

信用等级公告

联合[2019]931 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镇江国有投资控股集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第三期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2019 年公司债券（第三期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月三十一日

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 2019 年公司债券（第三期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 10.00 亿元（含）

债券期限：3 年（2+1）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019 年 5 月 31 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
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
长期债务（亿元）	109.90	77.52	88.41	84.18
全部债务（亿元）	170.07	192.59	207.68	192.72
营业收入（亿元）	52.84	74.63	78.66	20.62
净利润（亿元）	4.16	4.43	5.20	0.39
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（%）	12.45	15.48	15.47	16.50
净资产收益率（%）	1.91	1.86	2.17	0.16
资产负债率（%）	49.69	50.81	55.27	57.19
全部债务资本化率（%）	41.81	44.56	46.49	44.44
流动比率（倍）	1.76	1.32	1.30	1.23
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.08	0.08	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.64	1.59	1.42	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.16	1.45	1.71	--

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。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对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”）的评级反映了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，在镇江市经济发展中具有重要地位；公司业务多元化，下属子公司江苏恒顺醋业股份有限公司（以下简称“恒顺醋业”）品牌优势明显。近年来，公司经营活动现金流保持净流入，收入实现质量很高。同时，联合评级也关注到公司原材料采购价格波动、其他应收款和存货对公司资金形成较大占用、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、非经常性损益对利润贡献较大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，随着公司产业结构的不断完善，公司整体竞争实力将得到进一步提高，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿付的风险很低。

优势

1. 镇江市经济实现平稳发展，财政收入有所增长，为公司发展提供了良好的外部环境；公司作为镇江市主要的产业投融资和国有资产经营主体，镇江市政府在财政补助方面给予公司较大支持。

2. 公司业务板块涉及较广，包括酱醋调味品、路桥建设、化工、造纸、汽车销售及房地产业务等，业务较为多元化，且具有一定的产业竞争优势。

3. 酱醋调味品板块为公司收入的主要来源之一，盈利情况较好，为公司提供了稳定的现金流；下属恒顺醋业为“四大名醋”之一的镇江香

醋的代表企业，同时也为食醋行业龙头和唯一的上市公司，品牌优势明显。

4. 近年来，公司经营活动现金流保持净流入，收入实现质量很高。

关注

1. 公司主要业务板块除路桥施工业务外，均为传统产业，受宏观经济影响较大；近年来，公司主要业务板块原材料价格均有不同程度上涨，不利于公司控制生产成本。

2. 公司存货和其他应收款规模较大，对公司资金形成较大占用；期间费用对公司利润侵蚀严重，非经常性损益对利润贡献很大。

3. 公司整体债务负担较重，以短期债务为主，面临一定的集中偿付压力。

4. 公司对外担保规模较大，存在一定的代偿风险。

分析师

戴非易

电话：010-85172818

邮箱：daify@unitedratings.com.cn

王素平

电话：010-85172818

邮箱：wangsp@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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。

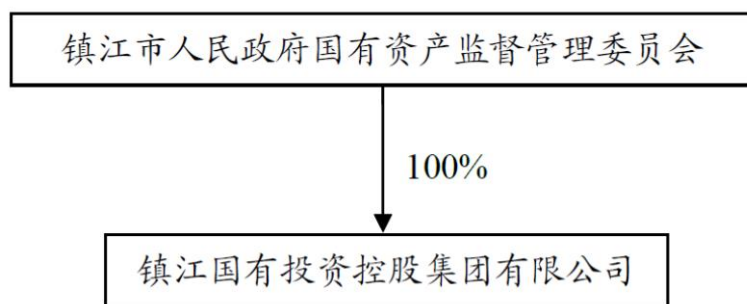
分析师：


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，后经历次增资，截至 2014 年 10 月末，公司注册资本增加至 100,000 万元。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

公司经营范围：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；食用农产品（初级）、预包装食品、散装食品的批发（按《食品经营许可证》核定范围内经营）；汽车、汽车配件、汽车用品的销售；汽车进出口销售业务。

截至 2019 年 3 月底，公司下设办公室、发展部、金融事业部、资产管理部、财务部、人力资源部、审计部和法务部、纪检监察室 8 个部门（见附件 1）；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

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%。

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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

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。本期债券名称为“镇江国有投资控股集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第三期）”（以下简称“本期债券”），发行规模为不超过 10.00 亿元（含），期限 3 年，第 2 年末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券面值 100.00 元，按面值平价发行。本期债券为固定利率，票面利率由公司和簿记管理人按照发行时网下询价簿记结果共同协商确定。本期债券票面利率采取单利按年计息，利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还公司本部及下属子公司的金融机构借款。

三、行业分析

目前公司主要收入来源于酱醋生产的调味品板块以及汽车生产及销售，且公司业务主要集中在江苏省内，其经营状况与调味品行业、汽车行业以及江苏省的区域经济发展联系紧密。

1. 食醋行业

（1）行业概况

醋是一种发酵后产生的酸味调味剂，多由大米、高粱、玉米、小麦以及糖类和酒类发酵而成。我国是食醋生产和消费大国，酿醋历史悠久，中国四大名醋有山西老陈醋、镇江香醋、闽中保宁醋和福建永春老醋。由于不同的地区食醋生产原料及制作工艺不同，口味差别较大，区域消费者习惯了原有的口味之后，往往会产生惯性消费，因而使得目前食醋产品具有较强的区域分布特征，如镇江香醋，主要在华东地区分布较多，山西老陈醋则在山西及周边区域较多，保宁醋则主要集中于四川地区。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。

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
闽中保宁醋	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

总体看，食醋行业以地方品牌居多，区域特征明显，同时行业集中度较低，整合空间较大。

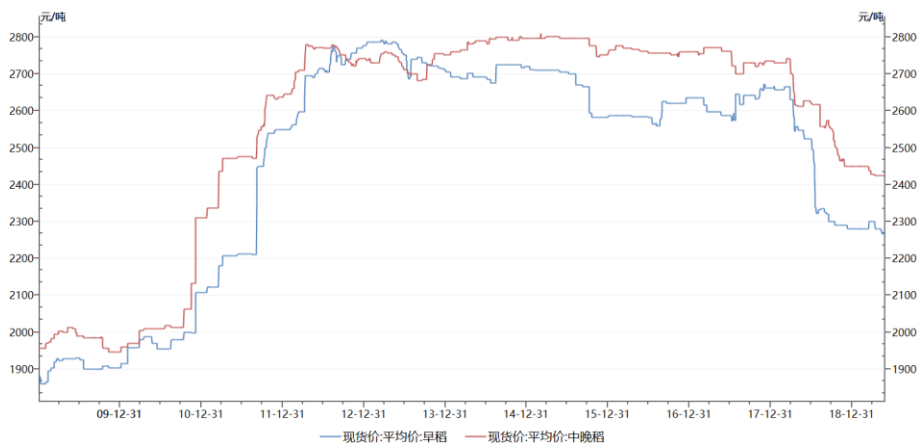
(2) 行业上下游

上游原材料

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。稻谷是我国最主要的粮食作物之一，我国水稻的播种面积约占粮食作物总面积的 1/4，产量约占全国粮食总产量的 1/2。我国水稻主要产地为华南双季稻稻作区、华中双季稻稻作区、西南高原单双季稻稻作区、华北单季稻稻作区、东北早熟单季稻稻作区和西北干燥区单季稻稻作区。

水稻根据其播种期、生长期和成熟期的不同，可以分为早稻、中稻和晚稻，从下图可以看出，从 2011 年起，我国早稻和中晚稻价格均出现大幅增长，主要系为保护农民种粮积极性，国家在稻谷主产区实行最低收购价政策，2011 年和 2012 年，国家两次大幅提高稻谷最低收购价格所致。2013 年之后，稻谷价格在高位波动，最低收购价格保持基本稳定。根据国家发改委公布数据，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

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产值增长率大致在 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。

总体看，随着近年来国家几次对稻谷最低收购价调整，目前稻谷价格虽然处于较高位，但有进

一步下行空间，有利于食醋行业的成本控制；食醋行业下游需求平稳增长。

（3）行业竞争

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，区域品牌包括天津天立独流、北京龙门、河北珍极、上海宝鼎和青灯灯塔等，“四大名醋”也主要在各自的根据地呈现主流消费，行业集中度较低。同时，由于外地品牌较难进入本地市场，很难对本地醋企形成竞争压力，但随着生产厂商倾向于追求产量，且食醋行业低成本、低门槛、消费周期长等特点，使得大量规模较小的醋企和作坊式企业进入市场，同时使得整个行业产品出现同质化现象。

国内部分食醋品牌开始追求产品的创新，致力于发现消费者需求和满足各层次消费者的核心需求，在细分市场的基础上，研发出各类具有明显创新特征的产品，如技术创新型食醋，包括自吸式深层发酵的食醋、生物数控技术食醋；添加物创新型食醋，包括银杏醋、苦荞醋、果醋等，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。

