

信用等级公告

联合〔2019〕1119号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持镇江国有投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，“18 镇国投 MTN001”和“19 镇国投 MTN001”的信用等级为 AA⁺，“19 镇国投 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年五月二十九日



镇江国有投资控股集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AA⁺

上次主体长期信用等级: AA⁺

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18镇国投MTN001	8亿元	2020/09/28	AA ⁺	AA ⁺
*19镇国投MTN001	5亿元	2022/01/28	AA ⁺	AA ⁺
19镇国投CP001	5亿元	2020/04/23	A-1	A-1

注: *为永续中期票据, 所列到期兑付日为首个约定赎回日

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

评级时间: 2019年5月29日

财务数据

项 目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
现金类资产(亿元)	23.85	24.88	23.94	37.58
资产总额(亿元)	470.44	487.18	534.44	562.88
所有者权益合计(亿元)	236.68	239.65	239.05	240.97
短期债务(亿元)	60.17	115.07	140.14	173.04
长期债务(亿元)	109.90	78.91	90.56	86.59
全部债务(亿元)	170.07	193.98	230.70	259.62
营业收入(亿元)	55.77	74.63	78.66	20.62
利润总额(亿元)	4.65	5.18	6.50	0.52
EBITDA(亿元)	11.62	14.46	17.11	--
经营性净现金流(亿元)	12.77	9.27	6.68	5.01
营业利润率(%)	17.04	17.95	15.47	16.50
净资产收益率(%)	1.76	1.85	2.17	--
资产负债率(%)	49.69	50.81	55.27	57.19
全部债务资本化比率(%)	41.81	44.73	49.11	51.86
流动比率(%)	176.47	132.05	130.21	123.01
经营现金流动负债比(%)	10.65	5.61	3.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.63	13.41	13.48	--
EBITDA利息倍数(倍)	2.41	2.14	2.02	--

注: 1. 2019年1-3月财务数据未经审计; 2. 其他流动负债和其他应付款中的有息债务已调整至短期债务, 长期应付款和其他非流动负债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 刘祎焯

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。跟踪期内, 公司资产、收入规模及利润水平均保持增长, 多元产业中, 酱醋调味品业务保持行业龙头地位, 发展态势良好, 汽车业务成为公司新的收入增长点, 镇江市政府给予公司的补助支持力度较大。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司主业盈利能力较弱、利润水平对非经营性损益依赖度很高、其他应收款及存货规模大、资产流动性弱、整体债务负担重且存在集中兑付压力、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。

公司职能定位清晰, 区域优势显著, 未来随着公司产业结构的不断完善、土地整理项目的陆续上市以及在建项目的竣工投产, 公司整体竞争实力及偿债能力将得到提升。

公司 EBITDA 对“18 镇国投 MTN001”和“19 镇国投 MTN001”的保障能力较强; 剔除使用受限后的现金类资产对“19 镇国投 CP001”的保障程度较好。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺, “18 镇国投 MTN001”和“19 镇国投 MTN001”的信用等级为 AA⁺, “19 镇国投 CP001”的信用等级为 A-1, 评级展望为稳定。

优势

1. 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, 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，2018 年，公司获得相关补贴收入合计 5.80 亿元。

3. 跟踪期内，公司下属上市公司江苏恒顺醋业股份有限公司保持中国制醋企业龙头地位，60 万个经销网点覆盖全国，品牌优势明显，市场地位稳固。
4. 公司 EBITDA 对“18 镇国投 MTN001”和“19 镇国投 MTN001”的保障能力较强；剔除使用受限后的现金类资产对“19 镇国投 CP001”的保障程度较好。

关注

1. 跟踪期内，公司主业盈利能力仍较弱，子公司亏损情况较多，公司利润总额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，其他应收款及存货开发成本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，短期债务占比高，截至 2019 年 3 月底，公司直接融资债务余额 97.24 亿元，其中将于一年内到期偿付的债券本金为 55.00 亿元，主要集中在 2019 年 7-8 月，短期债务集中偿付压力大。
4. 公司对外担保规模大，截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额 68.71 亿元且集中度较高，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，本部债务负担重，短期偿债压力大。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效;根据后续跟踪评级的结论,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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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改制改制的批复》，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2019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2019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27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2019年3月底，持股比例为44.63%，其中10790万股已质押，占持股总数的30.86%。

截至2018年底，公司（合并）资产总额534.44亿元，所有者权益合计239.05亿元（其中少数股东权益17.00亿元）。2018年，公司实现营业收入78.66亿元，利润总额6.50亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额562.88亿元，所有者权益合计240.97亿元（含少数股东权益17.09亿元）；2019年1-3月，公司实现营业收入20.62亿元，利润总额0.52亿元。

公司注册地址：镇江市润州区南山路61号；法定代表人：周毅。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2019年3月底，公司存续期内债券包括“18镇国投MTN001”（8亿元）、“19镇国投MTN001”（5亿元）以及“19镇国投CP001”（5亿元）。截至本报告出具日，募集资金均已按计划使用完毕。

表1 截至2019年5月底公司存续债券概况

（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18镇国投MTN001	8.00	8.00	2018/09/28	2020/09/28
*19镇国投MTN001	5.00	5.00	2019/01/28	2022/01/28
19镇国投CP001	5.00	5.00	2019/04/23	2020/04/23

资料来源：中国货币网

注：*为永续中期票据，所列到期兑付日为首个约定赎回日

根据永续中期票据“19镇国投MTN001”的发行条款，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。公司在上述中期票据发行第 3 年及之后的每年均具有可赎回权。

在利率方面，在上述中期票据第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。本期中期票据采用固定利率计息，前 3 个计息年度利率保持不变，自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。其中前 3 个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差，如公司在第 3 年不行使赎回权，从第 4-6 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 3 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。如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。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。

在递延利息支付方面，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。强制付息事件是指在付息日前 12 个月内，如果公司向普通股股东分红（包括上交国有资本收益）、减少注册资本或公司下属上市公司向普通股股东分红，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。2015-2017 年，公司每年向镇江市国资委上缴国有资本收益 2000.00 万元；同时，下属上市公司恒顺醋业近三年连续分红。整体看，公司及下属子公司分红具有连续性，递延利息支付可能性小。

综合以上分析，“19 镇国投 MTN001”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。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%-7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；

M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额

38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望 2019 年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好

三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济分析

1. 食醋行业

食醋属于调味品行业的子行业。2008年以来，中国调味品行业进入高速发展阶段，近10年年均复合增长率超过15%。根据中国调味品协会百强企业数据调查显示，2018年度中国调味品行业百强企业累计实现生产超过950万吨，累计实现产品销售收入650亿元，整体行业增速突出。

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。根据中国调味品协会著名品牌企业百强（94家）数据统计，中国食醋产业平稳发展，2017年百强企业食醋总产量为154.2万吨，同

比增长5.6%；2017年百强企业食醋销售收入为58.4亿元，同比增长3.5%。

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。中国四大名醋有镇江香醋、山西老陈醋、福建永春老醋和四川保宁醋，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。调味品百强企业中，有36家企业有食醋产品，占比为38.3%。食醋企业规模集中在年产1-5万吨，百强企业中产量在10万吨以上的食醋企业仅有4家，总产量在5-10万吨的食醋企业有3家。近年来，食醋行业集中度在调味品行业中处于较高水平，以食醋行业龙头恒顺醋业为例，其市场占有率近年为10%左右，仍有一定提升空间。

