

信用评级公告

联合〔2022〕4563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”“20镇投G1”“21镇投G1”“21镇投G2”“20镇国投MTN001”“20镇国投MTN002”“21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，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：

二〇二二年六月二十一日

镇江国有投资控股集团有限公司 2022 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
21 镇国投 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
21 镇国投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 镇国投 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
20 镇国投 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
20 镇国投 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
21 镇投 G2	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
19 镇投 05	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
21 镇国投 MTN002	4.00 亿元	4.00 亿元	2023-06-18
21 镇国投 MTN001	2.00 亿元	2.00 亿元	2026-03-18
20 镇国投 MTN003	5.00 亿元	5.00 亿元	2025-11-13
20 镇国投 MTN002	9.00 亿元	9.00 亿元	2023-08-13
20 镇国投 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2023-04-27
21 镇投 G2	5.00 亿元	5.00 亿元	2026-04-21
21 镇投 G1	5.00 亿元	5.00 亿元	2026-02-02
20 镇投 G1	9.90 亿元	9.90 亿元	2023-03-19
19 镇投 05	10.00 亿元	2.50 亿元	2022-11-25

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债券

评级时间：2022 年 6 月 21 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

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和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，酱醋调味品业务盈利能力有所弱化，但仍保持行业龙头地位；物资能源业务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。

江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）对公司存续债券“20 镇国投 MTN003”和“21 镇国投 MTN001”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，有效提升了上述债券本息偿付的安全性。

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”“20 镇投 G1”“21 镇投 G1”“21 镇投 G2”“20 镇国投 MTN001”“20 镇国投 MTN002”“21 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，评级展望为稳定。

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，2021 年获得补贴收入 4.36 亿元（其中本部营业外收入为 4.20 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

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	4	
			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：郭察理 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

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（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”）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。2021 年末，公司分别持有镇江交投、江苏银行和中国太保 45%、1.14%和 0.16%的股权，分别收到现金分红 5287.50 万元、4165.13 万元和 1586.00 万元。2021 年，公司确认投资收益合计 7.11 亿元。

关注

- 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。
- 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资金占用明显。
- 有息债务负担较重。**跟踪期内，随着合并范围调整以及部分债务到期偿还，公司有息债务规模和债务负担指标有所下降，但现金类资产受限规模仍较大，对公司短期债务覆盖能力偏弱。
- 对外担保规模大。**截至 2022 年 3 月底，公司对外担保余额 83.68 亿元，担保比率为 34.04%，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。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	38.34	26.88	34.17	27.60
资产总额(亿元)	569.13	549.24	509.15	497.35
所有者权益(亿元)	246.21	249.17	244.23	245.83
短期债务(亿元)	175.07	134.66	112.91	108.10
长期债务(亿元)	74.01	107.37	99.11	93.11
全部债务(亿元)	249.08	242.03	212.02	201.21
营业总收入(亿元)	110.65	106.90	113.17	33.25
利润总额(亿元)	6.52	6.81	6.95	0.86
EBITDA(亿元)	19.02	18.52	18.86	--
经营性净现金流(亿元)	14.03	21.43	20.86	0.17
营业利润率(%)	11.85	10.90	10.44	8.19
净资产收益率(%)	2.40	2.38	2.62	--
资产负债率(%)	56.74	54.63	52.03	50.57
全部债务资本化比率(%)	50.29	49.27	46.47	45.01
流动比率(%)	116.94	132.58	130.10	127.94
经营现金流动负债比(%)	5.70	11.44	12.92	--
现金短期债务比(倍)	0.22	0.20	0.30	0.26
EBITDA 利息倍数(倍)	1.42	2.00	1.61	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.10	13.07	11.24	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	436.56	434.41	426.16	416.65
所有者权益（亿元）	236.97	242.45	240.46	241.84
全部债务(亿元)	162.82	152.14	159.48	155.15
营业总收入(亿元)	9.23	8.07	12.32	7.13
利润总额(亿元)	3.89	4.16	4.80	0.29
资产负债率（%）	45.72	44.19	43.58	41.95
全部债务资本化比率(%)	40.73	38.56	39.88	39.08
流动比率（%）	119.75	154.73	170.94	168.84
经营现金流动负债比(%)	3.93	14.71	18.09	--

