

信用评级公告

联合〔2021〕5190号

联合资信评估股份有限公司通过对镇江国有投资控股集团有限公司主体及其相关债券的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⁺，维持“19镇投05”“18镇投01”“19镇投03”“21镇投G1”“21镇投G2”“20镇投G1”“19镇国投MTN001”“20镇国投MTN001”和“20镇国投MTN002”的信用等级为AA⁺，维持“20镇国投MTN003”和“21镇国投MTN001”的信用等级为AAA，维持“20镇国投CP003”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二一年六月二十五日

镇江国有投资控股集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

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
江苏省信用再担保集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 镇国投 CP003	A-1	稳定	A-1	稳定
19 镇投 05	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
18 镇投 01	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 镇国投 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 镇投 03	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
21 镇投 G1	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 镇投 G1	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
21 镇投 G2	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 镇国投 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 镇国投 MTN002	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 镇国投 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
21 镇国投 MTN001	AAA	稳定	AAA	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
20 镇国投 CP003	7.00	7.00	2021-09-04
19 镇投 05	10.00	10.00	2022-11-25
18 镇投 01	3.00	0.03	2021-12-05
19 镇国投 MTN001	5.00	5.00	2022-01-28
19 镇投 03	10.00	4.65	2022-04-01
21 镇投 G1	5.00	5.00	2026-02-02
20 镇投 G1	9.90	9.90	2023-03-19
21 镇投 G2	5.00	5.00	2026-04-21
20 镇国投 MTN001	10.00	10.00	2023-04-27
20 镇国投 MTN002	9.00	9.00	2023-08-13
20 镇国投 MTN003	5.00	5.00	2025-11-13
21 镇国投 MTN001	2.00	2.00	2026-03-18

注：上述债券仅包括由联合资信评级，且截至评级时点尚处于存续期的公开发行业务；19 镇国投 MTN001 为永续债券，所列兑付日为首次赎回行权日

评级时间：2021 年 6 月 25 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“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；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；物资源成为公司新的收入增长点。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司主业盈利能力弱、利润总额对非经营性损益依赖度很高、资产流动性弱、债务负担较重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。

公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障能力较强。存续债券“19 镇国投 MTN001”具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“19 镇国投 MTN001”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。同时，赎回和利率重置条款设置使上述中期票据不赎回可能性小。

“20 镇国投 MTN003”和“21 镇国投 MTN001”均由江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保。江苏再担保担保实力强，有效提升了“20 镇国投 MTN003”和“21 镇国投 MTN001”本息偿付的安全性。

未来，随着公司产业结构不断完善，土地整理项目陆续上市，公司整体竞争实力及偿债能力有望得到提升。

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“19 镇投 05”“18 镇投 01”“19 镇投 03”“21 镇投 G1”“21 镇投 G2”“20 镇投 G1”“19 镇国投 MTN001”“20 镇国投 MTN001”“20 镇国投 MTN002”的信用等级为 AA⁺，维持“20 镇国投 MTN003”“21 镇国投 MTN001”的信用等级为 AAA，维持“20 镇国投 CP003”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	1	
			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：刘祎烜 刘丙江
 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，跟踪期内持续获得股东支持，2020 年获得补贴收入 4.40 亿元。
2. **江苏恒顺醋业股份有限公司是中国食醋行业龙头，具备较强的竞争优势。**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，其 60 万个经销网点覆盖全国，品牌优势明显，市场地位稳固。
3. **公司持有部分优质股权资产，投资收益和分红稳定。**公司持有镇江交通产业集团有限公司、中国太平洋保险（集团）股份有限公司（以下简称“中国太保”）和江苏银行股份有限公司（以下简称“江苏银行”）等优质股权资产，为公司带来稳定投资收益及分红。2020 年，权益法下分别被确认投资收益 3.46 亿元。此外，公司分别持有江苏银行和中国太保 1.14%和 0.16%的股权，2020 年分别收到现金分红 3664.26 万元和 1464.00 万元。

关注

1. **公司盈利能力有待提升。**公司主业盈利能力弱，子公司亏损情况较多，利润总额对非经营性损益依赖度很高。
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. **有息债务负担较重，偿债指标趋弱。**跟踪期内，公司有息债务规模波动增长，现金类资产受限规模较大，对公司短期债务覆盖能力偏弱。
4. **对外担保规模大。**截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额 78.58 亿元，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，存在或有负债风险。
5. **“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；**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。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	23.94	38.34	26.88	48.29
资产总额(亿元)	534.44	569.13	549.24	573.95
所有者权益(亿元)	239.05	246.21	249.17	251.09
短期债务(亿元)	140.14	175.07	134.66	145.42
长期债务(亿元)	90.56	74.01	107.37	111.04
全部债务(亿元)	230.70	249.08	242.03	256.46
营业收入(亿元)	78.66	110.65	106.90	22.43
利润总额(亿元)	6.01	6.52	6.81	0.87
EBITDA(亿元)	17.11	19.02	18.52	--
经营性净现金流(亿元)	6.68	14.03	21.43	4.10
营业利润率(%)	15.47	11.85	10.90	12.35
净资产收益率(%)	2.17	2.40	2.38	--
资产负债率(%)	55.27	56.74	54.63	56.25
全部债务资本化比率(%)	49.11	50.29	49.27	50.53
流动比率(%)	130.21	116.94	132.58	129.84
经营现金流动负债比(%)	3.30	5.70	11.44	--
现金短期债务比(倍)	0.17	0.22	0.20	0.33
EBITDA 利息倍数(倍)	1.41	1.42	2.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.48	13.10	13.07	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	395.57	436.56	434.41	458.61
所有者权益（亿元）	231.42	236.97	242.45	243.96
全部债务(亿元)	126.03	162.82	152.14	177.28
营业收入(亿元)	1.70	9.23	8.07	0.52
利润总额(亿元)	3.81	3.89	4.16	0.30
资产负债率（%）	41.50	37.60	44.19	46.80
全部债务资本化比率(%)	35.26	41.30	38.56	42.09
流动比率（%）	142.04	142.04	154.73	146.68
经营现金流动负债比(%)	-1.48	-1.48	14.71	--

注：2021 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中有息债务已调整至短期债务，合并口径现金类资产已剔除使用受限部分

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史：见附件三

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，联合资信评估股份有限公司（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。

分析师：



联合资信评估股份有限公司



镇江国有投资控股集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（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”或“镇江国控”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

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 2021 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：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 2021 年 3 月底，公司下设办公室、金融事业部、综合服务管理中心、资产管理部、发展部、财务部、人力资源部、审计部法务部 8 个部门。公司下属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.SH），截至 2021 年 3 月底，恒顺集团持有恒顺醋业 44.63% 的股权，其中 8576 万股已质押，占持股总数的 19.16%。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 549.24 亿元，所有者权益合计 249.17 亿元（含少数股东权益 18.82 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 106.90 亿元，利润总额 6.81 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 573.95 亿元，所有者权益合计 251.09 亿元（含少数股东权益 19.31 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 22.43 亿元，利润总额 0.87 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、债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级且存续的公开发行债券情况如下表所示。截至本报告出具日，上述债券募集资金均已按计划用途使用完毕。跟踪期内，公司正常付息。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	期限
20 镇国投 CP003	7.00	7.00	2020-09-04	1 年
19 镇投 05	10.00	10.00	2019-11-25	3 (2+1) 年
18 镇投 01	3.00	0.03	2018-12-05	3 年
19 镇国投 MTN001	5.00	5.00	2019-01-28	3 (3+N) 年
19 镇投 03	10.00	4.65	2019-04-01	3 年
21 镇投 G1	5.00	5.00	2021-02-02	5 (2+3) 年
20 镇投 G1	9.90	9.90	2020-03-19	3 年