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. 汽车经销行业

根据公安部统计数据，2018年，中国机动车消费水平及驾驶人数量仍呈现高位增长态势。截至2018年底，中国的汽车保有量达2.40亿辆，相比上年底增长10.51%。近十年来，中国汽车保有量始终保持两位数增长，人均保有量相比国际平均水平仍有差距，但受制于人口密度、交通拥堵、限行政策以及基数规模大等因素，保有量增速呈现逐年放缓的态势。

根据中国汽车工业协会发布的统计数据显示，2018年，中国汽车市场出现自1990年以来首次出现销量负增长，全年汽车销量2808.06万辆，同比下滑2.76%。乘用车销量同比下滑4.08%至2371.10万辆。下跌原因包括宏观经济整体增速下滑、2017年度小排量车型购置税优惠造成的消费提前释放、消费者消费心理的改变等多种因素。中国汽车市场发展进入新常态。

公司从事的平行进口车业务是指通过专业渠道直接从海外市场购买，并引入和中国市场进行销售的汽车，其进口渠道与国内授权经销渠道相“平行”。平行进口车较传统汽车经销渠道相比，省去了较多中间环节，且经销商定价不受厂商限制，销售价格具有一定优势。受宏观经济增速放缓、中美贸易摩擦等影响，2018年中国进口汽车市场呈现供需双降局面。2018年，中国汽车进口量为110.8万辆，同比下滑8.8%。同期，中国平行进口车进口量同比下滑18.6%至13.97万辆，占进口车比重约为13%。截至目前，中国四个自贸区累计认定的汽车平行进口车试点企业达78家，通过天津市滨海新区平行进口车试点单位进口的车辆数量及金额均在80%以上。

2018年以来，中美贸易摩擦不断升级，目前，中国针对原产于美国的汽车及零部件按照15%的关税进行征收，而新一轮中美贸易谈判仍在进行中，进口汽车行业是否会受到贸易谈判结果的影响具有不确定性。

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《2018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4050亿元，按可比价计算比上年增长3.1%，其中第一产业增加值138.40亿元，下降4.2%；第二产业增加值1976.60亿元，增长3.0%；第三产业增加值1935.00亿元，增长3.7%。人均地区生产总值12.69万元，增长2.9%。产业结构继续优化，三次产业增加值比例调整为3.4:48.8:47.8，服务业增加值占GDP比重提高0.7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。2018年底，镇江市拥有规模以上工业企业2044家，实现工业总产值较上年增长3.2%。

2018年，镇江市全年实现一般公共预算收入301.50亿元，同比增长6.0%。其中税收收入241.24亿元，增长10.7%；非税收入60.26亿元，下降9.4%。从主要税种看，增值税增长15.0%，企业所得税增长22.4%，个人所得税增长25.0%。全年一般公共预算支出408.65亿元，增长5.7%，其中教育支出77.80亿元，社会保障和就业支出46.80亿元，医疗卫生支出29.63亿元，环境保护支出12.67亿元。

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。

六、基础素质分析

截至2019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。

截至2019年3月底,公司纳入合并范围子公司27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2019年3月底,持股比例为44.63%(所持股份中10790万股已质押,占持股总数的30.86%)。跟踪期内,恒顺醋业保持中国醋产品龙头企业,是公司的主营利润的主要来源。

七、管理分析

2018年8月,公司总经理到任。陈家军先生,汉族,1977年6月生,1999年参加工作,中共党员,大学学历。先后任镇江市政府办公室综合一处副处长、主任科员、润州区委办公室主任、蒋乔街道党工委书记、润州区委常委、宣传部部长;2018年8月起任公司总经理、董事。

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。

八、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,跟踪期内,公司业务范围涵盖酱醋调味品生产、造纸、化工、汽车销售

以及路桥建设等。2018年,公司实现营业收入78.66亿元,同比增长5.40%。

公司业务板块呈现多元化,跟踪期内,平行进口车销量保持增长,使得汽车业务收入同比增长11.18%至19.10亿元,超越酱醋调味品成为公司第一大收入来源,占比24.28%。2018年,恒顺集团下属子公司江苏恒宏包装有限公司对外实现销售3.24亿元,由酱醋调味品板块调整至纸制品核算,使得酱醋调味品收入同比有所下降,纸制品收入规模同比大幅增长,剔除调整因素,两板块收入同比基本持平。同期,化工收入同比增长12.49%至12.07亿元,主要由于子公司江苏东普新材料科技有限公司(以下简称“江苏东普”)副产品销售收入增加所致。路桥建设收入受项目承接及工程结算方式调整影响,收入规模大幅下降,同比减少5.86亿元至6.83亿元。其他业务收入同比大幅增加5.99亿元,主要系子公司大宗商品贸易收入增长所致。

2018年,公司综合毛利率为16.31%,同比持平。分板块来看,酱醋调味品毛利率增幅较大,同比提高10.13个百分点至44.61%,主要由于恒顺醋业在品牌效应逐渐释放的同时,提升高端产品占比,加之利润率较低的包装纸业务收入划至纸制品板块,利润空间稳固。汽车业务毛利率较薄且较为稳定。化工业务毛利率同比减少5.19个百分点至12.49%,主要由于2018年环保监管使得太白集团产销量受到较大影响。其他业务毛利率同比有所下降,主要系大宗商品贸易业务毛利率单薄,其收入占比提升摊薄了原有毛利率。

2019年1-3月,公司实现营业收入20.62亿元,同比增长5.01%。其中,酱醋调味品收入同比增长16.24%,系恒顺醋业加强市场开拓及产品结构调整所致;由于2019年一季度江苏东普产品售价有所下滑,化工业务收入同比下降14.94%至3.70亿元;汽车业务实现4.65亿元销售收入,同比下降12.92%,主要由于飞驰汽车订单交付量有所降低。路桥建设业务收入受项目竣工结算影响波动较大。毛利率方面,公司当

期综合毛利率17.14%，除酱醋调味品以外，几大板块毛利率同比均有所下滑。

总体看，跟踪期内，公司收入保持增长，经营结构呈多元化，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；汽车业务中毛利率较低的平行进口车业务占比快速提升，拉升收入的同时稀释了利润；路桥建设板块受项目承接及工程结算影响有所波动。

表2 2016-2019年一季度公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年			2019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	6.66	11.95	5.56	7.24	9.70	2.94	11.21	15.33	3.03	2.07	10.05	3.97
道路桥梁港口建设	15.39	27.60	8.97	12.69	17.00	9.22	6.83	8.68	12.96	3.37	16.35	3.54
化工	5.89	10.56	13.40	10.73	14.37	17.68	12.07	15.34	12.49	3.70	17.92	6.80
汽车	7.64	13.70	10.75	17.18	23.02	3.83	19.10	24.28	4.30	4.65	22.56	8.74
酱醋调味品	16.13	28.92	37.14	18.93	25.36	34.48	15.58	19.81	44.61	5.94	28.80	36.42
其他	4.05	7.27	24.32	7.88	10.55	21.68	13.87	16.56	16.77	0.89	4.32	57.31
合计	55.77	100.00	18.54	74.63	100.00	16.31	78.66	100.00	16.31	20.62	100.00	17.14

