跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1079 号

镇江国有投资控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

镇江国有投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

镇江国有投资控股集团有限公司公开发行的“18 镇投 01”、“19 镇投 01”和“19 镇投 03”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

镇江国有投资控股集团有限公司
公开发行公司债券2019年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	发行规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18镇投01	3.00亿元	3年（2+1）	AA+	AA+	2018年11月16日
19镇投01	2.10亿元	3年（2+1）	AA+	AA+	2018年12月27日
19镇投03	10.00亿元	3年（2+1）	AA+	AA+	2019年3月18日

跟踪评级时间：2019年6月12日

主要财务数据

项目	2017年	2018年	2019年3月
资产总额（亿元）	487.18	534.44	562.88
所有者权益（亿元）	239.65	239.05	240.97
长期债务（亿元）	77.52	88.41	84.18
全部债务（亿元）	192.59	207.68	192.72
营业收入（亿元）	74.63	78.66	20.62
净利润（亿元）	4.43	5.20	0.39
EBITDA（亿元）	14.46	17.11	–
经营性净现金流（亿元）	9.27	6.68	5.01
营业利润率（%）	15.48	15.47	16.50
净资产收益率（%）	1.86	2.17	0.16
资产负债率（%）	50.81	55.27	57.19
全部债务资本化比率（%）	44.56	46.49	44.44
流动比率（倍）	1.32	1.30	1.23
EBITDA全部债务比（倍）	0.08	0.08	–
EBITDA利息倍数（倍）	1.59	1.42	–
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.96	1.13	–

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 本报告将其他流动负债中的短期融资券纳入相关债务指标核算；4. 2019年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，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”）收入规模略有增长，整体经营稳健；受益于投资收益和营业外收入的大幅增长，公司净利润较上年有所增长；此外，公司经营活动现金流保持净流入，收入实现质量仍属较高。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到原材料价格波动、其他应收款和存货对公司资金占用显著、债务负担较重且面临一定集中偿付压力、期间费用对利润侵蚀严重、利润总额对非经常性损益依赖程度高以及对外担保规模较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着公司各业务板块良性发展，其整体竞争实力有望得到进一步提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为AA+，评级展望为“稳定”；同时维持“18镇投01”、“19镇投01”和“19镇投03”的信用等级为AA+。

优势

1．跟踪期内，公司收入规模略有增长，整体经营稳健；酱醋调味品板块经营状况良好，盈利能力较强。

2．跟踪期内，公司仍然得到了当地政府的大力支持，外部发展环境良好。

3．跟踪期内，公司经营活动现金流保持净流入，收入实现质量仍属较高。

关注

1．跟踪期内，公司化工产品、纸制品等板块的原材料价格和产品销售价格受环保因素影响有所波动；汽车板块产能利用率很低。

2．跟踪期内，公司存货和其他应收款规模较大，对公司资金形成较大的占用；此外，公

司利润受期间费用侵蚀严重，对非经常性损益依赖程度高。

3．跟踪期内，公司整体债务负担较重，仍以短期债务为主，且面临一定的集中偿还压力。

4．跟踪期内，公司对外担保规模仍很大，面临较大的代偿风险。

分析师

戴非易

电话：010-85172818

邮箱：daify@unitedratings.com.cn

孙长征

电话：010-85172818

邮箱：suncz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

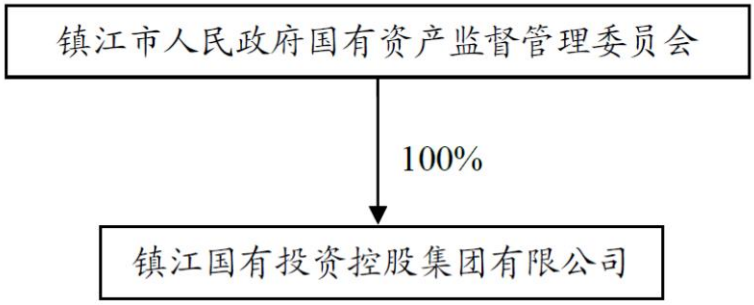
分析师：

联合信用评级有限公司

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”）前身为成立于 1996 年的镇江市国有资产投资经营公司，是根据镇江市人民政府（1996）第四十七号常务会议纪要批准设立的全民所有制企业，主管部门为镇江市财政局，初始注册资金 50 万元。1999 年，镇江市财政局增加公司注册资金至 5,000 万元。2006 年 4 月，根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），公司划归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”）管理，出资人也变更为镇江市国资委。2014 年 10 月，根据镇江市国资委《关于同意镇江市国有资产经营公司公司制改制的批复》（[2014]7 号），公司更名为镇江国有投资控股有限公司，2014 年 11 月，公司更为现名。历经多次增资，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 100,000 万元，镇江市国资委为公司唯一股东和实际控制人。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围和内部组织结构无变化。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内共有 27 家子公司，其中控股子公司江苏恒顺集团有限公司（以下简称“恒顺集团”）下属江苏恒顺醋业股份有限公司（以下简称“恒顺醋业”）为上海证券交易所上市公司（股票简称“恒顺醋业”，股票代码“600305.SH”）[1]；公司拥有在职员工 5,109 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 534.44 亿元，负债合计 295.39 亿元，所有者权益（含少数股东权益）239.05 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 222.04 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 78.66 亿元，净利润（含少数股东损益）5.20 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.68 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.74 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 562.88 亿元，负债合计 321.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益）240.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 223.88 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.62 亿元，净利润（含少数股东损益）0.39 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.01 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.71 亿元。

公司注册地址：江苏省镇江市润州区南山路61号；法定代表人：周毅。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会（证监许可[2018]353 号文）核准，公司获准在中国境内向合格投资者公开发行面值总额不超过 35.00 亿元的公司债券；截至本报告出具日，公司已在此核准项下发出如下 3 期公司

[1] 截至 2019 年 3 月底，恒顺集团对外质押恒顺醋业股票共计 10,790 万股，约占其所持恒顺醋业总股数的 30.86%。

债券，发行规模合计 15.10 亿元。

“镇江国有投资控股集团有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”（债券简称“18 镇投 01”，债券代码“155059.SH”），发行规模 3.00 亿元，票面年利率 7.99%；期限为 3 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。“18 镇投 01”于 2018 年 12 月 5 日发行结束，并于 2018 年 12 月 17 日起在上海证券交易所挂牌交易。截至 2019 年 5 月底，“18 镇投 01”集资金已全部使用完毕，主要用于偿还公司债务。

“镇江国有投资控股集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）（品种一）”（债券简称“19 镇投 01”，债券代码“155140.SH”），发行规模 2.10 亿元，票面年利率 7.75%；期限为 3 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。“19 镇投 01”于 2019 年 1 月 16 日发行结束，并于 2019 年 1 月 29 日起在上海证券交易所挂牌交易。截至 2019 年 5 月底，“19 镇投 01”募集资金已全部使用完毕，主要用于偿还公司债务。

“镇江国有投资控股集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第二期）”（债券简称“19 镇投 03”，债券代码“155292.SH”），发行规模 10.00 亿元，票面年利率 6.00%；期限为 3 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。“19 镇投 03”于 2019 年 4 月 1 日发行结束，并于 2019 年 4 月 10 日起在上海证券交易所挂牌交易。截至 2019 年 5 月底，“19 镇投 03”集资金已全部使用完毕，主要用于偿还公司债务。