注：2022 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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受镇江国有投资控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

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 2022 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 10.00 亿元。2014 年 11 月，公司更为现名。截至 2022 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 2022 年 3 月底，公司本部设人力资源部、董事监事管理办公室、办公室、财务管理服务中心、发展部、金融事业部、贸易事业部、资产管理部、审计法务部等多个职能部门。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 2022 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，占其持股总数的 19.16%。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 509.15 亿元，所有者权益 244.23 亿元（含少数股东权益 15.19 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 113.17 亿元，利润总额 6.95 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 497.35 亿元，所有者权益 245.83 亿元（含少数股东权益 15.61 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 33.25 亿元，利润总额 0.86 亿元。

公司注册地址：镇江市润州区南山路 61 号；法定代表人：陈家军。

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，公司按期足额付息。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债项简称	发行金额	余额	期限	起息日
21 镇国投 MTN001	2	2	5	2021-03-18
20 镇国投 MTN003	5	5	5	2020-11-13
20 镇国投 MTN002	9	9	3	2020-08-13
21 镇国投 MTN002	4	4	2	2021-06-18
20 镇国投 MTN001	10	10	3	2020-04-27

21 镇投 G2	5	5	5 (2+2+1)	2021-04-21
20 镇投 G1	9.9	9.9	3	2020-03-19
21 镇投 G1	5	5	5 (2+2+1)	2021-02-02
19 镇投 05	10	2.5	3 (2+1)	2019-11-25
合计	59.9	52.4	--	--

资料来源：联合资信整理

1. 普通优先债券

截至 2021 年底，公司普通优先债券包括“19 镇投 05”“20 镇投 G1”“21 镇投 G1”“21 镇投 G2”“20 镇国投 MTN001”“20 镇国投 MTN002”“21 镇国投 MTN002”，发行额度合计 52.9 亿元。

2. 担保债券

截至 2022 年 3 月底，公司存续债券“20 镇国投 MTN003”“21 镇国投 MTN001”为有担保债券，发行额度合计 7 亿元。其中，江苏省

信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）对公司存续债券“20 镇国投 MTN003”和“21 镇国投 MTN001”提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，**第三产业受疫情影响较大**。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。**需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度**。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格

剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域经济分析

1. 国有资本投资运营

(1) 概况

为有效推进中国国企改革，国资体系内组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司，负责国有资本的经营管理和实际运作。目前，国有资本投资运营公司在改组组建方式、投资运营模式、授权范围、作用发挥等方面探索积累了初步的经验。

长期以来，中国国有资本分布较为分散，国有资产统一监管体制建立后，国有资本相对固化的局面尚未根本打破。一方面部分企业结

构调整所需资金筹集困难，过度依赖债务融资、财务负担沉重，在国家急需投入的领域难以迅速投入；另一方面巨额国有资本在资本市场闲置的同时，由于国有股权“一股独大”的现状长期无法改变，国有企业治理结构难以实现根本性改善，生产经营受资本市场波动影响较大。为此，党的十八届三中全会明确提出，要完善国有资产管理体制，以管资本为主加强国有资产监管，改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司。

国有资本投资、运营公司是国家授权经营国有资本的公司制企业，是国有资产的直接出资人代表，持有现有国有企业股权，替代国资委行使出资人的职责。国有资本投资、运营公司都是国资委制定的国有资本战略和国有资本经营预算的实施载体，以国有资本的保值增值为目标。在实践中，资本投资、运营两类功能本身很难截然分开，很少有投资者资本投入后却不管运营，也很少有运营资本者不理睬投资方的目标而随意运营。国有资本投资、运营公司体现出出资人的意志和利益，以全国人民长远利益为主要目标，通过两类公司的探索，促进国有企业的改革发展。

