

信用等级公告

联合〔2020〕1133号

联合资信评估有限公司通过对镇江国有投资控股集团有限公司主体信用状况进行跟踪分析和评估，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”“19镇国投MTN001”和“20镇国投MTN001”的信用等级为AA⁺，“19镇国投CP002”“19镇国投CP003”“19镇国投CP004”和“20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
二〇二〇年五月十四日



镇江国有投资控股集团有限公司跟踪评级报告

评级结果：

| 项目 | 本次级别 | 评级展望 | 上次级别 | 评级展望 |
|----------------|------|------|------|------|
| 镇江国有投资控股集团有限公司 | AA+ | 稳定 | AA+ | 稳定 |
| 19 镇国投 CP002 | A-1 | 稳定 | A-1 | 稳定 |
| 19 镇国投 CP003 | A-1 | 稳定 | A-1 | 稳定 |
| 19 镇国投 CP004 | A-1 | 稳定 | A-1 | 稳定 |
| 20 镇国投 CP001 | A-1 | 稳定 | A-1 | 稳定 |
| 18 镇国投 MTN001 | AA+ | 稳定 | AA+ | 稳定 |
| 19 镇国投 MTN001 | AA+ | 稳定 | AA+ | 稳定 |
| 20 镇国投 MTN001 | AA+ | 稳定 | AA+ | 稳定 |

跟踪评级债券概况：

| 债券简称 | 发行规模 | 债券余额 | 到期兑付日 |
|---------------|-------|-------|------------|
| 19 镇国投 CP002 | 7 亿元 | 7 亿元 | 2020/06/03 |
| 19 镇国投 CP003 | 7 亿元 | 7 亿元 | 2020/07/12 |
| 18 镇国投 MTN001 | 8 亿元 | 8 亿元 | 2020/09/28 |
| 19 镇国投 CP004 | 5 亿元 | 5 亿元 | 2020/11/18 |
| 20 镇国投 CP001 | 4 亿元 | 4 亿元 | 2021/01/08 |
| 19 镇国投 MTN001 | 5 亿元 | 5 亿元 | 2022/01/28 |
| 20 镇国投 MTN001 | 10 亿元 | 10 亿元 | 2023/04/27 |

评级时间：2020 年 5 月 14 日

本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称 | 版本 |
|---------------------|-------------|
| 一般工商企业信用评级方法 | V3.0.201907 |
| 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） | V3.0.201907 |

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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，公司持续获得镇江市政府给予的补助支持，资产及收入规模保持增长；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。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、债务负担重且存在集中兑付压力和对外担保规模大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司现金类资产对“19 镇国投 CP002”“19 镇国投 CP003”“19 镇国投 CP004”“20 镇国投 CP001”及将于一年内到期的“18 镇国投 MTN001”覆盖程度较好；公司经营活动现金流入量对“19 镇国投 MTN001”和“20 镇国投 MTN001”的保障程度较好。

2020 年一季度，受新冠疫情爆发影响，公司生产经营活动受到较大冲击，一季度呈现经营性亏损；目前随着中国疫情得到控制，公司各板块生产及销售已全面恢复。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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“18 镇国投 MTN001”“19 镇国投 MTN001”及“20 镇国投 MTN001”的信用等级为 AA+，维持“19 镇国投 CP002”“19 镇国投 CP003”“19 镇国投 CP004”和“20 镇国投 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

本次评级模型打分表及结果：

| 指示评级 | aa ⁺ | 评级结果 | | AA ⁺ |
|---------|-----------------|-------|---------|-----------------|
| 评价内容 | 评价结果 | 风险因素 | 评价要素 | 评价结果 |
| 经营风险 | B | 经营环境 | 宏观和区域风险 | 2 |
| | | | 行业风险 | 3 |
| | | 自身竞争力 | 基础素质 | 2 |
| | | | 企业管理 | 2 |
| | | | 经营分析 | 2 |
| 财务风险 | F2 | 现金流 | 资产质量 | 3 |
| | | | 盈利能力 | 3 |
| | | | 现金流量 | 1 |
| | | 资本结构 | | 1 |
| | | 偿债能力 | | 3 |
| 调整因素和理由 | | | | 调整子级 |
| -- | | | | -- |

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F六个等级，各级因子评价划分为六档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1—F7共7档，各级因子评价划分为七档，1分最好，7分最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵模型得到指示评级结果

分析师：陈婷 刘伟烜

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

优势

1. **公司获得的政府支持力度大。**公司作为镇江市重要的国有资产运营管理和产业投融资主体，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，跟踪期内持续获得多项补贴收入。
2. **多元化经营，经营风险分散。**公司已形成包括酱醋调味品、造纸、化工、汽车及物资能源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。
3. **恒顺醋业是中国食醋行业龙头，盈利能力强。**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. **公司持有的股权资产可提供良好的流动性支持。**公司持有的镇江交通产业集团有限公司股权近年来投资收益情况良好；持有的恒顺醋业、中国太保及江苏银行等股权大部分未质押，可为公司提供良好的流动性支持。

关注

1. **盈利能力仍有待提升。**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. **资产流动性弱。**公司政府类基础设施建设项目占款规模大，其他应收款及存货中的开发成本对流动资金占用明显。
3. **短期债务集中偿付压力大。**跟踪期内，公司有息债务规模增长快，短期债务占比高，债务负担重。
4. **对外担保规模大。**截至2020年3月底，公司对外担保余额92.77亿元且集中度较高，存在或有负债风险。
5. **本部资金周转压力大。**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。截至2020年3月底，公司本部存续债券余额为135.14亿元，其中将于一年内到期的债券本金为100.24亿元，存在集中兑付压力。

主要财务数据:

| 合并口径 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 项目 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年3月 |
| 现金类资产(亿元) | 24.88 | 23.94 | 38.34 | 64.28 |
| 资产总额(亿元) | 487.18 | 534.44 | 569.13 | 590.72 |
| 所有者权益(亿元) | 239.65 | 239.05 | 246.21 | 242.86 |
| 短期债务(亿元) | 115.07 | 140.14 | 175.07 | 190.79 |
| 长期债务(亿元) | 78.91 | 90.56 | 74.01 | 86.16 |
| 全部债务(亿元) | 193.98 | 230.70 | 249.08 | 276.95 |
| 营业收入(亿元) | 74.63 | 78.66 | 110.65 | 21.40 |
| 利润总额(亿元) | 5.18 | 6.01 | 6.52 | -1.35 |
| EBITDA(亿元) | 14.46 | 17.11 | 19.02 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 9.27 | 6.68 | 14.03 | 3.61 |
| 营业利润率(%) | 17.95 | 15.47 | 11.85 | 10.37 |
| 净资产收益率(%) | 1.85 | 2.17 | 2.40 | -- |
| 资产负债率(%) | 50.81 | 55.27 | 56.74 | 58.89 |
| 全部债务资本化比率(%) | 44.73 | 49.11 | 50.29 | 53.28 |
| 流动比率(%) | 132.05 | 130.21 | 116.94 | 120.19 |
| 经营现金流流动负债比(%) | 5.61 | 3.30 | 5.70 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 2.14 | 2.02 | 2.05 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 13.41 | 13.48 | 13.10 | -- |

公司本部(母公司)

| 项目 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年3月 |
|---------------|--------|--------|--------|---------|
| 资产总额(亿元) | 382.19 | 395.57 | 436.56 | 463.91 |
| 所有者权益(亿元) | 232.16 | 231.42 | 236.97 | 233.55 |
| 全部债务(亿元) | 124.24 | 126.03 | 162.82 | 193.46 |
| 营业收入(亿元) | 2.06 | 1.70 | 9.23 | 0.32 |
| 利润总额(亿元) | 3.57 | 3.81 | 3.89 | -1.54 |
| 资产负债率(%) | 39.25 | 41.50 | 37.60 | 49.65 |
| 全部债务资本化比率(%) | 34.86 | 35.26 | 41.30 | 45.30 |
| 流动比率(%) | 132.25 | 142.04 | 142.04 | 122.95 |
| 经营现金流流动负债比(%) | 3.08 | -1.48 | -1.48 | -- |

注: 2020年一季度财务报表未经审计; 合并口径及母公司其他流动负债和其他应付款中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整至长期债务; 合并口径现金类资产已剔除使用受限部分

评级历史:

| 主体级别 | 评级展望 | 评级时间 | 项目小组 | 评级方法/模型 | 评级报告 |
|------|------|------------|------------------------|--|----------------------|
| AA+ | 稳定 | 2019/12/10 | 陈婷 刘祎焯 | 一般工商企业信用评级方法(2019年) 一般工商企业信用评级模型(2019年) | 阅读全文 |
| AA+ | 稳定 | 2017/8/21 | 王治 竺文彬 宋金玲 陈婷 | 联合资信工商企业主体评级方法(2013年) 一般工商企业信用评级模型(2016年) | 阅读全文 |