总体看，由于我国食醋行业集中度较低且具有较为明显区域性特征，行业竞争程度较低，但随着行业同质化逐渐明显以及新型醋产品的研发，从长期来看将对传统食醋企业形成一定冲击，加剧行业的竞争程度。

（4）行业政策

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，为食醋子行业的发展提供了良好的政策环境，近年相关法律法规如下表所示。

表 2 近年食醋行业相关政策

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
《食品生产经营风险分级管理办法》	国家食品药品监督管理总局	明确食药监督管理部门要以风险分析为基础，结合食品生产经营者的食品类别、经营业态及生产经营规模、食品安全管理能力和监督管理记录情况，按照风险评价指标，划分食品生产经营者风险等级，实施不同程度的监督管理。	2016 年 9 月
《国民营养计划（2017~2030 年）》	国务院办公厅	完善营养法规政策标准体系，加强营养能力建设，强化营养和食品安全监测与评估，发展食物营养健康产业，大力发展传统食养服务，加强营养健康基础数据共享利用。	2017 年 6 月
《关于加强食品安全谣言防控和治理工作的通知》	国务院食品安全办	通过主动公开政务信息、加强动态监测、及时组织辟谣、加强食品安全信息发布管理等措施，营造科学健康的消费环境，加强食品安全谣言防控和治理工作。	2017 年 7 月
《关于印发食品、保健食品欺诈和虚假宣传整治方案的通知》	国务院食品安全办	进一步加强对食品、保健食品生产、经营（进口）行为的监管，强化企业守法诚信意识，严厉打击违法违规行为，切实保障消费者合法权益和消费安全。	2017 年 7 月
《网络餐饮服务食品安全监督管理办法》	国家食品药品监督管理总局	加强网络餐饮服务食品安全监督管理，规范网络餐饮服务经营行为，保证餐饮食品安全，保障公众身体健康。	2017 年 11 月
《关于深化改革加强食品安全工作的意见》	中共中央、国务院	建立食品安全现代化治理体系，提高从农田到餐桌全过程监管能力，提升食品全链条质量安全保障水平。	2019 年 5 月

资料来源：联合评级整理

总体看，近年来我国通过发布一系列法律法规，对食品的生产及运营进行规范，有助于促进食醋行业健康有序发展。

（5）行业关注

行业集中度较低

食醋行业规模较小且具有较强的区域性，四大名醋仅在各自的主产地呈现主流消费趋势，没有

形成全国性的大企业，小而散是整个行业的特点。小作坊式食醋企业遍布全国各地，仅山西省就分布大小不等的近千家醋厂，分布广且规模较小的醋企在抵御市场风险方面的能力较弱并缺乏足够的竞争力。

区域内竞争激烈

由于食醋行业集中度较低，区域内食醋生产厂众多，四大名醋除代表企业外仍有较多醋企生产同种食醋，如山西老陈醋的主要生产品牌包括水塔、紫林、东湖以及宁化府，且这四家醋企均位于太原市，竞争较为激烈。

科研投入不足

我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。

（6）未来发展

调味品属于居民生活必需品，是一种刚性需求，对于宏观经济环境的依赖度较低。随着消费的不断升级，调味品表现出向高档化发展的趋势，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。此外，“互联网+”使传统的经销模式收到冲击，中间环节受到威胁，并使厂商边界更加模糊，形成垂直体系。餐饮、家庭消费模式以及 O2O 新型互联网模式引导购买行为多样化，促进食醋行业的变革与升级。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。

总体看，未来食醋行业集中度将逐步提升，食醋行业将朝着高端市场发展，并随着“互联网+”的不断发展而进行变革与升级。

2. 汽车行业

（1）行业概况

汽车行业具有产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等行业特点，是拉动国民经济增长的主要产业。中国汽车工业的发展始于五十年代，至今已有五十多年的历史。在国家鼓励汽车消费政策实施、道路交通条件改善和居民收入水平提高等因素驱动下，自 2000 年以来，中国汽车行业开始步入持续增长阶段，并逐步成为国民经济重要的支柱产业。

2016 年，随着购置税减半政策效应的释放，中国汽车市场升温，产销保持较快增长，汽车产销量分别为 2,811.88 万辆和 2,802.82 万辆，较上年分别增长 13.10%和 13.65%；其中乘用车产销量分别为 2,431.50 万辆和 2,429.22 万辆，较上年同期分别增长 15.55%和 15.08%；商用车产销量分别为 369.34 万辆和 364.67 万辆，较上年同期分别增长 7.86%和 5.57%。

2017 年，由于购置税优惠幅度减小、新能源汽车政策调整等原因，我国汽车产销量分别为 2,901.54 万辆和 2,887.99 万辆，较上年分别增长 3.19%和 3.04%，是 2008 年以来年度最低增长水平；其中乘用车产销量分别为 2,480.67 万辆和 2,471.83 万辆，较上年分别增长 1.58%和 1.40%；商用车产销 420.87 万辆和 416.06 万辆，较上年分别增长 13.81%和 13.95%。

2018 年，我国乘用车产销量分别完成 2,352.9 万辆和 2,371 万辆，较上年同期分别下降 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,较上年同期分别增长 59.9%和 61.7%。

总体看,近年来汽车行业增速逐渐放缓,行业进入成熟期。

(2) 钢材价格波动

钢材是汽车制造的主要原材料,汽车整车及零配件生产需要用到冷轧板、热轧板、镀锌板和热镀锌板等钢材。钢材价格的波动将对汽车生产企业的利润空间和盈利水平产生一定影响。

2016 年以来,受供给侧改革限产影响,钢价高速攀升。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,Myopic 综合钢价格指数为 141.0 点;截至 2019 年 3 月底,Myopic 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,同比分别增长 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乘用车的制造成本。

图 3 2016~2019 年 1 月 Myopic 综合钢价指数



总体看,近年来钢价探底回升,汽车生产企业的生产成本有所上升。

(3) 行业竞争

汽车行业是典型的规模经济行业,规模和协同效应明显。行业集中度不断提高,使得具有规模优势的企业竞争力不断增强。从汽车行业整体市场格局上看,目前我国汽车年销量超过百万辆的企业集团有六家,分别为上汽集团、东风汽车集团、一汽集团、长安集团、北汽集团和广汽集团,六家企业集团占全国汽车销售总量的 77.85%。目前,我国汽车生产企业形成了以大型集团为龙头的竞争格局,市场集中度维持在较高水平。

总体看,中国汽车生产企业形成了以大型集团为龙头的竞争格局,市场集中度维持在较高水平。

（4）行业政策

2016年12月29日，财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委联合发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建[2016]958号），该通知主要包括调整完善推广应用补贴政策、落实推广应用主体责任、建立惩罚机制；其中，明确提出除燃料电池汽车外，各类车型2019~2020年中央及地方补贴标准和上限，在现行标准基础上退坡20%。该通知从2017年1月1日起实施。

根据《财政部国家税务总局关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》（财税[2016]136号）规定，自2017年1月1日起至12月31日止，对购置1.6升及以下排量的乘用车减按7.5%的税率征收车辆购置税。自2018年1月1日起，恢复按10%的法定税率征收车辆购置税。

2017年3月1日，国家工信部、发改委、科技部、财政部联合发布了《促进汽车动力电池产业发展行动方案》（工信部联装[2017]29号），该方案指明了未来几年我国动力电池产业的发展方向，即持续提升现有产品的性能质量和安全性，进一步降低成本，2018年保障高品质动力电池供应；大力推进新型锂离子动力电池研发和产业化，2020年实现大规模应用；着力加强新体系动力电池基础研究，2025年实现技术变革和开发测试。

2017年6月13日，工信部发布了关于征求《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）（2017年）》（征求意见稿）意见的通知，确立了“以汽车为重点和以智能化为主、兼顾网联化”的智能网联汽车发展总体思路，到2020年，初步建立能够支撑驾驶辅助及低级别自动驾驶的智能网联汽车标准体系，到2025年，系统形成能够支撑高级别自动驾驶的智能网联汽车标准体系。

2017年9月28日，工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局等五部门已联合发布《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》（工业和信息化部、财政部、商务部、海关总署、质检总局令第44号），从两个方面进行积分核算管理，并纳入准入条件。积分为负且未抵偿归零的企业，将调整生产或进口计划。办法自2018年4月1日起施行，境内乘用车生产企业、进口乘用车供应企业一视同仁。

2017年12月27日，财政部、税务局、工信部、科技部联合发布《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》（财建[2017]172号），自2018年1月1日至2020年12月31日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。对免征车辆购置税的新能源汽车，通过发布《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》实施管理。2017年12月31日之前已列入《目录》的新能源汽车，对其免征车辆购置税政策继续有效。

2018年2月，财政部、工信部、科技部和发改委联合发布《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。

此外，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。

总体看，近年来汽车行业的政策主要集中于节能减排、新能源化和创新研发等方面，更加完善了新能源汽车的推广应用体系，明确且严格地规定了新能源汽车财政补贴政策，确立并规划了自动驾驶的智能网联汽车的总体发展思路。