21 镇投 G2	5.00	5.00	2021-04-21	5 (2+3) 年
20 镇国投 MTN001	10.00	10.00	2020-04-27	3 年
20 镇国投 MTN002	9.00	9.00	2020-08-13	3 年
20 镇国投 MTN003	5.00	5.00	2020-11-13	5 年
21 镇国投 MTN001	2.00	2.00	2021-03-18	5 年
21 镇国投 MTN002	4.00	4.00	2021-06-18	2 年
合计	94.90	86.58	--	--

注：19 镇国投 MTN001 为永续债券，所列兑付日为首次赎回行权日
资料来源：联合资信整理

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。2018—2020 年，公司分别向镇江市国资委上缴国有资本收益 2000.00 万元、1500.00 万元和 1808 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”具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为上述永续债券在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第

二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微

低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2016—2020年中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政支出增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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；4. 城镇失业率统计中，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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对

GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反

映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1—3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1—2月受春节因素影响，加上年初局部疫情影响的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

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，2019年中国调味品总产量为1428.9万吨，市场规模增加至1282亿元。2013—2019年，调味品总产量和销售收入均保持增长。

中国是食醋生产和消费大国，全国食用醋产量超过400万吨/年，且市场需求呈逐年上升趋势。根据中国调味品协会统计，2010年以来中国食醋产量呈稳步增长趋势，2019年中国食醋产量445万吨，同比增长1.83%。中国食醋表观消费量呈逐年增长趋势，2019年中国食醋表观消费量444万吨，同比增长1.75%。

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

2020年，在全球疫情冲击、特斯拉国产导致新能源汽车进口下降以及国六排放政策实施抑制平行进口汽车供给的多重影响下，中国进口车市场供需双降，但中高端品牌销量保持增长，市场结构分化明显。

2020年，国家和地方出台多项政策措施以稳定和促进汽车消费，企业加快转变营销方式，汽车市场逐步复苏。全年中国汽车产销分别完成2522.5万辆和2531.1万辆，同比分别下降2%和1.9%，降幅较2019年分别收窄5.5和6.3个百分点。

汽车进口方面，在全球疫情冲击、特斯拉国产导致新能源汽车进口下降以及国六排放政策实施抑制平行进口汽车供给的多重影响下，2020年中国进口汽车市场供需均出现明显下滑。全年中国汽车进口量为93.3万辆，同比下滑11.4%；进口汽车终端销售100万辆，同比下滑10.6%。从市场结构看，品牌结构分化明显，超豪华品牌累计销量同比增长16.0%，豪华品牌销量下滑5.1%，非豪华品牌销量下滑28.6%，消费升级趋势明显。从细分市场来看，大型和中大型进口车细分市场份额相比2019

年继续提升，分别提高 1.7 和 8.0 个百分点，其他细分市场份额均有所减少，疫情对中高端市场影响相对较小。

汽车出口方面，受疫情影响和全球经济冲击，2020 年中国汽车出口 108.2 万辆，同比下降 13.2%，出口金额 157.4 亿美元，同比下降 3.6%。得益于国家一系列稳外贸举措，2020 年中国汽车出口整体表现好于预期。

2016 年 12 月 23 日，环境保护部、国家质检总局发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，自 2020 年 7 月 1 日起实施。国六标准将分为两个阶段实施，分别是国六 a 和国六 b。在全国范围，国六 a 将于 2020 年 7 月 1 日开始实施，国六 b 将于 2023 年 7 月 1 日实施。受制于国内国六排放标准实施，平行进口汽车行业因无法进行国六环保试验而受到严重影响，导致“美规车”“中东版车”“加版车”“欧版车”滞留港口，大批平行进口车无法顺利进入国内市场销售。2021 年 2 月，商务部印发《2021 年商务领域促进汽车消费工作指引和部分地方经验做法的通知》，其中包括对平行进口车业务管理的指引，努力落实平行进口车环保信息公开政策，推动平行进口车业务可持续发展。截至 2021 年 5 月底，全国首批获得国六环保标准认证的平行进口车在天津港保税区海关顺利通关并正式投放市场。

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。跟踪期内，镇江市区域经济实力不断增强，地方财政收入不断增长，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《2020 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 4220.19 亿元，按可比价计算比上年增长 3.5%，其中第一产业增加值 149.50 亿元，增长 2.8%；第二产业增加值 1988.63 亿元，增长 3.6%；第三产业增加值 2081.96 亿元，增长 3.5%。三次产业比例调整为 3.5：47.2：49.3，服务业增加值占 GDP 比重比上年提高 0.7 个百分点。

2018—2020 年，镇江市全年实现一般公共预算收入分别为 301.50 亿元，306.85 亿元和 311.74 亿元，2020 年同比增长 1.6%。其中，税收收入 237.18 亿元，下降 0.8%；非税收入 74.56 亿元，增长 9.9%。从主要税种看，受增值税率调整影响，增值税下降 4.2%；企业所得税增长 0.1%，个人所得税增长 10.5%。全年实现一般公共预算支出 498.91 亿元，增长 7.0%，其中教育支出 81.06 亿元，社会保障和就业支出 62.33 亿元，医疗卫生支出 31.32 亿元，环境保护支出 15.33 亿元。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本为 10.00 亿元，实收资本 10.00 亿元，镇江市国资委持有公司 100% 股份，为公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，作为镇江市重要的国有资产经营主体之一，公司职能定位清晰，先后整合多家镇江市国有企业集团，其中恒顺醋业股权资产优质。

公司是镇江市重要的国有资产经营管理主体和产业投融资主体，是受镇江市国资委委托履行产业投资主体职责和资金运营职能的企业法人。同时，还承担镇江市部分公益性基础设施项目建设。

截至 2021 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司 25 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%），江苏金融控股集团（以下简称“江苏金

信”，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，控股的上市公司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。

公司持有镇江交通产业集团有限公司（以下简称“镇江交投”）、中国太平洋保险（集团）股份有限公司（以下简称“中国太保”）及江苏银行股份有限公司（以下简称“江苏银行”）等优质股权资产，为公司带来稳定投资收益及分红。截至 2020 年底，公司持有镇江交投 45% 的股权，2018—2020 年，权益法下分被确认投资收益 3.06 亿元、3.48 亿元和 3.46 亿元，分别占当年投资收益的 45.60%、37.87% 和 52.58%，是公司投资收益的主要组成部分。此外，公司分别持有江苏银行和中国太保 1.14% 和 0.16% 的股权，2020 年分别收到现金分红 3664.26 万元和 1464.00 万元。

3. 企业信用记录

公司本部过往履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版，统一社会信用代码：913211007115100239）。截至 2021 年 5 月 25 日，公司本部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、高级管理人员等方面无重大变动。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司经营维持多元化格局，食醋业务作为公司主要利润来源，行业竞争优势明显，经营稳定；合并范围变动对公司业务结

构产生一定影响；平行进口车业务受行业政策影响收入波动较大；物资能源业务发展快，成为公司收入重要组成部分，附加值低，拉低公司综合毛利率。

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，业务范围涵盖酱醋调味品生产、造纸、化工、物资能源以及汽车销售等。2020 年，公司实现营业收入 106.90 亿元，同比下降 3.39%。

公司汽车业务收入主要来自平行进口车业务，2020 年受国六排放标准对平行进口车销售的影响，汽车业务收入同比下降 10.00% 至 26.74 亿元；酱醋调味品板块发展稳定，2020 年实现收入 24.30 亿元，同比增长 6.07%；受合并范围变化影响，江苏镇江路桥工程有限公司（以下简称“路桥公司”）和江苏太白集团有限公司（以下简称“太白集团”）不再纳入合并范围，道路桥梁建设业务及化工业务收入大幅下滑，2020 年分别实现收入 2.80 亿元和 7.16 亿元。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，该板块 2020 年实现收入 30.49 亿元，同比增长 20.75%。