资料来源：公司提供

注：合计数与各项求和数不一致系四舍五入所致。

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；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2018年底，恒顺醋业资产总额28.50亿元，净资产21.25亿元，2018年实现营业收入16.94亿元，同比增长9.87%，实现利润总额3.70亿元。恒顺集团持有恒顺醋业44.63%的股份，截至2019年3月底，所持股份中10790万股已质押，占持股总数的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，2018年占总成本的53.66%，其他原材料还包括玻璃瓶、瓶盖、纸

箱等包装物，占总成本的19.82%。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。2018年，恒顺醋业原材料采购量同比有所下降，系消耗以前年度采购备货，采购均价基本保持稳定。

表3 2016-2019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	2016年		2017年		2018年		2019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	80536	0.66	94087	0.68	90973	0.69	28180	0.69
玻璃瓶	23823	0.57	29581	0.56	29018	0.56	8831	0.57
瓶盖	23316	0.13	28439	0.13	27877	0.13	8635	0.13
包装箱	1876	3.32	2103	3.31	2065	3.31	642	3.30

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。2018 年，前五大供应商采购额为 2.13 亿元，占全部采购金额的 23.81%，集中度较低。

表4 2018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	8313.59	9.29	是
供应商二	5319.86	5.95	是
供应商三	2905.41	3.25	是
供应商四	2749.58	3.07	否
供应商五	2018.14	2.25	否
合计	21306.58	23.81	--

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，恒顺集团下属子公司醋产品产能较为分散。2018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
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
2018 年	黑醋	30.00	30.00	100.00
	白醋	5.00	4.30	86.02
	料酒	5.00	4.32	86.44
	合计	40.00	38.62	96.56

资料来源: 公司提供

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。2018 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。2018 年，恒顺醋业前五大销售商保持稳定，前五大销售商销售额合计 2.30 亿元，占全年销售额度的 11.72%，集中度较低。

表6 2018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	9840.08	5.02	否
客户二	5718.87	2.92	否
客户三	3233.01	1.65	是
客户四	2448.70	1.25	否
客户五	1716.51	0.88	否
合计	22957.17	11.72	--

资料来源: 公司提供

跟踪期内，恒顺醋业加快全渠道营销网络建设，持续打造“A 类核心产品”和“高端产品”，提升品牌价值，使得恒顺醋业 2018 年度营业收入及利润总额保持双增长态势，毛利率水平也随着产品结构的调整保持增长。总体看，恒顺醋业品牌价值高，盈利能力稳定，是公司收入及利润的重要来源。

(2) 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，目前飞驰汽车以冷藏车改装为主、厢式车和特种车为辅。江苏车驰主要从事商务车的制造和改装，其下属控股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”，

江苏车驰持股 51%)主要经营平行进口车业务。跟踪期内,天津车驰运营的平行进口车业务快速发展,使得汽车板块收入规模不断增长,2018 年实现收入 19.10 亿元,成为公司第一大收入来源。

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,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 2018 年底,飞驰汽车资产总额 7.03 亿元,净资产-1.13 亿元,2018 年实现收入 4.14 亿元,净利润-0.75 亿元。飞驰汽车核心产品冷藏车近年来受市场竞争影响,订单量不断下滑,2018 年,冷藏车产量为 662 辆,同比下滑明显,产能利用率维持在较低水平,搬迁后的产能未能得到有效释放。

江苏车驰本部主要业务为高端商务车改造,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,但由于市场体量较小,2018 年商务车改装台次仅为 217 辆,此外,未经改装直接销售的商务车为 419 辆。商务车改装业务规模较小,但由于毛利率水平较高,该细分板块为公司汽车业务的主要利润来源。截至 2018 年底,江苏车驰资产总额 9.52 亿元,净资产 0.60 亿元,2018 年实现营业收入 15.85 亿元,净利润 0.13 亿元。

表7 2016-2018年公司汽车产品产销情况

(单位:辆)

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
商务车	1018	762	465	952	217	636
冷藏车	1356	1156	1081	1070	662	587
厢式车	985	778	210	306	274	341
特种车	98	146	30	30	8	46
合计	3457	2842	1786	2358	1161	1610

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

截至 2018 年底,天津车驰资产总额 2.21 亿元,净资产 0.15 亿元,2018 年实现营业收入

13.38 亿元,净利润 0.05 亿元。天津车驰自 2017 年以来,在天津自贸区开展的平行进口车业务发展迅猛,2018 年销售平行进口车 2149 辆,同比增长 35.33%。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。

跟踪期内,汽车板块产品结构进一步倾斜,传统的冷藏车及商用车改造业务量继续下滑,而平行进口车销售规模不断增长。未来,公司计划在稳定现有业务的同时,向附加值较高的新能源车、重型冷链物流车、多功能专用车等方向发展,使得产能得到有效释放,盈利能力得以提升。

(3) 纸制品

公司造纸收入主要来自子公司大东纸业。大东纸业主要产品包括高档文化用纸、工业配套用纸、食品级包装纸和防伪纸四大类。截至 2018 年底,大东纸业资产总额 11.27 亿元,净资产 1.81 亿元,2018 年实现营业收入 8.82 亿元,净利润-0.64 亿元(2017 年为-0.39 亿元)。

原材料采购方面,大东纸业原料主要为造纸原浆(60%为进口)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。2018 年,大东纸业原浆采购量为 8.68 万吨,同比增长 5.75%。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 年采购均价分别为 4080 元/吨和 5027 元/吨,加大了对大东纸业成本压力。

表8 近年大东纸业原浆采购情况

(单位:吨、元/吨)

项目	2016 年		2017 年	
	采购量	均价	采购量	均价
原浆	75903	3451	82105	4080

项目	2018年		2019年1-3月	
	采购量	均价	采购量	均价
原浆	86822	5027	18707	4615

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，2018年，大东纸业前五大原材料供应商占比为54.62%，集中度较高。

表9 2018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
江苏王子制纸有限公司	10910.21	21.90
江苏省设备成套有限公司	5906.74	11.86
镇江联华纸制品有限公司	5142.13	10.32
杭州亿森纸业有限公司	3336.12	6.70
颍上县新桥商贸有限公司	1915.06	3.84
合计	27210.26	54.62

资料来源：公司提供

生产方面，根据订单不同，大东纸业可通过调节纸机参数，调整各纸种产能，跟踪期内，大东纸业纸制品总产能变化不大，2018年为120000吨；纸制品产量保持增长，同比增长4.03%至113374吨。除税票纸由于市场需求量下滑产能利用率较低外，整体产能利用率通缩提升，为94.48%。

表10 2016-2018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
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

	合计	111000	107389	96.75
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
	合计	120000	108977	90.81
2018年	纸杯原纸	25000	23719	94.88
	淋膜纸	20000	19056	95.28
	税票纸	10000	6608	66.08
	文化用纸	30000	28651	95.50
	其他	35000	35341	100.97
	合计	120000	113374	94.48

