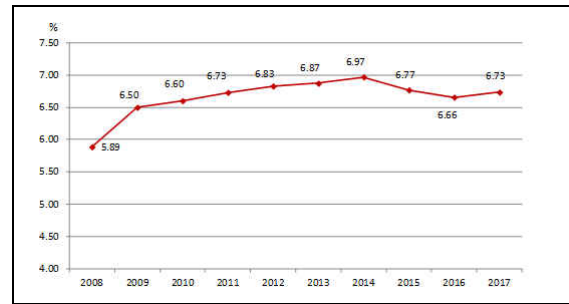
图1 2013~2017年中国建筑业增加值及其增长速度  
(单位: 亿元、%)



资料来源: 国家统计局

2013年以来，由于受外围经济持续疲软，房地产调控基调从紧，以及政府路桥、铁路等基建投资持续下降影响，全国固定资产投资增速持续放缓。2017年全社会固定资产投资641238亿元，比上年增长7.0%，基础设施投资140005亿元，增长19.0%，固定资产投资仍保持较快增长。自2009年以来，建筑业增加值占国内生产总值的比例始终保持在6.5%以上。2017年在上年下降的情况下出现回升，达到了6.73%的较高点，建筑业国民经济支柱产业的地位稳固。

图2 近年来建筑行业增加值占国内生产总值比重



资料来源: 国家统计局

2017年，房地产开发投资规模同比增长7.00%至10.98万亿元，增速基本与上年持平；其中，住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年大幅增长。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为5.36亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年大幅增加。

考虑到基础设施投资规模持续增长、房地产行业有所回暖等因素，建筑业仍面临良好的发展前景。

### 行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑行业在管理体制、机制和法律法规等方面尚未健全，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此种竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

### 原材料价格波动对成本影响大

钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016年之前，钢材和水泥价格波动下降，有利于建筑企业的成本控制；2016年下半年后，钢材和水泥价格呈大幅上涨趋势，对建筑企业成本控制造成一定影响。



2015年,受中国经济增速进一步减缓、下游用钢领域景气度弱化、钢材消费量明显下降等因素影响,国内主流钢材价格均呈快速下滑态势,全年价格平均下跌30%左右的幅度。2016年,中国经济下滑趋缓,固定资产投资、基础设施建设投资、房地产投资增速均保持在较高的水平,钢材需求有所回升,带动钢材价格出现较大力度的反弹。2017年,受钢铁去产能工作深入推进、“地条钢”全面取缔、采暖季错峰生产和市场需求回升等因素影响,中国主要钢材品种价格延续了2016年以来的上升趋势。

2017年全国水泥市场全年基本呈现震荡上行的态势,尤其是8月份市场之后涨价行情十分显著,涨幅超往期。2017年一季度全国水泥均价最高仅有326元/吨,一季度后市场出现上涨,从8月开始水泥的价格曲线就一直呈现持续上升的形态,到四季度全国水泥均价已达413元/吨,远高于去年同期水平,其指数涨幅高达87元/吨,价格赶超了10年水平。

#### 流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点,由于建筑市场目前尚未建立竞争有序的市场,垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下,施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

### 3. 区域经济

公司负责镇江市主要国有资产运营管理、经营性项目建设和产业投资,其经营范围、投资方向及融资能力受地区发展规划和财政实力的影响很大。

镇江市位于长三角城市群,处于苏锡常经济圈和南京都市圈的交汇点,所处区域是中国经济最发达的地区之一。依托良好的区位优势,镇江市经济持续发展,根据《2017年镇江市国民经济和社会发展统计公报》,镇江市地区生产总值4105.36亿元,按可比价计算比上年增长7.2%,其中第一产业增加值142.42亿元,增长

1.4%;第二产业增加值2031.10亿元,增长6.0%;第三产业增加值1931.84亿元,增长8.8%。人均地区生产总值12.88万元,增长7.1%。产业结构继续优化,三次产业增加值比例调整为3.5:49.4:47.1,服务业增加值占GDP比重提高0.1个百分点。

镇江市以化工和造纸作为支柱产业,近几年,重点培育和发展高端装备制造、新材料、新能源、航空航天、生物技术与新医药、新一代信息技术等六大战略性新兴产业。镇江市拥有1个国家级镇江经济技术开发区、1个国家级镇江高新技术产业开发区、5个省级开发园区,1个国家级综合保税区。2017年底,镇江市拥有规模以上工业企业2640家,实现工业总产值7392.64亿元,比上年增长10.5%,其中大中型企业总产值5004.35亿元,增长12.1%。

2017年,镇江市全年实现一般公共预算收入284.34亿元,同比增长3.3%。其中税收收入217.85亿元,增长1.9%;非税收入66.48亿元,增长7.9%。从主要税种看,增值税下降14.0%,企业所得税增长18.0%,个人所得税下降6.2%。全年一般公共预算支出386.59亿元,增长7.4%,其中教育支出74.26亿元,社会保障和就业支出41.58亿元,医疗卫生支出24.91亿元,环境保护支出14.21亿元。

近年来镇江市区域经济实力不断增强,产业结构持续优化,地方财政收入波动增长。总体看,公司外部发展环境较好。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2018年3月底,公司注册资本为10.00亿元,实收资本10.00亿元,镇江市国资委持有公司100%股份,为公司唯一股东和实际控制人。

### 2. 企业竞争力

公司是镇江市重要的国有资产经营管理主体和产业投融资主体,是受镇江市国资委委托履行产业投资主体职责和资金运营职能的企业

法人。同时，还承担镇江市部分公益性基础设施项目建设。

截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司 28 家，拥有江苏省镇江市路桥工程总公司（以下简称“路桥公司”）以及镇江市部分优质产业类资产，主要包括恒顺集团（公司持股比例 100%），镇江大东纸业有限公司（以下简称“大东纸业”，公司持股比例 89.28%）、镇江飞驰集团汽车有限公司（以下简称“飞驰汽车”，公司持股比例 100%）和江苏太白集团有限公司（以下简称“太白集团”，公司持股比例 100%）等。其中恒顺集团主要从事食醋、酱油调味品生产销售，控股上市公司恒顺醋业，截至 2018 年 3 月底，持股比例为 44.63%。

恒顺醋业始创于 1840 年清道光年间，为“中华老字号”企业，恒顺醋业于 1999 年 8 月经股份制改造更为现名，2001 年 2 月在上海证券交易所成功上市，成为全国同行业首家上市公司。恒顺醋业是中国最大的制醋企业、国家级农业产业化重点龙头企业。作为中国四大名醋之一，恒顺品牌已形成香醋、白醋、料酒、酱油、酱菜等系列产品。恒顺产品先后 5 获国际金奖、3 次蝉联国家质量金奖，是国家地理标志产品、中国名牌产品，恒顺醋业先后荣获“国家级农业产业化重点龙头企业”、“全国守合同重信用企业”、“中国调味品行业食醋十强品牌企业”、“中国食品工业 20 大著名品牌企业”、“中国调味品行业最具资本竞争力企业”等荣誉和称号。

### 3. 人员素质

截至 2018 年 3 月底，公司董事会成员 5 名，监事会成员 5 名，公司高级管理人员中，总经理暂时空缺，现有总经理助理 1 名（兼任董事）、副总经理 3 名。

周毅先生，汉族，1967 年 12 月生，1988 年参加工作，研究生学历，经济师。先后任镇江市经信委（经委、经贸委）科员、主任科员、处长、主任助理、副主任，任扬中市委常委、

副市长；2014 年 6 月至今，任公司党委书记、董事长。

左培君先生，汉族，1974 年 7 月生，1991 年参加工作，中共党员，大学学历。先后任镇江市国资委办公室副主任、镇江市资产经营管理公司副总经理、总经理、镇江市国有资产投资经营公司党委委员、副总经理；2014 年 1 月至今，任镇江国投置业开发有限公司总经理；2014 年 9 月起，兼任公司总经理助理、董事。

截至 2018 年 3 月底，公司拥有在岗员工 5109 人。从文化程度来看，本科及以上学历占 11.30%、大专学历占 23.21%、中专及以下学历占 65.49%；从岗位职责来看，生产人员占 59.23%、销售人员占 18.11%、技术人员占 8.16%、行政人员占 13.09%、财务人员占 1.41%。

总体来看，公司高管人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验，但总经理一职暂缺；在职人员学历及岗位配置结构合理，能较好地满足公司日常工作需要。

### 4. 股东支持

公司是镇江市重要的国有资产运营和产业投融资主体，承担了市属国有企业改革专项资金的筹集、使用和管理的工作，在资金注入、资产划拨和财政补贴等方面持续得到了镇江市政府的支持。

#### 资金注入及资产划拨

2009 年，根据《关于同意市国有资产投资经营公司增加注册资本的批复》（镇国资产[2009]13 号），由镇江市国资委出资，公司注册资本由 0.50 亿元增加至 2.00 亿元。2012 年 7 月，依据镇江市国资委的镇国《关于同意增加镇江市国有资产投资经营公司注册资本金的批复》（资产[2012]24 号），公司以 2011 年底未分配利润进行增资，增资后注册资本金由 2.00 亿元增加到 5.00 亿元。2014 年 9 月 12 日，经镇江市国资委镇国资产改[2014]7 号文批准，公司资本公积转增实收资本至 10.00 亿元。

根据镇江市政府于 2009 年 7 月 7 日下发的镇

政办发[2009]159号《关于印发市属公有企业改革专项资金筹集使用实施办法的通知》(以下简称《改革资金使用办法》),公司代表镇江市政府承担改革专项资金的筹集、使用和管理的工作。公司筹措改革专项资金的主要渠道包括财政专项拨款、贷款融资筹集、国有产(股)权收入、破产关闭歇业企业财产变现收入和政府土地收益返还等,改革专项资金主要用于市属国有、集体企业改革扫尾工作和遗留问题处理,为提高公司融资能力,国资委将持有的企业股权划转给公司,主要包括“四办一司”市机电冶建行管办、轻化物行管办、纺建煤行管办、贸易办和汽车工业公司等20处房产和东吴路等2宗划拨土地使用权等,同时,改制相关的2400亩地(其中含1700亩农用地)的土地转让收益将归集到“改革资金专户”用于后续改革工作支出。

#### 财政补贴

公司承担镇江市国有资产的经营与管理以及改革资金筹集与支付等职能,政府给予公司一定财政补贴。2015~2017年,公司获得补贴收入合计124187万元,款项已全部到账,具体内容见下表。

表1 2015~2017年公司获得政府补贴情况  
(单位:万元)

年份	内容	补贴金额	文件
2015	色织总厂片区改造项目	48000	《关于给予镇江国有投资控股集团财政补贴的通知》
2016	东方技校新校区项目	55000	《关于给予镇江国有投资控股集团财政补贴的通知》
2017	岗子下地块上市	21187	《关于提请市财政局同意确认市国控集团有关财务事项的请示》
合计		124187	--

资料来源:公司提供

总体看,近年来,镇江市政府在资金注入和资产划拨等方面给予公司持续支持,为公司的经营发展提供了有力保障。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

公司依据《公司法》要求和章程规定,实行董事会决策、总经理执行、监事会监督的运营机制。公司不设股东会,由镇江市国资委行使股东职权。公司设董事会,董事会是公司决策机构,由5人组成(其中职工董事1名),设董事长一名,董事长是公司的法定代表人,董事长、董事、监事及高级管理人员由镇江市国资委委派或更换。董事每届任期3年,可选择连任。

公司设总经理1名(目前暂缺),由董事会聘任或解聘,经出资人同意公司董事可以兼任总经理。

公司依法设立监事会,由5名监事组成,其中公司职工代表2人,职工代表由公司职工代表大会选举产生,镇江市国资委委派的监事人数不得超过监事会成员总数的三分之二。设监事会主席1名,由镇江市国资委在委派的监事成员中指定。监事任期每届三年,到期可以连任。