毛利率方面，2020 年，公司综合毛利率为 11.58%，同比减少 0.86 个百分点，主要系低附加值的物资能源业务收入占比提升所致。分板块看，酱醋调味品毛利率持续下滑但仍保持较高水平，2020 年为 35.67%，同比下降 7.03 个百分点，主要系疫情期间恒顺醋业生产成本显著增长所致；纸制品毛利率 2020 年同比上升 6.83%，主要系纸浆价格降幅较大所致；化工板块毛利率下滑明显，主要系毛利率较高的钛白粉业务出表，毛利率降幅较大；汽车业务及物资能源业务毛利率水平较低，2020 年分别为 4.64% 和 0.99%。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 22.43 亿元，同比变动不大。其中，物资能源业务扩张，收入同比大幅增长 79.19% 至 9.30 亿元，占比上

升至41.45%；受国六政策的影响，公司部分平行进口车销售停滞，板块收入同比大幅下滑71.51%至1.43亿元。其余业务板块同比变动不大。毛利率方面，2021年一季度，公司综合毛利率同比提高1.96个百分点至12.92%。其中，

酱醋调味品业务仍是公司主要利润来源，毛利率同比小幅下滑至34.38%；化工业务毛利率同比大幅增长至11.54%，系主要产品硫酸市场价格上涨所致，其他板块毛利率变动不大。

表3 2018 - 2021年一季度公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年			2021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	12.06	15.33	3.03	8.87	8.01	6.12	8.08	7.56	6.83	2.01	8.95	5.31
道路桥梁建设	6.83	8.68	12.96	8.53	7.71	10.88	2.80	2.62	6.58	--	--	--
化工	12.07	15.34	12.49	11.21	10.13	5.73	7.16	6.70	1.15	2.62	11.68	11.54
汽车	19.10	24.28	4.30	29.71	26.85	3.94	26.74	25.02	4.64	1.43	6.37	4.03
酱醋调味品	15.58	19.81	44.61	22.91	20.71	42.70	24.30	22.73	35.67	6.65	29.67	34.38
物资能源	4.08	5.19	0.99	25.25	22.82	0.75	30.49	28.53	0.99	9.30	41.45	1.15
其他	8.94	11.37	16.02	4.17	3.77	12.28	7.32	6.84	18.52	0.42	1.89	8.86
合计	78.66	100.00	16.31	110.65	100.00	12.44	106.90	100.00	11.58	22.43	100.00	12.92

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，恒顺醋业保持行业龙头地位，经营业绩稳步增长，是公司主要利润来源。

公司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2020年底，恒顺醋业资产总额为32.31亿元，净资产24.89亿元，2020年实现营业收入20.14亿元，同比增长9.94%，实现利润总额3.89亿元，同比变动不大。截至2021年3月底，恒顺醋业资产总额为32.59亿元，所有者权益25.69亿元，2021年1—3月实现营业收入5.17亿元，同比增长10.98%，实现利润总额0.95亿元，同比变动不大。

恒顺醋业生产醋类产品的直接材料包括大

米、糯米等粮食作物及玻璃瓶、瓶盖、纸箱等包装物，2020年占总成本的69.13%。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。近年来，恒顺醋业原材料采购量保持增长，采购均价稳定。

表4 2019 - 2021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	2019年		2020年		2021年1-3月	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
粮食	97341	0.68	111942	0.70	28736	0.69
玻璃瓶	31049	0.57	35706	0.59	9248	0.60
瓶盖	29828	0.13	34302	0.13	9056	0.13
包装箱	2209	3.31	2540	3.37	660	3.36

资料来源：公司提供

采购方式上，恒顺醋业采取招标采购、比价采购、定制采购等形式，采购日常工作由多个专职采购员按业务类型进行分工并辅以ERP系统，及时监控采购过程；同时，根据生产计划订单的规律性，制定每月以及每周的采购计

划，合理安排采购资金。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。2020年，恒顺醋业前五大供应商采购额为2.26亿元，占全部采购金额的19.31%，集中度较低。

恒顺醋业采取“以销定产”，在保证合理的半成品与产成品库存情况下，根据订单安排生产。除恒顺醋业外，恒顺集团下属子公司醋产品产能较为分散。2018—2021年3月，恒顺集团酱醋产品产能利用率很高，主要产品黑醋产能和产量均保持在30万吨/年。

表5 近年来恒顺醋业主要产品生产情况
(单位: 万吨/年、万吨、%)

时间	产品	产能	产量	产能利用率
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
2020年	黑醋	30.00	30.00	100.00
	白醋	5.00	4.55	90.99
	料酒	8.00	6.82	85.24
	合计	43.00	41.37	96.21
2021年 1-3月	黑醋	30.00	10.27	34.24
	白醋	5.00	1.33	26.67
	料酒	8.00	1.52	18.95
	合计	43.00	13.12	30.52

资料来源: 公司提供

注: 公司季度产能数据未做年化处理

产品销售方面，恒顺醋业采取以传统渠道+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。2020年，恒顺醋业调味品实现收入19.39亿元，其中高端产品实现收入2.60亿元。食醋类（含白醋）产品实现收入13.42亿元，同比增长8.92%，其中，黑醋收入11.55亿元，同比增长9.38%。料酒产品实现收入3.15亿元，同比增长28.57%。2020年，恒顺醋业前五大销售商保持稳定，销售额合计2.63亿元，占全年销售额度的13.05%，集中度低。

(2) 汽车

2020年以来受国六排放标准实施影响，公司平行进口车业务下滑明显，联合资信将持续关注上述业务恢复情况。

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。截至2020年底，江苏车驰资产总额合计6.28亿元，所有者权益0.81亿元，2020年实现营业收入25.23亿元，实现利润总额0.20亿元。

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。

2020年以来，受国六排放标准全国实行的影响，公司平行进口国五车销量下滑，且部分国六标准平行进口车未获得认证而滞港。2020年，公司平行进口车业务实现收入18.75亿元，同比下降36.89%；销售平行进口车3506辆，同比减少11.31%。2021年1—3月，公司平行进口车合计销售51辆，同比大幅减少。2021年初，天津港保税区按照商务部、环保部等有关部门的指导，已对部分符合国六标准的平行

进口车开展审批及备案工作,预计2021年中首批符合国六排放标准的平行进口汽车将投放市场。联合资信将持续关注公司平行进口车业务恢复状况。

冷藏车及特种车方面,受厂房搬迁影响,飞驰汽车跟踪期内持续亏损。截至2020年底,飞驰汽车资产总额6.61亿元,净资产-1.77亿元,2020年实现收入1.51亿元,利润总额-0.31亿元。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。2020年,冷藏车和商务车产量分别为205辆和384辆,产能利用率分别为3.42%和19.20%;销量分别下滑至295辆和47辆。

表6 2018-2020年公司汽车产品产销情况(单位:辆)

项目	2018年		2019年		2020年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
商务车	417	988	654	757	384	47
冷藏车	662	580	655	570	205	295
厢式车	474	306	453	404	993	901
特种车	193	46	259	285	139	174
合计	1746	1920	2021	2016	1721	1417

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

2020年,大东纸业收入规模持续下降,纸浆价格下降一定程度上缓解了成本压力,毛利率水平有所提升。但受前期厂房搬迁、疫情对进出口的影响,大东纸业尚未实现扭亏。

公司造纸收入主要来自子公司镇江大东纸业有限公司(以下简称“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2020年底,大东纸业资产总额为10.46亿元,净资产0.89亿元,2020年实现营业收入8.08亿元,净利润-0.04亿元,亏损规模有所收窄。

跟踪期内,采购均价随纸浆市场价格有所下降,2020年大东纸业纸浆采购均价为3949元/吨,较上年(4170元/吨)有所下滑,大东

纸业的成本压力有所缓解。2021年1-3月纸浆采购均价回升至为4078元/吨。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较稳定,2020年底为130000吨/年;纸制品产量波动增长,2020年同比下降9.10%至115356吨,产能利用率为89.00%。