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。2018年，大东纸业纸制品销量有所下滑，产销率为92.74%。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，2018年销售均价为6813元/吨，同比增长2.56%。

表11 2016-2018年大东纸业纸制品销售情况
(单位：吨、元/吨)

项目	2016年		2017年		2018年	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价
纸杯原纸	17356	5183	28995	5845	5964	6483
淋膜纸	17412	7306	20135	8081	18426	7564
税票纸	12345	7858	8021	8391	6515	7824
文化用纸	25730	5418	26560	6207	27689	6248
其他	35032	5996	24903	6311	46548	6753
合计	107875	6152	108614	6643	105142	6813

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，其中银票占比较高达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。2018年，大东纸业前五

大客户占销售额比例有所下降，为 48.08%，2018 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和杭州亿森纸业有限公司。公司当期纸杯原纸销量下滑较大，主要由于纸杯纸客户集中度较高，核心客户受汇率变动影响出口量下滑。

跟踪期内，大东纸业收入有所增长，纸浆价格上涨使得公司成本压力加大，2017 年以来，造纸行业景气度提升，公司纸产品销售均价有所增长，加之公司调整产品结构，增加销售价格较高的纸种的推广力度，当期毛利率水平保持稳定。但受到前期厂房搬迁、营改增政策调整等影响，大东纸业目前仍未扭亏。

(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。

表12 2018年化工业务主要经营主体财务情况

(单位: 亿元)

子公司名称	资产总额	净资产	营业收入	利润总额
太白集团	7.11	-0.74	7.37	-0.11
江苏东普	9.57	2.09	6.50	0.10

资料来源: 公司提供

注: 2018 年, 太白集团经营亏损, 主要原因包括: 镇江市政府加大环保力度, 要求镇江新区内企业限产以改善空气质量, 整体产量大幅下滑

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。2018 年, 公司钛精矿采购量为 10.89 万吨, 同比有所下降, 主要由于太白集团受环保监管影响, 全年限产时间较长, 对产量形成较大影响。采购均价方面, 太白集团与肯尼亚、澳大利亚等供应商形成了长期稳固的合作关系, 2018 年钛精矿采购均价为 1487 元/吨。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, 2018 年太白集团前五大供应商采购额占比为 84.43%, 集中度很高。

表13 2016-2018年太白集团原材料采购情况

(单位: 吨、元/吨)

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
钛精矿	135966	873	122000	1573	108850	1487
硫酸	217141	275	191000	263	188199	347
铁粉	10682	1710	9800	1900	9064	2085

资料来源: 公司提供

生产方面, 公司主要产品生产能力稳定在 57.00 万吨/年, 2018 年, 受环保限产影响, 主要产品产量同比均有不同幅度的下滑, 其中, 收入占比最高的钛白粉产量为 4.63 万吨, 同比下降 9.01%。整体产能利用率下滑至 79.36%。

表14 2016-2018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
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
2018 年	钛白粉	60000	46257	77.10
	聚合硫酸铁	90000	61570	68.41

	硫酸亚铁	200000	163800	81.90
	硫酸	220000	180700	90.35
	合计	570000	452327	79.36

资料来源：公司提供

注：江苏东普 60 万吨硫酸产线尚处于试运营阶段，未计入现有产能

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，2018 年，钛白粉销量为 4.61 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。2017 年起，受化工企业受环保监管开工率低等因素影响，钛白粉市场价格持续增长，2018 年销售均价为 16378 元/吨，下游需求较为旺盛。

表 15 2016-2018 年太白集团产品销售情况
(单位：吨、元/吨)

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价
钛白粉	50701	11348	50149	16256	46130	16378
聚合硫酸铁	74494	116	70849	116	55874	115
硫酸亚铁	129349	36	111764	62	112375	55
硫酸	--	--	--	--	4874	320

资料来源：公司提供

注：以上价格为含税价格

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%。2018 年，公司前五大销售客户占比为 27.88%，集中度尚可。

江苏东普下游主要客户为园区内的其他化工企业，2018 年，江苏东普主要产品硫酸及烧碱销量分别为 10.35 万吨和 10.82 吨，江苏东普硫酸产品大部分供应给太白集团，其他销售规模较大的客户包括江苏索普等。

总体看，2018 年，太白集团受环保监管限产影响，再度陷入亏损。江苏东普产销情况良好，对化工板块收入形成补充。化工板块受外

部政策环境及行业周期性影响大，盈利稳定性较弱。

(5) 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 2018 年底，路桥公司资产总额 20.93 亿元，净资产 1.86 亿元，2018 年实现营业收入 6.84 亿元，净利润-0.05 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订工程合同，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。

2018 年，路桥公司新签项目主要集中在江苏省内，新签合同金额为 7.35 亿元。截至 2018 年底，路桥公司累计垫款余额包括工程款 8.18 亿元和应收质保金 1.01 亿元，垫资规模大。截至 2019 年 3 月底，路桥公司已签订并在建工程合同总造价为 51.29 亿元，项目储备尚可。

表 16 近年来路桥公司工程项目资金回收情况

(单位: 万元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
当期完工总金额	177196	121576	125671	40441
当期垫资金额	24782	16017	20335	1300
当期工程款回收	114395	103178	101174	3177

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

表 17 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	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	99%
扬溧高速荣炳互通至 S241 连接线工程	2016.05.11	2018.03.31	0.71	98%
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	98%
524 国道通常汽渡至常熟三环路改扩建工程项目 S2 标	2016.06.20	2018.12.31	6.32	89%
台州湾大桥及接线工程第 TS13 标段	2014.02.01	2017.11.30	6.96	99%
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	98%
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	98%
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	98%
南通市通州区金川大道西延(A 标)工程	2014.08.20	2017.03.31	0.30	97%
357 省道丹阳至常州机场段改扩建工程	2017.01.20	2018.05.20	0.40	85%
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	52%
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	59%
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	80%
雷公岛直达通道工程(二期二标段)	2017.04.01	2019.04.06	0.57	89%
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	32%
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	95%
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	96%
双新北路盐宝河大桥及接线工程	2017.07.31	2018.07.31	1.05	85%
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	40%
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	33%
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	52%

站前路（泰红路至长江大道）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	78%
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	67%
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	83%
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	86%
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	88%
盐城高新技术连接线工程振兴路南段	2018.05.04	2019.05	0.65	30%
265 省道镇江至荣炳（K16+000+K35+260）段改扩建工程 A3 标	2018.03.06	2019.03.05	0.90	61%
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	2018.11.06	2020.06.06	0.59	2%
常熟市莘庄镇潭荡路道路改造工程（TDL 标）	2018.10.11	2019.05.11	0.33	2%
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	2019.01.21	2020.01.21	0.65	2%
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	2019.01.23	2020.01.23	0.12	--
合计			51.29	--

资料来源：公司提供

注：1. 部分工程已过合同工期但尚未完工，主要原因包括：①工程主体已完工，正在进行后期修补及防护工程作业；②项目设计方案有所调整，正在进行合同增项工程部分的施工；③施工过程中征地拆迁或天气原因导致工期延误；④项目已完工但尚未竣工结算。