（5）行业关注

国内自主品牌盈利能力和研发能力有待进一步提升

随着国内汽车消费市场的培育和发展，消费者对价格的敏感性降低，对车的性能、安全、外观

和油耗等因素关注日益提高，而国内自主品牌汽车企业起步晚，技术积累薄弱，短期内受困于低端市场的格局难以改变，盈利能力普遍偏弱。随着合资企业纷纷将国外精品小车型导入我国市场，自主品牌的价格优势将逐渐弱化，盈利空间受到挤压。在合资整车企业中，目前主要由外方提供车型，主要核心技术掌握在外方手中，中方企业整体自主研发能力仍有待进一步提升。

限购、限行城市增多，对汽车行业发展产生冲击

随着居民消费升级，个人购车势头较为强劲。但是，受到城市道路交通拥堵、汽车尾气排放超标、城市承载力限制等因素的影响，北京、上海、广州、贵阳、天津和杭州等城市出台汽车限购政策。限购政策对全国汽车销量可能造成影响。此外，限购还将对中低端国产品牌乘用车形成打压。以北京为例，实施限购政策前后，销售车辆的平均单价提高了 88%，1.6 升及以下排量的轿车占有率下降了 17%，限购和各种牌号限制使消费者更加趋向于买大尺寸车、大排量车、高价车、进口车。

总体看，我国汽车行业已步入成熟期，增速放缓，市场集中度维持在较高水平；自主品牌仍需培育和发展，自主研发能力有待进一步提升；受到城市道路拥堵、环境污染等因素的影响，各城市限购、限行对汽车行业发展产生冲击。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为镇江市重要的产业投融资主体和国有资产经营管理主体，在镇江市经济发展中具有重要地位，业务主要涵盖酱醋调味品、化工产品、纸制品、道路桥梁施工和汽车改装等领域。

公司的酱醋调味品业务由下属子公司恒顺集团负责。恒顺集团的核心企业恒顺醋业于 2001 年 2 月 6 日在上海证券交易所上市，股票代码为“600305.SH”。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，其先后荣获“国家级农业产业化重点龙头企业”、“中国调味品行业食醋十强品牌企业”、“中国调味品行业最具资本竞争力企业”等称号。2012 年，恒顺醋业被认定为国家高新技术企业，2013 年荣获“亚洲名优品牌奖”，2015 年度获得江苏省企业技术创新奖，2016 年度荣获中国产学研合作创新成果一等奖、中国食品科学技术学会科技创新一等奖，2017 年度获得“工信部智能制造试点示范企业”。恒顺醋业作为国内唯一的食醋上市企业，具有行业地位明显、品牌知名度高、渠道广泛、非物质传统工艺与现代化创新结合和质量优等诸多竞争优势。

公司道路桥梁业务主要由下属子公司江苏省镇江市路桥工程总公司（以下简称“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，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。路桥公司主要的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，省外业务主要分布于安徽、河南、辽宁、江西等省份。近年来，路桥公司加大了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。

公司化工产品主要为钛白粉，由下属子公司江苏太白集团有限公司（以下简称“江苏太白”）负责。江苏太白主要利用硫酸法生产制造金红石型钛白粉，截至 2018 年底，年产能 6.00 万吨，相对以锐钛型钛白粉为主要产品的中小型工厂而言，其脱离了低端市场的价格竞争漩涡，在产品品质和技术上具有一定的竞争优势。从生产金红石型钛白粉的国内企业来看，江苏太白的产能处于中游水平，距离行业龙头仍有一定的差距。

公司的纸制品业务主要由镇江大东纸业有限公司（以下简称“大东纸业”）负责。大东纸业的主

要产品有高档文化用纸、工业配套用纸、食品级包装纸、防伪纸等四大系列 35 个品种，拥有国家颁发的《食品包装纸生产许可证》和《防伪纸生产许可证》。大东纸业是水印防伪税务发票及票证指供应商。大东纸业先后通过了 ISO9002、ISO9001: 2000 质量管理体系认证和 PEFC 森林管理体系认证，并于 2009 年 7 月顺利通过了《食品用纸包装、容器等制品生产许可证》审核认证。大东纸业将发展重点定位于特种纸和食品用纸的细分市场，具有一定的差异化优势。

公司汽车改装业务主要由下属子公司镇江飞驰汽车集团有限公司(以下简称“飞驰汽车”)经营。公司汽车改装主要分为冷藏车和商务车，具体细分为奔驰高端商务车改装销售，主要品种包括奔驰威霆与斯宾特(凌特)车型，提供从 4 座至 9 座不同系列的奔驰商务车；冷藏保鲜车、冷藏集装箱、厢式车、客车及其他专用汽车。飞驰汽车从 1994 年开始为部队提供军事装备，累计为总后军需部、总后卫生部、空军、总装备部、驻港、驻澳部队和武警等部队和兵种提供了数千辆装备车，1998 年总后勤部授予飞驰汽车为“军事后勤装备定点生产企业”，2005 年颁发《后勤装备科研生产许可证》，并设有“空军装备部驻飞驰集团军事代表处”。截至 2018 年底，公司汽车合计年产能 13,200 辆/年。

总体看，公司作为镇江市重要的产业投融资主体和国有资产经营管理主体，产业较为多元化，具备一定的产业竞争优势。

2. 人员素质

截至 2019 年 3 月底，公司董事、监事及高级管理人员共 13 人，其中董事 5 名，经理层 5 人(其中 2 人兼任董事)，监事 5 人。

公司董事长周毅先生，1967 年 12 月生，江苏盐城人，1988 年 7 月参加工作，1997 年 1 月加入中国共产党，研究生学历，经济师。历任镇江船厂技术科、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，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。

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、润州区常委、宣传部部长；2018 年 8 月至今，任公司董事、总经理。

截至 2019 年 3 月底，公司员工总数 5,109 人。从教育程度看，研究生学历占 0.61%，大学本科学历占 10.69%，大学专科学历占 23.21%，中专及其他学历占 65.49%；从员工岗位构成看，生产人员占 59.23%，销售人员占 18.11%，技术人员占 8.16%，财务人员占 1.41%，行政人员占 13.09%。

总体看，公司管理人员整体素质较高，管理经验丰富；公司员工构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

3. 外部环境

(1) 区域环境

镇江市位于江苏省西南部，长江下游南岸，东南接常州市，西邻南京市，北与扬州市隔江相望。截至 2018 年底，镇江市常住人口 319.64 万人，较上年增长 1.01 万人。

根据《2018 年镇江市国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，镇江市实现地区生产总值 4,050 亿元，按可比价格计算，同比增长 3.1%，增速较上年下降 4.1 个百分点。其中，第一产业增加值 138.40 亿元，同比下降 4.2%；第二产业增加值 1,976.60 亿元，同比增长 3.0%；第三产业增加值 1,935.00 亿

元，同比增长 3.7%；第二产业增加值增速较上年下降较快。截至 2018 年底，镇江市拥有规模以上工业企业 2,044 家，实现总产值同比增长 3.2%，其中大中型企业同比增长 3.9%。分轻重工业看，轻工业总产值同比增长 1.8%；重工业总产值同比增长 3.6%。

财政收支方面，2018 年，镇江市一般公共预算收入 301.5 亿元，比上年增长 6.0%。在一般公共预算收入中，税收收入 241.24 亿元，同比增长 10.7%；非税收入 60.26 亿元，下降 9.4%。2018 年镇江市全年一般公共预算支出 408.65 亿元，同比增长 5.7%。

总体看，镇江市经济运行情况良好，财政收入有所增长，为公司业务发展提供了良好的外部环境。

（2）政府支持

公司作为镇江市政府重点扶持的产业经济运营主体，同时，作为承担改革资金筹集与支付职能的主体，近年来镇江市政府、市国资委在财政补贴和税收方面给予了公司一定支持。2016~2018 年，公司获得政府补助分别为 5.74 亿元、2.12 亿元和 5.80 亿元，对公司利润形成了有益补充。

总体看，公司作为镇江市重要的产业投融资主体和国有资产经营管理主体，政府支持力度较大。

五、公司管理

1. 治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国企业国有资产法》及国家有关法律、法规和政策，制定了《镇江国有投资控股集团有限公司章程》，作为规范公司治理结构的基本制度。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，董事会是公司的决策机构，对出资人和履行出资人职责的机构负责；董事会由 5 人组成，每届任期三年，设董事长 1 名；董事由出资人委派或更换，董事长由出资人从董事会成员中指定。

公司设监事会，由 5 人组成，其中公司职工代表 2 人，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。监事任期三年，任期届满，可以连任。监事会设主席 1 人，由镇江市国资委在委派的监事会成员中指定。

公司设总经理 1 人，经出资人同意，公司董事可以兼任总经理。总经理及其他高管未经镇江市国资委同意不得兼任其他有限责任公司、股份有限公司或者其他经营组织的负责人。

总体看，公司未设股东会，法人治理结构较为完善，实际运营情况良好。

2. 管理体制

公司以相关法律法规为指导，设立了一系列的内部控制制度，包括财务管理、资金管理、投资管理、子公司管理、对外担保管理、安全生产制度等。

财务管理方面，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。

资金管理方面，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。

投资管理方面，公司制定了《镇江国有投资控股集团对外投资管理制度》，公司对外投资必须通

过集体决策，一般小型对外投资必须经董事会讨论通过，报市国资委备案；公司重大项目投资必须报市国资委审批。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，需市国资委审批的项目，需报市国资委，作为进行对外投资的决策参考。