国有资本运营公司运作的为国有资本，是国有资产的资本运营机构，同时也是国有资本布局结构战略调整和国有资本经营预算的实施载体，专门以股东身份从事国有资本的经营管理和实际运作，而并不从事具体的产品运营。国有资本运营公司的主要职责是对国有资产进行投资经营及对存量资产的流动和重组，通过资本层面的运作对国有资产进行高效配置。

国有资本投资公司主业为产业资本投资，以投资融资和项目建设为主，投资实业并拥有股权，对持有资产进行经营和管理。

(2) 相关政策

中共中央和国务院陆续出台了多项支持鼓励国有资本运营及投资公司的政策及相关文件。

为完善国有资产管理体制和改革国有资本授权经营体制，改组和组建国有资本投资公司

和运营公司，近年来，中共中央和国务院陆续出台了多项支持鼓励政策及相关文件。

表 3 国有资本运营相关政策

颁布机构	文号	名称	主要内容
中共中央	--	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	首次提出将“改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司”，并说明了改组和组建国有资本投资公司和运营公司的主要目的：一是“以管资本为主”完善国资监管方式；二是加快国有经济布局结构调整，避免重复建设、恶性竞争，切实提高资源配置效率；三是重塑有效的企业运营架构，促进国有企业进一步转换机制
中共中央、国务院	中发〔2015〕22号	《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》	指出以管资本为主推动国有资本合理流动优化配置。改组组建国有资本投资、运营公司，探索有效的运营模式，通过开展投资融资、产业培育、资本整合，推动产业聚集和转型升级，优化国有资本布局结构；通过股权运作、价值管理、有序进退，促进国有资本合理流动，实现保值增值。国有资本投资、运营公司作为国有资本市场化运作的专业平台，依法自主开展国有资本运作，对所出资企业行使股东职责，按照责权对应原则切实承担起国有资产保值增值责任
国务院	国发〔2015〕63号	《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》	改组组建国有资本投资、运营公司。主要通过划拨现有商业类国有企业的国有股权，以及国有资本经营预算注资组建，以提升国有资本运营效率、提高国有资本回报为主要目标，通过股权运作、价值管理、有序进退等方式，促进国有资本合理流动，实现保值增值。国有资本投资、运营公司依据《公司法》等相关法律法规，对所出资企业依法行使股东权利，以出资额为限承担有限责任。以财务性持股为主，建立财务管控模式，重点关注国有资本流动和增值状况；或以对战略性核心业务控股为主，建立以战略目标和财务效益为主的管控模式，重点关注所出资企业执行公司战略和资本回报状况
国务院	--	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》	深化国有企业改革，增强国有经济活力、控制力、影响力、抗风险能力。健全国有资本合理流动机制，推进国有资本布局战略性调整，引导国有资本更多投向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，坚定不移把国有企业做强做优做大，更好服务于国家战略目标
国务院	--	2016年政府工作报告	2016年的重点工作之一就是大力推进国有企业改革，加快改组组建国有资本投资、运营公司
国务院	国发〔2018〕23号	《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》	通过改组组建国有资本投资、运营公司，构建国有资本投资、运营主体，改革国有资本授权经营体制，完善国有资产管理体制，实现国有资本所有权与企业经营权分离，实行国有资本市场化运作。发挥国有资本投资、运营公司平台作用，促进国有资本合理流动，优化国有资本投向，向重点行业、关键领域和优势企业集中，推动国有经济布局优化和结构调整，提高国有资本配置和运营效率，更好服务国家战略需要。试点先行，大胆探索，及时研究解决改革中的重点难点问题，尽快形成可复制、可推广的经验和模式

资料来源：联合资信根据公开资料整理

(3) 未来发展

国有资本投资运营公司通过自身改革，加快国有经济布局结构调整，提高资源配置效率，未来发展前景良好。

未来，国有资本管理体制的改革将进一步推进，主要有以下几方面趋势：一是要进一步实现政企分开、所有权与经营权分开，建立健全企业内部控制与制衡机制，成为真正的自主经营、自负盈亏、自担风险、自我约束、自我发展的独立市场主体；二是要完善授权经营体制，完善管控体系，按照市场化方向，构建完善的公司治理机制，重塑组织架构，建立起有效的授权经营机制，优化对所投资企业的股东履职