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，对公司营运资金形成一定占用。

（6）其他业务

公司业务板块较多，其他业务还包括能源贸易、房地产以及改革专项资金管理等业务。

能源贸易业务由全资子公司镇江市能源开发总公司经营，主要从事煤炭、化工产品等大宗商品贸易，2018 年该板块实现收入 4.08 亿元。

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。2018 年，公司房地产业务实现销售 2.00 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土地开发收益分配等。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。2016-2018 年，公司改革资金筹集分别为 1.72 亿元、0.84 亿元和 0.69 亿元，改革资金支出分别为 5.19 亿元、0.18 亿元和 0.06 亿元，剩余资金缺口分别为 3.47 亿元、-0.67 亿元和 -0.63 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，在收到由市财政支付的

土地前期开发成本并分配收益后，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 2019 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，预计 1-2 年内将有 360 亩土地实现上市出让，但实际出让时间具有一定不确定性。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 2019 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2019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	存货
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	存货、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	存货
东方技工学院	--	学校搬迁建设	2011.03-2013.05	5.70	3.36	40.00	存货、其他应收款
合计	--	--	--	54.10	47.79	535.15	--

资料来源：公司提供

注：“7+1 项目”地块中 83.31 亩地已于 2019 年 4 月实现上市，交易价格为 57893.18 万元，开发成本约为 5.20 亿元，目前已成交，预计将于 2019 年 10 月实现资金回收；“7+1 项目”剩余地块、恒顺南北地块及北京华联地块具体上市时间需根据镇江市政府土地上市安排进行，实际上市时间具有不确定性。目前的存量土地中，符合上市条件的部分已由其他应收款调整至存货。

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；造纸和化工板块受行业周期影响波动较大；汽车业务近年来发展快但利润空间较薄。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

发展规划

2019 年至 2023 年，公司将按照镇江市政府和国资委赋予的职能定位，按照市场化方向和现代企业制度的要求，打造成法人治理规范、

资产结构合理、产业金融结合、融资渠道多元、经营风险可控的国有资本投资运营集团。力争在 4 年时间里,使公司总资产达到 650.00 亿元,净资产达到 300.00 亿元,利润总额突破 10.00 亿元。实现“综合实力持续增强、转型升级取得突破、产融结合成效显著、运营能力不断提升”四大发展目标。

在建项目

截至 2019 年 3 月底,公司在建工程余额为 2.10 亿元,主要包括国家研发中心项目、全斯福新材料项目、丹徒区世业洲江堤改造工程项目和东普新材料基地项目。上述项目计划总投资 24.77 亿元,截至 2019 年 3 月底,已完成投资 21.00 亿元,未来尚需投资 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,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 2019 年 3 月底已投入 13.40 亿元;该项目完工后,建祥水利具有 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、1.30 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 2019 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小,对外资金需求可控。

表 19 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	计划总投资	自有资金	已完成投资	未来投资计划
国家研发中心项目	12638.00	4000.00	11982.12	已完工
全斯福新材料项目	19600.00	5880.00	13623.89	已完工
丹徒区世业洲江堤改造工程项目	157288.10	57288.10	134044.80	2019 年计划投资 23243.30 万元
东普新材料基地项目	58201.00	10000.00	50364.72	已完工
合计	247727.10	77168.10	210015.53	--

资料来源:公司提供

注:1. 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
2. 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
3. 部分项目已完工但尚未做竣工结算,仍保留在建项目

4. 经营效率

2018 年,公司销售债权周转次数同比有所提升,受土地整理项目转入存货影响,存货周转次数有所下降,总资产周转次数变动不大。2018 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 4.98 次、0.90 次和 0.15 次。

总体看,公司经营效率一般。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2018 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。2019 年 1-3 月财务报表未经审计。

从合并范围看,截至 2018 年底,公司纳入

合并范围的子公司 27 家，较 2017 年底新增 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。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围较 2018 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 2018 年底，公司（合并）资产总额 534.44 亿元，所有者权益合计 239.05 亿元（其中少数股东权益 17.00 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 78.66 亿元，利润总额 6.50 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 562.88 亿元，所有者权益合计 240.97 亿元（含少数股东权益 17.09 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 20.62 亿元，利润总额 0.52 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 534.44 亿元，同比增长 9.70%。其中，流动资产占 49.36%，非流动资产占 50.64%。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 263.80 亿元，同比增长 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%）、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，同比增长 38.58%。从构成看，公司货币资金中银行存款 18.40 亿元，占 50.74%；其他货币资金 17.85 亿元，占 49.23%，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，公司应收账款账面价值 20.15 亿元，主要包括应收工程款、应收销售款以及债权包，同比增长 9.28%，主要系新增应收关联方镇江交通产业集团有限公司路桥工程建设款 3.69 亿元。从集中度看，应收账款余额前五名的合计 5.47 亿元（不包括全额计提坏账准备的债权包），占比为 27.13%，集中度有所

提升。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。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。

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 2018 年底，公司预付账款 11.26 亿元，同比增长 50.76%，主要系天津车驰平行进口车业务中预付给海外贸易商的款项增加所致。从账龄来看，一年以内的占比 95.77%，整体账龄短。预付款项前五名合计金额 3.55 亿元，占预付账款总额的 31.53%，集中度较高。

截至 2018 年底，公司其他应收款 84.84 亿元，同比下降 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%。2018 年底，其他应收款前五名欠款具体情况：①应收镇江市财政局 22.60 亿元系公司代镇江市政府垫付的破产企业改革专项资金。②应收镇江市国资委 10.50 亿元，主要为公司代镇江市国资委向地方国有企业出资款。③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 12.22 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，其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》，索普集团计划在 2017-2021 年每年偿还 1.00 亿

元¹，联合资信将持续关注索普集团与公司往来款回款情况。④与镇江市汽车产业投资有限公司往来款 13.03 亿元，包括 8.33 亿元有息借款和 4.70 亿元无息支持性资金。⑤应收镇江市东方技工学校 3.36 亿元，系公司代政府进行学校设施建设的款项。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 2.33 亿元，计提比例为 2.67%。

表 20 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	期限	占其他应收款总额比例
镇江市财政局	22.60	--	25.93
镇江市国资委	10.50	--	12.05
江苏索普(集团)有限公司	12.22	1 年	14.02
镇江市汽车产业投资有限公司	13.03	3 年	14.94
镇江市东方技工学校	3.36	3 年	3.85
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, 同比增加 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, 工程施工(占 30.03%)主要为子公司建祥水利在建项目, 开发产品(60.82%)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。公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

截至 2018 年底, 公司非流动资产 270.64 亿元, 同比变动不大。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, 同比增长 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资产出资, 共同组建江苏省港口集团公司, 公司持股 4.19%。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, 同比变动不大。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 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 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其资产稳定性有一定影响。截至 2018 年底, 镇江交投资产总额 1111.88 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, 公司固定资产账面原值 45.56 亿元, 构成上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 2018 年底公司固定资产账面价值 28.81 亿元, 同比下降 11.51%。