截至本报告出具日，“18 镇投 01”、“19 镇投 01”和“19 镇投 03”均未到第一个付息日。

三、行业分析

2018 年，公司主要收入和利润来源于酱醋调味品板块（主要产品为食醋）和汽车板块。

1．食醋行业

近年来我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为例，其市场占有率近年仅为 5%左右。

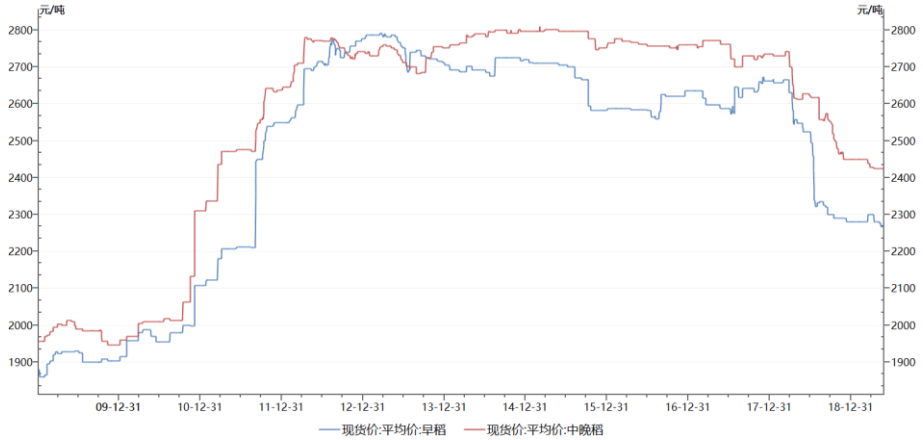
表 1　国内主要食醋情况

品牌	产地	主要原料	代表企业
山西老陈醋	山西	高粱	山西水塔老陈醋股份有限公司
镇江香醋	江苏	糯米	恒顺醋业
阆中保宁醋	四川	麸皮、大米等	四川保宁醋有限公司
福建永春老醋	福建	糯米、红曲、芝麻	永春老醋责任有限公司

资料来源：联合评级整理

上游原材料方面，大米或高粱是食醋生产所需的主要原材料，占主要产品生产成本的 50%左右，其价格波动对行业内企业的生产成本和经营业绩造成一定的影响。2016~2018 年，我国稻谷平均收购价格分别为 139.36 元/50 公斤、139.56 元/50 公斤、139.98 元/50 公斤，较为稳定。2018 年 2 月，国家发改委公布了 2018 年生产的早籼稻、中晚籼稻和粳稻最低收购价格，分别为每 50 公斤 120 元、126 元和 130 元，比 2017 年分别下调 10 元、10 元和 20 元。整体看，稻谷收购价格下调有利于食醋企业的成本控制。

图 2　2009~2018 年国内早稻及中晚稻价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

下游需求方面，食醋行业主要的下游消费渠道有餐饮消费、家庭消费和食品工业等。餐饮消费方面，2016~2018 年，按不变价格计算，全国住宿和餐饮业生产总值增长率大致在 9.00%上下，增速较稳健。家庭消费方面，居民家用酱醋产品受经济波动影响较少，抗周期能力较强。食品加工方面，根据中国食品工业协会测算，2018 年，我国食品工业实现主营业务收入 9.02 万亿元，同比增长 5.29%；全国 40,909 家规模以上食品工业企业完成工业增加值同比增长 6.30%，比全国工业 6.20%的增加值增速快了 0.10 个百分点，食品工业实现平稳增长。综合以上因素，2018 年，食醋的下游需求平稳增长。未来随着民众消费升级，我国食醋行业将进一步产业化、规模化和品牌化发展。

行业竞争方面，受地方风俗和个人口味喜好的差异性影响，食醋业主要以地方品牌居多，行业集中度较低，且整个行业产品有一定同质化现象。此外，国内部分食醋品牌开始追求产品的创新，研发出各类具有明显创新特征的产品，如技术创新型食醋、添加物创新型食醋等，研发的新型醋产品对传统醋产品产生了一定影响，但目前传统醋产品的主流地位在短期内不会改变。

行业政策方面，由于食醋属于食品行业的细分子行业，其发展受食品行业相关政策影响较大，近年来我国出台的与食醋相关的食品行业相关法律法规集中在网络餐饮监管、禁止虚假宣传与食品安全制度完善等方面，为食醋行业的发展提供了良好的政策环境。

总体看，跟踪期内，我国食醋行业集中度较低且具有较为明显区域性特征；上游稻谷价格虽然处于较高位，但有进一步下行空间，有利于食醋企业的成本控制；食醋下游需求平稳增长。

2．汽车行业

根据中国汽车工业协会的统计数据，2018 年，我国乘用车产销量分别完成 2,352.9 万辆和 2,371 万辆，同比下降 5.2%和 4.1%。其中，基本型乘用车（轿车）产销 1,146.6 万辆和 1,152.8 万辆，同比下降 4.0%和 2.7%；运动型多用途乘用车（SUV）产销 995.9 万辆和 999.5 万辆，同比下降 3.2%和 2.5%；多功能乘用车（MPV）168.5 万辆和 173.5 万辆，同比下降 17.9%和 16.2%；交叉型乘用车产销 42.0 万辆和 45.3 万辆，同比下降 20.8%和 17.3%。2018 年，新能源汽车产销分别为 127.0 万辆和 125.6 万辆，同比增长 59.9%和 61.7%。

从上游看，钢材是汽车制造的主要原材料，汽车整车及零部件生产需要用到冷轧板、热轧板、电镀锌板和热镀锌板等钢材。2018 年，全球钢铁价格保持在高位，下半年出现回落。截至 2018 年底，Myspic 综合钢价格指数为 141.0 点；截至 2019 年 3 月底，Myspic 综合钢价格指数为 145.2 点。国内来看，我国提出了以“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”为重点任务的供给侧结构

性改革，2018 年钢铁行业超额完成全年压减钢铁产能 3,000 万吨目标任务，提前两年完成钢铁去产能“十三五”规划 1.5 亿吨上限目标。受供给侧改革影响，钢铁行业景气度依然持续回升，2018 年我国生铁、粗钢和钢材产量分别为 7.7 亿吨、9.3 亿吨和 11.1 亿吨，同比增长 3.0%、6.0%和 8.5%；2018 年，CSPI 国内钢材价格平均指数为 114.8 点，同比上升 7.0 点，中钢协会员企业实现工业总产值 3.5 万亿元，同比增长 14.6%。钢铁价格上涨一定程度提高了汽车行业的制造成本。

图 3　2016~2019 年 3 月 Myspic 综合钢价指数变化情况



资料来源：Wind

从下游来看，中国人均汽车保有量仍远低于欧美日等发达国家和世界平均水平，长远看目前我国仍处于工业化和城镇化同步加速发展的阶段，中国汽车市场的增长空间仍旧较大，汽车刚性需求仍然存在；但乘用车消费需求减弱，库存增加，各月库存系数均位于警戒线以上。自主品牌继续保持较高的市场占有率（达 42%），逐渐寻求向高端化转型。新能源汽车方面，新的补贴标准实施后将促使产品结构调整；双积分政策成为助推新能源汽车发展的新动力。出口方面，2018 年，乘用车企业出口 75.8 万辆，同比增长 18.5%。

行业政策方面，2018 年 1 月 1 日起，1.6L 以下燃油汽车恢复按 10%的法定税率征收车辆购置税；新能源汽车免征购置税的政策延续三年，通过《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》实施管理，进一步严格新能源汽车的产品标准，提高对车企的技术要求。2018 年 2 月，《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建【2018】18 号）要求进一步提高纯电动乘用车、非快充类纯电动客车、专用车动力电池系统能量密度门槛要求，鼓励高性能动力电池应用，调整优化新能源乘用车补贴标准，合理降低新能源客车和新能源专用车补贴标准。《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》（令【2017】44 号）自 2018 年 4 月起正式实施，乘用车企业平均燃料消耗量正积分可以结转或者在关联企业间转让，新能源汽车正积分可以抵扣同等数量的平均燃料消耗量负积分，新能源汽车负积分应通过购买新能源汽车正积分的方式抵偿归零。国家发改委于 2018 年 4 月表示，汽车行业将分类型实行过渡期开放：2018 年取消专用车、新能源汽车外资股比限制；2020 年取消商用车外资股比限制；2022 年取消乘用车外资股比限制，同时取消合资企业不超过两家的限制；通过 5 年过渡期，汽车行业将全部取消限制，实现全面开放。2018 年 6 月，工信部和国家标准化管理委员会印发《国家车联网产业标准体系建设指南（总体要求）》等系列文件，发挥标准在车联网产业生态环境构建中的顶层设计和基础引领作用，打造具有核心技术、开放协同的车联网产业。国家发改委于 2018 年 7 月公布《汽车产业投资管理规定（征求意见稿）》，要求规