方式，减少资本投资和流动的束缚，激发投资公司的市场活力，同时大力推进所投资企业机制改革；三是以资本、股权管理为主线，通过活化国有资本，实现国有经济布局的不断调整，在运营过程中不断促进国有资产证券化和流动性。

2. 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《2021年镇江市国民经济和社会发展统计公报》，经初步核算，镇江市实现地区生产总值4763.42亿元，按可比价格计算，比上年增长9.4%。其中，第一产业增加值157.02亿元，增长3.4%；第二产业增加值2319.73亿元，增长10.7%；第三产业增加值2286.67亿元，增长8.6%。三次产业比例调整为3.3:48.7:48.0。全市人均地区生产总值达14.82万元，增长9.2%。

2019—2021年，镇江市全年实现一般公共预算收入分别为306.85亿元、311.74亿元和327.59亿元，2021年同比增长5.1%。其中，税收收入256.05亿元，增长8.0%；非税收入71.54亿元，下降4.1%。从主要税种看，增值税增长5.4%；企业所得税增长21.6%，个人所得税增长16.1%。全年实现一般公共预算支出543.40亿元，增长8.9%，其中一般公共服务49.14亿元，增长9.9%；教育支出84.47亿元，增长4.2%；社会保障和就业支出65.77亿元，增长5.5%；医疗卫生支出37.82亿元，增长20.8%。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至2022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，其中恒顺醋业在细分行业保持龙头地位。此外，公司持有部分优质股权资产，可带来稳定的投资收益及分红。

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2022年3月底，公司纳入合并范围子公司包括恒顺集团、镇江大东纸业有限公司（以下简称“大东纸业”）和江苏车驰汽车有限公司（以下简称“江苏车驰”）等地方优质产业主体。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，主导食醋产品“镇江香醋”保持中国醋产品龙头企业地位，是公司主业利润的主要来源。

表4 公司及下属重要子公司2021年和2022年一季度财务数据（单位：亿元）

公司全称	业务类型	持股比例	表决权比例	2021年				2022年1-3月			
				总资产	净资产	营业收入	净利润	总资产	净资产	营业收入	净利润
江苏恒顺集团有限公司	调味品生产销售	84.68%	100.00%	54.76	11.32	29.80	0.91	51.05	12.33	7.42	0.54
下属：江苏恒顺醋业股份有限公司		44.63%	44.63%	32.12	22.49	18.93	1.18	30.15	22.63	5.72	0.74
江苏车驰汽车有限公司	商务车改装、平行进口车	51.00%	51.00%	9.72	0.73	15.69	0.50	6.35	1.38	7.37	0.04
镇江大东纸业有限公司	纸业	100.00%	100.00%	10.37	0.34	9.86	-0.55	10.70	0.84	2.23	-0.14
镇江市京口石油有限责任公司	成品油批发	36.00%	50.38%	6.46	1.25	45.67	0.16	6.98	1.32	15.38	0.07
本部		--	--	426.16	240.46	12.32	4.80	416.65	241.84	7.13	0.29

合并口径	--	--	509.15	244.23	113.17	6.39	497.35	245.83	33.25	0.64
------	----	----	--------	--------	--------	------	--------	--------	-------	------

注：恒顺集团表决权比例不同于持股比例的原因是其少数股东国开发展基金有限公司系明股实债，不参与恒顺集团经营管理；京口石油表决权比例不同于持股比例的原因是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