注: 已出具报告但未发行的债券评级报告未公开披露; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型无版本号

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,符合真实性、准确性、完整性要求。

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（以下简称“联合资信”）关于镇江国有投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司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资产经营公司。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”），后更名为镇江市国有资产投资经营公司。2009年6月和2012年7月，镇江市国资委对公司先后两次增资，公司的注册资本增加至50000万元。2014年10月，依据镇江市国资委镇国资改〔2014〕7号《关于同意镇江市国有资产经营公司公司制改制的批复》，公司改制后更名为镇江国有投资控股有限公司，同时通过资本公积转增实收资本，公司注册资本增至100000万元。2014年11月，公司更为现名。截至2020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；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。（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2020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8个部门。公司纳入合并范围的子公司为24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2020年3月底，恒顺集团持有恒顺醋业44.63%的股权，其中5200万股已质押，占持股总数的14.87%。

截至2019年底，公司（合并）资产总额为569.13亿元，所有者权益合计246.21亿元（其中少数股东权益19.12亿元）。2019年，公司实现营业收入110.65亿元，利润总额6.52亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额为590.72亿元，所有者权益合计242.86亿元（含少数股东权益19.43亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入21.40亿元，利润总额-1.35亿元。

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

截至本报告出具日，“19镇国投CP002”“19镇国投CP003”“19镇国投CP004”“20镇国投CP001”和“18镇国投MTN001”“19镇国投MTN001”“20镇国投MTN001”募集资金均已按计划使用完毕，“18镇国投MTN001”“19镇国投MTN001”“20镇国投MTN001”跟踪期内均正常付息。

表1 截至本报告出具日公司存续债券概况

（单位：亿元）

| 债项简称 | 发行金额 | 余额 | 起息日 | 到期兑付日 |
|-------------|------|------|------------|------------|
| 19镇国投CP002 | 7.00 | 7.00 | 2019/06/03 | 2020/06/03 |
| 19镇国投CP003 | 7.00 | 7.00 | 2019/07/12 | 2020/07/12 |
| 18镇国投MTN001 | 8.00 | 8.00 | 2018/09/28 | 2020/09/28 |
| 19镇国投 | 5.00 | 5.00 | 2019/11/18 | 2020/11/18 |

| CP004 | | | | |
|----------------|-------|-------|------------|------------|
| 20 镇国投 CP001 | 4.00 | 4.00 | 2020/01/08 | 2021/01/08 |
| *19 镇国投 MTN001 | 5.00 | 5.00 | 2019/01/28 | 2022/01/28 |
| 20 镇国投 MTN001 | 10.00 | 10.00 | 2020/04/27 | 2023/04/27 |

注：*为永续中期票据，所列到期兑付日为首个约定赎回日

资料来源：中国货币网

根据“19 镇国投 MTN001”的发行条款，在赎回权方面，“19 镇国投 MTN001”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“19 镇国投 MTN001”发行第 3 年及之后的每年均具有可赎回权。

在利率方面，在“19 镇国投 MTN001”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“19 镇国投 MTN001”。“19 镇国投 MTN001”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，“19 镇国投 MTN001”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，“19 镇国投 MTN001”的每个付息日，公司可自行选择将当期利息及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一付息日支付，且不受任

何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。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。2017—2019 年，公司分别向镇江市国资委上缴国有资本收益 2000.00 万元、2000.00 万元和 1500.00 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

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年一季度 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| GDP（万亿元） | 73.6 | 78.7 | 84.0 | 89.2 | 20.7 |
| GDP 增速（%） | 6.8 | 6.9 | 6.7 | 6.1 | -6.8 |
| 规模以上工业增加值增速（%） | 6.0 | 6.6 | 6.2 | 5.7 | -8.4 |

| | | | | | |
|-------------------|------|------|------|------|-------|
| 固定资产投资增速 (%) | 8.1 | 7.2 | 5.9 | 5.4 | -16.1 |
| 社会消费品零售总额增速 (%) | 10.4 | 10.2 | 9.0 | 8.0 | -19.0 |
| 出口增速 (%) | -1.9 | 10.8 | 7.1 | 5.0 | -11.4 |
| 进口增速 (%) | 0.6 | 18.7 | 12.9 | 1.6 | -0.7 |
| CPI 增幅 (%) | 2.0 | 1.6 | 2.1 | 2.9 | 4.9 |
| PPI 增幅 (%) | -1.4 | 6.3 | 3.5 | -0.3 | -0.6 |
| 城镇失业率 (%) | 4.0 | 3.9 | 4.9 | 5.2 | 5.9 |
| 城镇居民人均可支配收入增速 (%) | 5.6 | 6.5 | 5.6 | 5.0 | 0.5 |
| 公共财政收入增速 (%) | 4.5 | 7.4 | 6.2 | 3.8 | -14.3 |
| 公共财政支出增速 (%) | 6.4 | 7.7 | 8.7 | 8.1 | -5.7 |

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，

占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者

价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，

于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支

持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

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，近年来行业产销规模保持增长；不同工艺及口味的食醋产品消费群体具有地域性，行业集中度低。

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年中国调味品总产量为1322.5万吨，销售收入为938.80亿元。2016—2018年，调味品总产量和销售收入均保持增长，2018年度增速分别为7.5%和10.8%。

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统计，参与2018年中国调味品著名品牌企业100强统计的食醋企业有39家，食醋生产总量为164.90万吨，销售收入为63.11亿元，分别较上年度增长6.33%和8.1%。收入的增长率高于产量增长率1.77个百分点，食醋产品均价从2016年的3386元/

吨上涨至 2018 年的 3845 元/吨。

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 39 家企业有食醋产品，但总产量仅占酱油总产量的 35.65%，食醋企业分布仍分散，产业集中度有待提升。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，食醋行业整合空间大。

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

2019 年，中国汽车市场延续上年度的疲软态势，进口车亦呈现供需双降态势，但下半年起降幅逐渐收窄，汽车保有量与欧美等成熟市场相比仍具有发展空间。

根据中国汽车工业协会发布的数据显示，2019 年中国乘用车产销量分别为 2136 万辆和 2144.4 万辆，同比减少 9.2% 和 9.6%，与年初预测数保持一致。2019 年乘用车销售延续 2018 年的疲软态势，全年销量同比下降幅度较上年继续扩大 5.48 个百分点，下降趋势尚未改善。但分月来看，剔除“国五与国六排放标准”切换及季节交替因素的影响，自 2019 年下半年开始，单月乘用车销量同比 2018 年降幅逐渐收窄。

中国汽车市场曾连续 28 年保持了高速增长，汽车产销量也已连续十年蝉联全球第一，市场增速连续两年下滑仅标志着产业进入阶段性调整的平台期，千人汽车保有量刚超过世界平均水平，离市场成熟国家差距较远，汽车消费尚未达到发展的天花板，市场的需求和未来发展仍在积蓄向上力量。

根据公安部公布的数据显示，2019 年全国新注册登记汽车 2578 万辆，截至 2019 年底，汽车保有量达 2.6 亿辆，其中私家车保有量首次突破 2 亿辆，达 2.07 亿辆。根据世界银行发布的 2019 年汽车千人保有量数据显示：美国的千人保有量为 837 辆，日本为 591 辆，德国为 589 辆，而中国则为 173 辆，与成熟市场保有率相比，中国汽车千人保有量仍具备高速增长空间。

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。2019 年，中国进口汽车市场供需双降，但降幅有所减小。2019 年汽车进口量为 108.6 万辆，同比下降

2.0%，进口车销售 83.8 万辆，同比下滑 1.8%。进口量和销售量降幅相比 2018 年分别减少 6.8 和 3.8 个百分点。天津口岸平行进口车的进口数量常年保持全国第一，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。

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。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，公司外部发展环境较好。

镇江市位于长三角城市群，处于苏锡常经济圈和南京都市圈的交汇点，所处区域是中国经济最发达的地区之一。依托良好的区位优势，镇江市经济持续发展，根据《2019 年镇江市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，镇江市地区生产总值 4127.3 亿元，按可比价计算比上年增长 5.8%，其中第一产业增加值 140.2 亿元，下降 0.6%；第二产业增加值 2004.8 亿元，增长 4.9%；第三产业增加值 1982.3 亿元，增长 7.2%。人均地区生产总值 12.90 万元，增长 5.5%。产业结构继续优化，三次产业增加值比例调整为 3.4:48.6:48.0，服务业增加值占 GDP 比重提高 0.1 个百分点。

2019 年，镇江市全年实现一般公共预算收入 306.85 亿元，同比增长 1.8%。其中税收收入 239.01 亿元，下降 0.9%；非税收入 67.84 亿元，增长 12.64%。从主要税种看，增值税增长 1.9%，企业所得税增长 0.6%，个人所得税下降 30.4%。全年一般公共预算支出 466.20 亿元，增长 14.1%，其中教育支出 75.71 亿元，社会保障和就业支出 51.73 亿元，医疗卫生支出 29.40 亿元，环境保护支出 16.57 亿元。