子公司管理方面，公司制定了《镇江国有投资控股集团控股参股公司管理办法》，公司对子公司行使服务、协调、监督和考核等职能，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。

安全生产制度方面，公司根据相关法律法规，制定了《安全生产奖惩制度》、《安全事故报告和调查处理制度》以及《安全生产检查制度》等办法，对公司各业务领域的安全生产进行规范，全面贯彻“安全第一、预防为主、综合治理”方针，树立“以人为本、安全发展”的思想，加强安全教育和安全生产投入，注重安全防范和预测分析工作，以提升危机处理和保障能力。

对外担保方面，公司制定了《镇江国有投资控股集团对外担保管理制度》，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，公司内部管理制度相对健全，可满足公司日常经营和管理需要。

六、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，业务较为多元化，范围涵盖酱醋调味品、道路桥梁施工、纸制品、化工产品、汽车等。2016~2018年，受纸制品、化工产品、汽车和其他板块收入增长的影响，公司营业收入逐年增长，分别为52.84亿元、74.63亿元和78.66亿元，年均复合增长22.00%；净利润逐年增长，分别为4.16亿元、4.43亿元和5.20亿元，年均复合增长11.76%。2016~2018年，公司主营业务收入占营业收入比重均在96.00%以上，公司主营业务突出。

从收入构成来看，2016~2018年，酱醋调味品板块收入整体稳定，分别为16.13亿元、18.93亿元和15.58亿元；其中2017年较上年增长17.36%，主要系公司加大对酱醋调味品业务的市场开拓和品牌宣传，并适度上调了部分高端醋产品的价格所致；2018年较上年下降16.93%，主要系子公司江苏恒顺集团有限公司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；醋调味品板块占营业收入的比例分别为30.53%、25.36%和19.81%。2016~2018年，道路桥梁施工板块收入逐年下降，分别为15.39亿元、12.69亿元和6.83亿元，主要系部分期限较长的施工项目未进入竣工决算，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；占营业收入的比例分别为29.13%、17.00%和8.68%。2016~2018年，纸制品板块收入逐年增长，分别为6.66亿元、7.24亿元和12.06亿元，主要系恒宏包装公司收入转入此板块以及各类纸制品销售价格有所上涨所致；占营业收入的比例分别为12.61%、9.70%和15.33%。2016~2018年，化工产品板块收入逐年增长，分别为5.89亿元、10.73亿元和12.07亿元，主要系钛白粉价格上涨以及江苏东普新材料科技有限公司副产品销售收入增加所致；占营业收入的比例分别为11.14%、14.37%和15.34%。2016~2018年，汽车板块收入逐年增长，分别为7.64亿元、17.18亿元和19.10亿元，主要系飞驰汽车于2016年初完成搬迁改造产能提升、2017年江苏车驰汽车有限公司（以下简称“江苏车驰”）新增平行进口车贸易业务并在2018年销售收入进一步增加所致；占营业收入的比例分别为14.46%、23.02%和24.28%。2016~2018年，公司其他板块收入逐年增长，分别为1.13亿元、7.88亿元和13.02亿元，主要系公司2017年起将改革专项资金业务划入其他板块，以

及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，占营业收入的比例分别为 2.13%、10.55%和 16.56%。

表 3 2016~2019 年 3 月公司营业收入构成及毛利率情况（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
酱醋调味品	16.13	30.53	37.14	18.93	25.36	34.48	15.58	19.81	44.61	5.94	28.80	36.42
道路桥梁施工	15.39	29.13	8.97	12.69	17.00	9.22	6.83	8.68	12.96	3.37	16.35	3.54
纸制品	6.66	12.61	5.56	7.24	9.70	2.94	12.06	15.33	9.84	2.07	10.05	3.97
化工产品	5.89	11.14	13.40	10.73	14.37	17.68	12.07	15.34	12.49	3.70	17.92	6.80
汽车	7.64	14.46	10.75	17.18	23.02	3.83	19.10	24.28	4.30	4.65	22.56	8.74
其他	1.13	2.13	29.55	7.88	10.55	21.68	13.02	16.56	11.31	0.89	4.32	57.31
合计	52.84	100.00	18.33	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

从毛利率情况来看，2016~2018 年，酱醋调味品板块毛利率波动提升，由 2016 年的 37.14%提升至 2018 年的 44.61%，其中 2017 年较 2016 年毛利率下降主要系人工成本与粮食采购价格上涨所致，2018 年较 2017 年毛利率大幅提升主要系公司提高了部分产品售价，以及公司持续采取压缩成本措施所致。2016~2018 年，道路桥梁施工板块毛利率由 2016 年的 8.97%提升至 2018 年的 12.96%，主要系公司加强成本控制所致；纸制品板块毛利率波动提升，由 2016 年的 5.56%提升至 2018 年的 9.87%，主要系纸浆采购价格变动影响所致；化工产品板块毛利率波动下降，由 2016 年的 13.40%下降至 2018 年的 12.49%，主要系钛白粉价格波动影响所致；汽车板块毛利率波动下降，由 2016 年的 14.46%下降至 2018 年的 4.30%，主要系 2017 年以来新增毛利率水平较低的平行进口车业务所致；其他板块毛利率逐年下降，由 2016 年的 29.55%下降至 2018 年的 11.31%，受改革专项资金收支情况、房地产业务毛利率以及煤炭等大宗商品贸易的影响较大。受上述因素影响，2016~2018 年，公司综合毛利率整体呈下降趋势，分别为 18.33%、16.31%和 16.31%。

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%；受公允价值变动净收益由负转正影响，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，近年来，公司经营情况良好，收入平稳增长；酱醋调味品、汽车和道路桥梁施工三大板块是公司收入的主要来源，其中酱醋调味品板块毛利率水平较高，盈利能力较强。

2. 酱醋调味品板块

公司酱醋调味品板块由控股子公司恒顺集团经营。目前恒顺集团核心企业恒顺醋业已成为中国规模最大、现代化程度最高的食醋生产企业之一，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、销售。

（1）原材料采购

公司生产的醋类产品的主要原材料为大米、糯米等粮食作物，约占总成本的 53%左右，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，醋类产品生产所需的大米、糯米主要通过自有的粮食生产基地获取，公司自有生产基地共计 1 万亩，自产大米和糯米占所需原材料的 50%左右。公司其他另需的原材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。2016~2018 年，受消耗以前年度采购备货影响，公司酱醋调味品板块主要原材料采购量均波动增长；粮食采购量年均复合增长 6.28%；玻璃瓶采购

量年均复合增长 10.37%；瓶盖采购量年均复合增长 9.34%；包装箱采购量年均复合增长 4.92%。采购价格方面,2016~2018 年,粮食采购价格逐年增长,其中 2018 年为 0.69 万元/吨,较上年增长 1.47%；其他主要原材料采购均价变化不大。

表 4 2016~2018 年公司主要原材料采购情况 (单位: 吨、万只、万元/吨、元/只)

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
粮食	80,536.00	0.66	94,087.00	0.68	90,973.00	0.69
玻璃瓶	23,823.00	0.57	29,581.00	0.56	29,018.00	0.56
瓶盖	23,316.00	0.13	28,439.00	0.13	27,877.00	0.13
包装箱	1,876.00	3.32	2,103.00	3.31	2,065.00	3.31

资料来源: 公司提供

供应商方面,2016~2018 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分别为 17.13%、18.16%和 23.81%。整体看,公司供应商较为分散,不存在对单一供应商依赖的情况。

结算方面,对于包装物等原材料,主要通过电汇、银承的方式进行结算,账期一般在 1 个月以内,而大米由于其季节性的特点,账期在 3 个月以内,一般在季末结算。

总体看,公司酱醋调味品板块原材料采购量波动增长;原材料以粮食为主,需关注粮食价格后续走势;供应商集中度一般,不存在对单一供应商过于依赖的风险。

(2) 生产经营

公司产品生产基本为“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。环保和质量控制方面,恒顺集团下属子公司恒顺醋业是国内首家调味品行业上市公司,已通过 ISO9001 质量管理体系和 ISO22000:2005 食品安全管理体系认证;公司根据国家环境保护的法律法规制定了严格的环境作业规范,同时自建污水处理设施,日污水处理能力 1,300 吨,公司在废气、废水排放和噪音方面均符合国家环保标准。

从产能上看,2016~2018 年,酱醋调味品板块主要产品产能无变化。从产量上看,2016~2018 年,黑醋类产量无变化,均为 30.00 万吨;白醋类产量略有增加;料酒类产量年均复合增长 9.57%,主要系市占率提升、销量带动所致。从产能利用率上看,2016~2018 年,黑醋类产能利用率保持在 100.00%,白醋类和料酒类的产能利用率均逐年提升;2018 年黑醋、白醋和料酒类产品的产能利用率分别为 100.00%、86.02%和 86.44%。