范市场主体投资行为，防范盲目建设和无序发展，严格控制新增传统燃油汽车产能，积极推动新能源汽车健康有序发展，着力构建智能汽车创新发展体系；有利于优化燃油汽车整车项目布局，推动技术进步，淘汰落后产能。

行业关注方面，一是贸易保护主义抬头、国家政策的调整、国际市场的不稳定等宏观经济风险都可能对汽车市场产生不利影响，从而抑制汽车消费需求。二是国内环保压力加大，排放及安全法规不断升级，迫使汽车、摩托车企业技术升级。三是随着外资放开和自主品牌崛起，市场竞争更加激烈，企业研发能力有待进一步提升。

未来发展方面，三至六级城市汽车市场消费潜力很大，有望成为今后主要乘用车消费市场，出现“县域汽车发展趋势”；乘用车的消费属性正在从“可选消费”到“刚性消费”转变；汽车保有量的提升推动二手车交易，二手车市场潜力巨大。同时，随着汽车消费的兴起，汽车金融和服务的市场将逐步扩大，我国汽车金融和服务领域将迎来重大的发展机遇，汽车工业的利润增长点也将由整车制造环节逐步向汽车金融和服务领域转移。

总体看，2018 年，钢材价格保持较高水平，汽车行业生产成本有所上升；乘用车行业出现近年来产销量的首次下降，行业景气度降低；行业政策鼓励企业提升技术水平、优化产业配置。

四、管理分析

2018 年 8 月，公司任命了新任总经理。

公司总经理陈家军先生，1977 年 6 月生，安徽宣城人，1999 年 8 月参加工作，1999 年 6 月加入中国共产党，大学学历，双学士学位。历任镇江市政府办公室综合一处副处长、润州区委办公室主任、润州区委办公室主任、润州区蒋乔街道党工委书记、润州区委常委、宣传部部长；2018 年 8 月至今，任公司董事、总经理。除上述变动外，公司在治理结构、管理制度、员工构成等方面无重大变动。

总体看，跟踪期内，公司管理制度、经营战略较为稳定，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，公司主营业务未发生变化。2018 年，公司实现营业收入 78.66 亿元，较上年增长 5.39%，除酱醋调味品和道路桥梁施工板块外，其他板块收入均有所增长；得益于投资收益和营业外收入的大幅增长，公司实现净利润 5.20 亿元，较上年增长 17.32%。

2018 年，酱醋调味品板块收入为 15.58 亿元，较上年下降 17.70%，主要系恒顺集团的控股子公司江苏恒宏包装有限公司（以下简称“恒宏包装公司”）同期收入 4.01 亿元调整列入纸制品板块所致；剔除此因素后，酱醋调味品板块收入较上年增长 3.51%；在营收中的占比为 19.81%，较上年降低 5.55 个百分点。2018 年，道路桥梁施工板块收入为 6.83 亿元，较上年下降 46.18%，主要系全资子公司江苏省镇江市路桥工程总公司（以下简称“路桥公司”）更改工程结算方式、部分税改后的项目在工程完工后才能确认收入所致；在营收中的占比为 8.68%，较上年下降 8.32 个百分点。2018 年，纸制品板块收入为 12.06 亿元，较上年大幅增长 66.57%，主要系恒宏包装公司收入转入此板块所致；剔除此因素后，纸制品板块收入较上年增长 11.25%；在营收中的占比为 15.33%，较上年上升 5.63 个百分点。2018 年，化工产品板块收入为 12.07 亿元，较上年增长 12.49%，主要系控股子公司

江苏东普新材料科技有限公司（以下简称“东普新材料”）副产品销售收入增加所致；在营收中的占比为 15.34%，较上年变化不大。2018 年，汽车板块收入为 19.10 亿元，较上年增长 11.18%，主要系平行进口车销量增长所致；在营收中的占比为 24.28%，较上年变化不大。2018 年，公司其他板块收入为 13.02 亿元，较上年大幅增长 65.23%，主要系全资子公司镇江市能源开发总公司的大宗商品贸易收入增加所致；在营收中的占比为 16.56%，较上年提升 6.01 个百分点。

表 2　2017~2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
酱醋调味品	18.93	25.36	34.48	15.58	19.81	44.61
道路桥梁施工	12.69	17.00	9.22	6.83	8.68	12.96
纸制品	7.24	9.70	2.94	12.06	15.33	9.84
化工产品	10.73	14.37	17.68	12.07	15.34	12.49
汽车	17.18	23.02	3.83	19.10	24.28	4.30
其他	7.88	10.55	21.68	13.02	16.56	11.31
合计	**74.63**	**100.00**	**16.31**	**78.66**	**100.00**	**16.31**

资料来源：公司提供

2018 年，公司酱醋调味品板块毛利率为 44.61%，较上年大幅上升 10.13 个百分点，主要系公司提高了部分酱醋产品售价，以及利润率较低的包装纸业务收入划至纸制品板块所致；道路桥梁施工板块毛利率为 12.96%，较上年上升 3.74 个百分点，主要系公司加强成本控制所致；纸制品板块毛利率为 9.84%，较上年上升 6.90 个百分点，主要系纸制品行业受环保限产提价所致；化工产品板块毛利率为 12.49%，较上年下降 5.19 个百分点，主要系环保监管使得钛白粉产销量受到较大影响所致；汽车板块毛利率为 4.30%，较上年变化不大；其他板块毛利率为 10.37%，较上年下降 10.37 个百分点，主要系毛利率较低的大宗商品贸易业务增加所致。受上述因素影响，2018 年公司综合毛利率为 16.31%，较上年无变化。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.62 亿元，较上年同期增长 5.01%；受益于公司持有的中国太平洋保险（集团）股份有限公司（以下简称“太保股份”）股票价格上涨、使公允价值变动净收益由负转正，公司实现净利润 0.39 亿元，较上年同期 0.12 亿元有所增长。

整体看，2018 年，公司收入小幅增长，酱醋调味品和汽车板块仍为公司收入的主要来源；综合毛利率保持稳定。

2．酱醋调味品

跟踪期内，公司酱醋调味品板块经营主体仍为控股子公司恒顺集团。2018 年，酱醋调味品板块收入为 15.58 亿元，较上年下降 17.70%，主要系恒宏包装公司同期收入 4.01 亿元调整列入纸制品板块所致；剔除此因素后，酱醋调味品板块收入较上年增长 3.51%。

（1）原材料采购

2018 年，公司采购方式和结算方式较上年无变化。2018 年，公司主要原材料采购量和采购均价均较上年变化不大；其中，粮食采购量为 9.10 万吨，较上年下降 3.31%；采购均价为 0.69 万元/吨，较上年上升 1.47%。

表 3　2017~2018 年公司主要原材料采购情况（单位：吨、万只、万元/吨、元/只）

项目	2017 年		2018 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价
粮食	94,087.00	0.68	90,973.00	0.69
玻璃瓶	29,581.00	0.56	29,018.00	0.56
瓶盖	28,439.00	0.13	27,877.00	0.13
包装箱	2,103.00	3.31	2,065.00	3.31

资料来源：公司提供

供应商集中度方面，2018 年，公司前五大供应商采购的原材料采购金额占酱醋调味品板块采购总金额的比例为 23.81%，较上年上升 5.65 个百分点。整体看，公司供应商仍较为分散，不存在对单一供应商依赖的情况。