总体来看,公司未设股东会,法人治理结构较完善,但总经理暂缺,高管团队有待进一步完善。

### 2. 管理水平

公司依据相关法律、法规、规定和公司章程,制定了一系列的内部控制制度,内容涉及对子公司管控、财务管理、投融资管理、预算管理等领域。

#### 对子公司的管理

公司制定了《镇江国有投资控股集团参股公司管理办法》,建立了对下属子公司的管理体系。根据办法,公司对子公司行使服务、协调、监督、考核等职能,按出资比例向子公司委派高级管理人员,掌握子公司生产经营情况,要求其定期向公司提交月份、季度、半年度、年度财务报表及经营情况报告等;建立对各控股子公司的绩效考核制度和检查制度,从制度建设与执行以及经营业绩等方面进行综合

考核。

截至2018年3月底，公司纳入合并范围的子公司共28家，涉及路桥施工、食酱醋调味品、造纸、汽车制造以及化工产品制造等多种行业。公司业务板块均由子公司负责经营，板块较多且行业跨度大，管理难度较高，存在一定的管理风险。

#### 财务及资金管理

公司制定了《镇江国有投资控股集团财务管理制度》，明确了财务管理的基本任务和各个岗位的工作职责，规定了货币资金、长短期投资、固定资产等的核算方法和账务流程，并对会计档案的建立和管理提出了要求。公司通过严格执行财务管理制度、规范财务管理工作，促进经营业务发展，提高经济效益，防范财务风险。

公司制定了《镇江国有投资控股集团资金管理规定》，明确职责分工与授权审批对公司资金预算的编制与执行、现金和银行存款控制、票据及有关印章管理等事项进行了详细、明确的规定。通过健全资金管理制度，保障公司资金安全。

#### 投融资管理

公司制定了《镇江国有投资控股集团对外投资管理制度》，公司对外投资必须集体决策，程序为：一般小型对外投资必须经董事会讨论通过，报镇江市国资委备案；公司重大项目投资必须报镇江市国资委审批。在对外投资项目进行决策之前，必须进行可行性研究，形成可行性研究报告提交董事会，需镇江市国资委审批的项目，需报镇江市国资委，作为进行对外投资的决策参考。

公司制定了《镇江国有投资控股集团融资管理制度》，规定了由计划财务部负责拟定公司资金计划，组织并实施公司资金筹措、使用和管理。计划财务部根据公司资金使用计划拟定年（月）度资金筹措计划和方案，合理确定融资规模和融资结构。公司年度融资总额和借款总额须经由董事会审议。

#### 对外担保制度

公司制定了《镇江国有投资控股集团对外担保管理制度》，对对外担保的对象审查、对外担保的审批程序、对外担保的管理和相关人员的责任等事项进行了明确。公司原则上只为集团内全资、控股以及市政府指定提供担保的企业进行担保，重大对外提供担保事项需经董事会审批。

总体看，公司管理比较规范，已建立起法人治理结构和系统的经营管理制度。但公司下属子公司较多且行业跨度大，具有一定管理难度。随着公司进一步发展，公司的组织机构设置和管理制度将进一步完善。

### 七、经营分析

#### 1. 经营概况

公司是镇江市主要的国有资产经营管理主体和产业投融资主体，自成立以来，公司业务范围涵盖酱醋调味品生产、造纸、钛白粉生产、汽车制造以及路桥建设等。2015~2017年，公司分别实现营业收入50.91亿元、55.77亿元和74.63亿元。

公司业务板块呈现多元化，近三年，除路桥建设业务受项目承接影响，收入有所波动外，各业务板块收入均呈增长态势。酱醋调味品收入稳定增长，2017年收入规模为18.93亿元，同比增长17.36%，为公司第一大收入来源。造纸和化工业务收入规模保持增长，2017年分别同比增长8.71%和82.17%至7.24亿元和10.73亿元，其中化工业务的大幅增长主要受益于钛白粉市场回暖，产品价格同比大幅提升所致。近三年，汽车业务收入以年均100.35%的速度快速增长，2017年实现收入17.18亿元，主要系新增的平行进口车销售情况良好。其他业务包括房地产、改革专项资金管理等，占比较小。

2015~2017年，公司综合毛利率波动增长，分别为14.25%、18.54%和16.31%。其中，酱醋调味品业务毛利率保持在较高水平，2017年毛

利率同比下降2.66个百分点至34.48%。路桥建设业务毛利率保持稳定；化工业务毛利率2017年大幅提升主要系产品价格回升，前期采购的原材料价格较低所致；造纸业务受原材料价格及环保监管等因素影响，毛利率有所波动；汽车业务由于新增的平行进口车业务毛利率较薄及厂区搬迁后生产经营逐步恢复和适应，综合使得汽车毛利率大幅下降。

2018年1~3月，公司实现营业收入19.64亿元，同比大幅增长83.18%，增幅较大的业务包括化工和汽车。2017年以来，汽车板块收入水平大幅提升，2018年一季度该板块成为公司第一大收入来源。化工业务受益于市场价格回暖，经营情况明显提升，收入同比大幅增长231.46%

至4.35亿元。毛利率方面，公司当期综合毛利率21.86%，同比下滑4.96个百分点；其中，酱醋调味品业务受原材料价格波动影响，毛利率同比下滑9.01个百分点至31.04%；汽车业务毛利率较上年大幅提升至17.57%，主要系搬迁影响逐渐消除及成本控制有所加强所致；其余业务板块同比变动不大。

总体看，近年来公司整体收入保持增长，收入结构呈多元化，酱醋调味品、汽车为收入贡献度最高的板块，酱醋调味品毛利率水平较高，盈利能力较好；造纸和化工业务受行业景气度影响大，近三年均保持增长；路桥建设板块受项目承接影响有所波动。多元化业务格局有利于分散经营性风险。

表2 2015~2018年一季度公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015年			2016年			2017年			2018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
纸制品	6.28	12.34	4.14	6.66	11.95	5.56	7.24	9.70	2.94	1.86	9.47	12.91
道路桥梁港口建设	15.06	29.58	8.79	15.39	27.60	8.97	12.69	17.00	9.22	0.98	4.97	11.21
化工	5.27	10.36	2.18	5.89	10.56	13.40	10.73	14.37	17.68	4.35	22.13	16.45
汽车	4.28	8.41	13.74	7.64	13.70	10.75	17.18	23.02	3.83	5.34	27.21	17.57
酱醋调味品	15.76	30.97	28.84	16.13	28.92	37.14	18.93	25.36	34.48	5.11	26.03	31.04
其他	4.24	8.34	8.52	4.05	7.27	24.32	7.88	10.55	21.68	2.00	10.19	35.13
<b>合计</b>	<b>50.91</b>	<b>100.00</b>	<b>14.25</b>	<b>55.77</b>	<b>100.00</b>	<b>18.54</b>	<b>74.63</b>	<b>100.00</b>	<b>16.31</b>	<b>19.64</b>	<b>100.00</b>	<b>21.86</b>

资料来源：公司提供

注：合计数与各项求和不一系四舍五入所致。

## 2. 业务经营分析

### (1) 酱醋调味品

公司的酱醋调味品收入来自子公司恒顺集团，恒顺集团主要从事食醋、酱油、酱菜、黄酒等传统酿造调味品和现代复合调味品、食醋递延保健品的生产和销售，是中国规模最大的食醋生产企业、国家农业产业化重点龙头企业。恒顺集团的业务经营主体为下属子公司恒顺醋业。恒顺醋业营销中心下设的30个办事处布局全国，拥有覆盖各地区的经销网点60万个；其主导产品食醋连续20年销量全国领先，广销60多个国家和地区，供应中国驻外160多个国家使（领）馆。截至2017年底，恒顺醋业资产总额25.69亿元，净资产18.78亿元，2017年

实现营业收入15.42亿元，同比增长6.52%，实现利润总额3.33亿元；截至2018年3月底，恒顺醋业资产总额26.43亿元，净资产19.37亿元，2018年一季度实现营业收入4.00亿元，利润总额0.71亿元；恒顺集团持有其44.63%的股份，截至2018年3月底，所持股份中8300万股已质押，占其持股总数的30.86%。

恒顺醋业生产醋类产品的主要原料包括大米、糯米等粮食作物，2017年占总成本的53.67%，其他原材料还包括玻璃瓶、瓶盖、纸箱等包装物。原材料采购方面，恒顺醋业自有生产基地共计1万亩，自产大米和糯米占所需原材料的50%左右。另需原料分别采取直接收购、订单农户及粮食销售部门采购等方式。恒

顺醋业原材料采购量近三年呈增长趋势，采购均价有小幅波动，但基本保持平稳。

表3 2015~2018年一季度恒顺醋业原材料采购情况  
(单位: 吨、万只、万元/吨、元/只)

项目	2015年		2016年		2017年		2018年1-3月	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
粮食	80322	0.73	80536	0.66	94087	0.68	26794	0.69
玻璃瓶	23390	0.58	23823	0.57	29581	0.56	8286	0.57
瓶盖	22751	0.14	23316	0.13	28439	0.13	8109	0.13
包装箱	1430	3.33	1876	3.32	2103	3.31	652	3.32

资料来源: 公司提供

采购方式上，恒顺醋业采取招标采购、比价采购、定制采购等形式，采购日常工作由多个专职采购员按业务类型进行分工并辅以 ERP 系统，及时监控采购过程；同时，根据生产计划订单的规律性，制定每月以及每周的采购计划，合理安排采购资金。公司从内部企业进行的采购，也采取市场化定价。公司与上游粮食、包装物等供应商主要使用电汇方式进行结算，一般首先支付 10-30% 的预付款，账期一般在 1 个月以内，针对大米等具有季节性特点的原材料，一般在季末结算，账期在 3 个月以内。2017 年，前五大供应商采购额为 1.65 亿元，占全部采购金额的 18.16%，集中度较低。

表4 2017年恒顺醋业前五大供应商采购情况  
(单位: 万元、%)

供应商名称	采购额	占总销售金额比重	是否关联方
供应商一	7726.30	8.48	是
供应商二	3153.00	3.46	是
供应商三	2067.79	2.27	是
供应商四	1983.14	2.18	否
供应商五	1612.30	1.77	否
合计	16543.53	18.16	--

资料来源: 公司提供

恒顺醋业采取“以销定产”，在保证合理的半成品与产成品库存情况下，根据订单安排生产。除恒顺醋业外，恒顺集团下辖其他酱醋生产主体较为分散，2015~2017年，恒顺集团酱

醋产品产能利用率很高，主导黑醋产品产能和产量均保持在30万吨/年。

表5 近年来恒顺集团主要产品生产情况  
(单位: 万吨、%)

时间	产品	产能	产量	产能利用率
2015年	黑醋	30.00	30.00	100.00
	白醋	5.00	4.05	81.00
	料酒	5.00	3.50	70.00
	合计	40.00	37.55	93.86
2016年	黑醋	30.00	30.00	100.00
	白醋	5.00	4.15	83.00
	料酒	5.00	3.60	72.00
	合计	40.00	37.75	94.38
2017年	黑醋	30.00	30.00	100.00
	白醋	5.00	4.23	84.60
	料酒	5.00	3.68	73.60
	合计	40.00	37.91	94.77

资料来源: 公司提供

恒顺醋业持续推进技术改造，2017年，实施了 340 袋醋线自动化改造、12ml 自动盒装改造、生物质锅炉改造、污泥板框改叠螺以及制醋车间制酒自动化等多项改造项目，提高了生产数字化、智能化管理水平；同时，恒顺醋业重视环保工作，2017年，对白醋冷却系统进行优化，完成日处理 2200 吨污水厌氧扩建项目，完善对空压机余热利用项目、锅炉冷凝器、灌装线、分布式光伏电站项目的技术改造，逐步实现工业发展低碳化，近三年未出现重大环保事故。

产品销售方面，恒顺醋业采取以传统渠道+现代渠道“双驱发动”的销售模式：传统渠道以 KA、流通、餐饮为主，实施款到发货、保证金的业务形式，保证了生产经营资金需求；现代渠道以特通、电商、产品定制等形式拓展新型业务，重点关注 BTB、BTC 的发展，并与“零售通”“新通路”、美菜网、盒马鲜生等电商平台紧密对接，实现渠道销售新增长。近三年，恒顺集团酱醋调味品年销售量保持 30 万吨以上，产销率基本保持在 100%。酱醋调味品作