表 5 2016~2018 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
2016 年	黑醋	300,000.00	300,000.00	100.00
	白醋	50,000.00	41,500.00	83.00
	料酒	50,000.00	36,000.00	72.00
	合计	400,000.00	377,500.00	94.38
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，公司生产采用“以销定产”的方式，根据订单安排产品生产，产能利用率较高；同时公司产品质量控制严格，在环保方面符合国家要求。

（3）产品销售

酱醋调味品作为日常消费品，具有较为稳定的终端客户需求。公司采取以传统渠道+现代渠道“双驱发动”的销售模式，以传统渠道为主：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 B2B、B2C 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，实现渠道销售的增长。

从产品的销售情况看，2016~2018 年，公司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%。

从客户集中度来看，2016~2018 年，公司酱醋调味品前五大客户销售额分别为 1.92 亿元、2.53 亿元和 2.30 亿元，占酱醋调味品板块销售总额比例分别为 13.29%、13.39%和 11.72%，公司前五大客户集中度较低。

表 6 2016~2018 年酱醋调味品板块前五大客户销售情况（单位：万元、%）

年份	客户	销售金额	占比
2016 年	客户一	7,454.66	5.15
	客户二	5,837.26	4.03
	客户三	2,124.66	1.47
	客户四	1,978.41	1.37
	客户五	1,841.45	1.27
合计		19,236.46	13.29
2017 年	客户一	11,245.44	5.95
	客户二	6,614.96	3.50
	客户三	2,778.28	1.47
	客户四	2,343.59	1.24
	客户五	2,324.06	1.23
合计		25,306.33	13.39
2018 年	客户一	9,840.08	5.02
	客户二	5,718.87	2.92
	客户三	3,233.01	1.65
	客户四	2,448.70	1.25
	客户五	1,716.51	0.88
合计		22,957.17	11.72

资料来源：公司提供

注：前五大客户销售金额与占比情况为上市公司恒顺醋业口径。

结算方面，酱醋调味品由于其所处行业的特殊性，销售结算均采用现款现货的形式，每月与经销商核对往来账务。

总体看，公司酱醋调味品板块产品通过传统渠道和现代渠道销售，以传统渠道为主；酱醋调味品业务产销率较高、客户集中度较低。

3. 汽车

公司汽车板块业务由全资子公司飞驰汽车和控股子公司江苏车驰经营。目前飞驰汽车以冷藏车改装为主、厢式车和特种车为辅；江苏车驰的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”）主要经营平行进口车业务。飞驰汽车 2015 年进行搬迁改造，实施 4,000 辆/年冷藏保温车和 1,000 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 年所有设备入驻到位。

（1）采购

公司汽车板块业务主要原材料为原型车、底盘、制冷机、铝板及其他辅料。商务车型的原型车主要从福建奔驰直接采购，底盘主要采购依维柯和庆铃品牌，公司与主要车型及原料供应商之间已保持有 5 年以上往来，供应具有较好的保障。

采购量方面，2016~2018 年，受搬迁改造和核心产品冷藏车销量下滑影响，公司汽车业务采购的主要原材料均逐年下降；其中，原型车、底盘、制冷剂和铝板采购量分别年均复合下降 29.74%、19.33%、48.34%和 38.03%。

采购价格方面，2016~2018 年，除铝板采购价格有所下降外，其他原材料采购价格均有所增长；原型车采购均价波动增长，年均复合增长 12.22%；底盘采购均价逐年增长，年均复合增长 8.69%；制冷剂采购均价逐年增长，年均复合增长 24.90%。

表 7 2016~2018 年公司汽车原材料采购情况（单位：辆、吨、台、万元）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
原型车	636	27.00	503	38.89	314	34.00
底盘	905	10.26	789	10.40	589	12.12
制冷机	2,256	2.00	972	2.40	602	3.12
铝板	263	2.18	173	1.98	101	2.02
铝型材	355	1.93	143	1.91	--	--

资料来源：公司提供

供应商集中度方面，2018 年公司汽车业务前五大供应商供应金额占公司汽车原材料采购成本的 42.11%，集中度较高；公司汽车采购结算方式为：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。

总体看，受搬迁改造和核心产品冷藏车销量下滑影响，公司汽车板块原材料采购量逐年下降；除铝板采购价格有所下降外，其他汽车原材料采购均价均有所增长；供应商集中度较高。

（2）生产

公司汽车生产主要为改装业务，公司汽车改装业务包括经德国奔驰改装授权资质，可在斯宾特、雷霆等车型基础上改装顶级商务车；冷藏保温车；厢式车和特种车。

从产能上看，在 2017 年搬迁改造项目所有设备入驻到位带动下，2016~2018 年，公司汽车年产能大幅提升，分别为 6,200 辆、13,200 辆和 13,200 辆。产量方面，2016~2018 年，受搬迁改造与核心产品冷藏车销量下滑影响，公司汽车产量分别为 3,457 辆、1,786 辆和 1,161 辆。受此影响，2016~2018 年，公司汽车业务产能利用率分别为 55.76%、13.53%和 8.80%，产能利用率很低。

表 8 2016~2018 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
2016 年	商务车	1,200	1,018	84.83
	冷藏车	2,750	1,356	49.31
	厢式车	1,950	985	50.51
	特种车	300	98	32.67
	合计	6,200	3,457	55.76
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，公司汽车生产主要为改装业务，受搬迁改造和核心产品冷藏车销量下滑影响，公司汽车产量和产能利用率大幅下降，产能利用率很低。

（3）销售

汽车销量方面，2016~2018 年，公司自产车辆销量逐年下降，分别为 2,842 辆、2,358 辆和 1,610 辆，主要系受搬迁改造和核心产品冷藏车销量下滑影响。2017 年起天津车驰新增平行进口车销售；2017~2018 年，公司平行进口车销量分别为 1,588 辆和 2,149 辆，增幅显著，已成为公司营收主要来源。结合自产车辆销量和平行进口车销量来看，2016~2018 年，公司汽车销量波动增长，分别为 2,842 辆、3,946 辆和 3,759 辆。剔除平行进口车后销量后，2016~2018 年，公司产销率分别为 82.21%、132.03%和 138.67%。

表 9 2016~2018 年公司汽车销量与销售均价情况（单位：辆、万元/辆）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价
商务车	762	55.00	952	60.00	636	62.00
冷藏车	1,156	17.00	1,070	17.00	587	16.00
厢式车	778	14.00	306	13.00	341	5.00
特种车	146	27.00	30	25.00	46	26.00
小计	2,842	--	2,358	--	1,610	--
平行进口车	--	--	1,588	53.50	2,149	54.00
合计	2,842	26.88	3,946	44.89	3,759	44.63

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2018 年公司汽车业务第一大客户前五大客户销售额为 13.76 亿元，占销售总额比例为 87.56%，集中度高。销售结算方面，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 6 个月以内。

总体看，在天津车驰的平行车经销业务发展带动下，近年来公司汽车销量有所增长；客户集中度高。

4. 道路桥梁港口施工板块

公司道路桥梁施工板块经营主体为全资子公司路桥公司。经营模式方面，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，并在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。原材料采购方面，公司通过组建项目部方式对工程进行过程管理，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。

工程结算方面，公司建设的工程项目一般按照工程进度分阶段进行结算，结算完成并确认收入；公司施工过程中对工程款进行垫付，并按月对已完工工程量进行结算，业主方不定期支付部分工程款；工程完工后，公司办理竣工验收手续，业主方一般完成 80% 的工程款支付；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，审计委完成工程审计后，公司可收取剩余工程款结算价的 95%，项目业主方留取 5% 的工程款作为工程质保金，质保金一般在工程结算后 1~3 年内收回。

资金回收情况方面，2016~2018 年，公司路桥建设项目完工总金额分别为 17.72 亿元、12.16 亿元和 12.57 亿元，其中 2017 年以来完工总金额下降主要系部分期限较长的施工项目未进入竣工决算，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。2016~2018 年，垫资额分别为 2.48 亿元、1.60 亿元和 2.03 亿元；工程款回收额分别为 11.44 亿元、10.32 亿元和 10.12 亿元；公司资金回流情况尚可。

表 10 2016~2018 年公司工程项目资金回收情况（单位：万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
当年完工总金额	177,196.00	121,576.00	125,671.00
当年垫资金额	24,782.00	16,017.00	20,335.00
当年工程款回收	114,395.00	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，主要集中在江苏省内；其中，2018 年以来签订的在建合同额占在建项目合同总额的比例为 16.18%，公司项目储备一般。

表 11 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 标段	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(二期二标段)	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 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	四川	2017.10.23	2019.04.03	2.88	22.00
泰州	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 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.工程主体工作已经完工，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.目前已经完工，尚未完成竣工结算。

总体看，受部分期限较长的施工项目未进入竣工决算、以及路桥公司更改工程结算方式影响，道路桥梁施工板块收入有所下降；公司资金回流情况尚可；公司路桥施工板块项目较多，公司整体项目储备一般。