总体看，2018 年，公司酱醋调味品板块生产的原材料采购的量价保持稳定；供应商集中度仍属较低。

（2）生产经营

跟踪期内，公司生产方式无变化，仍采取“以销定产”；酱醋产品产能较上年无变化；主要产品产量较上年变化不大；产能利用率仍保持在 94%以上。

表 4　2017~2018 年公司酱醋调味品板块生产情况表（吨、%）

期间	产品	产能	产量	产能利用率
2017 年	黑醋	300,000.00	300,000.00	100.00
	白醋	50,000.00	42,300.00	84.60
	料酒	50,000.00	36,800.00	73.60
	合计	**400,000.00**	**379,100.00**	**94.77**
2018 年	黑醋	300,000.00	300,000.00	100.00
	白醋	50,000.00	43,011.00	86.02
	料酒	50,000.00	43,218.00	86.44
	合计	**400,000.00**	**386,229.00**	**96.56**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司酱醋产品产能无变化；产量较上年变化不大；产能利用率保持在较高水平。

（3）产品销售

跟踪期内，公司销售方式和销售结算方式无变化。2018 年，公司各类酱醋产品的年销售量仍保持 30 万吨以上，产销率基本保持在 100%。

从客户集中度来看，2018 年，恒顺醋业前五大客户销售额为 2.53 亿元，占其销售总额比例为 11.72%，较上年下降 1.67 个百分点；销售集中度仍较低。

总体看，2018 年，公司酱醋调味品业务经营方式未发生变化，收入较为稳定，产销率仍保持在较高水平。

3．汽车

跟踪期内，公司汽车板块经营主体仍为镇江飞驰汽车集团有限公司（以下简称“飞驰汽车”）以及江苏车驰汽车有限公司（以下简称“江苏车驰”）。2018 年，汽车板块收入为 19.10 亿元，较上年增长 11.18%，主要系平行进口车销量增长所致。

（1）原材料采购

2018 年，公司汽车板块的原材料采购方式和结算方式较上年无变化。2018 年，受竞争激烈、改装汽车产量下降影响，公司汽车业务主要原材料采购量均有所下降；其中，原型车采购量为 314 辆，较上年下降 37.57%。采购价格方面，2018 年，受采购型号不同影响，原型车采购均价有所下降，较上年下降 12.57%；底盘与制冷剂采购均价出现上涨，涨幅分别为 16.54%和 30.00%。

表 5　2017~2018 年公司汽车原材料采购情况（单位：辆、吨、台、万元）

项目	2017 年		2018 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价
原型车	503	38.89	314	34.00
底盘	789	10.40	589	12.12
制冷机	972	2.40	602	3.12
铝板	173	1.98	101	2.02
铝型材	143	1.91	--	--

资料来源：公司提供

供应商集中度方面，2018 年，汽车业务前五大供应商供应金额占汽车原材料采购成本的比例为 42.11%，比例较上年进一步提高，公司供应商集中度较高。

总体看，2018 年，受竞争激烈、改装汽车产量下降影响，公司汽车板块原材料采购量有所下降；底盘与制冷剂采购均价有所上升；供应商集中度较高。

（2）生产

公司汽车生产主要为改装业务。产能方面，2018 年，公司汽车合计年产能为 13,200 辆，较上年无变化。产量方面，2018 年，受市场竞争激烈、销量下滑影响，公司汽车产量为 1,161 辆，较上年大幅下降 34.99%。受此影响，2018 年，汽车业务产能利用率从上年的 13.53%降至 8.80%，产能利用率很低。

表 6　2017~2018 年公司汽车产能、产量与产能利用率情况（单位：辆、%）

项目	产品	产能	产量	产能利用率
2017 年	商务车	1,200	465	38.75
	冷藏车	6,000	1,081	18.02
	厢式车	4,000	210	0.05
	特种车	2,000	30	0.02
	合计	**13,200**	**1,786**	**13.53**
2018 年	商务车	1,200	217	18.08
	冷藏车	6,000	662	11.03
	厢式车	4,000	274	6.85
	特种车	2,000	8	0.40
	合计	**13,200**	**1,161**	**8.80**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司汽车产能较上年无变化；受市场竞争激烈、销量下滑影响，公司汽车产量较上年大幅下降；产能利用率仍很低。

（3）销售

公司汽车销售包括改装车销售和平行进口车贸易。2018 年，公司改装车销量为 1,610 辆，较上

年下降 31.72%，主要系市场竞争激烈、订单量下滑所致；平行进口车销量为 2,149 辆，较上年增长 35.33%，主要系大力发展此项业务所致。剔除平行进口车后销量后，2018 年，公司汽车板块产销率为 138.67%，较上年提高 6.64 个百分点。

表 7　2017~2018 年公司汽车销量与销售均价情况（单位：辆、万元/辆）

项目	2017 年		2018 年	
	销量	均价	销量	均价
商务车	952	60.00	636	62.00
冷藏车	1,070	17.00	587	16.00
厢式车	306	13.00	341	5.00
特种车	30	25.00	46	26.00
小计	**2,358**	**--**	**1,610**	**--**
平行进口车	1,588	53.50	2,149	54.00
合计	**3,946**	**44.89**	**3,759**	**44.63**

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2018 年公司汽车业务前五大客户销售额为 13.76 亿元，占销售总额比例为 87.56%，较上年上升 15.49 个百分点，销售集中度高。

销售结算方面，汽车板块销售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 6 个月以内。

总体看，2018 年，在平行进口车销量增长带动下，公司汽车销量和收入有所增长；客户集中度高。

4．道路桥梁施工

跟踪期内，公司道路桥梁施工板块经营主体仍为下属全资子公司路桥公司。2018 年，道路桥梁施工板块收入为 6.83 亿元，较上年大幅下降 46.18%，主要系路桥公司更改工程结算方式、部分税改后的项目在工程完工后才能确认收入所致。

跟踪期内，公司道路桥梁施工的经营模式和过程管理无变化，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，通过组建项目部方式进行过程管理。

资金回收情况方面，2018 年，公司路桥建设项目完工总金额为 12.57 亿元，较上年变化不大；垫资金额为 2.03 亿元，较上年增长 26.96%，主要系业主方不定期支付影响所致；工程款回收额为 10.12 亿元，较上年变化不大。整体看，道路桥梁施工板块回款效率有所下降，对公司的资金占用增加。

表 8　2017~2018 年公司工程项目资金回收情况（单位：万元）

项目	2017 年	2018 年
当年完工总金额	121,576.00	125,671.00
当年垫资金额	16,017.00	20,335.00
当年工程款回收	103,178.00	101,174.00

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司已签订的在建工程合同共 32 个，合同总造价为 50.19 亿元。2018 年以及 2019 年 1~3 月，公司新签订合同项目共 11 个，主要集中在江苏省内，新签订合同金额为 8.12 亿元，同比下降 67.56%，公司项目储备一般。