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。2020年,受疫情影响,大东纸业纸制品销量有所下滑,年度销量为9.66万吨,同比下降14.23%。同期,受纸浆成本压降,除淋膜纸外,其他纸制品销售均价有所下降,2020年销售均价为6239元/吨,同比下降3.94%。2021年1-3月,大东纸业纸制品销售均价回升至6479元/吨,实现销量26905吨。

表7 2019-2021年一季度大东纸业纸制品销售情况
(单位:吨、元/吨)

项目	2019年		2020年		2021年1-3月	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价
纸杯原纸	17554	6394	14561	5827	5600	6099
淋膜纸	25207	6349	19754	6700	5013	7293
税票纸	7437	7926	1755	7760	725	7422
文化用纸	25084	5812	25425	5119	5426	5664
其他	37360	7005	35120	5788	10141	5916
合计	112641	6495	96615	6239	26905	6479

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。2020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50.45%,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、上海千叶特种纸业有

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

公司完成太白集团股权转让在一定程度上减轻公司经营负担，跟踪期内，江苏东普新材料科技有限公司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。

公司化工产品业务经营主体为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，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。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（集团）有限公司（以下简称“索普集团”）等化工企业。截至 2020 年底，江苏东普资产总额为 8.88 亿元，净资产为 2.12 亿元，2020 年实现营业收入 7.16 亿元，净利润为 -0.57 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，导致年度出现亏损。

(5) 物资能源业务

公司通过外延收购开展物资能源业务，跟踪期内业务规模快速增长，成为公司收入重要来源。但物资能源业务附加值低，且上下游集中度高，若主要客户出现信用风险，将对公司产生一定不利影响。

公司物资能源业务经营实体为下属子公司京口石油。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。京口石油主要产品包括天然气（LNG）和成品油，具有成品油批发经营许可证。截至 2020 年底，京口石油资产总额为 5.20 亿元，净资产为 1.19 亿元；2020 年实现营业收入 26.32 亿元（LNG 2.78 亿元，成品油 23.54 亿元），净利润为 0.11 亿元。截至 2021 年 3 月底，京口石油资产总额合计 5.40 亿元，所有者权益合计 1.21 亿元，2021 年一季度实现营业收入 8.50 亿元，实现净利润 128.27 万元。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，无库存。2021 年 1—3 月，京口石油前五大供应商和前五大客户集中度较高且变动较大，采购和销售集中度分别为 69.60% 和 95.14%。

表 8 2021 年 1—3 月京口石油上下游前五大客户情况
(单位: 万元、%)

名称	金额	占比	是否关联方
前五大供应商			
湖南先导能源有限公司	16890.82	18.38	否
中国石化销售股份有限公司重庆石油分公司	16771.40	18.25	否
中化石油江西有限公司	12586.47	13.70	否
中海油销售湖北有限公司	9398.75	10.23	否
中化石油安徽六安有限公司	8314.80	9.05	否
合计	63962.25	69.60	--
前五大客户			
辽宁兴顺石化有限公司	26098.67	28.07	否
舟山博衍能源有限公司	21039.76	22.63	否
深圳市前海交远物流能源投资有限公司	14974.25	16.11	否
延长石油湖北销售有限公司	13947.88	15.00	否
陕西博能亿泰石油有限公司	12385.48	13.32	否
合计	88446.04	95.14	--

注：合计数与各项求和数不一致系四舍五入所致

资料来源：公司提供

(6) 其他业务

公司业务板块较多，其他业务包括房地产以及改革专项资金管理等。

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、使用和管理等工作。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。2018—2020年，公司改革资金筹集分别为0.69亿元、0.92亿元和0.88亿元，改革资金支出分别为0.06亿元、0.07亿元和0.59亿元，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-0.63亿元、-0.85亿元和-0.30亿元，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。

此外，公司承担镇江市内部分基础设施建设项目，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，计划总投资30.00亿元，截至2020年底已完成主要工作。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，但实际出让时间及出让收益具有不确定性，对公司资金形成一定占用。截至2021年3月底，公司主要的基础设施相关的项目建设情况见下表。

表9 截至2021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	项目建设周期	计划总投资额	已投资额	累计出让土地面积	累计回款	剩余可出让土地面积	会计科目
“7+1”项目	城市新兴中心城区，东至丁卯桥路，西至京沪铁路，北至鸿鹤桥路	土地一级开发	2013.05-2021.12	30.00	30.80	103.04	10.38	196.96	存货
恒顺南北地块	地处大市口商圈和万达商圈交界处，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		2014.01-2021.12	13.40	11.00	--	--	141.00	存货

北京华联地块	位于城市中心城区，东至第一楼街市青少年活动中心西侧，南至万古一人路市烟草公司、现有住宅区北侧，西至解放路，北至医政路		2013.12-2021.12	5.00	4.43	--	--	54.15	存货
合计	--	--	--	48.40	45.23	103.04	10.38	392.11	--

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，剩余可出让土地面积将根据市自然资源与国土规划局确定的土地上市红线图进行调整。

资料来源：公司提供

3. 未来发展

(1) 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。

(2) 在建项目

截至2021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，主体投资已基本完成。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和改革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。该项目受疫情影响有所延期，目前在“存货-工程施工”科目进行核算，预计2021年完成该项目竣工结算。

总体看，公司在建项目未来计划投资规模较小，对外资金需求可控。

4. 经营效率

公司经营效率一般。

2020年，公司销售债权周转次数与存货周转次数同比增长，分别为10.89次和0.97次，总资产周转次数同比下滑至0.19次。

表10 同行业企业经营效率对比（单位：次）

公司名称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
镇江国有投资控股集团有限公司	10.89	0.97	0.19
武汉产业投资发展集团有限公司	8.41	6.39	0.29
无锡产业发展集团有限公司	7.43	12.30	0.94
柳州市投资控股有限公司	6.36	0.06	0.03

资料来源：联合资信整理

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020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，均出具了标准无保留意见的审计结论。

2021年1—3月财务报表未经审计。

从合并范围看，截至2020年底，公司纳入合并范围的子公司合计25家，较2019年底新增1家，减少1家。截至2021年3月底，公司合并范围较2020年底无变化。整体看，公司合并范围变化对财务数据有一定影响。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为549.24亿元，所有者权益合计249.17亿元（含少数股东权益18.82亿元）。2020年，公司实现营业收入106.90亿元，利润总额6.81亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为573.95亿元，所有者权益合计251.09亿元（含少数股东权益19.31亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入22.43亿元，利润总额0.87亿元。

2. 资产质量

截至2020年底，公司资产规模有所下滑，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。公司整体资产质量尚可，资产流动性弱。

截至2020年底，公司资产总额为549.24亿元，较上年底下降3.50%。其中，流动资产占45.23%，非流动资产占54.77%，资产结构变为以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至2020年底，公司流动资产为248.40亿元，较上年底减少13.63%，主要由于其他应收款和存货下降所致。流动资产以货币资金（占17.79%）、其他应收款（占29.25%）和存货（占38.01%）为主。

截至2020年底，公司货币资金为44.18亿元，较上年底下降18.50%。从构成看，公司货币资金中银行存款20.83亿元，占47.15%；其他货币资金23.34亿元，占52.83%，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2020年底，公司应收账款账面价值

5.25亿元，较上年底大幅下降56.96%，主要系路桥公司出表，相关应收工程款等经营性资产减少所致。从集中度看，应收账款余额前五名合计1.41亿元（不包括全额计提坏账准备的债权包），占比为24.10%。从账龄来看，1年以内的占比为75.18%，1~2年的占比为5.57%，2~3年的占比为0.44%，3年以上的占比为18.81%，账龄结构一般。公司对应收账款计提坏账准备共计5.15亿元，计提比例为49.52%，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。