为日常消费品，具有较为稳定的终端用户需求。近三年，恒顺醋业前五大销售商保持稳定，其中 2017 年恒顺醋业实现调味品销售收入 13.84 亿元，其中醋类占 74.64%；前五大销售商销售额合计 2.06 亿元，占全年销售额度的 13.39%，集中度较低。

表6 2017年恒顺醋业前五大客户销售情况

(单位: 万元、%)

供应商名称	销售额	占总销售金额比重	是否关联方
客户一	9167.25	5.95	否
客户二	5397.96	3.50	否
客户三	2273.53	1.47	是
客户四	1912.70	1.24	否
客户五	1889.88	1.23	否
<b>合计</b>	<b>20641.33</b>	<b>13.39</b>	--

资料来源: 公司提供

2015~2017 年，公司通过加强渠道建设、提升品牌价值等，使得该板块收入呈持续增长趋势，分别为 15.76 亿元、16.13 亿元和 18.93 亿元，毛利率波动增长，分别为 28.84%、37.14% 和 34.48%。2018 年 1~3 月，该板块实现销售收入 5.11 亿元，同比增长 16.29%，毛利率仍维持在较高水平，主要由于恒顺集团调整了业务产品结构，醋类衍生产品批量上市且高端醋类价格有所提升。

总体看，近年来酱醋调味品业务规模保持稳中有升态势，恒顺品牌历史悠久，在行业内品牌价值较高，产销量保持稳定，毛利率保持在较高水平。

### (2) 道路桥梁港口建设

公司受镇江市政府的委托，承担部分大型基础设施的投资建设和管理工作，具体由子公司路桥公司负责。路桥公司成立于 1989 年，以路面、路基和桥梁等公路建设为主营业务，目前拥有建设部公路工程施工总承包一级资质，路基、路面、桥梁专业承包一级资质，市政公用工程总承包一级资质，港口航道工程总承包二级资质，爆破与拆除工程专业承包三级资质。

截至 2017 年底，路桥公司资产总额 16.17 亿元，净资产 1.91 亿元，2017 年实现营业收入 12.18 亿元，利润总额 0.21 亿元；截至 2018 年 3 月底，路桥公司资产总额 15.92 亿元，净资产 2.76 亿元，2018 年 1~3 月实现营业收入 0.98 亿元，利润总额 0.02 亿元。

路桥公司主要业务来自于江苏省内高速公路和桥梁的建设施工和养护工程，且多为镇江市重点工程项目，约占全部业务量的 80%。近年来，伴随江苏省内高速公路和桥梁的建设逐渐完善，省内业务规模有所减少，路桥公司加大省外业务的开发力度，参与承建了京沪、苏嘉杭、通启、宁淮、宁常、浙江申苏浙皖、江西昌金、辽宁铁阜、安徽合淮阜、深圳盐田线等国家高速公路建设工程和地方重点工程，工程优良率和履约率始终保持在 100%。

运营模式方面，路桥公司主要通过参加市政工程招投标竞标取得市政工程施工项目，中标后签订工程施工合同，约定工程施工期限及付款进度。路桥公司通过组建项目部方式进行工程管理，并通过市场化公开招标方式选择材料供应商，控制原材料质量及价格。项目竣工后，经审计验收，公司完成工程交付。

收入确认及结算方式，路桥公司承揽的工程项目一般按照工程进度分阶段进行结算，工程具体结算方式为：①路桥公司与业主方签定工程合同，约定工程施工期限及付款进度（按施工进度付款），路桥公司按合同要求提供工程履约保函；②路桥公司在施工过程中对工程款进行垫付，业主方按月对已完工工程量进行结算，不定期支付部分工程款；③工程完成后，路桥公司办理竣工验收手续，业主方完成 80% 工程款的支付；④工程项目完工并办理移交手续后，业主方报地方审计委审计，审计时间一般为 2~3 年内。审计委完成工程结算后，路桥公司可收取剩余工程款至结算价的 95%，剩余 5% 工程款作为项目质保金被业主方扣留。项目质保金一般在工程结算后 1~3 年内收回。

表7 近年来路桥公司工程项目资金回收情况

(单位: 万元)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年 1-3月
当期完工总金额	145751	177196	121576	9711
当期垫资金额	20750	24782	16017	516
当期工程款回收	128000	114395	103178	7154

资料来源: 公司提供

注: 当期完工总金额以公司收到的工程验收单为准, 与路桥公司收入确认时点存在一定差异。

截至 2018 年 3 月底, 路桥公司资产负债率为 82.66%, 负债水平高。2015~2017 年, 公

司路桥建设业务收入保持相对稳定, 分别实现收入 15.06 亿元、15.39 亿元和 12.69 亿元; 同期公司分别收到回款 12.80 亿元、11.44 亿元和 10.32 亿元, 公司资金回流情况良好; 受所承接项目利润空间不同影响, 该板块毛利率呈上升趋势, 分别为 8.79%、8.97%和 9.22%。

2017 年, 路桥公司新签项目数量为 12 个, 合同金额为 20.33 亿元; 截至 2018 年 3 月底, 公司已签订并在建项目合同总造价 46.77 亿元, 每年新签项目数量保持稳定, 项目储备尚可。

表8 截至2018年3月底公司在建施工项目情况(单位: 亿元)

项目名称	签约时间	预计完工时间	总投资	项目进度
中铁电气化局商合杭铁路土建三标工程劳务分包	2016.04.11	2017.11.01	0.60	92%
扬溧高速荣炳互通至 S241 连接线工程	2016.05.11	2018.03.31	0.71	72%
丹阳市丹金溧漕河桥梁工程项目 A1 标段	2016.05.17	2017.12.31	0.40	85%
524 国道通常汽渡至常熟三环段改扩建工程项目 S2 标	2016.06.20	2018.12.31	6.32	68%
台州湾大桥及接线工程第 TS13 标段	2014.02.01	2017.11.30	6.96	83%
坪西公路坪山至葵涌段扩建工程施工第 3 标段	2014.10.01	2017.11.30	3.09	97%
南京南站地区市政道路五期工程施工招标 NZ-SG1602 标段	2016.08.16	2017.09.16	1.76	97%
广东省仁化(湘粤界)至博罗公路仁化至新丰段 TJ8 合同段	2015.11.18	2017.08.20	1.60	94%
南通市通州区金川大道西延(A标)工程	2014.08.20	2017.03.31	0.30	90%
357 省道丹阳至常州机场段改扩建工程	2017.01.20	2018.05.20	0.40	75%
浙江山水六旗基础设施配套工程 PPP 项目	2017.02.15	2019.04.01	4.00	32%
如东县 2016 年度县道养护大中修工程 2016YHSG2 标段	2017.02.14	2018.02.14	0.13	54%
238 省道扬中段(八桥加油站至二桥)改造工程	2017.04.05	2018.04.05	0.53	43%
雷公岛直达通道工程(二期二标段)	2017.04.01	2019.04.06	0.57	60%
长春至深圳高速公路(G25)浙江建德至金华段工程土建施工 TJ1 标	2017.06.06	2019.12.28	9.58	14%
新孟河延伸拓浚工程(丹阳市南延段跨河桥梁)项目,施工招标 A1 标段	2017.06.08	2018.07.01	0.39	28%
沿海高速公路 2017 年南通段路基预防性养护维修项目	2017.06.08	2018.06.08	0.05	40%
双新北路盐宝河大桥及接线工程	2017.07.31	2018.07.31	1.05	3%
沿海高速公路东台、滨海收费站改扩建工程土建施工项目 YH-TJSG-DT 标段	2017.08.09	2019.05.02	0.05	20%
丹阳市丹金溧漕河桥梁工程项目施工招标 A3 标段	2017.09.19	2019.08.20	0.70	2%
国道 345 线石渠宜牛至达日四川境段公路改建工程 B	2017.10.23	2019.04.03	2.88	12%
站前路(泰红路至长江大道段)快速化建设工程施工项目项目.ZQLKS-SG1 标段	2018.01.02	2018.12.20	3.26	7%
常嘉高速石牌服务区停车场局部扩容施工项目项目,CKGC-FWQKR 标段	2018.01.03	2019.01.01	0.03	0%
沿江高速公路常州南收费站扩建工程施工项目 YJ-CZN 标段	2018.02.06	2019.02.06	0.11	0%



018 年兴化市东北片、东南片农村公路提档升级工程施工项目 TDSJSG-L2 标	2018.02.12	2019.02.12	0.58	0%
2018 年兴化市东北片、东南片农村公路提档升级工程施工项目 TDSJSG-K1 标	2018.02.12	2019.02.12	0.72	0%
<b>合计</b>			<b>46.77</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

总体看，公司路桥施工板块项目较多，新签合同数量较为稳定，公司整体项目储备规模尚可；公司在建项目普遍需要在1~2年以内完工，建设期间存在工程款垫付，对公司流动资金形成一定占用。

### (3) 纸制品

公司造纸收入主要来自子公司大东纸业。大东纸业是国内专业生产高档纸杯纸和原纸的企业。截至 2017 年底，大东纸业资产总额 10.27 亿元，净资产 2.45 亿元，2017 年实现营业收入 7.93 亿元，净利润-0.39 亿元（2016 年为-0.28 亿元，亏损扩大主要系原材料成本上升所致）。截至 2018 年 3 月底，大东纸业资产总额 11.00 亿元，净资产 2.42 亿元，2018 年 1~3 月实现营业收入 1.86 亿元，净利润-0.03 亿元。

原材料采购方面，大东纸业原料主要为造纸原浆及辅料，辅料包括造纸添加的化工原料和专用材料，原材料成本合计占造纸总成本的 70% 左右。近三年，大东纸业原浆采购量分别为 7.10 万吨、7.59 万吨和 8.21 万吨，保持增长态势，约有 70% 的原浆为进口；2017 年以来，原浆市场价格大幅增长，公司采购均价快速上升，2017 年和 2018 年一季度采购均价分别为 4080 元/吨、4750 元/吨，加大了对大东纸业成本压力，近三年大东造纸毛利率波动下降，2017 年同比下降 2.62 个百分点至 2.94%。

表9 2015~2017年大东纸业原浆采购情况

(单位：吨、元/吨)

项目	2015 年		2016 年	
	采购量	均价	采购量	均价
原浆	70959	3682	75903	3451
项目	2017 年		2018 年 1-3 月	
	采购量	均价	采购量	均价
原浆				

	82105	4080	19600	4750
--	-------	------	-------	------

资料来源：公司提供

大东纸业与主要原料供应商已保持长期合作，原料质量及供应具有较好的保障。其中，纸浆的采购一般采用远期信用证方式，货到付款，结算周期为 90 天，非进口的原浆采购以现款现货及银行承兑汇票为主，结算周期约 30~60 天；其他原材料采用银行承兑汇票的结算方式，票据期限一般为 90 天。从原材料采购集中度来看，2015~2017 年，公司前五大原材料供应商占比分别为 38.16%、44.01%和 65.71%，近年来供应商集中度呈波动增长趋势。

表10 2017年大东纸业前五大供应商情况

(单位：万元、%)

供应商名称	采购金额	占总采购金额比重
江苏省设备成套有限公司	8156.67	16.59
CELULOSAARAUCOY CONSTITUCION S.A.	8084.44	16.44
江苏王子制纸有限公司	7460.74	15.17
镇江联华纸制品有限公司	5083.82	10.34
江苏绿地能源有限公司	3520.22	7.17
<b>合计</b>	<b>32305.89</b>	<b>65.71</b>