表 9　截至 2019 年 3 月底公司在建施工项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	项目地点	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	广西	2016.04.11	2017.11.01	0.60	95.00
扬溧高速荣炳互通至 S241 连接线工程	镇江	2016.05.11	2018.03.31	0.71	78.00
丹阳市丹金溧漕河桥梁工程项目 A1 标段	镇江	2016.05.17	2017.12.31	0.40	98.00
524 国道通常汽渡至常熟三环段改扩建工程项目 S2 标	常熟	2016.06.20	2018.12.31	6.32	80.00
台州湾大桥及接线工程第 TS13 标段	台州	2014.02.01	2017.11.30	6.96	85.00
坪西公路坪山至葵涌段扩建工程施工第 3 标段	深圳	2014.10.01	2017.11.30	3.09	98.00
南京南站地区市政道路五期工程施工招标 NZ-SG1602 标段	南京	2016.08.16	2017.09.16	1.76	98.00
广东省仁化(湘粤界)至博罗公路仁化至新丰段 TJ8 合同段	仁兴	2015.11.18	2017.08.20	1.60	98.00
南通市通州区金川大道西延（A 标）工程	南通	2014.08.20	2017.03.31	0.30	93.00
357 省道丹阳至常州机场段改扩建工程	丹阳	2017.01.20	2018.05.20	0.40	78.00
浙江山水六旗基础设施配套工程 PPP 项目	浙江	2017.01.25	2019.04.01	4.00	52.00
如东县 2016 年度县道养护大中修工程 2016YHSG2 标段	如东	2017.02.14	2018.02.14	0.13	58.00
238 省道扬中段（八桥加油站至二桥）改造工程	扬中	2017.04.05	2018.04.05	0.53	63.00
雷公岛直达通道工程(一期二标段)	南通	2017.04.01	2019.04.06	0.57	70.00
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	建德	2017.06.06	2019.12.28	9.58	34.00
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	丹阳	2017.06.08	2018.07.01	0.39	48.00
沿海高速公路 2017 年南通段路基预防性养护维修项目	南通	2017.06.08	2018.06.08	0.05	60.00
双新北路盐宝河大桥及接线工程	南通	2017.07.31	2018.07.31	1.05	30.00
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	东台	2017.08.09	2019.05.02	0.05	35.00
丹阳市丹金溧漕河桥梁工程项目施工招标 A3 标段	丹阳	2017.09.19	2019.08.20	0.70	18.00
国道 345 线石渠宜牛至达日四川境段公路改建工程 B	四川	2017.10.23	2019.04.03	2.88	22.00
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	泰州	2018.01.02	2018.12.20	3.26	17.00
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	常熟	2018.01.03	2019.01.01	0.03	21.00
沿江高速公路常州南收费站扩建工程施工项目 YJ-CZN 标段	常熟	2018.02.06	2019.02.06	0.11	24.00
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-L2 标段	兴化	2018.02.12	2019.02.12	0.58	27.00
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 标段	兴化	2018.02.12	2019.02.12	0.72	12.00
盐城高新技术连接线工程振兴路南段	盐城	2018.05.11	2019.05.11	0.65	5.00
265 省道镇江至荣炳（K16+000-K35+260）段改扩建工程 A3 标	镇江	2018.03.23	2019.03.23	1.08	2.00
国道主干线福州绕城公路西北段飞石互通式立体交叉工程 A 标段	福州	2018.11.06	2020.06.06	0.59	2.00
常熟市辛庄镇潭荡路道路改造工程施工项目（TDL 标）	常熟	2018.10.11	2019.05.11	0.33	2.00
新孟河延伸拓浚工程（北干河 239 省道桥、延政西路桥）施工项目 BGHQ-YZXLQ-SG 标段	常州	2019.01.21	2020.01.21	0.65	2.00
苏州绕城高速公路有限公司 2019 年排水设施维护工程和日常保洁养护项目 WHBJ03 标段	苏州	2019.01.23	2020.01.23	0.12	0.00
合计				**50.19**	--

资料来源：公司提供
注：部分工程已经过合同工期，但仍未完工，主要情况有以下几种：1.工程主体工作已经交工，正在进行后期的修补工程和防护工程作业；2.由于设计变更增加了工程量，正在进行合同增项工程的施工；3.由于施工过程中征地拆迁或者天气情况导致施工进度延误；4.目前已经交工，尚未完成竣工结算。

跟踪期内，公司工程垫付工程款和结算方式无变化。

总体看，2018 年，受路桥公司更改工程结算方式、部分税改后的项目在工程完工后才能确认收入影响，道路桥梁施工板块收入大幅下降；公司资金回流情况一般，项目储备一般。

5．化工产品

跟踪期内，公司化工产品板块的经营主体仍为公司全资子公司江苏太白集团有限公司（以下简称“太白集团”）和东普新材料；主要产品包括钛白粉、聚合硫酸铁、硫酸亚铁和硫酸等，以钛白粉为主。2018 年，化工产品板块收入为 12.07 亿元，较上年增长 12.49%，主要系东普新材料副产品销售收入增加所致。

原材料采购方面，2018 年，公司钛精矿采购量为 10.89 万吨，较上年下降 10.74%，主要系太白集团受环保监管影响全年限产时间较长、产量下降所致；钛精矿采购均价为 1,487 元/吨，较上年下降 5.47%。2018 年，主要供应商供应额占化工产品板块总成本的 84.43%，公司对原材料供应商持续高度依赖；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。跟踪期内，采购结算方式无变化。

产品生产方面，2018 年，公司主要产品钛白粉的年产能仍 6.00 万吨，较上年无变化；产量为 4.63 万吨，较上年下降 8.86%，主要系环保监管限产所致；产能利用率由上年的 84.73%下降至 77.10%。其他产品占化工板块收入比重较小，影响不大。

产品销售方面，2018 年，公司钛白粉销量为 4.61 万吨，较上年下降 7.98%；销售均价为 16,378 元/吨，较上年变化不大；产销率由上年的 98.65%小幅上升至 99.73%。

2018 年，公司化工产品前五大客户销售额合计占化工产品销售总额的比例由上年的 38.27%下降至 27.88%，销售集中度尚可。跟踪期内，化工产品销售结算的方式无变化。

总体看，受环保监管限产影响，2018 年，公司化工产品板块产销量均有所下降，主要产品钛白粉价格稳定；化工产品板块受外部政策环境影响大，盈利稳定性仍较弱。

6．纸制品

跟踪期内，公司纸制品板块经营主体仍为下属控股子公司镇江大东纸业有限公司（以下简称“大东纸业”）。2018 年，纸制品板块收入为 12.06 亿元，较上年大幅增长 66.57%，主要系恒宏包装公司收入转入此板块所致；剔除此因素后，纸制品板块收入较上年增长 11.25%。

原材料采购方面，2018 年，公司纸制品板块主要原料仍为纸浆，纸浆的采购量为 8.68 万吨，较上年增长 5.72%；纸浆的采购价格为 5,027 元/吨，较上年增长 23.21%，主要系国内纸浆库存超预期下降、环保监管趋严以及废纸等其他原材料价格上涨所致。从原材料采购集中度来看，2018 年，公司前五大原材料供应商占比由上年的 65.71%下降至 54.62%，集中度有所下降，但仍属较高。跟踪期内，公司纸制品原材料采购结算方式无变化，纸浆仍主要采用远期信用证方式，货到后付款，月结 90 天。

纸制品生产方面，2018 年，公司各类纸制品合计产能为 12.00 万吨，较上年无变化；各类纸制品合计产量为 10.90 万吨，较上年增长 4.04%；产能利用率由上年的 90.81%上升至 94.48%，处于较高水平。

纸制品销售方面，2018 年，公司各类纸制品合计销量为 10.51 万吨，较上年变化不大；纸制品销售均价为 6,813 元/吨，较上年增长 2.56%；产销率由上年的 99.67%下降至 92.74%。销售集中度方面，2018 年，纸制品板块前五大销售客户占比由上年的 55.60%下降至 48.08%，销售集中度有所下降。跟踪期内，公司纸制品销售结算方式无变化。

总体看，2018 年，纸浆采购价格较上年上涨，供应商集中度仍较高；纸制品销售价格有所上涨，产销率较上年有所下降。

7．其他

跟踪期内，公司其他板块包含房地产业务、改革专项资金管理业务和大宗商品贸易收入。2018年，公司其他板块收入为13.02亿元，较上年大幅增长65.23%，主要系大宗商品贸易收入增加所致。

跟踪期内，公司房地产业务经营主体仍为镇江国投置业开发有限公司（以下简称“国投置业”）和恒顺集团子公司镇江恒顺房地产开发有限公司、镇江中房新鸿房地产开发有限公司。2018年，公司房地产销售收入2.00亿元，较上年1.22亿元有所增长，主要为国投置业名下存量房的销售收入。

跟踪期内，公司作为镇江市国有资产经营、产业项目投融资和国企改革重组的运营主体，承担了镇江市改革专项资金的筹集、使用和管理工作。2017~2018年，公司筹集改革资金分别为0.84亿元和0.69亿元；支付改革资金分别为0.18亿元和586.87万元。2017~2018年，公司改革专项资金收支情况尚可。

总体看，2018年，公司房地产业务收入较上年有所增长，改革专项资金收支情况尚可。

8．在建项目

在建项目方面，截至2019年3月底，公司主要在建项目（不含路桥板块项目）概算总投资24.77亿元，目前已完成投资21.00亿元，预计尚需投入资金3.77亿元，其中丹徒区世业洲江堤改造工程项目投资规模较大，预计2019年需继续投资2.32亿元。