六、基础素质分析

截至 2020 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 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司 24 家，拥有镇江市优质产业类资产，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 100.00%）和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%）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 2020 年 3 月底，持股比例为 44.63%（所持股份中 5200 万股已质押，占持股总数的 14.87%）。跟踪期内，恒顺醋业保持中国醋产品龙头企业，是公司主业利润的主要来源。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（银行版），截至 2020 年 5 月 12 日，公司无不良信贷信息记录，过往履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度、人员构成等方面无重大变动。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务板块较多，其中食醋板块行业竞争优势明显，经营保持稳定；造纸和化工板块受行业周期影响波动较大；汽车及物资能源业务近年来发展快但利润水平不高。多元化经营战略一定程度降低了公司经营风险。

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。2019 年，公司实现营业收入 110.65 亿元，同比增长 40.67%。

公司业务板块呈现多元化，2019 年，平行进口车销量保持增长，带动汽车业务收入同比增长 55.55% 至 29.71 亿元，在平行进口车行业下

行的外部环境下，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”）加强优质客户的开拓，销量保持增长；酱醋调味品板块实现收入22.91亿元，剔除包装物收入重分类影响，收入保持增长；道路桥梁建设板块实现收入8.53亿元，同比增长24.89%，主要系当期工程收入结转增加所致；由于镇江市京口石油有限责任公司（以下简称“京口石油”）自2019年纳入公司合并范围，其从事的成品油、LNG等贸易业务对公司物资能源板块收入拉动大。

2019年，公司综合毛利率为12.44%，同比减少3.87个百分点，主要系低毛利率的物资能源业务收入占比提升所致。分板块来看，酱醋调味品毛利率较为稳定，为42.70%；纸制品毛利率同比增加3.09个百分点至6.12%，主要系纸浆价格降幅较大所致；化工板块受制于上游企业停产限产导致原材料成本价格上涨，叠加毛利率较高的钛白粉业务出表，毛利率降幅较大；

汽车业务毛利率较上年降至3.94%，平行进口车业务利润空间狭小。

2020年1-3月，受新冠疫情大面积爆发影响，公司主要板块均受到冲击，纸制品、道路桥梁建设、化工及酱醋调味品收入分别同比下降8.21%、16.91%、82.16%和9.60%，生产及施工企业短期内生产经营承压，但随着疫情逐步得以控制，目前公司制造类子公司生产及订单承接已全面恢复。同期，汽车收入同比小幅增长，物资能源业务由于上年同期尚未合并京口石油，2020年一季度收入同比大幅增长。毛利率方面，公司当期综合毛利率为10.96%，化工板块出现亏损；物资能源毛利率由于短期内订单量减少，周转次数下降，汽车板块由于毛利率较高的商务车改装、特种车冷藏车业务占比下滑，毛利率均下滑较多，其他板块毛利率变动不大。

表3 2017-2020年一季度公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2017年 | | | 2018年 | | | 2019年 | | | 2020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 | 7.24 | 9.70 | 2.94 | 12.06 | 15.33 | 3.03 | 8.87 | 8.01 | 6.12 | 1.90 | 8.86 | 6.65 |
| 道路桥梁建设 | 12.69 | 17.00 | 9.22 | 6.83 | 8.68 | 12.96 | 8.53 | 7.71 | 10.88 | 2.80 | 13.10 | 9.64 |
| 化工 | 10.73 | 14.37 | 17.68 | 12.07 | 15.34 | 12.49 | 11.21 | 10.13 | 5.73 | 0.66 | 3.09 | -17.53 |
| 汽车 | 17.18 | 23.02 | 3.83 | 19.10 | 24.28 | 4.30 | 29.71 | 26.85 | 3.94 | 5.02 | 23.48 | 0.68 |
| 酱醋调味品 | 18.93 | 25.36 | 34.48 | 15.58 | 19.81 | 44.61 | 22.91 | 20.71 | 42.70 | 5.37 | 25.11 | 37.41 |
| 物资能源 | -- | -- | -- | 4.08 | 5.19 | 0.99 | 25.25 | 22.82 | 0.75 | 5.19 | 24.25 | 0.01 |
| 其他 | 7.88 | 10.55 | 21.68 | 8.94 | 11.37 | 16.02 | 4.17 | 3.77 | 12.28 | 0.45 | 2.11 | 4.53 |
| 合计 | 74.63 | 100.00 | 16.31 | 78.66 | 100.00 | 16.31 | 110.65 | 100.00 | 12.44 | 21.40 | 100.00 | 10.96 |

注：合计数与各项求和不一系四舍五入所致；2018年，恒顺集团下属子公司江苏恒宏包装有限公司外部销售3.24亿元，纳入纸制品板块核算，2019年调整至酱醋调味品板块核算

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 酱醋调味品

跟踪期内，恒顺醋业保持醋业龙头地位，2019年收入及利润总额均保持增长态势，毛利率水平也随着产品结构的调整保持提升，盈利能力稳定，是公司收入及利润的重要来源。

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、食醋类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，主导产品食醋连续20年销量全国领先。截至2019年底，恒顺醋业资产总额为29.82亿元，净资产23.48亿元，

2019 年实现营业收入 18.32 亿元，同比增长 7.51%，实现利润总额 3.97 亿元，同比增长 6.32%。

跟踪期内，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，2019 年占总成本的 53.22%，其他原材料还包括玻璃瓶、瓶盖、纸箱等包装物，占总成本的 19.91%。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。2019 年，恒顺醋业原材料采购量保持增长，采购均价稳定。

表4 2018-2020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 | 2018 年 | | 2019 年 | | 2020 年 1-3 月 | |
|-----|--------|------|--------|------|--------------|------|
| | 采购量 | 均价 | 采购量 | 均价 | 采购量 | 均价 |
| 粮食 | 90973 | 0.69 | 97341 | 0.68 | 25293 | 0.69 |
| 玻璃瓶 | 29018 | 0.56 | 31049 | 0.57 | 8212 | 0.57 |
| 瓶盖 | 27877 | 0.13 | 29828 | 0.13 | 8036 | 0.13 |
| 包装箱 | 2065 | 3.31 | 2209 | 3.31 | 601 | 3.30 |

资料来源: 公司提供

跟踪期内，恒顺醋业采购方式未发生重大变化，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。恒顺醋业从内部企业进行的采购，也采取市场化定价。恒顺醋业与上游粮食、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。2019 年，恒顺醋业前五大供应商采购额为 2.30 亿元，占全部采购金额的 22.83%，集中度较低。

表5 2019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 | 占总采购金额比重 | 是否关联方 |
|-------|----------|----------|-------|
| 供应商一 | 8615.86 | 8.55 | 是 |
| 供应商二 | 6692.47 | 6.64 | 是 |
| 供应商三 | 2663.81 | 2.64 | 否 |
| 供应商四 | 2590.75 | 2.57 | 否 |
| 供应商五 | 2429.824 | 2.41 | 是 |
| 合计 | 22992.72 | 22.83 | -- |

资料来源: 公司提供

跟踪期内，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。2019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6 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 |
|--------|----|-------|-------|--------|
| 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 |
| 2019 年 | 黑醋 | 30.00 | 30.00 | 100.00 |
| | 白醋 | 5.00 | 4.42 | 88.34 |
| | 料酒 | 6.00 | 5.83 | 97.19 |
| | 合计 | 41.00 | 40.25 | 98.17 |

资料来源: 公司提供

产品销售方面，跟踪期内恒顺醋业仍采取以传统渠道+现代渠道的销售模式：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；现代渠道以特通、电商、产品定制等形式拓展新型业务。2019 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。2019 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 2.54 亿元，占全年销售额度的 11.10%，集中度较低。

表7 2019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 | 占营业收入比重 | 是否关联方 |
|-------|----------|---------|-------|
| 客户一 | 10697.00 | 5.84 | 否 |
| 客户二 | 6487.33 | 3.54 | 否 |
| 客户三 | 3361.74 | 1.83 | 否 |
| 客户四 | 2532.12 | 1.38 | 否 |
| 客户五 | 2345.44 | 1.28 | 是 |
| 合计 | 25423.63 | 13.88 | -- |

资料来源: 恒顺醋业 2019 年年报

(2) 汽车

跟踪期内，汽车板块产品结构向低毛利的平行进口车进一步倾斜，传统的冷藏车及商用车改造业务量继续下滑，平行进口车销售规模不断增长。

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（江苏车驰持股 51%）主要从事平行进口车业务。

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，2019 年实现收入 29.71 亿元。截至 2019 年底，天津车驰资产总额为 5.32 亿元，净资产 0.14 亿元，2019 年实现营业收入 22.43 亿元，净利润 0.02 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，2019 年销售平行进口车 3953 辆，同比增长 83.95%，主要系公司本部 2019 年起参与平行进口车业务信用证开具业务，拓展了天津车驰原有开证额度，进而使得该项业务得以快速发展。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，客户提车时支付全额车款，一般销售周期在 6 个月以内。