资料来源：公司提供

此外，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 2021 年底，公司持有镇江交投 45% 的股权，2019—2021 年，权益法下确认投资收益 3.48 亿元、3.46 亿元和 3.70 亿元，分别占当年投资收益的 37.87%、52.58% 和 52.02%，是公司投资收益的主要组成部分；2021 年，镇江交投发放现金分红 5287.50 万元。公司分别持有江苏银行和中国太保 1.14% 和 0.16% 的股权，2021 年分别收到现金分红 4165.13 万元和 1586.00 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 2022 年 6 月 6 日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录；已结清的信贷记录里有 1 笔关注类中长期借款和 6 笔关注类短期借款，均已正常结清，均系 2009~2014 年间因银行系统原因产生。公司历史履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2022 年 6 月 13 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，因原董事长职务调动，公司董事长暂时缺位。除该事项外，公司在法人治理

结构、管理制度及其他高级管理人员等方面无重大变动。

高管人员方面，根据镇江市人民政府《职务任免的通知》（镇政发〔2022〕2 号），免去公司原董事长周毅职务，法定代表人由公司总经理陈家军担任。截至本报告出具日，新任董事长尚未委任到位，公司董事会人数不足，董事长暂时缺位。此外，田习高自 2021 年 6 月起不再担任公司副总经理职务，并就任公司董事，该职务变更已于 2021 年 11 月完成工商变更登记。

除上述事项外，跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度等方面无重大变动。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司维持多元化经营格局，食醋业务作为公司主要利润来源，经营稳定；汽车业务受平行进口车行业政策影响收入下滑明显；物资能源业务发展快，成为公司收入增长的重要组成部分，但其附加值低，对利润贡献不大。

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。2021 年，公司实现营业总收入 113.17 亿元，同比增长 5.87%。

分板块看，2021 年，镇江市京口石油有限责任公司（以下简称“京口石油”）从事的成品油贸易业务快速增长，对公司物资能源板块收入拉动大，该板块 2021 年实现收入 46.75 亿元，同比增长 20.75%，主要系成品油价格及销量均较上年同期增长所致；受平行进口车国六政策延迟推出影响，汽车业务收入同比下降 36.77%

至16.91亿元；酱醋调味品板块发展稳定，2021年实现收入25.35亿元，同比增长4.30%；纸制品业务收入为8.91亿元，较上年同期上升10.26%；化工产品业务收入为8.65亿元，较上年同期上升20.83%，主要系化工产品销售价格及销售量有所上升所致（该板块经营主体股权已于2021年10月份转让）。

毛利率方面，2021年，公司综合毛利率为10.98%，延续下降趋势，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，2021年为29.98%，同比下降7.03个百分点，主要系疫情期间恒顺醋业收入下降、成本和费用增长所致；纸制品毛利率同比下降至2.34%，主要系原材料价格上涨较大所致；化工板块增长

明显，主要系产品销售价格及销售量较往年同期有所上升，此外上年同期业绩受疫情影响大综合所致；汽车业务毛利率同比提升，主要系毛利率较高的商务车改装业务占比提升所致；物资能源业务毛利率水平低，2021年为1.03%。

2022年1—3月，公司实现营业总收入33.25亿元，同比增长48.24%，主要系物资能源业务扩张所致。公司综合毛利率同比下降4.32个百分点至8.60%，主要系低毛利率的物资能源业务收入占比持续提升以及不再开展化工业务所致。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30.95%；其他板块毛利率变动不大。2022年1—3月，公司实现利润总额0.86亿元，同比下降1.01%。

表5 2019—2022年一季度公司营业总收入构成情况（单位：亿元）

项目	2019年			2020年			2021年			2022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	8.87	8.01	6.12	8.08	7.56	6.83	8.91	7.87	2.34	2.23	6.71	5.26
道路桥梁建设	8.53	7.71	10.88	2.80	2.62	6.58	--	--	--	--	--	--
化工	11.21	10.13	5.73	7.16	6.70	1.15	8.65	7.65	12.57	--	--	--
汽车	29.71	26.85	3.94	26.74	25.02	4.64	16.91	14.94	8.25	7.52	22.63	2.75
酱醋调味品	22.91	20.71	42.70	24.30	22.73	35.67	25.35	22.40	29.98	7.42	22.30	30.95
物资能源	25.25	22.82	0.75	30.49	28.53	0.99	46.75	41.31	1.03	15.62	46.97	1.02
其他	4.17	3.77	12.28	7.32	6.84	18.52	6.60	5.83	25.04	0.46	1.38	17.63
合计	110.65	100.00	12.44	106.90	100.00	11.58	113.17	100.00	10.98	33.25	100.00	8.60