表10　截至2019年3月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已完成投资	项目审批情况	未来投资计划
国家研发中心项目	12,638.00	11,982.12	镇徒发改经信投【2013】170号	已完工
全斯福新材料项目	19,600.00	13,623.89	镇新经发【2014】234号	已完工
丹徒区世业洲江堤改造工程项目	157,288.10	134,044.80	镇徒发改经信【2015】47号	2019年投资23,243.30万元
东普新材料基地项目	58,201.00	50,364.72	镇化治办【2016】14号	已完工
合计	**247,727.10**	**210,015.53**	--	--

资料来源：公司提供
注：已完工项目为已完工正逐步竣工决算的项目，因此仍在此列示。

总体看，考虑到公司总体规模，公司在建项目的资金需求不大，资金支出压力较小。

9．经营关注

（1）经济周期风险

公司所从事的化工、道路桥梁施工、造纸、汽车与宏观经济周期关系密切，宏观经济的周期性波动将影响公司所从事行业的市场容量和主营业务稳定性。如果未来宏观经济增速继续放缓或出现衰退，公司主营业务发展和盈利能力将受到不利影响。

（2）原材料价格波动风险

公司经营的酱醋调味品板块、化工产品板块、纸制品板块和汽车板块属于生产制造行业，原材料占成本比例较高。近年来，公司所从事业务的主要原材料价格均出现一定幅度的波动，原材料的价格波动可能导致公司营运资金占用、存货价值波动，对公司的成本控制和盈利水平产生不利影响。

（3）安全与环保风险

由于涉及食品、建筑施工、化工工业、汽车工业以及改革专项资金经营，公司生产经营中存在发生事故灾难、生产安全事件、社会安全事件、环境污染事件等突发事件的可能性；如果发生突发

事件可能造成对公司的负面影响。此外，环保监管力度加大也将对公司的生产经营造成扰动。

（4）多业经营的风险

公司参股企业较多，资产集中度较低，产业控制力度较弱，对所控下属子公司主要代镇江市政府行使出资人的权利，由于下属企业涉及酱醋调味品生产、化工制造、纸制品和汽车等多个非相关产业，行业差异较大，对公司管理能力要求较高，存在多业经营风险。此外，受搬迁改造和市场竞争激烈的影响，公司汽车产量和产能利用率有所下降，产能利用率仅为 8.80%，联合评级将对公司汽车板块的经营情况保持关注。

（5）资产重组事项

镇江市拟对市属投融资主体进行整合，公司在 2015 年 9 月发布公告拟进行资产重组，将下属的包括路桥公司在内的多家子公司股权划出，目前该资产重组议案未获公司债券持有人会议通过已暂缓实施。由于路桥公司所经营的路桥建设业务系公司收入的主要来源之一，未来路桥板块的收入持续性存在一定不确定性。

10．未来发展

未来公司将围绕建设大公司、大集团的战略要求，依托自身优势，快速拓展业务范围，全面提升业务结构。具体工作主要围绕以下几个方面开展：

一是突出主业，抓好恒顺中山西路地块项目等大项目的投资和建设；二是通过设立创投公司和小额贷款公司，加快金融板块发展；三是继续经营好实业和工商企业投资的主业，对实体经济进一步加大投资力度；四是以股权经营为核心，基于国家、省、市产业结构调整机遇，加大公司资本结构调整力度。

总体看，公司发展战略较为明确，通过多项措施来确保公司业务发展，公司发展规划具备可行性。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2018 年度合并财务报表已由中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。2019 年一季度财务数据未经审计。公司审计报告按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定编制。公司根据财政部颁发的财会[2018]15 号《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》等相关要求进行会计政策变更，对财务报表部分列报项目进行调整。

从合并范围变化上看，2018 年，公司新增 2 家子公司（镇江国控宏业供应链管理有限公司和上海索普股权投资基金管理有限公司），减少 1 家子公司（镇江港口有限责任公司），共有 27 家子公司纳入合并财务报表范围。公司合并财务报表范围有所变化，但由于新纳入合并范围的主体规模均较小，会计政策连续性较好，故财务数据的可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 534.44 亿元，负债合计 295.39 亿元，所有者权益（含少数股东权益）239.05 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 222.04 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 78.66 亿元，净利润（含少数股东损益）5.20 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.68 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.74 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 562.88 亿元，负债合计 321.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益）240.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 223.88 亿元。2019 年 1~3 月，公司

实现营业收入 20.62 亿元，净利润（含少数股东损益）0.39 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.01 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.71 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产总额 534.44 亿元，较年初增长 9.70%；其中流动资产和非流动资产占比分别为 49.36%和 50.64%，结构较为均衡。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 263.80 亿元，较年初增长 20.89%，主要由于存货大幅增长所致；流动资产以货币资金（占 13.75%）、应收账款（占 5.51%）、其他应收款（占 32.16%）和存货（占 38.43%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金 36.26 亿元，较年初增长 38.58%，主要系贷款保证金、票据保证金大幅增加所致；其中银行存款 18.40 亿元，占 50.74%；其他货币资金 17.85 亿元，占 49.23%，基本全部为受限资金，主要为贷款及票据保证金。公司货币资金受限部分占比高。

截至 2018 年底，公司应收账款账面余额 20.15 亿元，主要包括应收工程款、应收销售款以及债权包，较年初增长 9.28%，主要系新增应收关联方镇江交通产业集团有限公司（以下简称“镇江交投”）的路桥工程建设款 3.69 亿元；从账龄来看，1 年以内的占比为 81.73%，1~2 年的占比为 8.59%，2~3 年的占比为 2.99%，3 年以上的占比为 6.69%，账龄结构尚可。截至 2018 年底，公司对应收账款计提坏账准备共计 5.62 亿元，计提比例为 27.89%，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。从集中度看，截至 2018 年底，公司应收账款前五名合计余额为 5.47 亿元（不包括全额计提坏账准备的债权包），占比为 27.13%，集中度一般。

截至 2018 年底，公司其他应收款 84.84 亿元，较年初下降 23.36%，主要系公司承建的基础建设项目土地整理工作已陆续完成，处于上市等待阶段的地块，已由“其他应收款——应收镇江市房屋征收管理办公室”合计 39.11 亿元调整至“存货——开发成本”进行核算；从账龄来看，1 年以内的占比为 46.14%，1~2 年的占比为 14.94%，2~3 年的占比为 14.29%，3 年以上的占比为 24.62%，公司其他应收款整体账龄较长；公司对其他应收款计提坏账准备共计 2.33 亿元，计提比例为 2.67%，计提比例较低；从集中度看，其他应收款余额前五名合计 61.71 亿元，占比为 70.79%，集中度高，具体情况如下表所示：

表 11　截至 2018 年底公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	期限	具体情况
镇江市财政局	22.60	25.93	--	代镇江市政府垫付的破产企业改革专项资金
镇江市国资委	10.50	12.05	--	代镇江市国资委向地方国有企业出资款
江苏索普（集团）有限公司	12.22	14.02	1 年	向其提供的支持性资金，未计提坏账准备
镇江市汽车产业投资有限公司	13.03	14.94	3 年	含 8.33 亿元有息借款和 4.70 亿元无息支持性资金
镇江市东方技工学校	3.36	3.85	3 年	代政府进行学校设施建设的款项
合计	**61.71**	**70.79**	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司存货账面价值 101.37 亿元，较年初增加 55.99 亿元；其中，由其他应收款调整至存货开发成本的部分为 39.11 亿元；此外还包括恒顺地块后续开发投资以及 2018 年承接的棚户区改造项目投入。存货构成中，截至 2018 年底，工程施工（占 30.03%）主要为子公司镇江市丹