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 2019 年底，飞驰汽车资产总额 6.06 亿元，净资产 -1.66 亿元，2019 年实现收入 2.00 亿元，净利润 -0.12 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，商务车亦受汽车市场需求下降影响销量大幅下滑，2019 年，冷藏车和商务车产量分别为 655 辆和 654 辆，销量分别为 570 辆和 757 辆。

表8 2017-2019年公司汽车产品产销情况
(单位: 辆)

| 项目 | 2017 年 | | 2018 年 | | 2019 年 | |
|-----|--------|------|--------|------|--------|------|
| | 产量 | 销量 | 产量 | 销量 | 产量 | 销量 |
| 商务车 | 465 | 952 | 417 | 988 | 654 | 757 |
| 冷藏车 | 1081 | 1070 | 662 | 580 | 655 | 570 |
| 厢式车 | 210 | 306 | 474 | 306 | 453 | 404 |
| 特种车 | 30 | 30 | 193 | 46 | 259 | 285 |
| 合计 | 1786 | 2358 | 1746 | 1920 | 2021 | 2016 |

注: 部分销量大于产量系直接采购整车未经改造后出售

资料来源: 公司提供

(3) 纸制品

跟踪期内，大东纸业收入有所增长，纸浆价格下降一定程度上缓解了公司成本压力，毛利率水平有所提升。但受前期厂房搬迁、营改增政策调整等影响，大东纸业目前仍未扭亏。

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 2019 年底，大东纸业资产总额为 11.54 亿元，净资产 1.32 亿元，2019 年实现营业收入 8.87 亿元，净利润 -0.48 亿元（上年为 -0.64 亿元）。

2019年，大东纸业主要原材料纸浆采购均价为4170元/吨，较上年大幅下降，较大的缓解了大东纸业的成本压力。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有所提升，2019年底为130000吨/年；纸制品产量保持增长，同比增长11.93%至126900吨，产能利用率为97.62%。

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。2019年，大东纸业纸制品销量有所提升，年度销量为11.26万吨。同期，受纸浆成本压降，纸制品销售均价有所下降，2019年销售均价为6495元/吨，同比下降4.67%。

表9 2017-2019年大东纸业纸制品销售情况

(单位: 吨、元/吨)

| 项目 | 2017年 | | 2018年 | | 2019年 | |
|------|--------|------|--------|------|--------|------|
| | 销量 | 均价 | 销量 | 均价 | 销量 | 均价 |
| 纸杯原纸 | 28995 | 5845 | 5964 | 6483 | 17554 | 6394 |
| 淋膜纸 | 20135 | 8081 | 18426 | 7564 | 25207 | 6349 |
| 税票纸 | 8021 | 8391 | 6515 | 7824 | 7437 | 7926 |
| 文化用纸 | 26560 | 6207 | 27689 | 6248 | 25084 | 5812 |
| 其他 | 24903 | 6311 | 46548 | 6753 | 37360 | 7005 |
| 合计 | 108614 | 6643 | 105142 | 6813 | 112641 | 6495 |

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。2019年，大东纸业主要客户变动不大，前五大客户占销售额比例为47.17%，2019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。

(4) 化工业务

2019年，公司完成江苏太白集团有限公司（以下简称“太白集团”）股权转让，太白集团持续亏损，股权转让可在一定程度上减轻公司经营负担；江苏东普跟踪期内受化工企业安全检查及环保监管限产影响大，呈现经营性亏损。

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”）。太白集团主要生产钛白粉，江苏东普主要生产硫酸及液碱等产品，为工业园区内化工企业提供能源配套。

公司于2019年7月将太白集团100%股权出售，本次股权转让交易对价为1.31亿元，由于太白集团净资产为负，本次交易产生投资收益3.15亿元。2019年1-6月，太白集团实现营业收入3.49亿元，净利润为-0.17亿元。近年来钛白行业同质化产品多，市场竞争激烈且原材料价格波动大，导致太白集团多个年度发生亏损。本次股权转让可在一定程度上减轻公司经营负担，聚焦未来发展空间较好的其他业务板块。

江苏东普具有年产60万吨硫酸产品的生产能力，用于地块蒸汽配套及余热发电，下游主要客户包括镇江江南化工有限公司、江苏索普等化工企业。截至2019年底，江苏东普资产总额为11.46亿元，净资产为2.30亿元，2019年实现营业收入7.72亿元，净利润为-0.39亿元；2019年江苏盐城响水工业园区爆炸事件后，江苏省加强对化工企业的安全检查，江苏东普上游供应商受到较大影响，导致江苏东普原材料价格大幅上涨，年度出现亏损。

(5) 道路桥梁建设

公司路桥施工板块项目承接较稳定，受项目建设期间存在工程款垫资，路桥公司资产负债率高，资金周转压力大。2020年3月，公司将路桥公司100%股权转出，整体业务结构得以优化。

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 2019 年底，路桥公司资产总额 24.96 亿元，净资产 1.71 亿元，2019 年实现营业收入 8.53 亿元，净利润-0.15 亿元。2020 年 3 月，根据《关于对江苏镇江路桥工程有限公司国有股权协议转让的批复》（镇国资产〔2020〕8 号），为更好地整合市属企业资源，镇江市国资委同意公司将持有的路桥公司 100% 股权协议转让给镇江交通产业集团有限公司（以下简称“镇江交投”），转让对价为 2.15 亿元，当期确认的投资收益为 0.61 亿元，目前已完成工商变更，公司自 2020 年 3 月 20 日起不再将路桥公司纳入合并范围，股权出让款已于 2020 年 4 月收到。

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，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。项目竣工后，经审计验收完成工程交付。由于项目建设垫资较多，路桥公司应收账款规模大，截至 2019 年底为 7.85 亿元，近年来路桥公司资产负债率在 90% 以上，资金周转压力大。

（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。

2019 年 6 月，公司与镇江市汽车产业投资有限公司（以下简称“镇江汽投”）共同出资收购镇江市京口石油 50.38% 股权（公司持股 36%，镇江汽投持股 13%，原股东魏生平持股 1.375%，三者通过签订一致行动人协议对京口石油实现控制），并于 2019 年 7 月将京口石油纳入合并范围，作为物资资源板块的主要运营主体之一。京口石油主要产品包括 LNG 和成品油，具有成品油批发经营许可证。截至 2019

年底，京口石油资产总额为 3.25 亿元，净资产为 1.08 亿元；2019 年 7—12 月实现营业收入 22.68 亿元，净利润为 0.06 亿元。京口石油业务模式为以销定采，与下游客户签订订单后，收取约 40% 订金，再以预付款（一般为 80%）的形式向上游供应商进行采购，单笔订单流转时间较短，约为 25 天。2019 年，公司前五大供应商和前五大客户集中度很高，销售占比分别为 74.78% 和 76.50%。

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，未来将逐步退出房地产业务。

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。2017—2019 年，公司改革资金筹集分别为 0.84 亿元、0.69 亿元和 0.92 亿元，改革资金支出分别为 0.18 亿元、0.06 亿元和 0.07 亿元，超额部分用于补

足以前年度资金缺口，剩余资金缺口分别为-0.67亿元、-0.63亿元和-0.85亿元，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。

公司承担镇江市内少量基础设施建设项目，包括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2020年3月底已完成主要工作。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，但实际出让时间具有不确定性。截至2020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；其中土地一级开发项目累计实现回款10.38亿元。

表10 截至2020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 | 30.80 | 196.96 | 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 |
| 合计 | -- | -- | -- | 54.10 | 48.59 | 432.11 | -- |

注：“7+1项目”地块中83.31亩地已于2019年4月实现上市，103.04亩地于2019年6月上市，共收回资金10.38亿元；“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

资料来源：公司提供

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。

公司着力完善“两个平台、三个主体”功能：推动国有企业改革、实现国有资本有序进退的国有资本流动平台，推动地方金融资产整合和金融创新的地方金融控股平台；为实现市委市政府战略意图，成为具备资金池功能的重大产业项目的投融资主体，全市战略性新兴产业投资引导主体，以国有资本保值增值为目标的市场化运营主体。

在建项目

截至2020年3月底，公司主要在建项目为

丹徒区世业洲江堤改造工程项目。该项目计划总投资15.73亿元，截至2020年3月底，已完成投资15.26亿元。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，项目涉及道路拆除改造、堤坝护坡、绿化工程、内部隔堤、河道疏浚及淤泥清运等工程。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。

总体看，公司未来计划投资规模较小，对外资金需求可控。

4. 经营效率

2019年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数较上年均有所提升，分别为7.41次、0.96次和0.20次，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2019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意见的审计结论。2020年1-3月财务报表未经审计。