截至2020年底，公司其他应收款为71.73亿元，较上年底下降25.85%，主要系公司收回部分对镇江市财政局及镇江汽投的拆借款所致。截至2020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20.12亿元，包括10.12亿元有息借款和10.00亿元无息支持性资金，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17.24亿元，系公司代镇江市人民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”）10.83亿元，系原应收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。其他应收款余额前五名合计55.55亿元，占比为74.98%。从账龄来看，1年以内的占比为26.69%，1~2年的占比为24.54%，2~3年的占比为16.44%，3年以上的占比为32.33%。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2.35亿元，计提比例为24.84%。

表 11 截至 2020 年底公司其他应收款前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	截至 2020 年底金额	占比	截至 2019 年底金额	欠款年限
镇江汽投	20.12	27.16	34.43	1-2 年
镇江市财政局	17.24	23.27	23.36	3 年以上
镇江城投	10.83	14.62	12.33	1-2 年
镇江市国资委	4.00	5.40	4.00	3 年以上
镇江市东方技工学校	3.36	4.53	3.36	3 年以上
合计	55.55	74.98	77.48	--

资料来源: 公司审计报告, 公司提供

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 2020 年底, 公司存货账面价值 94.43 亿元, 较上年底下降 6.01%。公司存货中开发成本 (占 51.99%) 和工程施工 (占 28.65%) 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。公司已对存货计提跌价准备 0.10 亿元。

截至 2020 年底, 公司其他流动资产合计 18.03 亿元, 较上年底大幅增长 149.07%, 主要系公司新增委托贷款及资管计划 7.75 亿元和理财产品 7.43 亿元所致。

(2) 非流动资产

截至 2020 年底, 公司非流动资产为 300.85 亿元, 较上年底增长 6.86%。从构成看, 非流动资产以长期股权投资 (占 68.84%)、固定资产 (占 9.60%) 和可供出售金融资产 (占 14.65%) 为主。

截至 2020 年底, 公司可供出售金融资产为 44.08 亿元, 较上年底增长 26.52%, 主要由于增加对江苏索普化工股权投资及对江苏省信用再担保集团有限公司投资所致。可供出售金融资产中, 按成本计量的权益工具为 30.88 亿元, 按公允价值计量的权益工具合计 13.20 亿元。期末被投资单位中, 规模较大的对象包括公司本部投资的江苏省港口集团有限公司 (11.94 亿元) 和江苏银行 (9.01 亿元)。

截至 2020 年底, 公司长期股权投资为 207.11 亿元, 全部为对联营企业的投资, 较上年底变动不大。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 2020 年底为 199.78 亿元, 占公司长期股权投资总额的 96.46%。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 2020 年底, 镇江交投资产总额 1214.78 亿元, 所有者权益 481.52 亿元; 2020 年, 镇江交投实现营业收入 81.31 亿元, 利润总额 8.90 亿元。公司 2020 年权益法下确认投资收益合计 4.24 亿元, 其中确认自镇江交投的投资收益 3.46 亿元。

截至 2020 年底, 公司固定资产账面原值 44.48 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 13.80 亿元和 1.80 亿元。截至 2020 年底公司固定资产账面价值 28.88 亿元, 较上年底下降 4.13%。

截至 2021 年 3 月底, 公司资产总额为 573.95 亿元, 较 2020 年底增长 4.50%, 主要来自货币资金和交易性金融资产的增长。其中, 货币资金较上年底大幅增长 28.01% 至 56.56 亿元, 主要系用于资金储备的债券发行增加所致, 其中, 受限部分 20.09 亿元, 主要为各类保证金; 交易性金融资产较 2020 年底增长至 11.55 亿元, 主要系按会计准则对所持金融资产重分类所致。非流动资产较上年底变动不大。资产结构中流动资产占 46.68%, 非

流动资产占 53.32%，资产结构较 2020 年底变化不大。

截至 2021 年 3 月底，公司持有的中国太平洋保险（集团）股份有限公司（以下简称“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%）。

3. 所有者权益及负债

截至 2020 年底，公司所有者权益稳定性尚可；有息债务规模增速放缓，债务结构有所改善，但债务负担仍较重。

（1）所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益较上年底变动不大，为 249.17 亿元。归属于母公司权益合计 230.36 亿元，实收资本占 4.31%、资本公积占 58.45%、未分配利润占 10.36%、其他综合收益占 24.48%。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益合计 251.09 亿元（含少数股东权益 19.31 亿元），规模及构成均较 2020 年底变动不大。

（2）负债

截至 2020 年底，公司负债为 300.07 亿元，较上年底减少 7.08%。其中流动负债占 62.44%，非流动负债占 37.56%，公司负债结构以流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债为 187.35 亿元，较上年底下降 23.82%。构成上以短期借款（占 20.83%）、应付票据（占 10.41%）、其他应付款（占 22.28%）、一年内到期的非流动负债（占 11.33%）和其他流动负债（占 25.31%）为主。

截至 2020 年底，公司短期借款为 39.02 亿元，较上年底下降 0.50%。公司短期借款主要由保证借款构成，占总额的 89.77%。

截至 2020 年底，公司应付票据及应付账款均较上年底有所下滑，分别下降 14.17%和 55.37%至 19.51 亿元和 7.99 亿元，主要系路桥公司出表带动公司经营性质负债减少所致。截至

2020 年底，公司预收款项较上年底下降 40.71%至 9.72 亿元，主要系路桥公司出表所致。

截至 2020 年底，公司其他应付款较上年底增长 17.44%至 37.84 亿元，主要系与关联企业间往来款增加所致。其他应付款前五名对象共计 12.82 亿元，占其他应付款总额的 33.88%，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 12 公司其他应付款前五大单位（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	10.64
镇江华润燃气有限公司	30000.00	7.93
镇江港国际集装箱码头有限公司	26658.80	7.05
镇江市慈善总会	17300.00	4.57
镇江建工建设集团有限公司	14000.00	3.70
合计	128208.80	33.88

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 21.23 亿元，较上年底下降 51.23%，主要由于将于一年内到期的应付债券规模大幅减少所致。近年来，公司其他流动负债科目主要由发行的（超）短期融资券构成，截至 2020 年底，公司其他流动负债为 47.42 亿元，较上年底下降 31.00%，主要系期末存续的（超）短期融资券规模减少所致。

截至 2020 年底，公司非流动负债为 112.72 亿元，较上年底增长 46.42%，构成以长期借款和应付债券为主。近年来，公司调整债务结构，增加长期债务融资，截至 2020 年底，公司长期借款 36.67 亿元，较上年底变动不大；应付债券为 70.69 亿元，较上年底大幅增长 90.38%。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额为 322.86 亿元，较 2020 年底增长 7.60%，其中流动负债为 206.35 亿元，较 2020 年底增长 10.14%，主要系公司增加债务融资及增加票据结算导致经营性负债增长所致。流动负债中，短期借款较上年底增长 19.88%至 46.78 亿元；非流动负债为 116.52 亿元，较 2020 年底变动不大。

截至 2020 年底，公司全部债务 242.03 亿元，较上年底下降 2.83%，其中短期债务和长期债务分别占 55.64%和 44.36%，公司债务结构有所改善。从债务指标来看，截至 2020 年底，资产负债率和全部债务资本化比率同比有所下滑，长期债务资本化比率同比增长，分别为 54.63%、49.27%和 30.11%。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务为 256.46 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 56.70%和 43.30%。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 56.25%、50.53%和 30.66%。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所波动，期间费用对公司利润侵蚀影响大，主业盈利能力弱，利润总额对非经营性损益依赖程度很高。

2020 年，公司实现营业收入 106.90 亿元，同比下降 3.39%。同期，公司营业成本同比下降 2.44%至 94.51 亿元。由于低毛利率的贸易业务占比提升，2020 年，公司营业利润率持续下滑至 10.90%。

期间费用方面，2020 年，公司期间费用规模同比减少 12.81%至 16.67 亿元，期间费用率下降至 15.59%，主要来自销售费用及管理费用减少。随着公司控制有息债务规模，以及部分拆借款本息的收回，2020 年公司财务费用降至 9.11 亿元。公司费用控制能力有所提升，但期间费用仍对利润侵蚀影响大。