资料来源：公司提供

注：CELULOSAARAUCOY CONSTITUCION S.A.为智利最大的纸浆生产及出口企业，占世界纸浆市场约 6% 的份额。

生产方面，大东纸业主要产品包括纸杯原纸、淋膜纸、税票纸、文化用纸四大类，根据订单不同，可通过调节纸机参数，调整各纸种产能，近三年，大东纸业纸制品总产能变化不大，2017 年为 120000 吨；纸制品产量保持增长，分别为 101598 吨、107389 吨和 108977 吨。2015 年，大东纸业部分厂房受政府城市规划影响搬迁至大港新区，部分生产线暂时停工，2016

年厂房搬迁完毕，产量回升至正常水平并有所保持。2017年以来，受国家营改增税务体系调整，国内营业税税票纸需求量大幅下滑，大东纸业税票纸生产业务受到较大影响，产量同比大幅下滑 25.96%至 8620 吨。为应对政策变化，大东纸业对现有纸机进行技术改造，将原本用于生产税票纸的机器改造成为其他纸种。受不同纸类品种订单波动影响，公司纸制品产能利用率分别为 91.53%、96.75%和 90.81%。

表11 2015~2017年大东纸业纸制品生产情况  
(单位: 吨、%)

时间	产品	产能	产量	产能利用率
2015年	纸杯原纸	30000	23396	77.99
	淋膜纸	18000	17191	95.51
	税票纸	18000	10859	60.33
	文化用纸	25000	25931	103.72
	其他	20000	24221	121.11
	<b>合计</b>	<b>111000</b>	<b>101598</b>	<b>91.53</b>
2016年	纸杯原纸	30000	28472	94.91
	淋膜纸	18000	17320	96.22
	税票纸	18000	11642	64.68
	文化用纸	25000	25301	101.20
	其他	20000	24654	123.27
	<b>合计</b>	<b>111000</b>	<b>107389</b>	<b>96.75</b>
2017年	纸杯原纸	30000	29435	98.11
	淋膜纸	25000	20162	80.64
	税票纸	10000	8620	86.20
	文化用纸	30000	27078	90.26
	其他	25000	23682	94.72
	<b>合计</b>	<b>120000</b>	<b>108977</b>	<b>90.81</b>

资料来源: 公司提供

产品销售方面，大东纸业生产的高档纸杯纸、白牛皮纸、薄页包装纸已成为可口可乐、麦当劳、和路雪、统一、康师傅等国内外知名品牌的重点配套用纸。2015~2017年，大东纸业纸制品销量保持增长，产销率分别为 96.05%、100.45%和 99.67%；同期，受成本拉升及环保监管造成的造纸企业开工率低下，制品市场有所回暖，销售均价呈上升趋势，尤其是 2017 年以来，均价增长明显，2017 年销售均价为 6643 元/吨，同比增长 7.98%。

表12 2015~2017年大东纸业纸制品销售情况  
(单位: 吨、元/吨)

项目	2015年		2016年		2017年	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价
纸杯原纸	7915	5233	17356	5183	28995	5845
淋膜纸	17497	7097	17412	7306	20135	8081
税票纸	11469	7959	12345	7858	8021	8391
文化用纸	24475	5456	25730	5418	26560	6207
其他	36230	5910	35032	5996	24903	6311
<b>合计</b>	<b>97586</b>	<b>6195</b>	<b>107875</b>	<b>6152</b>	<b>108614</b>	<b>6643</b>

资料来源: 公司提供

大东纸业的销售采取经销模式，与下游客户建立了稳定的合作关系。纸制品的结算方式主要为银票和现款两种，其中银票占比较高 70%，且针对不同的客户采用不同的账期结算，期限在 30~90 天不等。近三年，大东纸业前五大客户占销售额比例有所波动，分别为 46.97%、38.75%和 55.60%，2017 年前五大客户分别为可口可乐、麦当劳等知名品牌供应商，包括广州市诚昌纸业有限公司、广州普乐包装容器有限公司、广东侨盛防伪材料有限公司、东莞市诚昌纸业有限公司、杭州亿森纸业有限公司。

总体看，大东纸业发展重点定位于特种纸和食品用纸的细分市场，在江苏市场具有一定的优势。但受制于营改增政策及原材料价格涨幅大影响，大东纸业处于亏损状态。

#### (4) 化工业务

公司化工产品业务来自子公司太白集团和江苏东普新材料科技有限公司（以下简称“江苏东普”，公司持股 60%），生产产品包括钛白粉、聚合硫酸铁、硫酸亚铁和硫酸等系列。太白集团是中国最早生产钛白粉的厂家，其生产的“环球”牌钛白粉是江苏省名牌产品，产品覆盖国内大部分省市。江苏东普主要生产硫酸，具有年产 60 万吨的生产装置，用于地块蒸汽配套及余热发电，作为公司能源供应平台。截至 2017 年底，太白集团资产总额 5.77 亿元，净资产 -0.73 亿元，2017 年营业收入 7.34 亿元，利

润总额 0.22 亿元（2016 年为-0.23 亿元）；截至 2018 年 3 月底，太白集团资产总额 6.64 亿元，净资产-0.72 亿元，2018 年 1~3 月实现营业收入 1.91 亿元，利润总额 0.01 亿元。

原材料采购方面，钛白粉的主要原材料包括钛精矿、硫酸和铁粉，其中钛精矿和铁粉以外购为主，硫酸主要通过内部采购，且硫酸可通过对生产过程产生的废酸处理后循环利用以满足生产需求；原材料成本占总成本的 45% 左右。2015~2017 年，公司钛精矿采购量分别为 11.65 万吨、13.60 万吨和 12.20 万吨，公司钛精矿采购量呈波动增长趋势；钛矿价格受市场波动影响较大，近三年采购均价分别为 862 元/吨、873 元/吨和 1573 元/吨，2017 年以来，受钛精矿开采量下降，价格大幅上涨。

表13 2015~2017年化工原材料采购情况

(单位: 吨、元/吨)

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
钛精矿	116524	862	135966	873	122000	1573
硫酸	192105	380	217141	275	191000	263
铁粉	18283	2132	10682	1710	9800	1900

资料来源: 公司提供

公司对原材料供应商（包括国内与国外供应商）有一定的依赖度，主要系公司钛白粉业务经营多年，与较多供应商拥有长期、稳固的合作关系。太白集团钛精矿供应渠道会根据实际情况发生变更，供应商签订长期采购合同，按生产计划逐月核定价格、下达采购，并每年对供应商进行评价。采购结算方面，钛精矿和铁粉一般采用 T/T 方式，货到后付款，月结 90 天；其余原材料采购为电汇及支付 6 个月银票的方式结算。从供应商集中度来看，2017 年原材料前五大供应商占比为 79.14%，集中度很高。

生产方面，近三年，公司主要产品生产能力稳定在 57.00 万吨/年，收入占比最高的钛白粉产量分别为 4.82 万吨、5.55 万吨和 5.08 万吨，

2017 年产量有所下滑，主要由于原材料价格上涨拉升的产品市场价格上升，下游需求因价格上升受到了一定挤压，使得 2017 年化工业务整体产能利用率亦有所下滑。

表14 2015~2017年化工产品生产情况

(单位: 吨、%)

时间	产品	产能	产量	产能利用率
2015 年	钛白粉	60000	48152	80.25
	聚合硫酸铁	90000	78000	86.67
	硫酸亚铁	200000	172445	86.22
	硫酸	220000	201310	91.50
	合计	570000	499907	87.70
2016 年	钛白粉	60000	55496	92.49
	聚合硫酸铁	90000	76200	84.67
	硫酸亚铁	200000	182700	91.35
	硫酸	220000	183624	83.47
	合计	570000	498020	87.37
2017 年	钛白粉	60000	50836	84.73
	聚合硫酸铁	90000	70220	78.02
	硫酸亚铁	200000	164800	82.40
	硫酸	220000	193551	87.98
	合计	570000	479407	84.11

资料来源: 公司提供

产品销售方面，太白集团以厂家直销的方式进行销售，下游客户以涂料、油漆等企业为主，2015~2017 年，钛白粉销量波动增长，分别为 4.53 万吨、5.07 万吨和 5.01 万吨。价格方面，太白集团根据原材料成本、加工成本和人工成本，结合产品市场价格，在保证毛利空间的基础上确定销售价格。近三年，钛白粉价格持续增长，2017 年起，受原材料钛精矿价格上涨、化工企业受环保监管开工率低等因素影响，钛白粉市场价格大幅增长至 16256 元/吨，同比增幅达 43.25%。使得太白集团收入及利润水平同比大幅增长，2017 年实现扭亏为盈。另外，2016 年底公司并表江苏东普，2017 年化工板块收入规模增长明显，实现收入 10.73 亿元。

表15 2015~2017年太白集团产品销售情况  
(单位: 吨、元/吨)

项目	2015年		2016年		2017年	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价
钛白粉	45301	11185	50701	11348	50149	16256
聚合硫酸铁	76233	153	74494	116	70849	116
硫酸亚铁	107706	77	129349	36	111764	62
硫酸	340	435	--	--	--	--

资料来源: 公司提供

注: 以上价格为不含税价格。

销售结算方面, 化工产品销售结算的方式包括内销和自营出口, 其中自营出口占 10%, 一般采用 T/T 方式, 货到后付款, 月结 90 天; 内销主要为银票和电汇两种方式, 其中银票和电汇各占 45%。近三年, 公司前五大销售客户占比分别为 35.10%、33.11%和 38.27%, 集中度尚可。

总体看, 近三年化工业务主要产品钛白粉产销量波动增长, 2017 年以来, 受原材料价格上涨及环保监管导致的行业开工率低迷影响, 钛白粉价格大幅上升, 化工业务主要运营主体太白集团收入及利润水平提升明显, 实现扭亏为盈。

#### (5) 汽车

汽车板块由全资子公司飞驰汽车和控股子公司江苏车驰汽车有限公司(以下简称“江苏车驰”, 公司持股 51%)运营。飞驰汽车成立于 1985 年, 目前业务以冷藏车和商务改装车为主、以厢式车和特种车为辅。冷藏车业务可按国内外汽车底盘改制生产各种微型、轻型、中型、重型冷藏保温车; 商务改装车主要从事高端商务车改装销售。江苏车驰主要从事商务车的制造和改装, 2017 年 1 月, 江苏车驰在天津自贸区成立子公司天津车驰汽车贸易有限责任公司(以下简称“天津车驰”), 开展平行进口车业务。2015~2017 年, 公司汽车业务收入快速增长, 分别实现收入 4.28 亿元、7.64 亿元和 17.18 亿元, 但由于平行进口车毛利率很低, 汽车板块毛利率下降明显, 分别为 13.74%、10.75%和 3.83%。

飞驰汽车 2015 年进行搬迁改造, 完成 4000 辆/年冷藏保温车和 1000 辆军品及特种车产业化扩能项目, 2016 年搬迁改造项目基本完成, 2017 年全部设备入驻到位。受搬迁影响, 飞驰汽车近年来持续亏损。截至 2017 年底, 飞驰汽车资产总额 6.99 亿元, 净资产-0.38 亿元, 2017 年实现收入 5.29 亿元, 净利润-0.22 亿元。江苏车驰自 2017 年开展平行进口车业务以来, 收入规模快速增长, 拉升公司汽车板块整体收入水平, 但由于平行进口车毛利率微薄, 近三年汽车业务毛利率快速下滑。截至 2017 年底, 江苏车驰资产总额 5.44 亿元, 净资产 0.47 亿元, 2017 年实现营业收入 12.05 亿元, 净利润 0.12 亿元。

飞驰汽车具备德国奔驰厂家改装授权资质, 可在斯宾特、雷霆等车型基础上改装顶级商务车。车辆改造外购原材料主要包括原型车、底盘、制冷剂、铝板等; 飞驰汽车与主要车型及原材料供应商之间保持长期合作关系, 2017 年主要供应商包括福建奔驰汽车工业有限公司、上海华鸿汽车销售有限公司等。2017 年, 公司汽车业务前五大供应商采购金额 4.16 亿元, 占总采购额的 25.16%, 集中度较低。