从合并范围看，截至2019年底，公司纳入合并范围的子公司25家，较2018年底新增1家子公司（镇江市京口石油有限责任公司），减少2家子公司（太白集团和镇江市诚信担保有限责任公司）。截至2020年3月底，公司合并范围较2019年底减少江苏省镇江市路桥工程总公司。整体看，公司合并范围变化对财务数据有一定影响。

截至2019年底，公司（合并）资产总额为569.13亿元，所有者权益合计246.21亿元（其中少数股东权益19.12亿元）。2019年，公司实现营业收入110.65亿元，利润总额6.52亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额为590.72亿元，所有者权益合计242.86亿元（含少数股东权益19.43亿元）；2020年1-3月，公司实现营业收入21.40亿元，利润总额-1.35亿元。

2. 资产质量

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，回收存在不确定性；非流动资产以长期股权投资为主，其中持有镇江交投股权资产规模大，公司整体资产质量一般，资产流动性弱。

截至2019年底，公司资产总额为569.13亿元，较上年底增长6.49%。其中，流动资产

占50.53%，非流动资产占49.47%，资产结构变动不大。

（1）流动资产

截至2019年底，公司流动资产为287.61亿元，较上年底增长9.03%，主要由于货币资金大幅增长所致。流动资产以货币资金（占18.85%）、其他应收款（占33.63%）和存货（占34.93%）为主。

截至2019年底，公司货币资金为54.21亿元，较上年底增长49.50%。从构成看，公司货币资金中银行存款32.58亿元，占60.10%；其他货币资金21.58亿元，占39.80%，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2019年底，公司应收账款账面价值12.20亿元，主要包括应收工程款、应收销售款以及债权包，较上年底下降16.09%，主要系路桥公司工程款回款所致。从集中度看，应收账款余额前五名合计3.98亿元（不包括全额计提坏账准备的债权包），占比为22.18%。从账龄来看，1年以内的占比为88.69%，1~2年的占比为2.93%，2~3年的占比为1.33%，3年以上的占比为7.05%，账龄结构尚可。公司对应收账款计提坏账准备共计5.72亿元，计提比例为31.92%，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，已全额计提坏账准备。

公司预付账款主要为平行进口车及物资能源业务产生的预付采购款。截至2019年底，公司预付款项为9.39亿元，较上年底下降16.58%，主要系太白集团出表、路桥集团及其他子公司预付款减少所致。从账龄来看，一年以内的占比94.78%，整体账龄短。预付款项前五名合计金额3.93亿元，占预付账款总额的41.83%，集中度较高。

截至2019年底，公司其他应收款96.73亿元，较上年底增长14.01%，主要系应收镇江汽投往来款大幅增加21.40亿元所致。其他应收

款余额前五名合计 77.48 亿元，占比为 77.64%。2019 年底，其他应收款前五名欠款具体情况：①应收镇江汽投往来款 34.43 亿元，包括 18.92 亿元有息借款和 15.51 亿元无息支持性资金，款项主要用于支持北汽新能源项目在镇江落地后生产基地建设及设备采购。②应收镇江市财政局 23.36 亿元系公司代镇江市政府垫付的破产企业改革专项资金。③应收镇江市城市建设投资集团有限公司（以下简称“镇江城投”）12.33 亿元，系原应收江苏索普（集团）有限公司（以下简称“索普集团”）的支持性借款，镇江市国资委于 2019 年 3 月将索普集团股权划转至镇江城投并清理前期往来款，公司重新与镇江城投签订借款协议。④应收镇江市国资委 4.00 亿元，主要为公司代镇江市国资委向北汽二期项目的出资款。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 75.63%，1~2 年的占比为 10.72%，2~3 年的占比为 5.04%，3 年以上的占比为 8.62%。公司对其他应收款计提坏账准备共计 3.07 亿元，计提比例为 13.85%。

表 11 截至 2019 年底公司其他应收款前五名情况
(单位: 亿元、%)

| 单位名称 | 金额 | 占其他应 收款比例 | 2020 年回 款计划 | 2021 年回 款计划 |
|-----------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| 镇江汽投 | 34.43 | 34.50 | 12.00 | 8.00 |
| 镇江市财政局 | 23.36 | 23.41 | 3.00 | 2.00 |
| 镇江城投 | 12.33 | 12.35 | 5.00 | 3.00 |
| 镇江市国资委 | 4.00 | 4.01 | 0.50 | 0.50 |
| 镇江市东方技工学校 | 3.36 | 3.37 | -- | -- |
| 合计 | 77.48 | 77.64 | 20.50 | 13.50 |

资料来源：公司审计报告

公司其他应收款规模较大，2020—2021 年，公司计划对往来及借款资金进行分批回收，以减少关联企业对营运资金的占用。此外，公司自 2018 年起发行的债券多数均附事先承诺条款，要求公司合并报表中其他应收款科目不超过 2016 年 9 月底其他应收款余额（131.22

亿元）或 2016 年经审计的其他应收款余额（117.00 亿元），若上述财务指标要求未满足条款要求，将触发投资者保护机制，届时将对公司再融资及资金安排起到较大影响，实现承诺条款的设置对公司其他应收款规模控制起到一定约束作用。

截至 2019 年底，公司存货账面价值 100.46 亿元，较上年底变动不大。其中，开发成本（占 56.65%）和工程施工（占 32.61%）占比高；开发成本主要为公司代地方政府进行土地整理的三处地块；工程施工主要为子公司建祥水利在建项目。公司已对库存商品计提跌价准备 0.12 亿元。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产为 281.53 亿元，较上年底增长 4.02%。从构成看，非流动资产以长期股权投资（占 70.44%）、固定资产（占 10.70%）和可供出售金融资产（占 12.37%）为主。

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产为 34.84 亿元，较上年底增长 12.93%，主要由于江苏银行股票价格增长所致。可供出售金融资产中，按成本计量的权益工具为 24.72 亿元，按公允价值计量的权益工具合计 10.12 亿元。期末被投资单位中，规模较大的对象包括江苏省港口集团有限公司（11.88 亿元）、江苏银行（9.61 亿元）。

截至 2019 年底，公司长期股权投资为 198.30 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投的股权投资，截至 2019 年底为 185.49 亿元，占公司长期股权投资总额的 93.54%。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。截至 2019 年底，镇江交投资产总额 1163.14 亿元，所有者权益 466.27 亿元；2019 年，镇江交投实现营业收入 70.38 亿元，净利润 8.16 亿元。

截至 2019 年底，公司固定资产账面原值 45.43 亿元，构成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 13.87 亿元和 1.80 亿元。截至 2019 年底公司固定资产账面价值 30.13 亿元，较上年底增长 3.58%。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 590.72 亿元，较 2019 年底增长 3.79%，主要来自货币资金和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产的增长。其中，货币资金较上年底增加 32.00 亿元，主要系用于资金储备的债券发行增加所致；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产较上年底增加 6.26 亿元，主要系恒顺醋业购买的理财产品科目调整所致；应收账款较上年底下降 59.22%，主要系路桥公司自 3 月起不再纳入合并范围所致。资产结构中流动资产占 52.64%，非流动资产占 47.36%，资产结构较 2019 年底变化不大。

截至 2020 年 3 月底，公司货币资金中使用受限部分为 33.47 亿元，主要为各类保证金；公司持有的中国太保和江苏银行的股票中，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，5200 万股已质押，上述股票质押均用于取得银行贷款；此外，大东纸业持有的 0.37 亿元土地资产用于取得抵押贷款。

表 12 截至 2020 年 3 月底公司资产受限情况
(单位: 万元、%)

| 项目 | 受限金额 | 受限原因 |
|-----------------------|-----------|------------------|
| 货币资金 | 334696.51 | 保证金 |
| 以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产 | 16932.00 | 中国太保 600 万股股权质押 |
| 可供出售金融资产 | 39065.00 | 江苏银行 6500 万股股权质押 |
| 无形资产 | 3679.00 | 大东纸业土地资产质押 |
| 子公司股权 | 54800.00 | 恒顺醋业股权质押 |
| 合计 | 449172.51 | -- |

资料来源：公司提供

3. 所有者权益及负债

公司所有者权益稳定性尚可；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。

(1) 所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益较上年底变动不大，为 246.21 亿元。归属于母公司权益合计 227.09 亿元，其中，实收资本占 4.40%、资本公积占 59.20%、未分配利润占 8.99%、其他综合收益占 25.52%。截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 242.86 亿元（含少数股东权益 19.43 亿元），规模及构成均较 2019 年底变动不大。

(2) 负债

截至 2019 年底，公司负债为 322.92 亿元，较上年底增长 9.32%。其中流动负债占 76.16%，非流动负债占 23.84%，公司负债仍以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债为 245.94 亿元，较上年底增长 21.39%，以短期借款（占 15.95%）、其他应付款（占 13.10%）、一年内到期的非流动负债（占 17.70%）和其他流动负债（占 27.94%）为主。

截至 2019 年底，公司短期借款为 39.22 亿元，较上年底下降 10.10%，主要由抵押借款 1.73 亿元、保证借款 37.17 亿元、信用借款 0.17 亿元和质押借款 0.15 亿元构成。