5. 化工产品

公司化工产品板块的经营主体为公司全资子公司江苏太白，生产产品包括钛白粉、聚合硫酸铁、硫酸亚铁和硫酸等，以钛白粉为主。2016~2018 年，化工产品板块收入逐年增长，分别为 5.89 亿元、10.73 亿元和 12.07 亿元，主要系钛白粉价格上涨以及江苏东普新材料科技有限公司副产品销售收入增加所致。

原材料采购方面，公司产品生产所需的原料主要包括钛精矿、硫酸和铁粉，其中钛精矿和铁粉主要通过外购所得，硫酸部分需要外购，剩余部分可通过对生产过程中产生的废酸经处理后循环使

用。2016~2018 年，公司钛精矿采购量分别为 13.60 万吨、12.20 万吨和 10.89 万吨，2017 年起钛精矿采购量有所下降，主要系钛精矿价格上涨以及公司钛白粉产量减少所致；钛精矿采购均价分别为 873 元/吨、1,573 元/吨和 1,487 元/吨，年均复合增长 30.51%，主要系市场供应趋紧所致。从供应商集中度来看，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。结算方面，钛精矿和铁粉采购一般采用 T/T 方式，货到后付款，月结 90 天；其余原材料采用电汇及支付 6 个月银行承兑汇票的方式。

产品生产方面，2016~2018 年，钛白粉产能无变化，为 6.00 万吨；钛白粉产量逐年下降，分别为 5.55 万吨、5.08 万吨和 4.63 万吨，主要系销量下降所致；钛白粉产能利用率分别为 92.49%、84.73% 和 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，2016~2018 年，公司钛白粉销量逐年下降，分别为 5.07 万吨、5.01 万吨和 4.61 万吨，主要系钛白粉行业景气度下降所致；销售均价分别为 11,348 元/吨、16,256 元/吨和 16,378 元/吨，年均复合增长 20.14%，主要系原材料钛精矿价格上涨所致；钛白粉产销率分别为 91.36%、98.65% 和 99.73%。

销售集中度方面，2016~2018 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分别为 33.11%、38.27% 和 27.88%，销售集中度波动下降。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%。

总体看，近年来，公司化工产品板块主要收入来自钛白粉；受钛白粉销售均价上涨影响，公司化工产品板块收入大幅增长；同时原材料价格大幅上涨不利于公司钛白粉生产成本控制。

6. 纸制品

公司造纸业务主要由控股子公司镇江大东纸业有限公司（以下简称“大东纸业”）经营，大东纸业的主要产品包括 21~400 克的各种高档文化用纸、工业配套用纸、食品级包装纸、防伪纸等四大系列 35 个品种。2016~2018 年，公司纸制品板块收入逐年增长，分别为 6.66 亿元、7.24 亿元和 12.06 亿元，其中 2018 年增幅较大主要系恒宏包装公司收入转入此板块以及各类纸制品销售价格有所上涨所致。

原材料采购方面，造纸所需的原材料主要为纸浆及辅料，纸浆在总成本中的比重近 58%，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。2016~2018 年，公司纸浆的采购量分别为 7.10 万吨、8.21 万吨和 8.68 万吨，年均复合增长 10.57%，主要系增加纸浆库存、应对涨价风险所致；纸浆的采购价格分别为 3,682 元/吨、4,080 元/吨和 5,027 元/吨，年均复合增长 16.85%。2017 年以来，受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影响，公司纸浆采购均价快速上升，加大了纸制品板块的成本管控压力。

从原材料采购集中度来看，2016~2018 年，公司纸制品前五大原材料供应商占比分别为 44.01%、65.71% 和 54.62%，供应商集中度波动上升，主要是为了集中采购压低采购价格。结算方面，纸浆的采购一般采用远期信用证方式，货到后付款，月结 90 天；其余原材料均采用 30 天内支付 90 天银行承兑汇票的方式。

纸制品生产方面，公司生产纸制品主要为纸杯原纸、淋膜纸、税票纸和文化用纸四类；2016~2018 年，各类纸制品合计产能分别为 11.10 万吨、12.00 万吨和 12.00 万吨，其中 2017 年产能增加主要系淋膜纸与文化用纸的产能略有增加所致；各类纸制品合计产量分别为 10.74 万吨、10.90 万吨和 11.34

万吨，较为稳定；产能利用率分别为 96.75%、90.81%和 94.48%，产能利用率较高。

纸制品销售方面，2016~2018 年，公司各类纸制品合计销量分别为 10.79 万吨、10.86 万吨和 10.51 万吨，年均复合下降 1.31%；受纸浆价格波动影响，纸制品销售均价分别为 6,152 元/吨、6,643 元/吨和 6,813 元/吨，年均复合增长 5.24%；产销率分别为 100.45%、99.67%和 92.74%，产销率有所下降。

销售集中度方面，2016~2018 年，公司纸制品前五大销售客户占比分别为 38.75%、55.60%和 48.08%，销售集中度波动上升，公司纸制品销售对大客户有所依赖。结算方面，纸制品销售一般采用银行承兑汇票和现款的方式，其中银行承兑汇票比例较高，且公司针对不同的客户采用不同的账期进行结算，期限一般在 30~90 天。

总体看，公司纸浆采购均价快速上升，供应商集中度波动上升；纸制品销售均价有所上涨，产销率较高；公司纸制品销售对大客户有一定依赖。

7. 其他

公司其他板块包含房地产业务和改革专项资金管理业务。2016~2018 年，公司其他板块收入逐年增长，分别为 1.13 亿元、7.88 亿元和 13.02 亿元，主要系公司 2017 年起将改革专项资金业务划入其他板块，以及大宗商品贸易收入增加所致。

公司房地产业务经营主体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。近年来，受房地产市场严格调控环境影响，公司房地产经营采取逐步收缩房地产投入、寻求项目合作、优化房地产投资、加大存量房促销等一系列举措，积极消化现有房地产库存。2016~2018 年，公司房地产业务收入逐年增长，分别为 0.81 亿元、1.22 亿元和 2.00 亿元，，主要为国投置业名下存量房的销售收入。

改革专项资金管理业务方面，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。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至公司的改革资金专户。

2016~2018 年，公司筹集改革资金分别为 1.72 亿元、0.84 亿元和 0.69 亿元，2017 年起筹集改革资金减少主要系镇江市财政返还的土地收益减少所致；支付改革资金分别为 5.19 亿元、0.18 亿元和 586.87 万元，2017 年起支付改革资金减少主要系支付的社会保险费与其他支出减少所致。受破产企业资产处置周期较长影响，2016 年，公司改革专项资金收支存在 3.47 亿元缺口；2017~2018 年，公司改革专项资金收支情况有所好转。

总体看，公司房地产业务收入有所增长，但公司在未来将逐步收缩房地产投入；改革专项资金管理业务受政府政策与破产企业资产处置周期影响较大。

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 12 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. 经营效率

受公司收入增长以及应收账款余额减少的影响, 2016~2018 年, 公司应收账款周转次数持续提升, 分别为 2.30 次、3.48 次和 3.66 次; 总资产周转次数较为稳定, 分别为 0.12 次、0.16 次和 0.15 次; 公司存货周转次数逐年下降, 分别为 1.66 次、1.48 次和 0.89 次, 主要系公司其他应收款中岗子下片区、中山西路厂区及周边地块棚户区、色织总厂片区三块地块具备转存货的条件, 转至存货科目, 导致存货大幅增长所致。

总体看, 公司经营效率一般。

10. 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。

(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人民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、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, 受搬迁改造和核心产品冷藏车销量下滑影响, 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%, 联合评级将持续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。

11. 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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016~2018 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。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）的披露规定编制。此外，2017 年，财政部以财会[2017]13 号发布了《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，以财会[2017]15 号发布了《企业会计准则第 16 号——政府补助（2017 年修订）》，公司按照财政部的要求时间开始执行前述两项会计准则；2018 年，财政部发布《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），公司财务报表中若干比较报表数据已经过重新编排以符合报告格式要求。

从合并范围变化上看，2017 年，公司合并范围无变化；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。

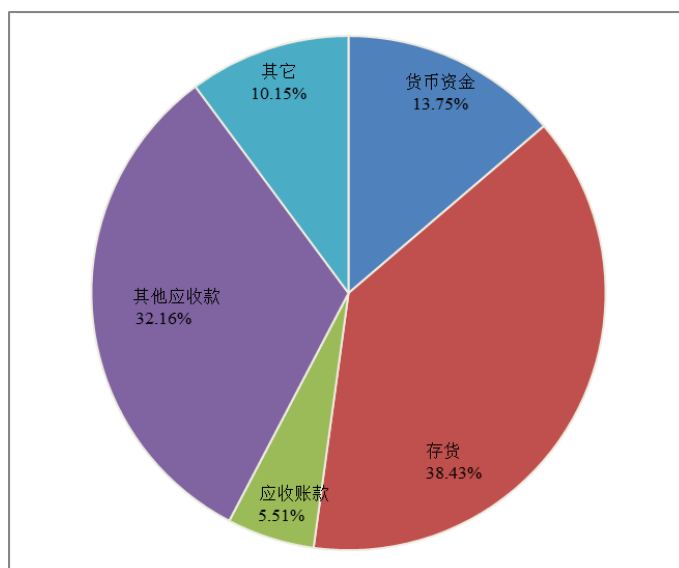
2. 资产质量

2016~2018 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 6.59%，主要系流动资产增长所致。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。