截至 2019 年 3 月底, 公司资产总额 562.88 亿元, 较 2018 年底增长 5.32%, 主要来自货币资金和固定资产的增长。其中, 固定资产较上年底增长 17.94% 至 33.98 亿元, 主要系飞驰汽车新厂区达到预期可使用状态, 转入固定资产核算。资产结构上流动资产占 50.97%, 非流动资产占 49.03%, 资产结构较 2018 年底变化不大。截至 2019 年 3 月底, 公司货币资金中使用受限部分为 16.14 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

¹ 2015-2018 年, 索普集团分别偿还公司 3.48 亿元、1.59 亿元、1.80 亿元和 6.62 亿元款项。

中，分别质押 600 万股（质押比率为 49.18%）和 6500 万股（质押比率为 49.35%）；恒顺集团持有的恒顺醋业股票中，10790 万股已质押，上述股票质押均用于取得银行贷款；此外，太白集团持有的 1.29 亿元土地资产用于取得抵押贷款。

整体看，跟踪期内公司资产规模保持增长，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

截至 2018 年底，公司所有者权益同比变动不大，为 239.05 亿元。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%。

截至 2018 年底，公司资本公积同比增加 22.62 亿元至 134.11 亿元，其他综合收益同比减少 25.34 亿元至 57.11 亿元，系所投资企业镇江交投资本公积重分类，公司将 21.76 亿元的金额进行了重分类，此外，由于江苏银行股票价格变动而减少的其他综合收益为 3.58 亿元。其他科目变动不大。截至 2018 年底，公司资本公积为 134.11 亿元，主要由资本溢价和其他资本公积两部分构成，后者主要源于长期股权投资产生的股权投资价值变动。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 240.97 亿元（含少数股东权益 17.09 亿元），较 2018 年底变动不大，所有者权益结构较 2018 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

截至 2018 年底，公司负债为 295.39 亿元，同比增长 19.33%。其中流动负债占 68.59%，非流动负债占 31.41%，公司负债仍以流动负债为

主。

截至 2018 年底，公司流动负债为 202.60 亿元，同比增长 22.60%，以短期借款（占 21.53%）、其他应付款（占 25.88%）、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，同比大幅增长 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 20.05 亿元，同比增加 14.28 亿元，主要由于江苏车驰票据结算增加。预收款项同比增加近 5 亿元，主要由于路桥公司预收工程款及汽车业务预收购车款增加所致。公司其他应付款叫上年底增加 32.04 亿元至 52.44 亿元，主要系与关联企业间往来款增加所致；本期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；应付镇江市汽车产业投资有限公司 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；应付镇江市丹徒区资产经营公司 4.02 亿元，系往来借款；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 19.32 亿元，占其他应付款总额的 39.54%。

表 21 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
镇江市润州区新农村发展实业有限公司	63000.00	12.90
镇江市汽车产业投资有限公司	42979.45	8.80
镇江市丹徒区资产经营公司	40200.00	8.23
镇江文化旅游产业集团有限责任公司	27000.00	5.53
江苏索普（集团）有限公司	20000.00	4.08
合计	193179.45	39.54

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 28.63 亿元，同比大幅下降，主要由于将

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，同比增长 17.45%。上述两科目中，将于 2019 年到期的债券包括 6 期超短期融资券（面值合计 28.00 亿元）和“14 镇江国资 PPN001”（面值为 25.00 亿元）。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 92.79 亿元，同比增长 12.78%，构成以长期借款和应付债券为主。截至 2018 年底，公司长期借款 53.36 亿元，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），同比增长 49.50%；应付债券 35.05 亿元，同比下降 16.21%。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 321.91 亿元，较 2018 年底增长 8.98%，流动负债为 233.25 亿元，较 2018 年底增长 15.13%，占公司负债总额的 72.46%。流动负债中，一年内到期的非流动负债增长 41.18% 至 40.42 亿元；非流动负债为 88.67 亿元，其中长期借款较上年下降 21.18% 至 42.06 亿元，其他科目变动不大。

截至 2018 年底，公司全部债务 230.70 亿元，同比增长 18.93%，其中短期债务和长期债务分别占 60.74% 和 39.26%，债务结构变化不大。从债务指标来看，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同比均有所上升，分别为 55.27%、49.11% 和 27.48%。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 259.62 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 66.65% 和 33.35%。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%、51.86% 和 26.43%。

截至 2019 年 3 月底，公司直接融资债务余额为 97.24 亿元，其中将于一年内到期偿付的债券本金为 55.00 亿元，主要集中在 2019 年 7-8 月，短期偿债压力大。

表 22 截至 2019 年 3 月底公司直接融资明细

(单位: 亿元)

债项名称	余额	到期日
*18 镇国投 SCP010	4	2019/4/9
*18 镇国投 SCP007	5	2019/4/30
*19 镇国投 SCP001	3	2019/5/4
*18 镇国投 SCP008	5	2019/7/29
14 镇江国资 PPN001	25	2019/7/31
*18 镇国投 SCP009	5	2019/8/20
*19 镇国投 SCP002	5	2019/10/27
*19 镇国投 SCP003	3	2019/11/24
17 镇国投 MTN001	10	2020/8/16
*18 镇国投 MTN001	8	2020/9/28
17 镇国投 MTN002	7	2020/10/24
*18 镇投 01	3	2020/12/5
*19 镇投 01	2.1	2021/1/16
*19 镇国投 MTN001	5	2020/1/28
*18 镇国 01	7.14	2023/3/30
合计	97.24	--

资料来源：公司提供

注：1. 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

2. “18 镇投 01”“19 镇投 01”期限为 2+1 年，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，所列到期日为首个可行权日；“19 镇国投 MTN001”为永续中期票据，所列到期日为首个约定赎回日

总体看，跟踪期内公司债务规模增长快，债务结构以短期为主，将于一年内到期的债务规模大，短期债务集中偿付压力大。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 78.66 亿元，同比增长 5.39%。同期，公司营业成本 65.83 亿元，同比增长 8.59%。由于毛利率较低的贸易业务占比提升，公司营业利润率波动下降，分别为 17.04%、17.95% 和 15.47%。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用逐年为 17.42 亿元，同比增长 15.98%，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。2018 年，公司期间费用占营业收入的比重为 22.15%。期间费用对利润侵蚀严重，期间费用控制能力有待提高。

2018 年，公司公允价值变动净收益为-1.12 亿元，主要系持有的中国太保股票价格下跌所

致；公司投资收益 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，以镇江汽投项目为主。2018 年公司实现利润总额 6.01 亿元，同比增长 15.93%。公司 2018 年非经常性损益（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，公司总资产收益率和净资产收益率均有所增长，分别为 2.91% 和 2.17%，公司整体盈利能力较弱。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 20.62 亿元，同比增长 4.99%；营业成本 17.09 亿元，同比增长 11.34%。实现利润总额 0.52 亿元，同比增长 108.00%；当期公允价值变动收益为 0.63 亿元，主要系中国太保股价上涨所致。