截至 2019 年底，公司预收款项较上年底增长 38.81%至 16.39 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。

截至 2019 年底，公司其他应付款较上年底减少 34.05%至 32.22 亿元，主要系与关联企业间往来款减少所致。其他应付款前五名对象共计 9.43 亿元，占其他应付款总额的 25.65%，主要应付对象均为镇江市国有企业，款项性质全部为往来款，有息部分已调整至短期债务核算。

表 13 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 |
|--------------|----------|-------|
| 镇江市丹徒区资产经营公司 | 40250.00 | 10.96 |
| 江苏索普（集团）有限公司 | 20000.00 | 5.45 |

| | | |
|----------------|-----------------|--------------|
| 镇江建工建设集团有限公司 | 14000.00 | 3.81 |
| 精功镇江汽车制造有限公司 | 10000.00 | 2.72 |
| 镇江市丹徒区建设投资有限公司 | 10000.00 | 2.72 |
| 合计 | 94250.00 | 25.65 |

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 45.53 亿元，较上年底大幅增长，主要由于将于一年内到期的应付债券规模大幅增长所致。截至 2019 年底，公司其他流动负债为 68.72 亿元，较上年底增加 40.38 亿元，主要系期末存续的（超）短期融资券规模大幅增长所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 76.98 亿元，较上年底下降 17.04%，构成以长期借款和应付债券为主。截至 2019 年底，公司长期借款 36.03 亿元，主要为质押借款（4.00 亿元）、抵押借款（12.55 亿元）和保证借款（19.47 亿元），较上年底下降 32.48%；应付债券为 37.13 亿元，较上年底增长 5.95%。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 347.86 亿元，较 2019 年底增长 7.72%，流动负债为 258.69 亿元，较 2019 年底增长 5.18%，占公司负债总额的 74.37%。流动负债中，短期借款较上年底增长 10.01%至 43.14 亿元；非流动负债为 89.17 亿元，其中长期借款和应付债券分别较上年底增长 15.29%和 17.90%。其他项目变动不大。

截至 2019 年底，公司全部债务 249.08 亿元，较上年底增长 7.97%，其中短期债务和长期债务分别占 70.29%和 29.71%，短期债务占比增长快。从债务指标来看，截至 2019 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年底小幅增长，分别为 56.74%和 50.29%；长期债务资本化比率降至 23.11%。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 276.95 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 68.89%和 31.11%。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 58.89%、53.28%和 26.19%。

截至 2020 年 3 月底，公司存续债券余额为 135.14 亿元，其中将于一年内到期/行权的债券

本金为 100.24 亿元，主要集中在 2020 年下半年，短期资金周转压力大。

表 14 截至 2020 年 3 月底公司存续债券明细

(单位：亿元)

| 债项名称 | 余额 | 期限 | 到期/下一行权日 |
|----------------|---------------|-----------|------------|
| *19 镇国投 CP001 | 5.00 | 1 年 | 2020/04/23 |
| *19 镇国投 SCP007 | 5.00 | 270 天 | 2020/04/24 |
| 19 镇国投 CP002 | 7.00 | 1 年 | 2020/06/03 |
| 19 镇国投 CP003 | 7.00 | 1 年 | 2020/07/12 |
| 19 镇国投 SCP009 | 5.00 | 270 天 | 2020/07/20 |
| 17 镇国投 MTN001 | 10.00 | 3 年 | 2020/08/16 |
| 19 镇国投 SCP010 | 5.00 | 270 天 | 2020/08/24 |
| 18 镇国投 MTN001 | 8.00 | 2 年 | 2020/09/28 |
| 20 镇国投 SCP001 | 5.00 | 270 天 | 2020/10/16 |
| 17 镇国投 MTN002 | 7.00 | 3 年 | 2020/10/24 |
| 19 镇国投 CP004 | 5.00 | 1 年 | 2020/11/18 |
| 20 镇国投 SCP002 | 5.00 | 270 天 | 2020/11/22 |
| 18 镇投 01 | 3.00 | 3 (2+1) 年 | 2020/12/05 |
| 20 镇国投 SCP003 | 5.00 | 270 天 | 2020/12/15 |
| 19 镇投 D1 | 5.00 | 1 年 | 2020/12/30 |
| 20 镇国投 CP001 | 4.00 | 1 年 | 2021/01/08 |
| 19 镇投 01 | 2.10 | 3 (2+1) 年 | 2021/01/16 |
| 18 镇国 01 | 7.14 | 5 (3+2) 年 | 2021/03/30 |
| 19 镇投 03 | 10.00 | 3 (2+1) 年 | 2021/04/01 |
| 19 镇投 05 | 10.00 | 3 (2+1) 年 | 2021/11/25 |
| 19 镇国投 MTN001 | 5.00 | (3+N) 年 | 2022/01/28 |
| 20 镇投 G1 | 9.90 | 3 年 | 2023/03/19 |
| 合计 | 135.14 | -- | -- |

注：截至本报告出具日，带有*符号的债券已兑付

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

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很高，主业盈利能力较弱。2020 年一季度，受疫情蔓延影响，公司生产类企业延期复工，当期利润总额为负。

2019 年，公司实现营业收入 110.65 亿元，同比增长 40.67%。同期，公司营业成本为 96.88 亿元，同比增长 47.17%。由于低毛利率的贸易业务占比提升，公司营业利润率降至 11.85%。

期间费用方面，2019 年，公司期间费用为 19.12 亿元，同比增长 12.94%，主要来自销售费用及财务费用增长，随着公司有息债务规模的增长，2019 年财务费用升至 9.50 亿元。2019 年，公司期间费用率为 17.28%。期间费用对利

润侵蚀严重，期间费用控制能力有待提高。

2019年，公司公允价值变动收益为1.36亿元（上年同期为-1.12亿元），主要系持有的中国太保股票价格上涨所致。公司投资收益9.19亿元（上年同期为6.71亿元），主要来自以权益法核算的长期股权投资中镇江交投投资收益（3.48亿元）以及处置子公司太白集团（3.15亿元）产生的投资收益。2019年，公司其他收益和营业外收入分别为0.31亿元和2.28亿元，主要为各类政府补贴。2019年公司实现利润总额6.52亿元，同比增长8.43%。公司2019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13.80亿元，占公司利润总额的211.81%，利润总额对非经常性损益依赖程度很高。

从盈利指标来看，2019年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所增长，分别为3.08%和2.40%，公司整体盈利能力较弱。

2020年1—3月，公司实现营业收入21.40亿元，同比增长3.74%；营业成本19.05亿元，同比增长11.49%。同期，公司公允价值变动收益和投资收益分别为-1.17亿元和1.60亿元，同比变动较大，公允价值变动收益系中国太保股票价格下降，投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资及出让路桥集团股权产生的投资收益。2020年一季度，公司实现利润总额-1.35亿元，同比大幅下降，疫情期间公司生产类企业延期复工，短期内对经营造成影响，目前已全面复工。

5. 现金流

公司经营获现能力较强，经营活动现金流量净额保持增长；跟踪期内，公司投资净支出有所收窄，经营活动净现金流可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。

经营活动方面，2019年，公司经营活动现金流入为155.92亿元，同比增长48.60%；经营活动现金流出为141.90亿元，同比增长

44.43%。同期，公司收到和支付的其他与经营活动有关的现金分别为26.60亿元和30.24亿元，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14.03亿元。从经营收现质量看，2019年公司现金收入比为115.19%，公司经营获现情况良好。

投资活动方面，2019年公司投资活动产生的现金流表现为净流出，为-1.42亿元。公司投资活动现金流入量为21.01亿元，主要为收回投资收到的现金，以恒顺醋业理财产品回收为主；收到其他与投资活动有关的现金以收回委托贷款为主。同期，公司投资活动现金流出量为22.43亿元，主要为投资支付的现金11.94亿元（主要用于投资产业基金）。

2019年，公司筹资活动前现金流量净额为0.75亿元。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84.01亿元和113.49亿元。筹资活动现金流出主要用于偿还债务，2019年为181.32亿元。

2020年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为3.61亿元；投资活动产生的现金流量净额为1.41亿元；受公司债务规模上升影响，公司筹资活动现金流量净额为15.09亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务占比高，短期偿债压力大；考虑到公司作为镇江市重要的国有资产投融资平台，政府支持持续，融资能力很强，整体偿债能力很强。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。

从短期偿债指标看，截至2019年底，公司流动比率和速动比率较上年底均有所下滑，分别为116.94%和76.09%；公司经营现金流流动负债比为5.70%。截至2020年3月底，公司流动比率和速动比率有所提升，分别为120.19%和83.43%。考虑到公司其他应收账款和存货规模较大，资产流动性弱，且公司短期债务规模大，