2020 年，公司实现投资收益 6.58 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（3.46 亿元）。2020 年，公司获得的政府补贴以土地开发收益补偿及产业投资项目补贴款为主，公司其他收益和营业外收入分别为 0.40 亿元和 4.56 亿元。

2020 年，公司实现利润总额 6.81 亿元，同比增长 4.48%。2020 年，公司非经营性损益（投资收益+其他收益+营业外收入）占公司利润总额的 169.54%，利润总额对非经常性损益依赖程度很高。

从盈利指标来看，2020 年，公司总资本收益率与净资产收益率分别为 3.09%和 2.38%，同比分别增长 0.02 个百分点和下降 0.02 个百分点，公司整体盈利能力有待提升。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 22.43 亿元，同比增长 4.83%；营业成本 19.53 亿元，同比变动不大。同期，公司财务费用同比下降 27.65%至 1.61 亿元。公允价值变动收益同比大幅增长至 0.67 亿元，主要系中国太保股票价格上涨所致。同期，公司实现利润总额 0.87 亿元（其中非经营性损益为 0.90 亿元），同比大幅增长 164.28%，主要系上年同期疫情对公司经营业绩影响大。

5. 现金流

公司经营获现规模受往来款影响大，2020 年以来公司加大往来款回收力度，经营活动净现金流持续增长，可基本覆盖投资活动现金净流出规模。但考虑到公司债务偿付及营运资金需求，公司存在对外融资需求。

经营活动方面，2020 年公司经营活动现金流入量为 152.15 亿元，同比变动不大；同期，经营活动现金流出规模为 130.72 亿元，同比减少 7.88%。2020 年，公司收到和支付的其他与经营活动有关的现金分别为 33.86 亿元和 18.24 亿元，主要为各类往来款。2020 年公司经营活动现金净流入 21.43 亿元。从经营收现质量看，2020 年公司现金收入比为 109.00%，公司经营获现情况尚可。

投资活动方面，跟踪期内，公司投资活动现金流持续净流出，净流出规模有所扩大，2020 年公司投资活动产生的现金净流出 21.78 亿元。2020 年，公司投资活动现金流入量为 49.37 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 71.16 亿元，主要为投资支付的现金 25.38 亿元（主要用于投资理财产品及产业基金）和收到其他与投资活动有关的现

金 42.10 亿元（主要为拆借款和委贷）。

2020 年筹资活动现金流量净额为-11.42 亿元。筹资活动现金流入以取得借款收到的现金为主，2020 年公司筹资活动现金流入合计 192.09 亿元。筹资活动现金流出主要用于偿还债务，2020 年为 203.51 亿元。

2021 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 4.10 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-1.60 亿元；受债务规模上升影响，公司筹资活动现金流量净额为 10.74 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司债务结构有所调整，短期债务占比下降。考虑到公司作为镇江市重要的国有资产投融资平台，区域重要性突出，政府支持力度大，整体偿债能力很强。公司对外担保规模大且区域集中度较高，若被担保企业发生偿付风险，将对公司经营产生较大影响，存在或有负债风险。

从短期偿债指标看，截至 2020 年底，公司流动比率和速动比率分别为 132.58% 和 82.18%，均较上年底有所增长；现金短债比为 0.20 倍；2020 年，公司经营现金流动负债比为 11.44%。截至 2021 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 129.84% 和 82.24%。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 18.52 亿元；2020 年，公司全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 13.07 倍和 2.00 倍。

截至 2021 年 3 月底，公司获得商业银行授信额度合计 103.63 亿元，尚未使用额度 32.48 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

对外担保方面，截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额为 78.58 亿元（详见附件 2），担保比率为 31.30%，担保比率高，存在或有负债风险。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，其中涉及金额较大的有对镇江城投及其子公司的担保以及镇江市丹徒区建设投资有限公司下属

子企业的担保，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镇江交投权益法确认的投资收益，债务负担较重，短期偿债压力较大，存在较大再融资需求。

截至 2020 年底，公司本部资产总额 434.41 亿元，其中，流动资产为 165.21 亿元（占 38.03%），非流动资产 269.20 亿元（占 61.97%）；流动资产主要由其他应收款 84.99 亿元、存货 44.27 亿元和货币资金 25.48 亿元构成；非流动资产以长期股权投资 227.85 亿元为主。

截至 2020 年底，公司本部负债合计 191.96 亿元，其中，流动负债为 106.78 亿元，非流动负债 85.18 亿元；流动负债以其他应付款（38.08 亿元）、一年内到期的非流动负债（17.26 亿元）和其他流动负债（36.95 亿元）为主；非流动负债中长期借款和应付债券分别为 14.49 亿元和 70.69 亿元。公司本部有息债务合计 152.14 亿元，以长期债务为主，占全部有息债务的 55.99%。截至 2020 年底，公司本部流动比率及速动比率分别为 154.73% 和 113.26%，现金短期债务比为 0.45 倍，考虑到其他应收款及存货流动性偏弱，本部短期偿债压力较大。

截至 2020 年底，公司本部所有者权益合计 242.45 亿元，其中实收资本 10.00 亿元，资本公积 134.90 亿元，未分配利润 36.56 亿元，其他综合收益 56.32 亿元。2020 年公司本部实现营业收入 8.07 亿元，财务费用 6.74 亿元，投资收益 6.49 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）。营业外收入为 4.40 亿元，主要为政府补贴；当期利润总额 4.16 亿元。

2020 年，公司本部经营活动现金流量净额为 15.70 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 -12.32 亿元，收到及支付其他与投

资活动有关的现金分别为33.50亿元和38.50亿元；筹资活动现金流量净额为-11.58亿元。

公司本部直接持有的镇江交投、中国太保和江苏银行以及间接持有的恒顺醋业股权质量较高。

十、存续债券偿还能力分析

公司现金类资产对本年度剩余应到期债券金额保障能力较强，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力较强。

截至本报告出具日，公司存续债券余额为111.58亿元（包含永续债券），其中，本年度剩余应到期债券金额（以行权计）合计27.03亿元。2021年3月底，公司现金类资产是公司本年度剩余应到期债券金额的1.97倍，保障能力较强。2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量以及EBITDA对未来待偿债券本金峰值的覆盖倍数分别为4.01倍、0.57倍和0.49倍。

表13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

主要指标	指标值
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	27.03
未来待偿债券本金峰值（亿元）	37.90
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额（倍）	1.97
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	4.01
经营活动现金净流量/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.57
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.49

注：1. 本年度剩余应到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021年3月底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金净流量、EBITDA均采用上年度数据

资料来源：根据公司年报及公开资料整理

十一、担保方情况

“20 镇国投 MTN003”和“21 镇国投 MTN001”均由江苏再担保提供无条件不可撤销连带责任保证担保

江苏再担保是江苏省委、省政府为支持中小企业融资和发展而组建的国有控股企业。江苏再担保初始注册资本 30.00 亿元，成立后历

经多次增资扩股和利润转增股本。2019年5月，江苏省人民政府发布《江苏省财政厅关于实行省级国有金融资本集中统一管理的通知》，授权江苏省财政厅履行省级国有金融资本出资人职责，江苏省财政厅接收江苏省人民政府全部股权，成为公司最大股东。截至2020年底，江苏再担保股本增至88.17亿元，江苏再担保股东均为江苏省各级地方政府和国有企业，第一大股东及实际控制人为江苏省财政厅，持股比例为24.13%。

江苏再担保旨在构建江苏省再担保体系，充分发挥再担保资金的引导作用，加大对中小企业的信贷支持，解决中小企业融资难、贷款难问题，促进江苏省内中小企业持续发展。江苏再担保是江苏省内最大的省级再担保集团，截至2020年末，在已成立的省级再担保公司中，公司资本规模位居前列，担保能力和抵御风险能力很强。