近三年, 公司汽车板块总产能逐年增长。2015~2017 年, 商务车、冷藏车、厢式车、特种车生产能力均保持增长, 截至 2017 年底总产能为 13200 辆; 总产量有所波动, 分别为 1650 辆、3457 辆和 1786 辆, 汽车改造订单量较小, 暂时无法对扩产及技改增长的产能进行充分利用。2017 年, 各品种产量及产能利用率均大幅下滑, 主要由于钢材价格上涨使得整体成本升高, 产品销售价格相应提升抑制了部分市场需求。

表16 2015~2017年公司汽车产品生产情况  
(单位: 辆、%)

时间	产品	产能	产量	产能利用率
2015年	商务车	600	439	73.17
	冷藏车	680	727	106.91
	厢式车	600	439	73.16
	特种车	50	45	90.00

	合计	1930	1650	85.49
2016年	商务车	1200	1018	84.83
	冷藏车	2750	1356	49.31
	厢式车	1950	985	50.51
	特种车	300	98	32.67
	合计	6200	3457	55.76
2017年	商务车	1200	465	38.75
	冷藏车	6000	1081	18.02
	厢式车	4000	210	0.05
	特种车	2000	30	0.02
	合计	13200	1786	13.53

资料来源：公司提供

产品销售方面，近三年，汽车业务销量波动增长，分别为 1480 辆、2842 辆和 2358 辆。销售均价分别 17.50 万元、26.88 万元和 33.94 万元。随着人民生活水平的提高，高端商务车消费群体有所增加，商务车销售情况良好；同时，随着生鲜配送的发展，冷藏车市场需求保持增长态势。此外，天津车驰 2017 年在天津自贸区开展的平行进口车业务发展迅猛，2017 年和 2018 年一季度分别实现销量 1588 辆、588 辆，对汽车板块原有业务形成有力补充。平行进口车业务主要是代理天津口岸经销商从国外采购车辆，天津车驰收取相应的代理费、垫税利息、押汇利息差等。代理过程中，天津车驰收到经销商的委托申请后，收取合同金额 10~15% 的保证金，用于开立国际信用证的保证金，同时与外商签订合同，并提供后续的车辆到港、进口报关等服务，一般销售周期在 6 个月以内。

表17 2015~2017年公司汽车产品销售情况

(单位：辆、万元/辆)

项目	2015年		2016年		2017年	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价
商务车	494	59	762	55	952	60
冷藏车	554	17	1156	17	1070	17
厢式车	387	12	778	14	306	13
特种车	45	23	146	27	30	25
合计	1480	17.50	2842	26.88	2358	33.94

资料来源：公司提供

注：汽车业务产销量存在一定差异，系部分新产品需采购样车，进行试制。

供销结算方式方面，公司汽车原型车的采购主要以预付款的方式，30 天现款月结；其余原材料采购均采用 90 天内现款支付。在销售中，汽车的结算方式以现款为主，针对不同的客户采用不同的账期结算，期限一般在 30 天以内。

总体看，随着飞驰汽车厂区完成搬迁，公司汽车板块产能大幅提升，但目前的订单体量无法有效释放新增产能；2017 年平行进口车开展，对原有业务形成有力补充。

#### (6) 其他

公司业务板块较多，剩余业务板块还包括房地产以及改革专项资金管理等业务。

房地产业务主要由恒顺集团下属子公司镇江恒顺房地产开发有限公司（以下简称“恒顺房产”）和镇江国投置业开发有限公司经营。受政策调控影响，公司房地产投资力度以及销售速度明显放缓，目前以存量房销售为主，不再开发新项目，在未来将逐步退出房地产业务。2017 年，公司房地产业务实现销售 1.22 亿元。

公司作为以镇江市国有资产经营、产业项目投融资和国企改革重组为重点，实现国有资本有序进退的产业整合的运营主体，同时承担了镇江市改革专项资金的筹集、使用和管理的工作。镇江市改革专项资金主要用于“四办一司”所属市属国有、集体企业改革扫尾工作和遗留问题处理，包括经镇江市人民政府批准需支付给职工个人的补偿金、社会保险费及相关业务费用的支出。公司筹措改革专项资金的主要渠道包括财政专项拨款、贷款融资筹集、国有产（股）权收入、破产关闭歇业企业财产变现收入和政府土地收益返还等。此外，破产关闭、退城进区、污染搬迁等企业的土地资产处置变现产生的收入中的政府收益部分也归入公司的改革资金专户。根据镇江市国资委下发的《关于资产划转的通知》（镇国资产[2009]39 号），镇江市国资委划拨给公司的“四办一司”房产合计 20.65 万平方米，土地合计 138.40 万平方米，目前已入账的镇国用（2011）第 889 号面积为

6931.60 平方米，入账价值 7174.09 万元，计入“无形资产”，土地性质为出让。2015~2017 年，公司改革资金筹集分别为 0.56 亿元、1.72 亿元和 0.84 亿元，改革资金支出分别为 5.10 亿元、5.19 亿元和 0.18 亿元，剩余资金缺口分别为 4.54 亿元、3.47 亿元和 -0.67 亿元，由镇江市财政每年根据改革资金的实际支付情况加以补足，截至目前资金缺口尚未补足。账务处理方面，公司建立改革专项资金科目并在其他应收款和其他应付款中核算，在收到改革资金时，借记相关科目、贷记“其他应付款”；在支付改革资金时，借记“其他应付款”、贷记相关科目。对于尚未收到土地出让收益返还但已支付用于安置破产企业职工的资金，公司借记“其他应收款”、贷记相关科目，在收到由市财政返还的土地收益后，再进行冲销。

公司承担镇江市内少量基础设施建设项目，包括 2012 年全面启动长江路金融集聚区、岗子下地区等片区的城中村改造“7+1”项目（《中共镇江市委办公室文件》（镇办发【2012】78 号）），公司负责镇江市城区城中村改造首批“7+1”项目建设工作，预计总投资 30 亿元，截至 2018 年 3 月底已完成投资。同时公司负责恒顺南北地块和北京华联地块的整理，上述项目未来通过土地出让收益平衡。东方技工学院搬迁建设项目实际总投资额 3.36 亿元，根据《关于市电子工业学校等三校资产处置的复函》（镇财债资[2016]134），政府将三校相关资产合计 2651.31 万元划入公司，其中土地资产约 52 亩（土地性质为出让地）。截至 2018 年 3 月底，公司主要的基础设施相关的项目建设情况见下表。

表 18 截至 2018 年 3 月底公司主要基础设施建设项目（单位：亿元、亩）

项目名称	位置	建设内容	项目周期	计划总投资额	已投资额	可出让土地面积	会计科目
“7+1”项目	城市新兴中心城区	土地一级开发	2013.05-2018.02	30.00	30.00	300.00	其他应收款
恒顺南北地块	位于广东山庄以西，中山西路以北，黄山北路以东，新马路以南		2014.01-2019.05	13.40	10.00	141.00	其他应收款
北京华联地块	城市新兴中心城区		2013.12-2018.06	5.00	4.43	54.15	其他应收款
东方技工学院	--	学校搬迁建设	2011.03-2013.05	5.70	3.36	40.00	其他应收款
<b>合计</b>	--	--	--	<b>54.10</b>	<b>47.79</b>	<b>535.15</b>	--

资料来源：公司提供

注：“7+1”项目、恒顺南北地块、北京华联地块计划于 2018 年底前完成出让，预计土地出让后返还金额可覆盖公司已投入成本，东方技工学院计划于 2019 年底完成出让；但上述地块的实际出让时间具有一定不确定性。

总体看，公司主营业务板块较多，其中食醋板块行业竞争优势明显，整体保持稳定；汽车板块传统业务结合新兴业务，整体发展良好；造纸和化工板块受行业周期影响波动较大；多元化经营战略一定程度降低了公司经营风险。

### 3. 未来发展

截至 2018 年 3 月底，公司在建工程余额为 5.15 亿元，主要包括年产 5 万吨料酒灌装生产

线及配套项目、国家研发中心项目、10 万吨高端醋产品灌装生产线建设项目、丹徒区世业洲江堤改造工程项目等。上述项目计划总投资 27.78 亿元，截至 2018 年 3 月底，已完成投资 21.00 亿元，未来尚需投资 6.78 亿元。

其中丹徒区世业洲江堤改造工程项目投资规模较大，该项目为子公司镇江市丹徒区建祥水利工程投资有限公司（以下简称“建祥水利”）负责建设，项目获得镇江市丹徒区发展改革和

经济信息化委员会企业投资项目备案通知书，项目设计道路拆除改造、堤坝护坡、绿化工程、内部隔堤、河道疏浚及淤泥清运等工程，项目总投资15.73亿元，截至目前已投入10.52亿元；该项目完工后，建设水利具有12年特许经营权，政府将按照《PPP服务协议》逐年支付资金，用于补贴前期项目建设投入及运营期内的收益，政府付费资金将通过部门预算的形式纳入镇江市丹徒区年度地方财政预算管理，目前该项目在“存货-工程施工”科目进行核算。

东普新材料基地项目系江苏东普年产60万吨/年硫磺制酸及余热回收综合利用、年产10万吨/年离子膜碱、1.3万吨/年乙二酸酯化复产项目的综合项目，总投资5.82亿元，截至2018年3月底已投资5.04亿元，已投产试运营，正逐步竣工决算。项目正式投产后，可为工业园区内企业提供配套酸、氯、碱等基础化工原料及热能，打造园区循环经济产业链。

总体看，公司未来计划投资规模较大，对外融资需求强，存在一定的资金压力。

表19 截至2018年3月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	自有资金	已完成投资	未来投资计划
年产5万吨料酒灌装生产线及配套项目	9973.00	3973	9973	已完工
国家研发中心项目	12638.00	4000.00	11982.12	已完工
10万吨高端醋产品灌装生产线建设项目	20000.00	20000.00	22419.83	预计2019年6月完工
全斯福新材料项目	19600.00	5880.00	10023.89	2018年计划投资3600.00万元
丹徒区世业洲江堤改造工程项目	157288.10	57288.10	105206.63	2018年计划投资29684.96万元
东普新材料基地项目	58201.00	10000.00	50364.72	已完工
<b>合计</b>	<b>277700.10</b>	<b>101141.10</b>	<b>209970.19</b>	--

资料来源：公司提供

注：丹徒区世业洲江堤改造工程项目为建祥水利代政府建设的项目，《PPP服务协议》由建祥水利与镇江市丹徒区水利农机局签订；已完成投资与在建工程余额存在差异，已完成投资为项目实际完成投资，在建工程科目余额系经审计的项目投资情况和扣除结转至固定资产科目后的余额。

#### 4. 经营效率

2015~2017年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数逐年上升；受存货规模增长较快的影响，存货周转次数近三年持续下降；2017年销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为4.66次、1.46次和0.16次。

总体看，公司经营效率一般。

## 八、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供了2015~2017年合并财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见的审计结论。2018年一季度财务报表未经审计。

从合并范围看，2015年底公司合并范围新增镇江国控能源发展有限公司（投资设立）、镇

江国泰资产管理经营有限公司（投资设立）、镇江市能源开发总公司（划拨）、镇江市创业风险投资有限责任公司（划拨）、镇江市丹徒区国金农村小额贷款有限公司（投资设立）、镇江市高科创业投资有限公司（划拨）以及镇江市迪博新材料科技有限公司（投资设立）7家子公司；2016年公司合并范围新增德仁融资租赁（上海）有限公司、江苏东普新材料科技有限公司以及建祥水利3家子公司，2016年底，公司纳入合并范围的子公司28家；2017年底，公司纳入合并范围的子公司28家，较2016年底无变化（详见附件1-2）。截至2018年3月底，公司合并范围较2017年底无变化。整体看，公司合并范围变化对财务数据可比性影响较小。

截至2017年底，公司（合并）资产总额487.18亿元，所有者权益合计239.65亿元（其中少数股东权益16.20亿元）。2017年，公司实现

营业收入74.63亿元，利润总额5.18亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额486.69亿元，所有者权益合计239.77亿元（含少数股东权益16.19亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入19.64亿元，利润总额0.25亿元。