徒区建祥水利工程投资有限公司在建项目，开发产品（60.82%）主要为房地产业务板块的开发产品；公司对存货计提跌价准备金额为 0.09 亿元，计提比例极低。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 270.64 亿元，较年初变动不大；从构成看以长期股权投资（占 70.75%）、固定资产（占 10.64%）和可供出售金融资产（占 11.40%）为主。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 30.85 亿元，较年初增长 36.69%，主要由于当期新增江苏省港口集团有限公司股权 11.88 亿元，系根据江苏省“一市一港一主体”要求，公司以下属子公司镇江港口有限责任公司（以下简称“镇江港口”）资产出资，共同组建江苏省港口集团公司，公司持股 4.19%。截至 2018 年底，可供出售金融资产中，按成本计量的部分为 24.27 亿元，其中投资规模较大的对象为江苏银行股份有限公司（8.46 亿元）。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 191.47 亿元，全部为对联营企业的投资，较年初变动不大。公司长期股权投资主要为对镇江交投的股权投资，截至 2018 年底为 185.49 亿元，占公司长期股权投资总额的 96.88%。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 21,000.00 万元后，公司享有镇江交投 45%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其资产稳定性有一定影响。截至 2018 年底，镇江交投资产总额 1,111.88 亿元，所有者权益 454.01 亿元；2018 年，镇江交投实现营业收入 68.43 亿元，净利润 6.82 亿元。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 28.81 亿元，较年初下降 11.51%，主要系原子公司镇江港口的固定资产转出所致；主要以房屋建筑物和机器设备为主；累计计提折旧和减值准备分别为 14.95 亿元和 1.80 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 562.88 亿元，较年初增长 5.32%，主要系货币资金和固定资产增长所致；其中，固定资产流动资产占 50.97%、非流动资产占 49.03%，资产结构较年初变化不大。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产情况如下表所示，受限资产账面价值为 26.38 亿元，占同期资产总额比例为 4.69%，受限比例较低。

表 12　截至 2019 年 3 月底公司各类受限资产情况（单位：亿元）

受限资产明细	账面价值	受限原因
货币资金	16.98	贷款保证金、票据保证金
应收票据	0.09	质押贷款
镇江新区临江西路 68 号 13 幢 1-3 层及新区大港临江西路北土地使用权；新区大港粮山路东土地使用权；镇江新区粮山路 55 号 1-D 幢房产及新区大港临江西路南土地使用权	1.29	抵押贷款
太保股份 600 万股、江苏银行股份有限公司 6,500 万股	8.02	质押贷款
合计	**26.38**	--

资料来源：公司提供

总体看，2018 年底，公司资产规模有所增长，资产结构较为均衡；流动资产中存货和其他应收款占比较大，对公司资金形成较大的占用；非流动资产中长期股权投资占比较高；资产流动性较弱，公司整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

截至 2018 年底，公司负债为 295.39 亿元，较年初增长 19.33%；其中流动负债占 68.59%，非流

动负债占 31.41%，以流动负债为主。

（1）流动负债

截至 2018 年底，公司流动负债为 202.60 亿元，较年初增长 22.60%，以短期借款（占 21.53%）、应付票据（占 9.89%）、应付账款（占 8.34%）、预收款项（占 5.83%）、其他应付款（占 24.11%）、一年内到期的非流动负债（占 14.13%）和其他流动负债（占 13.99%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款 43.62 亿元，较年初大幅增长 49.09%，主要由质押借款 3.48 亿元、保证借款 32.74 亿元、信用借款 1.07 亿元和抵押借款 6.34 亿元构成。

截至 2018 年底，公司应付票据为 20.05 亿元，较年初增加 14.28 亿元，主要系江苏车驰票据结算增加所致。

截至 2018 年底，公司应付账款为 16.90 亿元，较年初增长 6.19%；公司应付账款主要集中在 1 年以内，占比为 89.86%。

截至 2018 年底，公司预收款项为 11.81 亿元，较上年增加 4.96 亿元，主要系路桥公司预收工程款及汽车板块预收购车款增加所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 48.85 亿元，较年初增加 28.46 亿元，主要为①新增与镇江市润州区新农村发展实业有限公司往来款 6.30 亿元，系往来借款；②应付镇江市汽车产业投资有限公司（以下简称“镇江汽投”）4.30 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汽投用于镇江市上党区城镇化建设一期项目的资本金款项；③应付镇江市丹徒区资产经营公司 4.02 亿元，系往来借款；④应付江苏索普（集团）有限公司（以下简称“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）。截至 2018 年底，公司其他应付款前五大客户共计 19.32 亿元，占其他应付款总额的 39.54%，集中度较高。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 28.63 亿元（包括“14 镇江国资 PPN001”，面值为 25.00 亿元），较年初大幅下降，主要系将于一年内到期的应付债券规模同比下降所致。

截至 2018 年底，公司其他流动负债 28.34 亿元，较年初增长 17.45%，主要系 6 期超短期融资券（面值合计 28.00 亿元），公司在 2019 年面临一定的短期偿付压力。

（2）非流动负债

截至 2018 年底，公司非流动负债为 92.79 亿元，较年初增长 12.78%，主要系长期借款增加所致；构成以长期借款（占 57.51%）和应付债券（占 37.77%）为主。

截至 2018 年底，公司长期借款 53.36 亿元，较年初增长 49.50%，主要为质押借款（10.78 亿元）、抵押借款（18.92 亿）和保证借款（23.67 亿元）。从到期期限分布看，2020 年和 2021 年到期的金额分别为 15.24 亿元和 3.83 亿元，其余长期借款均匀分布在 2023 年及之后年度，长期借款于 2020 年面临一定的集中偿还压力。

截至 2018 年底，公司应付债券 35.05 亿元，较年初下降 16.21%，主要系“14 镇江国资 PPN001”转入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2018 年底，公司全部债务合计 207.68 亿元，较年初增长 7.83%，主要系长期借款规模增加所致；其中短期债务占 57.43%，长期债务占 42.57%，仍以短期债务为主。债务指标方面，截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 55.27%、46.49%和 27.00%分别较年初上升了 4.46 个百分点、1.93 个百分点和 2.56 个百分点。整体看，公司债务负担有所加重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 321.91 亿元，较年初增长 8.98%；其中，流动负债占 72.46%，非流动负债占 27.54%，流动负债占比较年初上升了 3.87 个百分点。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务规模为 192.72 亿元，较年初下降 7.20%，主要系短期债务减少所致；其中短期债务占 56.32%，

长期债务占 43.68%，债务结构较年初变化不大；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 57.19%、44.44%和 25.89%，债务指标较年初变动较小。

总体看，2018 年底，公司负债规模有所增长，仍以流动负债为主；公司债务规模有所增长，仍以短期债务为主，整体债务负担较重，且面临一定的集中偿还压力。

（3）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益为 239.05 亿元，较年初变化不大。截至 2018 年底，归属于母公司权益合计 222.04 亿元；其中，实收资本占 4.50%、资本公积占 60.40%、未分配利润占 7.63%、其他综合收益占 25.72%；所有者权益稳定性尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 240.97 亿元（含少数股东权益 17.09 亿元），较上年底变动不大；所有者权益结构较上年底变动不大。

总体看，2018 年底，公司所有者权益规模变化不大，资本公积占比较高，所有者权益稳定性尚可。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 78.66 亿元，较上年增长 5.39%；公司营业成本 65.83 亿元，较上年增长 8.59%；受益于投资收益和营业外收入的大幅增长，实现净利润 5.20 亿元，较上年增长 17.32%。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用为 17.41 亿元，较上年增长 15.91%，主要系财务费用增长所致。从构成来看，2018 年公司销售费用、管理费用（含研发费用）和财务费用分别占期间费用的 22.06%、27.20%和 50.74%，以管理费用和财务费用为主。2018 年，公司销售费用和管理费用较上年变化不大；财务费用为 8.84 亿元，较上年大幅增长 32.92%，主要系利息支出增加所致。2018 年，受财务费用增加影响，公司费用收入比为 22.14%，较上年上升 2.01 个百分点，公司期间费用对利润侵蚀严重。

2018 年，公司公允价值变动收益为-1.12 亿元，较上年 2.13 亿元大幅下滑，主要系公司持有的太保股份股票价格下跌所致；公司投资收益为 6.71 亿元，主要来自以权益法核算的长期股权投资中镇江交投投资收益 3.06 亿元以及处置可供出售金融资产中江苏泰州大桥有限公司（以下简称“泰州大桥”）股份产生的投资收益 1.50 亿元。