近年来，江苏再担保积极与银行进行沟通，协商战略合作方式，争取授信空间，为担保业务的开展奠定良好基础。截至2020年底，江苏再担保已与工商银行、中国银行、建设银行、国家开发银行、兴业银行、江苏银行等多家银行展开合作，共获得授信总额约808亿元，其中已使用授信余额约255亿元。在合作担保机构选择方面，江苏再担保选取监管评级为A、B级的国有优质担保机构、特别是服务“小微”“三农”规模大的机构作为重点合作发展对象，力争实现比例再担保模式优质机构全覆盖。江苏再担保业务范围覆盖江苏省，具有很强的区域竞争力。

江苏再担保控股股东和实控人均为江苏省财政厅，2020年江苏省完成财政预算收入9059.43亿元，位居全国第二位，具有很强财政实力。2019年5月，江苏省人民政府发布《江苏省财政厅关于实行省级国有金融资本集中统一管理的通知》，授权省财政厅履行省级国有金融资本出资人职责，江苏再担保成为省财政厅直接管理金融机构，政府性担保公司的属性有

所增强，目前江苏再担保各方风险分担机制已基本建立，比例再担保业务迅速发展，江苏再担保业务开展能够进一步得到当地政府的有力支持。

2020年，江苏再担保营业收入同比增长18.12%至21.57亿元，主要系直保业务收入、贷款利息收入和融资租赁收入增加所致。同期公司实现净利润为5.47亿元，同比增长13.86%，主要系整体业务收入上升所致。

江苏再担保收入主要由再担保业务收入、直保业务收入、贷款利息收入和融资租赁业务收入构成。其中，2020年江苏再担保实现再担保业务收入1.81亿元，同比下降24.35%，主要系新冠肺炎疫情背景下再担保业务对国有融资担保和再担保机构实行费率差异化下调政策所致。2020年江苏再担保实现直保业务收入9.59亿元，同比增长22.04%，主要系直保业务规模持续增长所致。2020年江苏再担保实现贷款利息收入5.38亿元，主要系江苏再担保发放委托贷款和其子公司江苏信保科技小额贷款股份有限公司（以下简称“信保科技小贷”）发放贷款规模增长所致。2020年江苏再担保实现融资租赁业务收入4.33亿元，同比增长29.65%，主要系其子公司江苏省再保融资租赁有限公司（以下简称“江苏再保租赁”）租赁业务规模持续增长所致。

截至2020年底，江苏再担保资产总额223.40亿元，所有者权益136.36亿元（含少数股东权益7.71亿元）；2020年，江苏再担保实现营业收入21.57亿元，其中担保业务收入9.59亿元，再担保业务收入1.81亿元，利润总额8.09亿元。

经联合资信评定，江苏再担保主体信用风险极低，确定江苏再担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

“20镇国投MTN003”和“21镇国投MTN001”合计金额为7.00亿元，截至2020年底，江苏再担保净资产是上述两期中票合计余额的19.48倍，营业收入是上述两期中票合

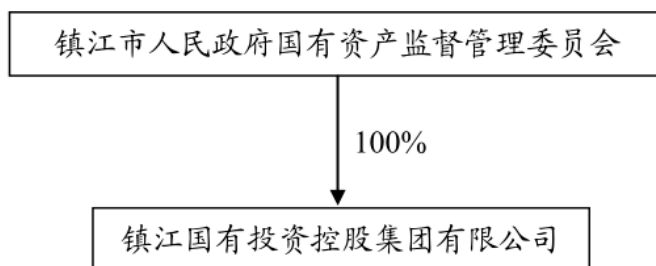
计余额的3.08倍。

总体看，江苏再担保为“20镇国投MTN003”和“21镇国投MTN001”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，进一步提高了上述两期中期票据本息偿付的安全性。

十二、结论

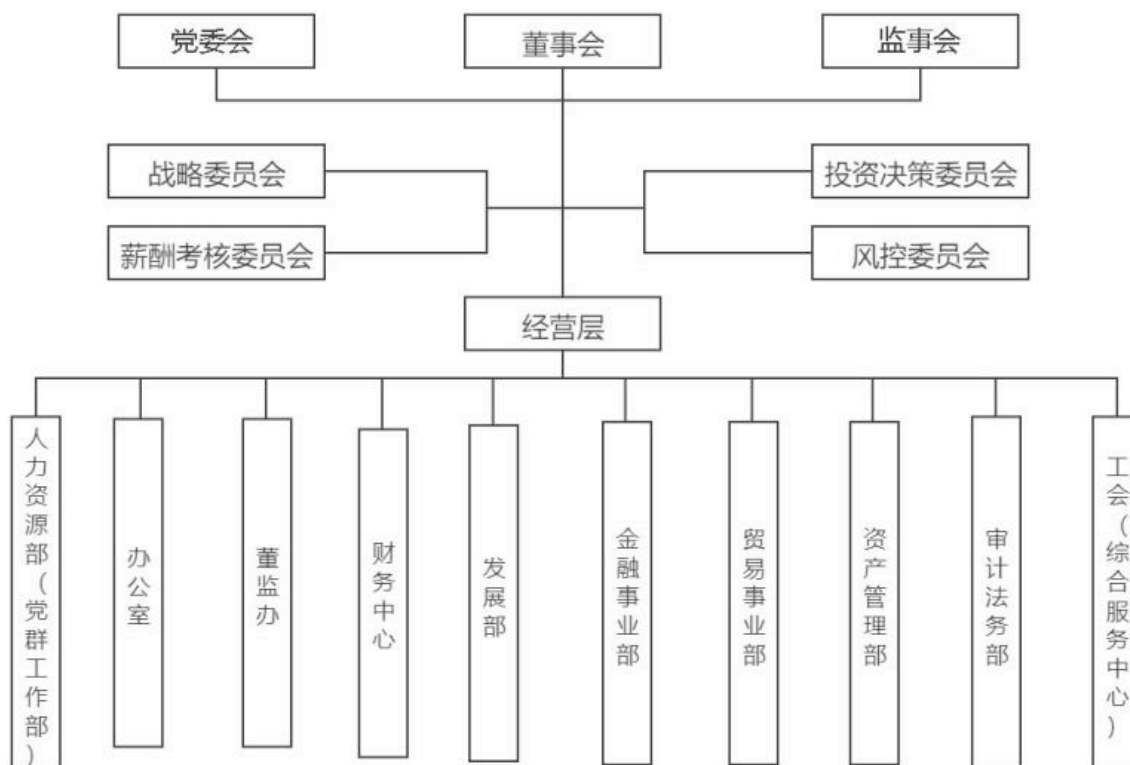
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“19镇投05”“18镇投01”“19镇投03”“21镇投G1”“21镇投G2”“20镇投G1”“19镇国投MTN001”“20镇国投MTN001”“20镇国投MTN002”的信用等级为AA⁺，维持“20镇国投MTN003”“21镇国投MTN001”的信用等级为AAA，维持“20镇国投CP003”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2021 年 3 月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位名称	到期日期	担保金额
镇江港国际集装箱码头有限公司	2022/8/20	39360.00
镇江城市建设产业集团有限公司	2022/10/20	18000.00
	2028/10/31	42800.00
	2028/10/31	18000.00
	2028/12/31	30000.00
	2022/3/30	40000.00
	2022/12/29	20000.00
江苏九华物业发展集团有限公司	2022/1/3	6500.00
	2024/1/14	13500.00
镇江市伯先公园园艺有限公司	2022/1/3	6500.00
	2024/1/14	13500.00
江苏索普（集团）有限公司	2021/7/13	5000.00
	2021/7/30	4800.00
	2021/4/15	2000.00
	2021/6/6	2000.00
	2021/6/1	2000.00
	2021/6/4	2000.00
	2021/7/2	2000.00
索普化工股份	2021/9/13	5000.00
镇江市兴宜水利投资有限公司	2028/12/21	22000.00
	2028/12/21	22000.00
	2028/12/21	22000.00
	2021/6/26	5260.00
	2021/6/28	5490.00
	2021/7/3	2000.00
	2021/7/5	4090.00
	2021/7/10	3950.00
	2021/7/12	1550.00
	2021/7/17	3300.00
	2021/7/19	2870.00
2021/7/23	1310.00	
镇江市丹徒区建宜水利投资有限公司	2024/1/24	26000.00