## 2. 资产质量

2015~2017年，公司资产规模呈增长趋势，年均复合增长9.03%。截至2017年底，公司资产总额487.18亿元，其中，流动资产占44.79%，非流动资产占55.21%。

### 流动资产

2015~2017年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长6.53%。截至2017年底，公司流动资产218.22亿元，以货币资金（占11.99%）、其他应收款（占50.73%）和存货（占20.80%）为主。

2015~2017年，公司货币资金逐年增长，截至2017年底，公司货币资金26.17亿元，同比增长5.24%。从构成看，公司货币资金中银行存款17.96亿元，占比68.63%；其他货币资金8.18亿元，占31.26%，全部为受限资金，主要为票据保证金。公司货币资金受限部分占比较高。

2015~2017年，公司应收账款逐年下降，年均复合下降13.03%。截至2017年底，公司应收账款账面价值13.30亿元，主要包括应收工程款、应收销售款以及债权包，同比下降17.14%，主要系公司下属子公司路桥公司的应收工程款项收回所致。从集中度看，应收账款余额前五名的合计2.40亿元（不包括全额计提坏账准备的债权包），占比12.59%，集中度较低。从账龄来看，1年以内的占比80.43%，1~2年的占比8.08%，2~3年的占比4.47%，3年以上的占比7.02%，账龄结构尚可。公司对应收账款计提坏账准备共计5.72亿元，计提比例为30.07%，主要为账面余额总计4.55亿元的债权包（公司代表政府所购买的信达、华融和东方公司的不良金融债权包），预计无法收回，全

额计提坏账准备。

2015~2017年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长率23.62%。公司预付账款主要为拆迁补偿款、预付给转承包方的工程款以及预付给设备租赁供应商的工程设备租赁款。截至2017年底，公司预付账款7.47亿元，同比增长46.56%，主要系工程未结算新增部分预付账款所致。从账龄来看，一年以内的占比75.02%，1~2年的占比1.48%、2~3年的占比4.15%，3年以上占比19.35%。2017年底账龄超过1年的大额预付款为镇江市华通动力机械有限公司的拆迁补偿款，金额为1.18亿元。

2015~2017年，公司其他应收款逐年下降，年均复合下降5.30%。截至2017年底，公司其他应收款110.70亿元，同比下降5.39%，主要系往来款减少所致。从集中度看，其他应收款余额前五名合计85.22亿元，占比75.15%。2017年底，其他应收款前五名欠款具体情况：①公司应收镇江市房屋征收管理办公室31.55亿元，该款项用于镇江市城区域城中村改造首批“7+1”项目建设；②公司对江苏索普（集团）有限公司（以下简称“索普集团”，实际控制人为镇江市国资委）的其他应收款18.84亿元主要为在镇江市政府、国资委及金融办协调下公司向索普集团提供的支持性资金，索普集团债务负担重，索普集团应收款项回收仍存在一定风险（公司尚未计提坏账准备）；根据索普集团出具的《关于对镇江国有投资控股集团有限公司欠款的偿还计划》，索普集团将在2017~2021年每年偿还1.00亿元<sup>2</sup>，联合资信将持续关注索普集团与公司往来款回款情况。③公司与镇江市国资委往来款4.70亿元，该款项用于“镇江市上党片区城镇化建设一期”项目建设；④应收镇江市财政局24.24亿元，主要为专项改革资金；⑤公司与镇江市汽车产业投资有限公司的其他应收款为与该公司的日常往来资金。从账龄来看，1年以内的占比35.65%，1~2年

<sup>2</sup> 2015~2018年一季度，索普集团分别偿还公司3.48亿元、1.59亿元、1.80亿元和2.19亿元款项。



的占比 18.95%，2~3 年的占比 34.42%，3 年以上的占比 10.98%。公司整体其他应收款账龄长。公司对其他应收款计提坏账准备共计 2.71 亿元，计提比例为 2.39%。

表 20 2017 年底公司其他应收款前五名情况  
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占其他应收款总额比例
镇江市房屋征收管理办公室	31.55	27.82
江苏索普(集团)有限公司	18.84	16.61
镇江市国资委	4.70	4.14
镇江市财政局	24.24	21.38
镇江市汽车产业投资有限公司	5.89	5.19
<b>合计</b>	<b>85.22</b>	<b>75.15</b>

资料来源: 公司审计报告

2015~2017 年, 公司存货快速增长, 年均复合增长 69.74%。截至 2017 年底, 公司存货账面价值 45.38 亿元, 同比增长 20.57%, 其中主要为工程施工(占 55.88%)、开发产品(占 15.87%)和开发成本(占 10.11%); 公司计提存货跌价准备 0.56 亿元。开发产品主要为镇江国投置业开发有限公司开发产品以及恒顺集团房地产公司开发产品, 工程施工主要为大坝加固及改造工程项目投资, 主要系合并建祥水利公司新增。

2015~2017 年, 公司一年内到期的非流动资产波动增长, 截至 2017 年底, 一年内到期的非流动资产 3.11 亿元, 同比大幅增长, 全部为一年内到期的长期应收款, 主要为子公司融资租赁业务应收款项。

#### 非流动资产

2015~2017 年, 公司非流动资产持续增长, 年均复合增长率 11.19%。截至 2017 年底, 公司非流动资产 268.96 亿元, 同比增长 3.89%, 从构成看以长期股权投资(占 71.07%)、固定资产(占 12.10%)和可供出售金融资产(占 8.37%)为主。

2015~2017 年, 公司可供出售金融资产逐年增长, 截至 2017 年底, 公司可供出售金融资产 22.57 亿元, 同比基本保持稳定, 全部为公

司投资参股的权益资产, 其中按成本计量的为 12.17 亿元, 主要包括江苏泰州大桥有限公司(3.28 亿元)、航天高新(苏州)创业投资管理有限公司(1.00 亿元)等股权资产; 按公允价值计量的部分账面价值 10.40 亿元, 主要为持有的江苏银行股份有限公司(9.76 亿元)股权。

2015~2017 年, 公司长期股权投资持续增长, 年均复合增长率 8.25%, 截至 2017 年底, 公司长期股权投资 191.16 亿元, 全部为对联营企业的投资, 同比增长 3.34%。公司长期股权投资主要为对镇江交通产业集团有限公司(以下简称“镇江交投”)的股权投资, 截至 2017 年底为 183.43 亿元, 占公司长期股权投资总额的 95.74%。根据《镇江交通产业集团有限公司章程》, 扣除实收资本及昆仑信托有限责任公司享有的资本公积 21000.00 万元后, 公司享有 45% 剩余部分镇江交投的所有者权益。公司持有镇江交投股权资产规模大, 镇江交投的投资性房地产公允价值变动对公司资产稳定性有一定影响。截至 2017 年底, 镇江交投资产总额 1184.13 亿元, 所有者权益 446.77 亿元; 2017 年, 镇江交投实现营业收入 68.20 亿元, 净利润 5.90 亿元。

表 21 2017 年底公司主要联营企业情况  
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占长期股权投资比例
镇江交通产业集团有限公司	183.43	95.74
镇江船山石灰石矿有限公司	2.49	1.30
镇江港务集团有限公司	1.90	1.00
江苏恒顺融资担保股份有限公司	0.52	0.27
江苏稳润光电有限公司	0.49	0.26
<b>合计</b>	<b>188.83</b>	<b>98.78</b>

资料来源: 公司审计报告

2015~2017 年, 公司固定资产逐年增长, 年均复合增长率 11.65%。截至 2017 年底, 公司固定资产账面原值 49.36 亿元, 构成上主要以房屋建筑物和机器设备为主, 分别占 48.87% 和 46.70%, 累计计提折旧和减值准备分别为

15.01 亿元和 1.8 亿元。截至 2017 年底公司固定资产账面价值 32.55 亿元，同比增长 6.30%。

2015~2017 年，公司无形资产波动增长，截至 2017 年底，公司无形资产 6.04 亿元，同比下降 14.98%，主要系公司子公司土地使用权处置减少所致。无形资产构成主要为土地使用权（占 98.68%）。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 486.69 亿元，较 2017 年底小幅下降，其中流动资产占 44.39%，非流动资产占 55.61%，资产结构较 2017 年底变化不大。截至 2018 年 3 月底，公司货币资金中使用受限部分为 5.14 亿元，主要为各类保证金；公司持有的中国太保和江苏银行的股票中，8.02 亿元已质押，恒顺集团持有的恒顺醋业股票中，5.71 亿元已质押，上述股票质押均用于取得银行贷款；此外，子公司持有的 0.60 亿元土地资产用于取得抵押贷款。

整体看，近年来公司资产规模有所增长，流动资产中其他应收款占比大且账龄长，对资金占用明显，且存在一定的回收风险；非流动资产以长期股权投资为主，其中持有镇江交投股权资产规模大，公司整体资产质量一般。

### 3. 所有者权益及负债

#### 所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长率 9.96%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 239.65 亿元，同比变动不大，归属于母公司权益合计 223.45 亿元，其中实收资本占 4.48%、资本公积占 49.89%、未分配利润占 7.16%和其他综合收益占 36.90%。

截至 2017 年底，公司将以前年度计入资本公积的可供出售金融资产公允价值变动部分重分类至其他综合收益科目，调整金额为 85.43 亿元，重分类后的资本公积和其他综合收益分别为 111.49 亿元、82.45 亿元；其他科目变动不大。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 239.77 亿元（含少数股东权益 16.19 亿元），

较 2017 年底变动不大，所有者权益结构较 2017 年底变动不大。

总体看，公司所有者权益以资本公积和其他综合收益为主，稳定性尚可。

#### 负债

2015~2017 年，公司负债总额逐年增长，年均复合增长率 8.15%。截至 2017 年底，公司负债为 247.54 亿元，同比增长 5.90%。其中流动负债占 66.76%，非流动负债占 33.24%，公司负债仍以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长率 19.19%。截至 2017 年底，公司流动负债为 165.26 亿元，同比增长 37.86%，以短期借款（占 17.71%）、其他应付款（占 12.34%）、一年内到期的非流动负债（占 34.84%）和其他流动负债（占 14.60%）为主。

2015~2017 年，公司短期借款逐年增长，截至 2017 年底，公司短期借款 29.26 亿元，同比增长 16.90%，主要由质押借款 3.26 亿元、保证借款 23.47 亿元、信用借款 1.20 亿元和抵押借款 1.33 亿元构成。

2015~2017 年，公司应付账款持续下降，截至 2017 年底，公司应付账款 15.91 亿元，同比下降 6.25%，主要系公司下属子公司路桥总公司应付工程款减少所致。

2015~2017 年，公司其他应付款快速下降，年均复合下降 28.38%。截至 2017 年底，公司其他应付款 20.40 亿元，同比下降 38.13%，主要为业务往来款减少所致。公司其他应付款主要为应付汽投公司 4.25 亿元，为镇江市国资委转入公司账户并委托公司支付给镇江市汽车产业投资有限公司用于镇江市上党区城镇化建设一期项目的资本金款项；应付索普集团 2.00 亿元，主要为市财政应付索普集团补贴收入 2.00 亿元（借用公司账户过渡进行账务处理）。公司其他应付款前五大客户共计 14.00 亿元，占其他应付款总额的 68.63%。

表 22 公司其他应付款前五大客户 (单位: 万元、%)

其他应付款	金额	占比
镇江市汽车产业投资有限公司	42542.50	20.86
镇江市丹徒区资产经营公司	40250.00	19.73
镇江市财政局	23187.29	11.37
江苏索普(集团)有限公司	20000.00	9.81
镇江建工建设集团有限公司	14000.00	6.86
<b>合计</b>	<b>139979.79</b>	<b>68.63</b>

资料来源: 公司提供

2015~2017年, 公司一年内到期的非流动负债快速增长, 截至 2017 年底, 公司一年内到期的非流动负债 57.58 亿元, 同比大幅增长, 主要包括公司 2013 年发行的 25 亿元定向融资工具“13 镇国投 PPN001”、两期额度分别为 12 亿元和 7 亿元的中期票据“13 镇国投 MTN1”和“13 镇国投 MTN2”、2011 年发行的 12 亿元企业债券“11 镇国投债”将于一年内到期转入该科目所致。