2018 年，公司其他收益和营业外收入分别为 0.69 亿元和 6.22 亿元，主要为各类政府补贴，分别较上年增加 0.32 亿元和 3.93 亿元。2018 年，公司非经常性损益（投资收益+资产处置收益+其他收益+营业外收入）为 13.70 亿元，占公司利润总额的 227.95%。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，2018 年，公司营业利润率为 15.47%，较上年基本无变化；公司总资本收益率为 3.11%，较上年提高 0.44 个百分点；公司总资产报酬率为 2.83%，较上年提高 0.34 个百分点；公司净资产收益率为 2.17%，较上年提高 0.31 个百分点，公司盈利能力变化不大且仍较弱。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.62 亿元，较上年同期增长 5.01%；受益于太保股份股票价格上涨、使公允价值变动净收益由负转正，公司实现净利润 0.39 亿元，较上年同期 0.12 亿元有所增长。

总体看，2018 年，公司营业收入保持增长，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，主业盈利能力仍较弱。

5．现金流

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入为 104.93 亿元，较上年下降 7.18%，主要系往来款减少所致；经营活动现金流出为 98.25 亿元，较上年下降 5.33%。2018 年，公司收到和支付的其他与经营活动有关的现金分别为 12.25 亿元和 15.54 亿元，主要为公司与联营公司间的往来款。受上述因素影响，2018 年公司经营活动现金流量净额为 6.68 亿元，较上年下降 27.94%。从收现质量看，2018 年公司现金收入比为 114.20%，较上年下降 6.14 个百分点，但公司收入实现情况仍属较高。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入 12.59 亿元，主要为收回投资收到的现金，以处置泰州大桥 10%股权款为主；较上年增长 19.39%；公司投资活动现金流出量为 17.82 亿元，主要包括构建固定资产、无形资产等支付的现金 7.90 亿元和投资支付的现金 9.64 亿元（主要包括支付融资租赁保证金 5.79 亿元、公司本部通过基金方式进行股权投资 2.00 亿元等），较上年下降 25.82%。受上述因素影响，2018 年公司投资活动现金流量净额为-5.23 亿元，较上年 13.48 亿元的净流出规模有所收窄。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 157.49 亿元，较上年大幅增长 39.95%，以取得借款和发行债券收到的现金为主；筹资活动现金流出 160.68 亿元，较上年大幅增长 49.46%，主要用于偿还债务本金和利息。受上述因素影响，2018 年公司筹资活动现金流量净额为-3.19 亿元。

2019 年 1-3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 5.01 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-4.57 亿元；在公司债务规模上升带动下，公司筹资活动现金流量净额为 11.27 亿元。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流保持净流入，收入实现质量较高；投资活动净流出有所收窄；考虑到公司短期内将有大量债务到期兑付，公司仍存在较大的外部融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率由年初的 1.32 倍降低至 1.30 倍，速动比率由年初的 1.05 倍降低至 0.80 倍；公司现金短期债务比由年初的 0.29 倍上升至 0.35 倍。考虑到公司其他应收款和存货规模较大，流动资产变现能力较弱，且公司短期债务规模大，公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 17.11 亿元，较上年增长 18.32%，主要系计入财务费用的利息支出增加所致；公司 EBITDA 主要由利润总额（占 35.12%）和计入财务费用的利息支出（占 49.48%）构成。2018 年，公司 EBITDA 利息保障倍数由 2017 年的 1.59 倍下降至 1.42 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可；EBITDA 全部债务比与 2017 年相同，仍为 0.08 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度仍偏弱，公司长期偿债能力变化不大。

截至 2019 年 3 月底，公司无重大诉讼仲裁事项。

截至 2019 年 3 月底，公司及其子公司提供对外担保余额为 68.71 亿元，占同期净资产比例为 28.51%；其中，被担保企业索普集团等面临贷款到期期限较为集中、资金运转有一定困难的问题，公司已采取报请市政府协调、召开债权银行会议等措施积极应对，目前被担保企业的到期借款均已获得银行续贷，尚未出现不良。公司对外担保比率较高，存在较大的代偿风险。

公司与各银行建立了良好的合作关系，截至 2019 年 3 月底，公司已获银行授信额度 112.02 亿元，已使用授信额度 85.31 亿元，剩余未使用授信额度 26.71 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10321102122359520），截至 2019 年 5 月 23 日，公司未结清贷款中无关注或不良类信贷信息；已结清的信贷信息中，存在 7 笔关注类贷款，主要系早期索普集团贷款集中到期所致，均已正常收回。

总体看，跟踪期内，公司长短期偿债能力指标变化不大，同时考虑到公司在股东背景、政府支持、经营规模以及业务多元化等方面的竞争优势，其整体偿债能力仍属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019年3月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达53.72亿元，约为“18镇投01”、“19镇投01”和“19镇投03”合计本金（15.10亿元）的3.56倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达240.97亿元，约为“18镇投01”、“19镇投01”和“19镇投03”合计本金（15.10亿元）的15.96倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“18镇投01”、“19镇投01”和“19镇投03”的按期偿付起到很好的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为17.11亿元，约为“18镇投01”、“19镇投01”和“19镇投03”合计本金（15.10亿元）的1.13倍，公司EBITDA对“18镇投01”、“19镇投01”和“19镇投03”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入104.93亿元，约为“18镇投01”、“19镇投01”和“19镇投03”合计本金（15.10亿元）的6.95倍，公司经营活动现金流入量对上述债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为镇江市重要的产业投融资和国有资产经营管理主体，主要业务板块经营稳健，受到政府的支持力度较大，公司对“18镇投01”、“19镇投01”和“19镇投03”的偿还能力仍属很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司收入规模略有增长，整体经营稳健；受益于投资收益和营业外收入的大幅增长，公司净利润较上年有所增长；此外，公司经营活动现金流保持净流入，收入实现质量仍属较高。同时，联合评级也关注到原材料价格波动、其他应收款和存货对公司资金占用显著、债务负担较重且面临一定集中偿付压力、期间费用对利润侵蚀严重、利润总额对非经常性损益依赖程度高以及对外担保规模较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着公司各业务板块良性发展，其整体竞争实力有望得到进一步提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；同时维持“18 镇投 01”、“19 镇投 01”和“19 镇投 03”的信用等级为 AA+。

附件 1　镇江国有投资控股集团有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	487.18	534.44	562.88
所有者权益（亿元）	239.65	239.05	240.97
短期债务（亿元）	115.07	119.27	108.54
长期债务（亿元）	77.52	88.41	84.18
全部债务（亿元）	192.59	207.68	192.72
营业收入（亿元）	74.63	78.66	20.62
净利润（亿元）	4.43	5.20	0.39
EBITDA（亿元）	14.46	17.11	--
经营性净现金流（亿元）	9.27	6.68	5.01
应收账款周转次数（次）	3.48	3.66	--
存货周转次数（次）	1.48	0.89	--
总资产周转次数（次）	0.16	0.15	0.04
现金收入比率（%）	120.34	114.20	90.81
总资本收益率（%）	2.67	3.11	--
总资产报酬率（%）	2.50	2.83	--
净资产收益率（%）	1.86	2.17	0.16
营业利润率（%）	15.48	15.47	16.50
费用收入比（%）	20.13	22.14	20.52
资产负债率（%）	50.81	55.27	57.19
全部债务资本化比率（%）	44.56	46.49	44.44
长期债务资本化比率（%）	24.44	27.00	25.89
EBITDA 利息倍数（倍）	1.59	1.42	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.08	--
流动比率（倍）	1.32	1.30	1.23
速动比率（倍）	1.05	0.80	0.79
现金短期债务比（倍）	0.29	0.35	0.49
经营现金流动负债比率（%）	5.61	3.30	2.15
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.96	1.13	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 本报告将其他流动负债中的短期融资券纳入相关债务指标核算；4. 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本次-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本次/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×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%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+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
长期债务=长期借款+应付债券
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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
全部债务=长期债务+短期债务
EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。