跟踪期内，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。主业盈利能力较弱。

5. 现金流分析

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入为 104.93 亿元，同比下降 7.18%，主要由于往来款减少所致。同期，公司经营活动现金流出为 98.25 亿元，同比下降 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，主要为与联营公司间的往来款。2018 年公司经营活动现金流量净额为 6.68 亿元。从收现质量看，2018 年公司现金收入比为 114.20%，公司收入实现情况较好。

投资活动方面，2018 年公司投资活动产生的现金流表现为净流出，为 -5.23 亿元。公司投资活动现金流入量为 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。同期，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）。

2018 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -3.19 亿元。筹资活动现金流入以取得借款和发行债券收到的现金为主，分别为 90.70 亿元和 62.14 亿元。筹资活动现金流出主要用于偿还债务本金和利息，2018 年为 132.48 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；受公司债务规模上升影响，公司筹资活动现金流量净额为 11.27 亿元。

总体看，公司经营获现能力较强，2018 年以来，投资净支出有所收窄，经营活动净现金流得以覆盖投资活动现金净流出规模。但考虑到公司短期内将有大量债务到期兑付，公司存在较大的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2018 年公司流动比率同比稍有下降，为 130.21%；由于其他应收款转入存货开发成本，速动比率大幅下降至 80.17%。同期，公司经营现金流动负债比波为 3.30%。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率持续降低，分别为 123.01% 和 78.76%。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，2018 年，公司 EBITDA 为 17.11，同比增长 18.32%；2018 年，公司全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 13.48 倍和 2.02 倍。公司长期偿债能力指标尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司获得商业银行授信额度合计 112.02 亿元，尚未使用额度 26.71 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

对外担保方面，截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额 68.71 亿元（详见附件 3），基于 2019 年 3 月底公司所有者权益 240.97 亿元，公司担保比率为 28.51%，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 12.16 亿元及对镇江城市建设产业集团有限公司的担保 24.45 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。2017 年索普集团经营情况向好，利润水平有所回升。2018 年度，索普集团醋酸产品产销量分别为 112 万吨、97 万吨（剩余醋酸用于生产醋酸乙酯），产销率很高，2018 年销售均价创十年来新高，为 4597 元/吨。截至 2018 年底，索普集团总资产为 67.40 亿元，净资产为 14.19 亿元，资产负债率为 78.95%，债务负担重，2018 年实现营业收入 62.25 亿元，净利润 6.09 亿元，同比大幅增长。除担保事项外，截至 2019 年 3 月底，公司应收索普集团的往来款 12.22 亿元，根据还款协议按年进行偿还，仍存在回收风险。

总体来看，跟踪期内，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。公司对外担保对象中，索普集团 2018 年经营情况向好，利润同比大幅增长，其偿债压力有所缓解。考虑到公司对外担保规模大且集中度较高，若被担保企业发生偿付风险，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 2019 年 5 月 23 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 2018 年底，公司本部资产总额 395.57 亿元，流动资产 150.28 亿元（占 37.99%），非流动资产 244.29 亿元（占 62.01%）；流动资产主要由其他应收款 85.79 亿元和存货 43.87 亿元构成；非流动资产以长期股权投资 212.52 亿元（占 86.64%）为主。

截至 2018 年底，公司本部负债合计 164.15 亿元，流动负债 105.80 亿元（占 64.45%），非流动负债 58.35 亿元（占 35.55%）；流动负债以其他应付款（占 35.31%）、一年内到期的非流动负债（占 23.58%）和其他流动负债（占 25.49%）为主；非流动负债中长期借款和应付债券分别占 39.95% 和 60.07%。公司本部有息债务合计 176.45 亿元，以短期债务为主，占全部有息债务的 65.71%。

截至 2018 年底，公司本部所有者权益合计 231.42 亿元，其中实收资本 10.00 亿元，资本公积 131.09 亿元，未分配利润 29.38 亿元，其他综合收益 57.08 亿元。2018 年公司本部实现营业收入 1.70 亿元，财务费用 5.35 亿元，投资收益 4.76 亿元。营业外收入为 5.80 亿元，主要为政府补贴；当期利润总额 3.81 亿元。

2018 年，公司本部经营活动现金流量净额为 -1.57 亿元，收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为与子公司间往来款；投资活动现金流量净额为 2.63 亿元，收回投资收现 3.87 亿元和取得投资收益收到的 1.24 亿元，主要来收到自泰州大桥股权转让款。筹资活动现金流量净额为 -6.76 亿元，公司本部承担了较多集团公司筹资职能。

总体看，公司本部经营性收入规模小，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。

十、存续债券偿还能力分析

2018年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为17.11亿元和104.03亿元，对“18镇国投MTN001”和“19镇国投MTN001”合计金额13亿元的覆盖倍数分别为1.32倍和8.07倍，保障程度较高。截至2018年底和2019年3月底，公司剔除使用受限后的现金类资产分别为23.94亿元和37.58亿元，分别为“19镇国投CP001”的4.79倍和7.52倍，保障程度较强。

截至2019年3月底，公司存续债券共计97.24亿元，以行权日计，将于一年内到期的债券金额合计55.00亿元。截至2019年3月底，公司剔除使用受限后的现金类资产为37.58亿元，对一年内到期的债券保障倍数为0.68倍。2018年，公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为存续期内债券合计额度的1.08倍和0.18倍。跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续期内债券的保障能力较强。

表23 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项目	2018年
一年内到期债券余额	55.00
现金类资产/一年内到期债券余额	0.68
经营活动现金流入量/应付债券余额	1.08
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.07
EBITDA/应付债券余额	0.18