银行可用授信额度较低，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为19.02亿元，同比增长11.13%；2019年，公司全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为13.10倍和2.05倍。总体看，公司长期偿债指标偏弱。考虑到公司作为镇江市国资委直属产业投融资平台，区域重要性突出，政府支持持续，融资能力很强，公司整体偿债能力很强。

截至2020年3月底，公司获得商业银行授信额度合计111.44亿元，尚未使用额度37.84亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

对外担保方面，截至2020年3月底，公司对外担保余额为92.76亿元（详见附件3），基于2020年3月底公司所有者权益242.86亿元，公司担保比率为38.19%，担保比率较高。被担保企业主要为镇江市国有企业，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镇江城投及其子公司的担保31.73亿元，以及镇江市丹徒区建设投资有限公司下属子企业的担保19.17亿元，公司与镇江城市建设产业集团有限公司、索普集团、镇江市丹徒区建设投资有限公司等地方国有平台公司形成互保关系。

7. 公司本部财务概况

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，短期资金周转压力大；持续的政府补贴及持有的优质股权资产对公司提供良好的流动性支持。

截至2019年底，公司本部资产总额436.56亿元，流动资产为182.57亿元（占41.82%），非流动资产253.99亿元（占58.18%）；流动资产主要由其他应收款107.23亿元和存货40.56亿元构成；非流动资产以长期股权投资218.11亿元为主。

截至2019年底，公司本部负债合计199.59亿元，流动负债为152.46亿元（占76.39%），非

流动负债47.13亿元（占23.61%）；流动负债以其他应付款（36.19亿元）、一年内到期的非流动负债（41.02亿元）和其他流动负债（62.93亿元）为主；非流动负债中长期借款和应付债券分别为10.00亿元和37.13亿元。公司本部有息债务合计162.82亿元，以短期债务为主，占全部有息债务的71.05%。

截至2019年底，公司本部所有者权益合计236.97亿元，其中实收资本10.00亿元，资本公积131.91亿元，未分配利润32.89亿元，其他综合收益57.91亿元。2019年公司本部实现营业收入9.23亿元（主要来自汽车贸易业务），财务费用6.87亿元，投资收益7.99亿元（主要来自以镇江交投为主的权益法核算的长期股权投资收益和处置太白集团股权产生的收益）。营业外收入为2.00亿元，主要为政府补贴；当期利润总额3.89亿元。

2019年，公司本部经营活动现金流量净额为6.00亿元，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0.56亿元，收到及支付其他与投资活动有关的现金分别为5.16亿元和4.86亿元，主要为委托贷款收支；筹资活动现金流量净额为10.23亿元，公司本部承担了较多集团公司筹资职能。

公司本部直接持有的镇江交投、中国太保和江苏银行等股权以及间接持有的恒顺醋业股权质量较高，大部分股权未质押；同时公司本部持续获得地方政府补贴支持，均可为公司提供良好的流动性支持。

十、存续债券偿还能力分析

2019年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为19.02亿元和155.92亿元，对“19镇国投MTN001”和“20镇国投MTN001”合计金额15.00亿元的覆盖倍数分别为1.27倍和10.39倍，保障程度较高。截至2019年底和2020年3月底，公司剔除使用受限后的现金类资产分别为

38.34亿元和64.28亿元，分别为“19镇国投CP002”“19镇国投CP003”“19镇国投CP004”“20镇国投CP001”及将于一年内到期的“18镇国投MTN001”合计金额31.00亿元的1.24倍和2.07倍，保障程度较强。

截至2020年3月底，公司存续债券共计135.14亿元，以行权日计，将于一年内到期的债券金额合计100.24亿元。截至2020年3月底，公司剔除使用受限后的现金类资产为64.28亿元，对一年内到期的债券保障倍数为0.64倍。2019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1.15倍和0.14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15 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

| 项目 | 2019年 |
|------------------|--------|
| 一年内到期债券余额 | 100.24 |
| 现金类资产/一年内到期债券余额 | 0.36 |
| 经营活动现金流入量/应付债券余额 | 1.15 |
| 经营活动现金流净额/应付债券余额 | 0.10 |
| EBITDA/应付债券余额 | 0.14 |

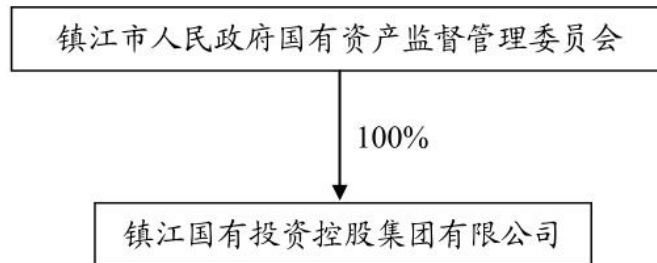
注：现金类资产已剔除受限资金

资料来源：根据公司年报及公开资料整理

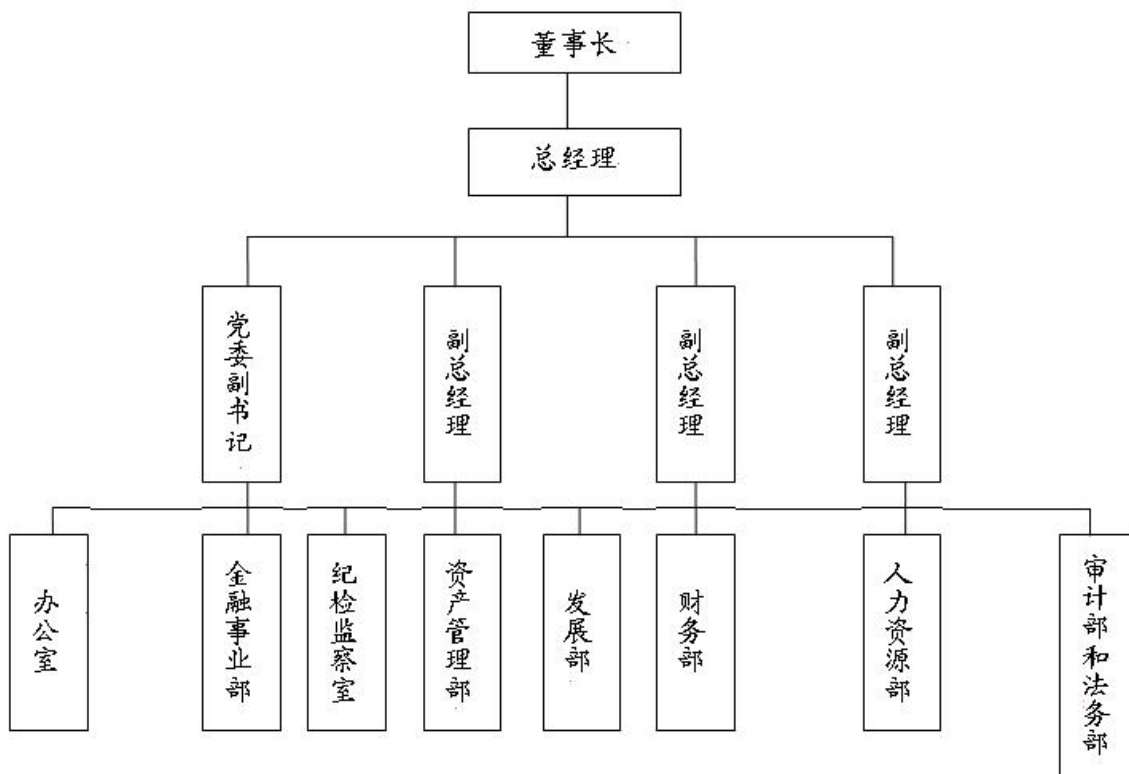
十一、结论

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”“19镇国投MTN001”及“20镇国投MTN001”的信用等级为AA⁺，维持“19镇国投CP002”“19镇国投CP003”“19镇国投CP004”和“20镇国投CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 截至 2020 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 | 55500.00 | 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 | 镇江专用汽车制造厂 | 2000.00 | 100.00 |
| 6 | 镇江大东纸业有限公司 | 32785.20 | 100.00 |
| 7 | 镇江飞驰集团汽车有限公司 | 2300.00 | 100.00 |
| 8 | 镇江新华影城有限责任公司 | 1980.00 | 51.00 |
| 9 | 镇江市汉邦担保有限公司 | 500.00 | 100.00 |
| 10 | 镇江市产权交易中心 | 355.00 | 61.97 |
| 11 | 镇江国泰资产管理经营有限公司 | 100.00 | 100.00 |
| 12 | 镇江国投置业开发有限公司 | 5000.00 | 100.00 |
| 13 | 镇江国投创业有限公司 | 10000.00 | 100.00 |
| 14 | 江苏港湾建设有限公司 | 1120.00 | 55.00 |
| 15 | 镇江市铁公水航空票务有限责任公司 | 158.00 | 100.00 |
| 16 | 镇江市能源开发有限公司 | 500.00 | 100.00 |
| 17 | 镇江市丹徒区国金农村小额贷款有限公司 | 18000.00 | 58.50 |
| 18 | 德仁融资租赁(上海)有限公司 | 20000.00 | 100.00 |
| 19 | 江苏车驰汽车有限公司 | 3000.00 | 51.00 |
| 20 | 江苏东普新材料科技有限公司 | 26000.00 | 100.00 |
| 21 | 镇江市丹徒区建祥水利工程投资有限公司 | 57500.00 | 70.00 |
| 22 | 镇江国控宏业供应链管理有限公司 | 4200.00 | 70.00 |
| 23 | 上海索普股权投资基金管理有限公司 | 3000.00 | 100.00 |
| 24 | 镇江市京口石油有限责任公司 | 10000.00 | 36.00 |