2015~2017年, 公司其他流动负债波动增长, 截至 2017 年底, 公司其他流动负债 24.13 亿元, 同比下降 17.91%, 主要由公司新发行 7.50 亿元“17 镇国投 CP001”和三期额度均为 5 亿元的超短期融资券构成。

2015~2017年, 公司非流动负债波动下降, 截至 2017 年底, 公司非流动负债为 82.28 亿元, 同比下降 27.75%, 构成以长期借款和应付债券为主。

2015~2017年, 公司长期借款快速增长, 年均复合增长率 76.25%。截至 2017 年底, 公司长期借款 35.69 亿元, 同比增长 21.75%, 由保证借款 31.69 亿元和质押借款 4.00 亿元构成。截至 2017 年底, 应付债券 41.83 亿元, 同比下降 48.10%, 主要系部分债券转入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2018 年 3 月底, 公司负债总额为 246.91 亿元, 较 2017 年底变动不大, 其中流动负债为 172.67 亿元, 占公司负债总额的 69.93%; 非流动负债为 74.24 亿元, 占公司负债总额的 30.07%。公司负债结构较 2017 年底变动不大。

截至 2017 年底, 公司全部债务 193.98 亿

元, 同比增长 14.06%, 其中短期债务和长期债务分别占 59.32% 和 40.68%, 债务结构变化较大主要系公司多期长期债务转入一年内到期的非流动负债所致。从债务指标来看, 截至 2017 年底, 公司资产负债率和全部债务资本化比率同比上升, 长期债务资本化比率同比下降, 2017 年底三项指标分别为 50.81%、44.73% 和 24.77%。截至 2018 年 3 月底, 公司全部债务为 187.91 亿元, 其中短期债务和长期债务分别占 63.02% 和 36.98%。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 50.73%、43.94% 和 22.47%, 三项指标同比均有所下降。

截至本报告出具日, 公司直接融资债务余额为 99.14 亿元, 其中将于一年内到期偿付的债券本金为 75 亿元, 主要集中在 2018 年下半年, 短期偿债压力大。

表 23 截至本报告出具日公司直接融资明细

(单位: 亿元)

债项名称	余额	到期日
17 镇国投 SCP006	5	2018-07-27
13 镇国投 PPN001	25	2018-08-07
*18 镇国投 SCP001	5	2018-10-09
*18 镇国投 SCP002	5	2018-11-05
*18 镇国投 SCP003	5	2018-11-27
*18 镇国投 SCP005	2	2018-12-24
*18 镇国投 SCP004	3	2019-01-22
14 镇江国资 PPN001	25	2019-07-31
17 镇国投 MTN001	10	2020-08-16
17 镇国投 MTN002	7	2020-10-24
*18 镇国 01	7.14	2023-03-30
<b>合计</b>	<b>99.14</b>	<b>--</b>

资料来源: 公司提供

注: 带有\*符号的债券附事先约束条款, 约定债券存续期间, 公司合并报表其他应收款不得超过 2016 年 9 月末其他应收款余额, 即 131.22 亿元。如果未满足上述约定的指标, 则视同触发保护机制。

总体看, 近年来公司债务规模较快增长, 债务结构有所变化, 短期债务趋重, 一年内到期的债务规模大, 存在短期集中偿付压力。

#### 4. 盈利能力

2015~2017年, 公司营业收入快速增长, 年均复合增长率 21.08%。2017 年公司实现营业

收入 74.63 亿元，同比增长 33.82%，主要受汽车及化工业务收入增长所致。同期，公司营业成本 60.62 亿元，同比增长 33.43%，公司营业利润率由上年的 17.04% 增长至 17.95%。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用逐年增长，2017 年为 15.02 亿元，同比增长 25.76%，主要系公司规模扩张、有息债务增加，导致财务费用增长所致。近三年，公司期间费用占营业收入的比重分别为 19.87%、21.42% 和 20.13%。整体看，公司期间费用对利润侵蚀严重，期间费用控制能力有待提高。

近三年，公司公允价值变动净收益波动较大，分别为 -0.77 亿元、-0.20 亿元和 2.13 亿元；2017 年公允价值变动净收益主要来自于公司持有的中国太保股票价格上涨；公司投资收益波动增长，2017 年为 3.80 亿元，同比大幅增长 114.01%，其中权益法核算的长期股权投资收益为 2.74 亿元，主要来自当期确认的镇江交投融资收益 2.58 亿元。

2017 年，公司其他收益和营业外收入分别为 0.36 亿元和 2.30 亿元，主要为各类政府补贴。2015~2017 年，公司利润总额逐年增加；2017 年实现利润总额 5.18 亿元，同比增长 11.38%。公司 2017 年非经常性损益（投资收益+其他收益+营业外收入）为 6.46 亿元，占公司利润总额的 124.64%。公司利润总额对非经常性损益依赖程度高。

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司总资产收益率和净资产收益率均逐年增长，2017 年分别为 2.58% 和 1.85%，公司整体盈利能力较弱。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 19.64 亿元，同比增长 83.18%；营业成本 15.35 亿元，同比增长 95.59%。实现利润总额 0.25 亿元，同比增长 25.00%；当期公允价值变动损失为 0.91 亿元，主要系中国太保股价当期下跌所致。

近年来，公司营业收入快速增长，期间费用对营业利润侵蚀严重，利润总额对非经常性损益依赖程度高。公司整体盈利能力弱。

## 5. 现金流分析

经营活动方面，2015~2017 年，公司经营活动现金流入分别为 63.96 亿元、87.98 亿元和 113.05 亿元，年均复合增长 32.95%；同期，公司经营活动现金流出分别为 60.64 亿元、75.22 亿元和 103.78 亿元。2017 年经营活动现金流入与流出均较 2016 年大幅增长，主要来自销售商品、提供劳务收到的现金与购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长。2017 年，公司收到和支付的其他与经营活动有关的现金分别为 20.54 亿元和 19.69 亿元，主要为与联营公司间的往来款；2015~2017 年公司经营活动现金流量净额分别为 3.32 亿元、12.77 亿元和 9.27 亿元。从收现质量看，2015~2017 年公司现金收入比分别为 103.94%、114.71% 和 120.34%，公司收入实现情况较好。

投资活动方面，2015~2017 年公司投资活动产生的现金流整体表现为净流出，分别为 -9.46 亿元、-30.80 亿元和 -13.48 亿元，主要系在建项目投入以及投资支付的现金增加所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流入分别为 4.30 亿元、3.25 亿元和 10.55 亿元。2017 年，公司收到其他与投资活动有关的现金为 6.21 亿元，主要包括公司 4 亿元资管投资计划到期回款及 2.21 亿元委托贷款到期收回。2015~2017 年，公司投资活动现金流出分别为 13.76 亿元、34.05 亿元和 24.03 亿元。2017 年，公司投资支付的现金 12.33 亿元。2015~2017 年，公司支付其他与投资活动有关的现金分别为 4.48 亿元、3.06 亿元和 4.00 亿元，主要为支付与项目有关的往来。

近三年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 -6.14 亿元、-18.03 亿元和 -4.21 亿元，资金缺口有所缩小。筹资活动方面，2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额波动较大，分别为 -2.24 亿元、22.89 亿元和 5.02 亿元。公司筹资活动现金流入以取得借款收到的现金和发行债券收到的现金为主，2017 年分别为 53.37 亿元和 54.50 亿元。筹资活动现金流出主要为

偿还债务本金和利息，2017年为84.92亿元。

2018年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为3.47亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.89亿元；受公司偿还债务影响，公司筹资活动现金流量净额为-6.47亿元。

总体看，公司经营获现能力较强，经营活动净现金流不能覆盖投资活动现金净流出规模，公司存在一定的外部融资需求。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2015~2017年公司流动比率波动下降，速动比率逐年下降，2017年底分别为132.05%和104.59%；同期，公司经营现金流动负债比波动增长，三年分别为2.85%、10.65%和5.61%。截至2018年3月底，公司流动比率和速动比率持续降低，分别为125.12%和97.90%。考虑到公司其他应收账款和存货规模较大，流动资产变现能力较弱，且公司短期债务规模大，银行可用授信额度较低，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA分别为8.14亿元、11.62亿元和14.46亿元；2017年，公司全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为13.41倍和2.14倍。公司长期偿债能力指标尚可。

截至2018年3月底，公司获得商业银行授信额度合计82.39亿元，尚未使用额度20.70亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

对外担保方面，截至2018年3月底，公司对外担保余额64.22亿元（详见附件3），基于2018年3月底公司所有者权益239.77亿元，公司担保比率为26.78%，担保比率较高。被担保企业主要为镇江市国有企业，主要集中于建筑业、化工产业及政府投融资平台，其中涉及数额较大的有对索普集团（含子公司）的担保6.76亿元及对镇江城市建设产业集团有限公司28.27亿元，上述两家企业均与恒顺集团形成互保关系，镇江城市建设产业集团有限公司与公司形成互保关系。

被担保企业中，索普集团主要生产和销售醋酸、ADC发泡剂等化工产品。2016年由于行业景气度差、醋酸产品价格低迷等原因，索普集团经营状况受到严重影响，2017年利润已有所回升。截至2017年底，索普集团总资产为83.62亿元，净资产为13.48亿元，资产负债率为83.88%，债务负担重，2017年实现营业收入56.71亿元，净利润1.79亿元，若被担保人经营情况出现恶化，公司将被要求履行担保责任、执行代偿。此外，截至2017年底，公司应收索普集团的往来款18.84亿元，存在一定回收风险，对公司的经营稳定性产生不利影响。面对索普集团的资金周转压力，国资委也随时调拨资金给索普集团周转。预计资金回笼后会有所好转。

总体来看，近年来，公司短期债务占比高，短期偿债压力大；EBITDA有所增长，长期偿债能力尚可；公司对外担保比率较高，若被担保企业发生兑付风险，公司将承担偿还责任，将对公司经营产生较大影响，存在一定或有负债风险。

#### 7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为G10321102122359520），截至2018年6月26日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清贷款中，有7笔关注类贷款，均已正常收回。

#### 8. 公司本部财务概况

截至2017年底，公司本部资产总额382.19亿元，流动资产137.59亿元（占36.00%），非流动资产244.60亿元（占64.00%）；流动资产主要由其他应收款118.65亿元构成；非流动资产以长期股权投资221.58亿元（占90.59%）为主。

截至2017年底，公司本部负债合计150.02亿元，流动负债104.04亿元（占69.35%），非流动负债45.98亿元（占30.65%）；流动负债以一

年内到期的非流动负债（占53.78%）、其他应付款（占19.94%）和其他流动负债（占21.59%）为主；非流动负债中应付债券占90.10%，为41.83亿元。公司本部有息债务合计124.24亿元，以短期债务为主，占全部有息债务的63.11%。

截至2017年底，公司本部所有者权益合计232.16亿元，其中实收资本10.00亿元，资本公积108.59亿元，未分配利润27.70亿元，其他综合收益82.39亿元。2017年公司本部实现营业收入2.06亿元，投资收益3.63亿元。营业外收入为2.15亿元，主要为政府补贴；当期利润总额3.57亿元。

总体看，公司本部经营规模小，利润来源主要为政府补贴及下属子公司分红，债务负担重，短期偿债压力大。

#### 9. 抗风险能力

公司作为镇江市重要的国有资产经营管理和产业投融资主体，在推动镇江市国有企业改革和结构调整、扶持优势产业等方面具有重要地位，政府在资金注入和财政补贴等方面给予公司较大支持。综合考虑公司经营及财务风险，公司整体抗风险能力较强。

### 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

本期中期票据发行额度为5亿元，在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，故联合资信将其全部作为有息债务进行分析，发行后将在现有全部债务的基础上增加5亿元有息债务，分别占公司2018年3月底长期债务和全部债务的7.19%、2.66%，对公司现有债务规模影响较小。