流动资产

2016~2018 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 11.67%，主要系货币资金和存货增加所致。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。

图 4 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 20.76%，主要系公司发行债券募集资金到账所致。截至 2018 年底，公司货币资金 36.26 亿元，较年初增长 38.58%，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。

2016~2018 年，公司应收账款账面价值波动下降，年均复合下降 4.84%。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。

2016~2018 年，公司其他应收款账面价值逐年下降，年均复合下降 14.84%，主要系下属子公司与合作单位往来款减少以及会计核算口径调整所致。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13 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

2016~2018年，公司存货账面价值逐年快速增长，年均复合增长64.11%，主要系路桥施工项目、水利建设项目（大坝加固及改造工程）等项目为政府代建工程，尚未移交政府相关部门，计入存货中的工程施工进行核算所致。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。

非流动资产

2016~2018年，公司非流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长2.24%，主要系可供出售金融资产和长期股权投资增加所致。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。

2016~2018年，公司可供出售金融资产账面价值逐年增长，年均复合增长18.19%。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%。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）。

2016~2018年，公司长期股权投资账面价值逐年增长，年均复合增长1.74%。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。

2016~2018年，公司固定资产账面价值波动下降，年均复合下降3.01%。截至2018年底，公司固定资产账面原值45.56亿元，构成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，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。

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 14 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
中国太平洋保险（集团）股份有限公司 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，近年来公司资产规模逐年增长，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占用；非流动资产中长期股权投资占比较高；资产流动性一般，公司整体资产质量一般。

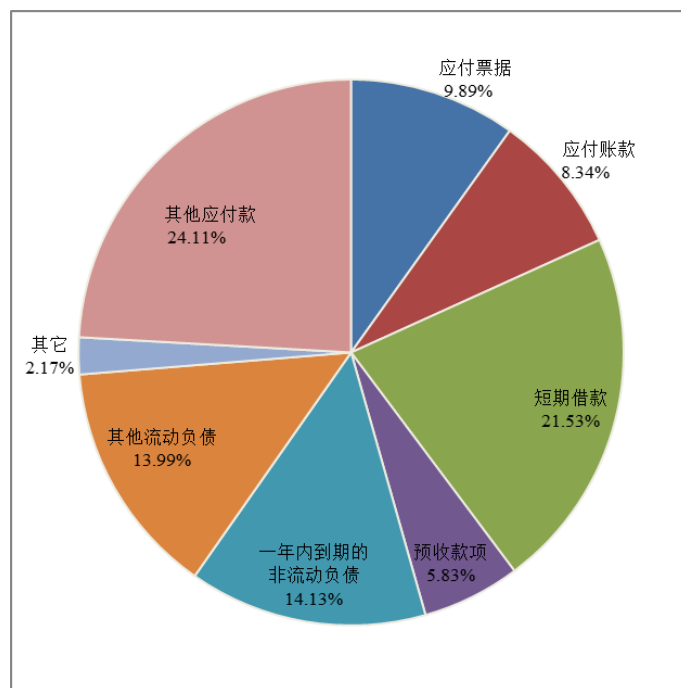
3. 负债及所有者权益

2016~2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 12.41%，主要系流动负债增加所致。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。

流动负债

2016~2018 年，公司流动负债规模逐年大幅增长，年均复合增长 30.00%，主要系短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。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。

图 5 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 32.01%，主要系周转资金需求增加所致。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。

2016~2018 年，公司应付票据波动增长，年均复合增长 67.97%。截至 2017 年底，应付票据为 5.76 亿元，较年初下降 18.86%，主要系子公司部分敞口银行承兑汇票未续开所致；截至 2018 年底，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。

2016~2018 年，公司应付账款较为稳定，年均复合下降 0.22%。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%。

2016~2018 年，公司预收款项逐年大幅增长，年均复合增长 97.67%，主要系路桥公司预收工程款及汽车业务预收购车款增加所致。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。

2016~2018 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 21.73%。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 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；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。

2016~2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，分别为 0.57 亿元、57.58 亿元和 28.63 亿元。截至 2017 年底，一年内到期的非流动负债为较年初大幅增长 57.01 亿元，主要系部分一年内到期的应付债券转入所致。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。

2016~2018 年，公司其他流动负债波动下降，年均复合下降 1.81%。截至 2017 年底，公司其他流动负债为 24.13 亿元，较年初下降 17.91%，主要系部分短期融资券到期所致。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。

非流动负债

2016~2018 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 9.73%。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 82.28 亿元，较年初下降 27.75%，主要系部分应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。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。

2016~2018 年，公司长期借款逐年大幅增长，年均复合增长 34.92%，主要系经营规模扩大对周转资金需求增加所致。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），较年初增长 49.50%。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。

2016~2018 年，公司应付债券逐年下降，年均复合下降 34.05%。截至 2018 年底，公司应付债券 35.05 亿元，较年初下降 16.21%，主要系部分债券转入一年内到期的非流动负债所致。

2016~2018 年，公司全部债务规模逐年增长，年均复合增长 10.50%，主要系短期债务规模扩大所致。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%，以短期债务为主。债务指标方面，2016~2018 年，公司资产负债率逐年上升，分别为 49.69%、50.81%和 55.27%，全部债务资本化比率逐年上升，分别为 41.81%、44.56%和 46.49%，长期债务资本化比率波动下降，分别为 31.71%、24.44%和 27.00%。整体看，公司债务负担较重，但仍属可控。

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，近年来公司负债规模逐年增长，以流动负债为主；公司债务负担较重，以短期债务为主，且面临一定的集中偿还压力。

所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益较为稳定，年均复合增长 0.50%。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，近年来公司所有者权益逐年增长，所有者权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

2016~2018年,公司营业收入分别为52.84亿元、74.63亿元和78.66亿元,年均复合增长22.00%,主要系纸制品、化工产品、汽车和其他板块收入增长所致;营业总成本与营业总收入变化趋势基本相同,分别为45.43亿元、62.46亿元和65.83亿元,年均复合增长20.37%。2016~2018年,公司分别实现利润总额4.65亿元、5.18亿元和6.01亿元,年均复合增长13.63%;分别实现净利润4.16亿元、4.43亿元和5.20亿元,年均复合增长11.76%。

期间费用方面,2016~2018年,期间费用规模逐年增长,分别为11.95亿元、15.02亿元和17.41亿元,年均复合增长20.73%;其中,2016~2018年,销售费用逐年增长,分别为3.30亿元、3.59亿元和3.84亿元,年均复合增长7.86%;管理费用(含研发费用)波动增长,分别为4.22亿元、4.79亿元和4.74亿元,年均复合增长5.99%;财务费用分别为4.43亿元、6.65亿元和8.84亿元,年均复合增长41.27%,主要系有息债务规模增长所致。从费用控制能力来看,2016~2018年,公司费用收入比较为稳定,分别为22.61%、20.13%和22.14%,公司期间费用对利润侵蚀严重,费用控制能力有待提高。

2016~2018年,公司公允价值变动收益分别为-0.20亿元、2.13亿元和-1.12亿元,公司公允价值变动损益主要来源于公司持有的中国太平洋保险(集团)股份有限公司股票价格变动。2016~2018年,公司投资收益逐年增长,分别为1.77亿元、3.80亿元和6.71亿元,其中2018年投资收益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股份有限公司股份产生的投资收益1.50亿元。

公司其他收益和营业外收入主要为各类政府补贴。2016~2018年,公司营业外收入波动下降,分别为6.33亿元、2.30亿元和6.22亿元;营业外收入占利润总额的比例分别为136.01%、44.33%和103.57%。进一步考虑到2017~2018年公司其他收益占利润总额的比例分别为7.03%和11.44%,公司营业外收入和其他收益对利润总额贡献程度很高。

从盈利指标来看,2016~2018年,公司营业利润率波动上升,分别为12.45%、15.48%和15.47%;总资产收益率逐年上升,分别为2.41%、2.67%和3.11%;总资产报酬率逐年上升,分别为2.15%、2.50%和2.83%;公司净资产收益率逐年上升,分别为1.91%、1.86%和2.17%。整体看,公司盈利能力一般。