注：公司直接持有镇江市京口石油有限责任公司 36% 股权，通过与镇江市汽车产业投资有限公司及自然人魏生平签署一致行动人协议，合计享有镇江市京口石油有限公司表决权股份 50.375%，故纳入合并范围核算
资料来源：公司提供

附件3 截至2020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 | 担保到期日 |
|----------------------|----------------------|------------------|--------------------|
| 镇江国有投资控股集团 集团有限公司 | 镇江市恒瑞高新产业集团有限公司 | 40000.00 | 2034.10.29 |
| | 镇江市丹徒区世业洲新农村发展建设有限公司 | 5000.00 | 2020.06.30 |
| | 镇江市高校投资建设发展集团有限公司 | 34000.00 | 2020.09—2021.11 |
| | 镇江市丹徒区建宜水利投资有限公司 | 34000.00 | 2024.01.01 |
| | 镇江市西津渡文化旅游有限责任公司 | 130000.00 | 2021.03.05 |
| | 镇江港国际集装箱码头有限公司 | 54360.00 | 2022.07.30 |
| | 江苏索普（集团）有限公司 | 28000.00 | 2020.04—2020.09 |
| | 镇江文化旅游产业集团有限公司 | 70760.00 | 2024.05—2025.03 |
| | 镇江市丹徒区科创建设有限公司 | 29850.00 | 2021.08.15 |
| | 镇江市公共住房投资建设有限公司 | 10000.00 | 2020.12.28 |
| | 镇江市兴宜水利建设有限公司 | 53820.00 | 2021.06—2021.07 |
| | 镇江市丹徒区新农村发展建设有限公司 | 37250.00 | 2021.03—2021.07 |
| | 镇江华建置业有限公司 | 21600.00 | 2031.06.24 |
| | 镇建城市建设产业集团有限公司 | 142300.00 | 2020.10—2028.10 |
| | 江苏镇钛化工有限公司 | 44085.00 | 2020.03—2022.01 |
| 镇江交通产业集团有限公司 | 99800.00 | 2021.01.05 | |
| 江苏恒顺集团有限 公司 | 镇江交通产业集团有限公司 | 38000.00 | 2021.01.03 |
| | 镇江城市建设产业集团有限公司 | 35000.00 | 2020.10.13—2021.02 |
| | 江苏索普（集团）有限公司 | 19800.00 | 2020.04—2023.12 |
| 合计 | | 927625.00 | -- |

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 4-1 主要财务数据及指标 (合并)

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 24.88 | 23.94 | 38.34 | 64.28 |
| 资产总额(亿元) | 487.18 | 534.44 | 569.13 | 590.72 |
| 所有者权益(亿元) | 239.65 | 239.05 | 246.21 | 242.86 |
| 短期债务(亿元) | 115.07 | 140.14 | 175.07 | 190.79 |
| 长期债务(亿元) | 78.91 | 90.56 | 74.01 | 86.16 |
| 全部债务(亿元) | 193.98 | 230.70 | 249.08 | 276.95 |
| 营业收入(亿元) | 74.63 | 78.66 | 110.65 | 21.40 |
| 利润总额(亿元) | 5.18 | 6.01 | 6.52 | -1.35 |
| EBITDA(亿元) | 14.46 | 17.11 | 19.02 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 9.27 | 6.68 | 14.03 | 3.61 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 4.66 | 4.98 | 7.41 | -- |
| 存货周转次数(次) | 1.46 | 0.90 | 0.96 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.16 | 0.15 | 0.20 | -- |
| 现金收入比(%) | 120.34 | 114.20 | 115.19 | 96.08 |
| 营业利润率(%) | 17.95 | 15.47 | 11.85 | 10.37 |
| 总资本收益率(%) | 2.58 | 2.91 | 3.07 | -- |
| 净资产收益率(%) | 1.85 | 2.17 | 2.40 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 24.77 | 27.48 | 23.11 | 26.19 |
| 全部债务资本化比率(%) | 44.73 | 49.11 | 50.29 | 53.28 |
| 资产负债率(%) | 50.81 | 55.27 | 56.74 | 58.89 |
| 流动比率(%) | 132.05 | 130.21 | 116.94 | 120.19 |
| 速动比率(%) | 104.59 | 80.17 | 76.09 | 83.43 |
| 经营现金流流动负债比(%) | 5.61 | 3.30 | 5.70 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 2.14 | 2.02 | 2.05 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 13.41 | 13.48 | 13.10 | -- |

注：2020 年一季度财务数据未经审计；其他应付款及其他流动负债中有息债务已纳入短期债务指标核算；长期应付款及其他非流动负债中有息债务已纳入长期债务指标核算；现金类资产已剔除使用受限部分

附件 4-2 主要财务数据及指标（母公司/本部）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 16.26 | 19.39 | 34.46 | 65.39 |
| 资产总额(亿元) | 382.19 | 395.57 | 436.56 | 463.91 |
| 所有者权益(亿元) | 232.16 | 231.42 | 236.97 | 233.55 |
| 短期债务(亿元) | 78.42 | 67.67 | 115.69 | 135.83 |
| 长期债务(亿元) | 45.83 | 58.36 | 47.13 | 57.63 |
| 全部债务(亿元) | 124.24 | 126.03 | 162.82 | 193.46 |
| 营业收入(亿元) | 2.06 | 1.70 | 9.23 | 0.32 |
| 利润总额(亿元) | 3.57 | 3.81 | 3.89 | -1.54 |
| EBITDA(亿元) | -- | -- | -- | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 3.21 | -1.57 | 6.00 | 5.13 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 115.27 | 94.43 | 512.91 | -- |
| 存货周转次数(次) | 1.80 | 0.06 | 0.22 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.01 | 0.00 | 0.02 | -- |
| 现金收入比(%) | -- | -- | -- | -- |
| 营业利润率(%) | 22.70 | 18.10 | 0.72 | -3.50 |
| 总资本收益率(%) | 1.00 | 1.07 | 1.18 | -- |
| 净资产收益率(%) | 1.54 | 1.65 | 1.68 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 16.48 | 20.14 | 16.92 | 19.79 |
| 全部债务资本化比率(%) | 34.86 | 35.26 | 41.30 | 45.30 |
| 资产负债率(%) | 39.25 | 41.50 | 37.60 | 49.65 |
| 流动比率(%) | 132.25 | 142.04 | 142.04 | 122.95 |
| 速动比率(%) | 131.27 | 100.58 | 93.15 | 98.98 |
| 经营现金流流动负债比(%) | 3.08 | -1.48 | -1.48 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | -- | -- | -- | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | -- | -- | -- | -- |

注：2020 年一季度财务数据未经审计；其他应付款及其他流动负债中有息债务已纳入短期债务指标核算；长期应付款及其他非流动负债中有息债务已纳入长期债务指标核算

附件 5 同行业企业对比数据

| 发行人 | 南宁威宁投资集团有限责任公司 | 辽宁省国有资产经营有限公司 | 无锡产业发展集团有限公司 | 镇江国有投资控股集团有限公司 |
|----------------------|-----------------|-----------------|--------------|-----------------|
| 主体信用等级 | AA ⁺ | AA ⁺ | AAA | AA ⁺ |
| 企业性质 | 地方国有企业 | 地方国有企业 | 地方国有企业 | 地方国有企业 |
| 综合毛利率 (%) | 17.45 | 14.96 | 7.20 | 12.44 |
| 销售债权周转次数 (次) (2019年) | 7.25 | 11.63 | 7.55 | 7.41 |
| 财务数据时点 | 2019年 | | | |
| 资产总额 (亿元) | 375.36 | 454.12 | 829.42 | 569.13 |
| 所有者权益 (亿元) | 180.74 | 239.60 | 296.36 | 246.21 |
| 营业总收入 (亿元) | 71.46 | 204.68 | 672.45 | 110.65 |
| 利润总额 (亿元) | 1.30 | 8.49 | 26.49 | 6.52 |
| 经营活动现金流净额 (亿元) | -5.19 | 10.90 | 30.63 | 14.03 |
| 资产负债率 (%) | 51.85 | 47.24 | 64.27 | 56.74 |

附件 6 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-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+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 7-1 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 7-2 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 7-3 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 7-4 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 |