镇江市丹徒区新农村发展建设有限公司	2021/7/26	21300.00
镇江华建置业有限公司	2031/6/24	13000.00
	2031/6/24	8600.00
镇江市恒瑞高新产业集团	2034/10/29	30000.00
	2034/10/29	10000.00
江苏镇钛化工有限公司	2021/9/8	1000.00
	2021/5/7	975.00
	2021/6/10	1000.00
	2021/12/7	975.00
	2022/3/11	1050.00
	2021/6/14	1000.00
	2021/5/26	500.00
	2021/5/12	1090.00
	2021/5/28	550.00
	2021/4/21	1060.00
	2021/6/3	1100.00
	2021/6/23	500.00
	2022/3/20	4400.00
	2021/9/14	3000.00
	2021/9/20	1000.00
	2021/9/10	500.00
	2021/12/31	1500.00
	2021/5/26	500.00
	2022/1/31	1402.00
	2021/5/8	2750.00
	2021/9/30	2250.00
	2021/9/30	2000.00
	2021/12/3	1970.00
	2022/3/11	20.00
	2021/5/28	2000.00
	2021/9/1	1000.00
2021/9/24	1000.00	
2022/3/29	2400.00	
镇江文化旅游产业集团	2024/5/24	26880.00
	2024/7/22	8000.00
	2025/3/26	30880.00
镇江市丹徒区科创建设有限公司	2021/8/15	29850.00

镇江市高校投资建设发展集团有限公司	2021/9/29	2160.00
	2021/11/1	6380.00
	2021/11/8	11580.00
江苏索普（集团）有限公司	2024/1/16	4000.00
	2023/11/10	4000.00
镇江交通产业集团有限公司	2021/8/2	39860.00
	2028/10/21	50000.00
	2028/10/21	50000.00
	2022/11/26	50000.00
-	-	785762.00

资料来源：公司提供

附件 3 评级历史

债项简称	债项级别	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
21 镇投 G2	AA+	AA+	稳定	2021-3-19	刘丙江 孔祥一	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(V3.0.201907)	阅读全文
21 镇国投 MTN001	AAA	AA+	稳定	2021-2-24	刘祎烜 郭蕾	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(V3.0.201907)	阅读全文
21 镇投 G1	AA+	AA+	稳定	2021-1-19	刘丽红李敬云	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(V3.0.201907)	阅读全文
20 镇国投 CP003	A-1	AA+	稳定	2020-12-2	刘祎烜 郭蕾	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(V3.0.201907)	阅读全文
20 镇国投 MTN003	AAA	AA+	稳定	2020-10-19	刘祎烜 郭蕾	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(V3.0.201907)	阅读全文
20 镇国投 CP003	AA+	AA+	稳定	2020-8-21	陈婷 刘祎烜	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(V3.0.201907)	阅读全文
20 镇国投 MTN002	AA+	AA+	稳定	2002-5-29	陈婷 刘祎烜	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(V3.0.201907)	阅读全文
20 镇投 G1; 19 镇投 05; 19 镇投 03; 18 镇投 01	AA+	AA+	稳定	2020-6-18	高佳悦 罗峤	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(V3.0.201907)	阅读全文
20 镇国投 MTN001; 19 镇国投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020-5-14	陈婷 刘祎烜	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(V3.0.201907)	阅读全文
20 镇国投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019-5-27	杨学慧 陈婷 刘祎烜	多元化企业主体信用评级方法(2018年) 综合类企业信用模型(2016年)	阅读全文
20 镇投 G1	AA+	AA+	稳定	2020-2-10	孙长征 戴非易	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(V3.0.201907)	阅读全文
19 镇投 05	AA+	AA+	稳定	2019-10-22	孙长征 戴非易	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(V3.0.201907)	阅读全文
19 镇投 03	AA+	AA+	稳定	2019-5-31	戴非易 王素平	多元化企业主体信用评级方法(2018年) 综合类企业信用模型(2016年)	阅读全文
19 镇国投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019-1-15	杨学慧 陈婷 刘祎烜	多元化企业主体信用评级方法(2018年) 综合类企业信用模型(2016年)	阅读全文
18 镇投 01	AA+	AA+	稳定	2018-11-16	高鹏 戴非易	多元化企业主体信用评级方法(2018年) 综合类企业信用模型(2016年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

附件 4-1 主要财务数据及指标（合并）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.94	38.34	26.88	48.29
资产总额(亿元)	534.44	569.13	549.24	573.95
所有者权益(亿元)	239.05	246.21	249.17	251.09
短期债务(亿元)	140.14	175.07	134.66	145.42
长期债务(亿元)	90.56	74.01	107.37	111.04
全部债务(亿元)	230.70	249.08	242.03	256.46
营业收入(亿元)	78.66	110.65	106.90	22.43
利润总额(亿元)	6.01	6.52	6.81	0.87
EBITDA(亿元)	17.11	19.02	18.52	--
经营性净现金流(亿元)	6.68	14.03	21.43	4.10
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.98	7.41	10.89	--
存货周转次数(次)	0.90	0.96	0.97	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.20	0.19	--
现金收入比(%)	114.20	115.19	109.00	118.30
营业利润率(%)	15.47	11.85	10.90	12.35
总资本收益率(%)	2.91	3.07	3.09	--
净资产收益率(%)	2.17	2.40	2.38	--
长期债务资本化比率(%)	27.48	23.11	30.11	30.66
全部债务资本化比率(%)	49.11	50.29	49.27	50.53
资产负债率(%)	55.27	56.74	54.63	56.25
流动比率(%)	130.21	116.94	132.58	129.84
速动比率(%)	80.17	76.09	82.18	82.24
经营现金流流动负债比(%)	3.30	5.70	11.44	--
现金短期债务比(倍)	0.17	0.22	0.20	0.33
EBITDA 利息倍数(倍)	1.41	1.42	2.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.48	13.10	13.07	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中有息债务已纳入短期债务指标核算；现金类资产已剔除使用受限部分

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 4-2 主要财务数据及指标（母公司/本部）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.39	34.46	30.18	41.99
资产总额(亿元)	395.57	436.56	434.41	458.61
所有者权益(亿元)	231.42	236.97	242.45	243.96
短期债务(亿元)	57.92	115.69	66.96	88.10
长期债务(亿元)	58.35	47.13	85.18	89.18
全部债务(亿元)	116.28	162.82	152.14	177.28
营业收入(亿元)	1.70	9.23	8.07	0.52
利润总额(亿元)	3.81	3.89	4.16	0.30
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-1.57	6.00	15.70	3.63
财务指标				
销售债权周转次数(次)	94.43	512.91	1366.19	--
存货周转次数(次)	0.06	0.22	0.19	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	0.00	95.42	126.27	453.65
营业利润率(%)	18.10	0.72	1.61	4.36
总资本收益率(%)	-	-	-	-
净资产收益率(%)	1.65	1.64	1.72	--
长期债务资本化比率(%)	20.14	16.59	26.00	26.77
全部债务资本化比率(%)	33.44	40.73	38.56	42.09
资产负债率(%)	41.50	45.72	44.19	46.80
流动比率(%)	142.04	119.75	154.73	146.68
速动比率(%)	100.58	93.15	113.26	146.68
经营现金流流动负债比(%)	-1.48	3.93	14.71	--
现金短期债务比(倍)	0.29	0.30	0.45	0.48
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中有息债务已纳入短期债务指标核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 5 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 6-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3 评级展望设置及其含义

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

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

附件 6-4 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。