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%;受中国太保股价上涨、公允价值变动净收益由负转正影响,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,近年来公司经营规模不断扩大,营业收入稳步增长;但期间费用对利润侵蚀严重,非经常性损益对利润总额贡献很大,公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动来看,2016~2018年,随着公司经营规模的扩大,经营活动现金流入逐年增长,分别为87.98亿元、113.05亿元和104.93亿元,年均复合增长9.20%;经营活动现金流出逐年增长,分别为75.22亿元、103.78亿元和98.25亿元,年均复合增长14.29%,主要系随着销售收入的增加、购买原材料所支付的现金增加所致。受上述因素影响,2016~2018年,公司经营活动产生的现金流量净额分别为12.77亿元、9.27亿元和6.68亿元,年均复合下降27.67%。从收入实现质量来看,2016~2018年,公司现金收入比分别为121.06%、120.34%和114.20%,公司收入实现质量很高。

从投资活动来看,2016~2018年,公司投资活动现金流入逐年增长,分别为3.25亿元、10.55亿元和12.59亿元,年均复合增长96.76%。2016~2018年,公司投资活动现金流出逐年下降,分别

为 34.05 亿元、24.03 亿元和 17.82 亿元，年均复合下降 27.66%。受上述因素影响，2016~2018 年，公司投资活动产生的现金净流出规模分别为 30.80 亿元、13.48 亿元和 5.23 亿元。

从筹资活动来看，2016~2018 年，公司筹资活动现金流入逐年增长，分别为 78.18 亿元、112.53 亿元和 157.49 亿元，年均复合增长 41.93%，主要系银行借款增加及发行各类债券所致；筹资活动现金流出逐年增长，分别为 55.29 亿元、107.51 亿元和 160.68 亿元，年均复合增长 70.48%，主要系偿还银行贷款和债务融资工具所致。受上述因素影响，2016~2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 22.89 亿元、5.02 亿元和 -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；筹资活动产生的现金流量净额为 11.27 亿元。

总体看，近年来公司经营活动现金持续净流入，收入实现质量很高，但经营活动现金流尚无法满足公司经营扩张和债务偿还的需要，公司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，2016~2018 年，公司流动比率分别为 1.76 倍、1.32 倍和 1.30 倍，速动比率分别为 1.45 倍、1.05 倍和 0.80 倍；公司现金短期债务比分别为 0.49 倍、0.29 倍和 0.35 倍。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司 EBITDA 逐年增长，年均复合增长 21.34%。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。2016~2018 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 1.64 倍、1.59 倍和 1.42 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可；EBITDA 全部债务比分别为 0.07 倍、0.08 倍和 0.08 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。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，自身经营实力不断提升，受到政府的支持力度较大，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年 3 月底，公司无重大诉讼仲裁事项。

截至 2019 年 3 月 31 日，发行人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，公司整体偿债能力很强，但公司对外担保比率较高，存在一定的代偿风险。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2019 年 3 月底，公司债务总额为 192.72 亿元，本期拟发行公司债券规模为 10.00 亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债额度一般。

以 2019 年 3 月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 10.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率将分别为 28.10%、45.69% 和 57.94%，分别较发行前上升 2.21 个百分点、1.25 个百分点和 0.75 个百分点，债务负担进一步加重。考虑到部分募集资金用于偿还现有债务，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2018 年的财务数据为基础，公司 2018 年的 EBITDA 为 17.11 亿元，为本期债券总发行额度（10.00 亿元）的 1.71 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。公司 2018 年经营活动产生的现金流入量为 104.93 亿元，为本期债券总发行额度（10.00 亿元）的 10.49 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较高。公司 2018 年经营活动现金流量净额为 6.68 亿元，为本期债券总发行额度（10.00 亿元）的 0.67 倍，经营活动现金流量净额对本期债券覆盖程度尚可。

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，自身经营实力不断提升，受到政府的支持力度较大，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

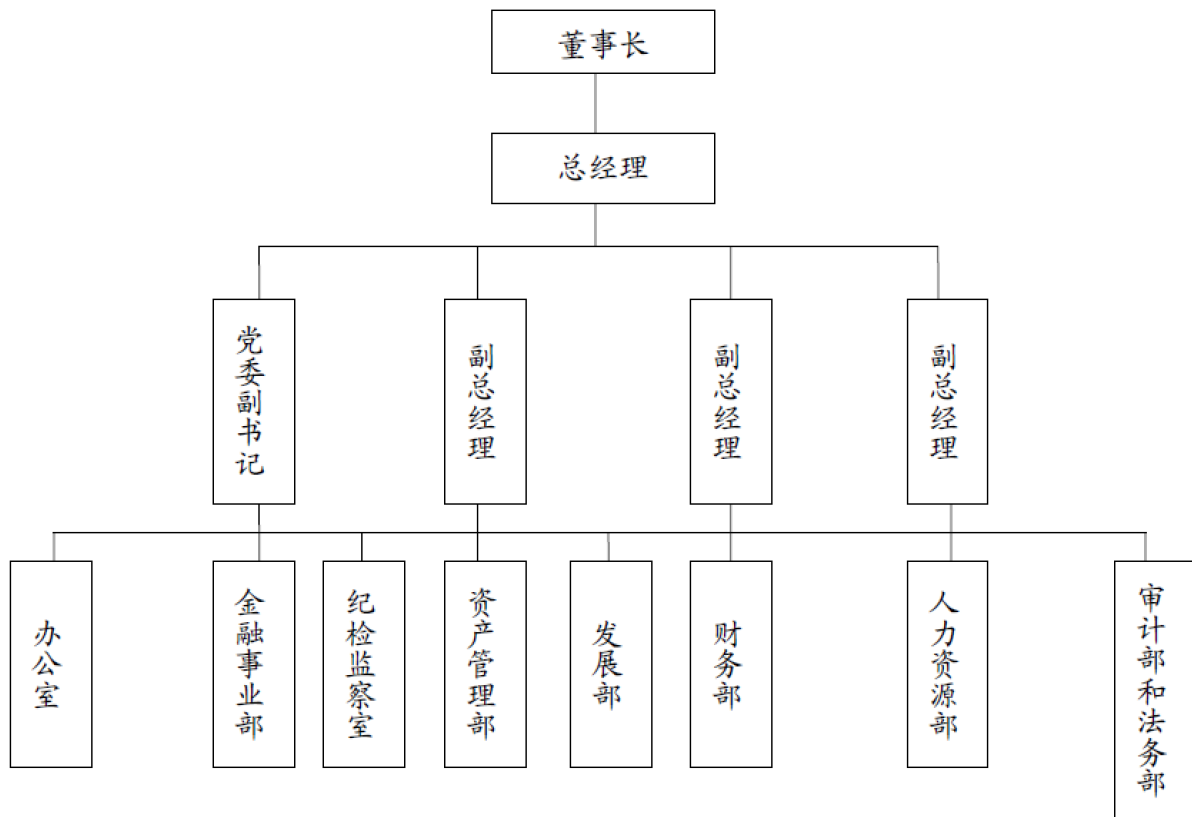
九、综合评价

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，在镇江市经济发展中具有重要地位；公司业务多元化，下属子公司恒顺醋业品牌优势明显。近年来，公司经营活动现金流保持净流入，收入实现质量很高。同时，联合评级也关注到公司原材料采购价格波动、其他应收款和存货对公司资金形成较大占用、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、非经常性损益对利润贡献较大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，随着公司产业结构的不断完善，公司整体竞争实力将得到进一步提高，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿付的风险很低。

附件 1 镇江国有投资控股集团有限公司
组织结构图



附件 2 镇江国有投资控股集团有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
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	119.27	108.54
长期债务（亿元）	109.90	77.52	88.41	84.18
全部债务（亿元）	170.07	192.59	207.68	192.72
营业收入（亿元）	52.84	74.63	78.66	20.62
净利润（亿元）	4.16	4.43	5.20	0.39
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
应收账款周转次数（次）	2.30	3.48	3.66	--
存货周转次数（次）	1.66	1.48	0.89	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.16	0.15	0.04
现金收入比率（%）	121.06	120.34	114.20	90.81
总资产收益率（%）	2.41	2.67	3.11	--
总资产报酬率（%）	2.15	2.50	2.83	--
净资产收益率（%）	1.91	1.86	2.17	0.16
营业利润率（%）	12.45	15.48	15.47	16.50
费用收入比（%）	22.61	20.13	22.14	20.52
资产负债率（%）	49.69	50.81	55.27	57.19
全部债务资本化比率（%）	41.81	44.56	46.49	44.44
长期债务资本化比率（%）	31.71	24.44	27.00	25.89
EBITDA 利息倍数（倍）	1.64	1.59	1.42	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.08	0.08	--
流动比率（倍）	1.76	1.32	1.30	1.23
速动比率（倍）	1.45	1.05	0.80	0.79
现金短期债务比（倍）	0.49	0.29	0.35	0.49
经营现金流动负债比率（%）	10.65	5.61	3.30	2.15
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.16	1.45	1.71	--

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。

附件 3 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 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	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 + 销售费用 + 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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券发行额度
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 / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券发行额度

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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 镇江国有投资控股集团有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第三期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年镇江国有投资控股集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

镇江国有投资控股集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。镇江国有投资控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注镇江国有投资控股集团有限公司的相关状况，如发现镇江国有投资控股集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如镇江国有投资控股集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至镇江国有投资控股集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送镇江国有投资控股集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一九年五月三十一日