截至2018年3月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为50.73%、22.47%和43.94%。考虑到本期中期票据将全部用于偿还有息负债，发行后上述债务指标变动不大。

#### 2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年，公司EBITDA分别为8.14亿元、11.62亿元和14.46亿元，分别为本期中期票据的1.63倍、2.32倍和2.89倍。近三年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行额度的12.79倍、17.60倍和22.61倍，公司经营活动现金流量净额分别为本期中期票据的0.66倍、2.55倍和1.85倍；公司EBITDA和经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障能力较强。

通过前文分析，公司利息递延支付的可能性小。但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

### 十、结论

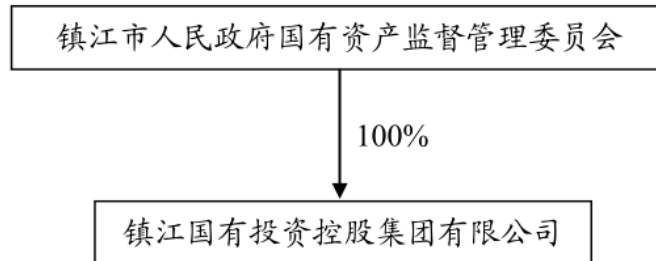
公司作为镇江市重要的国有资产经营管理和产业投融资主体，在推动镇江市国有企业改革和结构调整、扶持优势产业等方面具有重要地位，政府在资金注入和财政补贴等方面给予公司较大支持。近年来，公司资产规模快速增长，但流动资产中其他应收款规模大，对资金占用明显，长期股权资产中持有股权资产规模大，公司资产质量一般。公司整体债务负担重，短期偿债压力大。公司业务多元化，酱醋调味品业务板块发展良好，但整体盈利能力较弱。公司担保比率较高，部分被担保企业经营状况欠佳，存在或有负债风险。

未来随着镇江市生产总值和财政收入的稳步增长，公司作为镇江市重要的国有资产运营管理和产业投融资主体，有望获得持续的政府支持；同时，随着公司产业结构的不断完善，以及高端醋产品灌装生产线等产能扩建项目的建成，公司整体竞争实力将得到进一步提高。

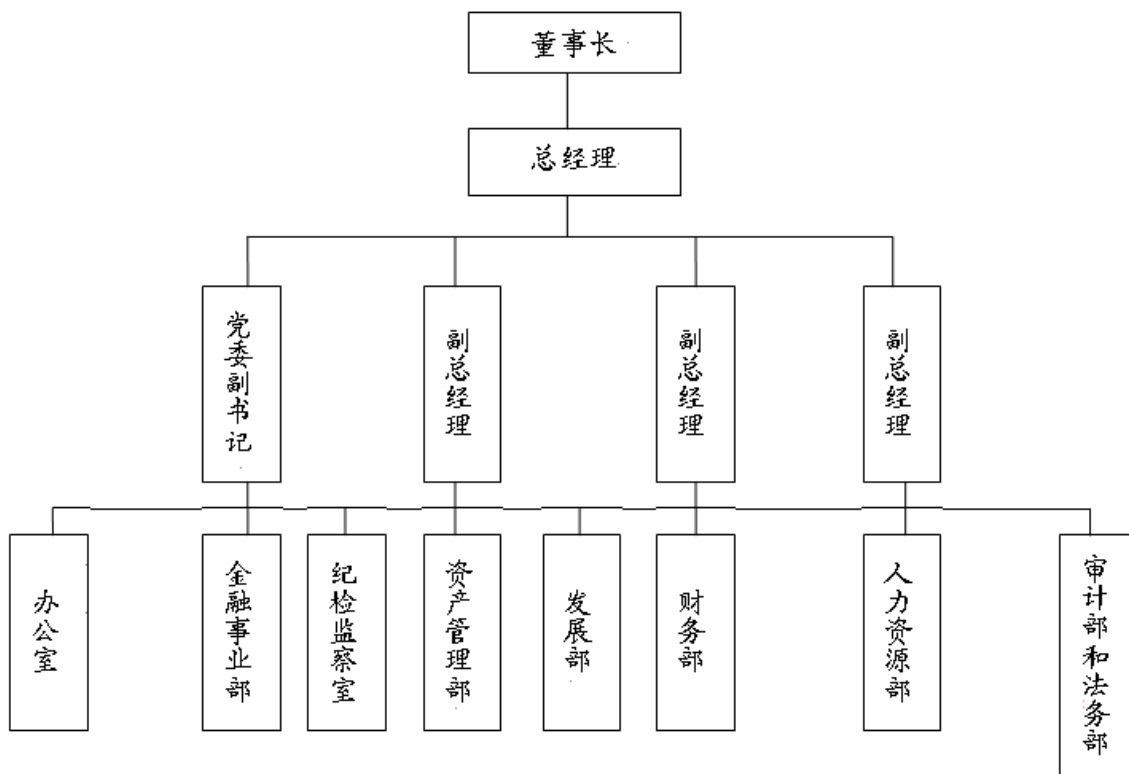
本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

公司经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 均对本期中期票据保障能力强。基于对公司主体长期信用状况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很低，安全性很高。

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 截至 2018 年 3 月底纳入公司合并范围子公司情况

序号	子公司名称	实收资本 (万元)	持股比例(%)
1	江苏恒顺集团有限公司	47000.00	100.00
2	镇江市镇扬大桥投资经营管理有限公司	1000.00	81.00
3	镇江市高科创业投资有限公司	10000.00	100.00
4	江苏华通机械有限公司	3079.86	100.00
5	镇江市诚信担保有限责任公司	20000.00	92.38
6	镇江专用汽车制造厂	2000.00	100.00
7	镇江大东纸业有限公司	32785.20	89.28
8	镇江港口有限责任公司	13000.00	100.00
9	江苏省镇江市路桥工程总公司	20048.00	100.00
10	镇江飞驰集团汽车有限公司	2300.00	100.00
11	镇江飞驰商务车有限公司	1000.00	47.00
12	镇江新华影城有限责任公司	1980.00	51.00
13	江苏太白集团有限公司	5193.94	100.00
14	镇江市汉邦担保有限公司	500.00	100.00
15	镇江市产权交易中心	355.00	61.97
16	镇江国控能源发展有限公司	100.00	55.00
17	镇江国泰资产管理经营有限公司	100.00	100.00
18	镇江国投置业开发有限公司	5000.00	100.00
19	镇江国投创业有限公司	10000.00	100.00
20	江苏港湾建设有限公司	1120.00	55.00
21	镇江市铁公水航空票务有限责任公司	158.00	100.00
22	镇江市能源开发总公司	1000.00	100.00
23	镇江市创业风险投资有限责任公司	2900.00	96.67
24	镇江市丹徒区国金农村小额贷款有限公司	18000.00	58.50
25	德仁融资租赁(上海)有限公司	20000.00	100.00
26	江苏车驰汽车有限公司	300.00	51.00
27	江苏东普新材料科技有限公司	10000.00	60.00
28	镇江市丹徒区建祥水利工程投资有限公司	57500.00	70.00

资料来源：公司提供

### 附件 3 截至 2018 年 3 月底公司对外担保情况

单位：万元

担保人	被担保单位	担保金额	担保期限	
镇江国有投资控股集团 集团有限公司	镇江市丹徒区建设投资有限公司	30000.00	2015.10.28-2019.01.27	
	镇江创普产业发展有限公司	14000.00	2017.07.12-2020.04.12	
	镇江市丹徒区建宜水利投资有限公司	50000.00	2016.01.25-2024.01.24	
	镇江市兴宜水利投资有限公司	40000.00	2015.10.28-2019.01.27	
	镇江技师学院	30000.00	2016.01.25-2019.01.24	
	威腾电器集团股份有限公司	4000.00	2017.07.28-2018.07.28	
	江苏索普（集团）有限公司		3000.00	2017.12.19-2018.06.19
			3000.00	2017.12.27-2018.06.27
			30000.00	2015.11.26-2018.11.26
			2000.00	2014.09.26-2018.06.25
	镇江城市建设产业集团有限公司	244500.00	2018.02.26-2021.02.25	
镇江市诚信担保 有限责任公司	镇江市金盛物贸有限公司	1000.00	2017.07.21-2018.07.20	
	镇江源源通讯设备有限公司	400.00	2017.09.15-2018.09.14	
	江苏格铃汽配有限公司		100.00	2017.10.19-2018.04.19
			100.00	2017.10.23-2018.04.23
	镇江和盛金属材料有限公司	280.00	2017.12.20-2018.06.20	
	江苏兴隆防腐设备有限公司	450.00	2017.12.13-2018.04.06	
	丹阳市长信建材贸易有限公司	900.00	2017.12.13-2018.04.06	
	丹阳市意润园林绿化工程有限公司	900.00	2017.12.27-2018.12.27	
	江苏跃达建设工程有限公司	340.00	2017.12.28-2018.09.28	
其他合计	35304.04			
江苏恒顺集团有 限公司	国投镇江港有限公司	5632.33	2011.01-28-2019.01-28	
		21000.00	2016.05.04-2021.05.04	
	镇江交通产业集团有限公司	50000.00	2017.01.04-2021.01.03	
	镇江城市建设产业集团有限公司	8156.25	2017.07.01-2019.06.23	
		30000.00	2013.03.11-2020.03.08	
	江苏索普（集团）有限公司		1600.00	2017.06.29-2019.07.21
			20000.00	2017.12.28-2018.12.28
			4500.00	2017.09.08-2018.09.20
		1530.00	2017.03.23-2018.04.06	
		2000.00	2017.06.28-2018.06.10	

	江苏恒华传媒有限公司	7500.00	2011.12.28-2019.06.22
	合计	<b>642192.62</b>	--

注：部分到期的担保金额正在办理解除手续中  
资料来源：公司提供

**附件 4 主要财务数据及指标**

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	20.25	23.85	24.88	23.37
资产总额(亿元)	409.83	470.44	487.18	486.69
所有者权益(亿元)	198.19	236.68	239.65	239.77
短期债务(亿元)	48.73	60.17	115.07	118.41
长期债务(亿元)	91.85	109.90	78.91	69.49
全部债务(亿元)	140.58	170.07	193.98	187.91
营业收入(亿元)	50.91	55.77	74.63	19.64
利润总额(亿元)	2.97	4.65	5.18	0.25
EBITDA(亿元)	8.14	11.62	14.46	--
经营性净现金流(亿元)	3.32	12.77	9.27	3.47
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	2.61	3.13	4.66	--
存货周转次数(次)	2.82	1.70	1.46	--
总资产周转次数(次)	0.13	0.13	0.16	--
现金收入比(%)	103.94	114.71	120.34	103.32
营业利润率(%)	12.60	17.04	17.95	21.31
总资本收益率(%)	1.98	2.21	2.58	--
净资产收益率(%)	1.49	1.76	1.85	--
长期债务资本化比率(%)	31.67	31.71	24.77	22.47
全部债务资本化比率(%)	41.50	41.81	44.73	43.94
资产负债率(%)	51.64	49.69	50.81	50.73
流动比率(%)	165.30	176.47	132.05	125.12
速动比率(%)	151.76	145.07	104.59	97.90
经营现金流流动负债比(%)	2.85	10.65	5.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.52	2.41	2.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.27	14.63	13.41	--

注: 1. 2018 年一季度财务数据未经审计; 2. 其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务, 长期应付款中有息债务已调至长期债务; 3. 现金类资产已剔除使用受限部分。

## 附件 5 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 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	
<b>经营效率指标</b>	
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 / 营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

## 附件 6-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

## 附件 6-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 联合资信评估有限公司关于 镇江国有投资控股集团有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

镇江国有投资控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

镇江国有投资控股集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对镇江国有投资控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，镇江国有投资控股集团有限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镇江国有投资控股集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现镇江国有投资控股集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对镇江国有投资控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

镇江国有投资控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对镇江国有投资控股集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与镇江国有投资控股集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。