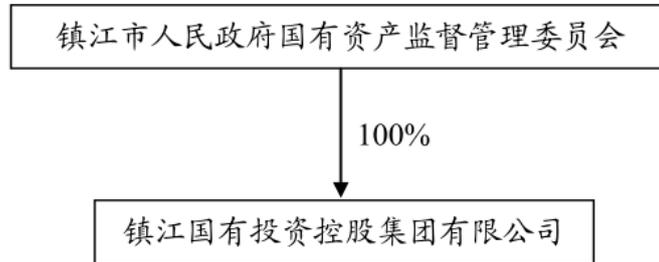
资料来源：根据公司年报及公开资料整理

注：现金类资产已剔除受限资金。

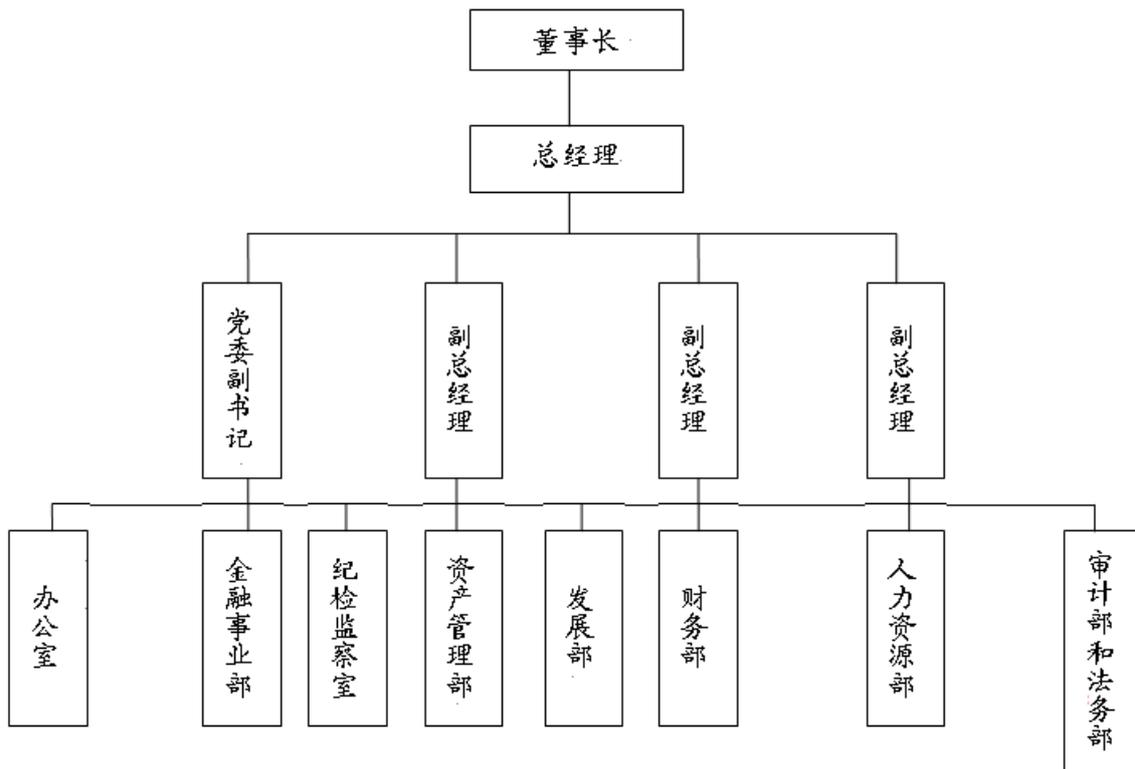
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA⁺，维持“18镇国投MTN001”和“19镇国投MTN001”的信用等级为AA⁺，维持“19镇国投CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

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 2019 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	江苏省镇江市路桥工程总公司	20048.00	100.00
9	镇江飞驰集团汽车有限公司	2300.00	100.00
10	镇江飞驰商务车有限公司	1000.00	47.00
11	镇江新华影城有限责任公司	1980.00	51.00
12	江苏太白集团有限公司	5193.94	100.00
13	镇江市汉邦担保有限公司	500.00	100.00
14	镇江市产权交易中心	355.00	61.97
15	镇江国泰资产管理经营有限公司	100.00	100.00
16	镇江国投置业开发有限公司	5000.00	100.00
17	镇江国投创业有限公司	10000.00	100.00
18	江苏港湾建设有限公司	1120.00	55.00
19	镇江市铁公水航空票务有限责任公司	158.00	100.00
20	镇江市能源开发总公司	1000.00	100.00
21	镇江市丹徒区国金农村小额贷款有限公司	18000.00	58.50
22	德仁融资租赁(上海)有限公司	20000.00	100.00
23	江苏车驰汽车有限公司	300.00	51.00
24	江苏东普新材料科技有限公司	10000.00	60.00
25	镇江市丹徒区建祥水利工程投资有限公司	57500.00	70.00
26	镇江国控宏业供应链管理有限公司	5000.00	70.00
27	上海索普股权投资基金管理有限公司	10000.00	100.00

资料来源：公司提供

附件3 截至2019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有限公司	镇江市兴宜水利投资有限公司	30000.00	2019.01.27-2022.01.27	
	镇江市丹徒区世业洲新农村发展建设有限公司	5000.00	2019.01.03-2020.01.03	
	镇江创普产业发展有限公司（索普集团子公司）	14000.00	2017.04.12-2020.04.12	
	镇江市丹徒区建宜水利投资有限公司	42000.00	2016.01.25-2024.01.24	
	镇江城市建设产业集团有限公司	244500.00	2018.02.26-2021.02.25	
	镇江港国际集装箱码头有限公司	77560.00	2012.08.30-2022.07.30	
	江苏索普（集团）有限公司		8000.00	2018.05.27-2019.05.27
			30000.00	2018.05.15-2019.08.15
			12000.00	2018.10.25-2019.11.25
	镇江索普化工新发展有限公司（索普集团子公司）	1300.00	2018.05.21-2019.05.21	
	镇江创普产业发展有限公司（索普集团子公司）	14000.00	2017.04.12-2020.04.12	
	威腾电气集团股份有限公司	4000.00	2019.01.08-2020.01.07	
	镇江市汽车产业投资有限公司		10000.00	2018.09.25-2019.09.25
			36000.00	2018.09.26-2019.09.26
			7800.00	2018.12.06-2019.12.06
江苏恒顺集团有限公司	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	13870.00	2018.09.18-2019.09.17	
		8156.25	2017.07.01-2019.06.23	
	江苏索普（集团）有限公司		20000.00	2018.03.22-2019.05.03
			1300.00	2018.12.04-2019.06.04
			10000.00	2019.01.08-2019.07.08
			3000.00	2019.01.24-2020.01.23
		8000.00	2018.06.10-2019.06.20	
江苏恒华传媒有限公司	7040.00	2018.06.22-2019.06.22		
镇江市诚信担保有限责任公司	镇江市江岛电器制造有限公司	495.00	2018.06.20-2019.06.19	
	江苏兴隆防腐设备有限公司	430.00	2018.11.28-2019.11.21	
	其他合计	28682.10		
合计		687133.35		

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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.85	24.88	23.94	37.58
资产总额(亿元)	470.44	487.18	534.44	562.88
所有者权益(亿元)	236.68	239.65	239.05	240.97
短期债务(亿元)	60.17	115.07	140.14	173.04
长期债务(亿元)	109.90	78.91	90.56	86.59
全部债务(亿元)	170.07	193.98	230.70	259.62
营业收入(亿元)	55.77	74.63	78.66	20.62
利润总额(亿元)	4.65	5.18	6.50	0.52
EBITDA(亿元)	11.62	14.46	17.11	--
经营性净现金流(亿元)	12.77	9.27	6.68	5.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.13	4.66	4.98	--
存货周转次数(次)	1.70	1.46	0.90	--
总资产周转次数(次)	0.13	0.16	0.15	--
现金收入比(%)	114.71	120.34	114.20	90.81
营业利润率(%)	17.04	17.95	15.47	16.50
总资本收益率(%)	2.21	2.58	2.91	--
净资产收益率(%)	1.76	1.85	2.17	--
长期债务资本化比率(%)	31.71	24.77	27.48	26.43
全部债务资本化比率(%)	41.81	44.73	49.11	51.86
资产负债率(%)	49.69	50.81	55.27	57.19
流动比率(%)	176.47	132.05	130.21	123.01
速动比率(%)	145.07	104.59	80.17	78.76
经营现金流流动负债比(%)	10.65	5.61	3.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.41	2.14	2.02	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.63	13.41	13.48	--

注：1. 2019 年 1-3 月财务数据未经审计；2. 其他流动负债和其他应付款中的有息债务已调整至短期债务，长期应付款和其他非流动负债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
增长指标	
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) ^{1/(n-1)} - 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	
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
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 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。

附件 6-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 6-4 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