注：合计数与各项求和不一系四舍五入所致；子公司江苏镇江路桥工程有限公司2020年2月划出，公司不再开展道路桥梁建设业务
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，公司酱醋调味品业务整体收入保持增长，但毛利率有所下滑。恒顺醋业经营业绩有所下滑，但仍保持行业龙头地位，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。2021年，公司酱醋调味品板块收入同比增长，主要系恒顺集团下属醋业配套纸箱包装业务实现收入5.80亿元，较上年增加1.80亿元所致。2021年，恒顺醋业实现营业收入18.93亿元，同比下降6.45%；实现利润总额1.43亿元，同比下降63.26%，下降原因主要系受市场环境和新冠疫情等影响主营调味品销售收入下降，以及加大广告宣传和促销投入及研发投入、销售费用和研发费用增加所致。

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，2021年占总成本的75.21%。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。2021年，恒顺醋业前五大供应商采购额为2.55亿元，占全部采购金额的20.12%，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。近年来，恒顺醋业酱醋产品产能利用率很高，酱醋产品年产量均保持在40万吨以上。除核心酱醋产品外，公司还持续开发葱姜料酒、酿造白醋、蟹醋、果醋等系列新品，以及醋胶囊、奶醋、醋食品等衍生产品，拓展现代新型调味品和食醋延伸产品。

表6 近年来恒顺醋业调味品生产情况

时间	产品	产能 (万吨/年)	产量 (万吨)	产能利用 率 (%)
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	黑醋	30.00	30.00	100.00
	白醋	5.00	4.70	93.95
	料酒	8.00	6.99	87.37
	合计	43.00	41.69	96.95
2022年 1-3月	黑醋	30.00	8.97	29.91
	白醋	5.00	1.26	25.16
	料酒	8.00	1.68	20.94
	合计	43.00	11.91	27.69

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。2021年，恒顺醋业前五大销售商销售额合计1.93亿元，占全年销售额的10.22%，集中度低。销售区域方面，公司酱醋调味品销售主要以长三角地区为主（约占80%）。

(2) 汽车

受疫情及国六排放标准实施等因素影响，公司平行进口车业务量下滑明显，汽车业务收入同比下降。

汽车板块由子公司江苏车驰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%）运营。江苏车驰主要从事高端商务车改装，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；飞驰汽车主要从事新能源冷藏车、负压救护车、环保方舱等商用车制造。

江苏车驰具备德国奔驰改装授权资质，可在斯宾特、雷霆等车型基础上改装顶级商务车。天津车驰的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等相关费用。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。2021年，江苏车驰销售改装车684辆，同比增长44.30%；受平行进口车国六排放标准延迟退出影响，天津车驰销售平行进口车2162辆，同比减少38.33%。

表7 江苏车驰（含天津车驰）汽车业务情况

	2020年	2021年	2022年一季度
商务车（辆）	474	684	65
平行进口汽车（辆）	3506	2162	1077

资料来源：公司提供

冷藏车及特种车方面，跟踪期内，受冷藏车市场需求疲软、疫情反复、排放标准升级等因素影响，飞驰汽车汽车产品销量同比下滑，

产能利用率处于低位，经营持续亏损。2020—2021年和2022年一季度，飞驰汽车冷藏车（含厢式车、特种车）销量分别为1369辆、1020辆和103辆。截至2021年底，飞驰汽车资产总额6.34亿元，净资产-2.07亿元，2021年实现收入1.29亿元，利润总额-0.30亿元。

（3）纸制品

跟踪期内，公司造纸业务销售规模同比提升，但受纸浆原料价格上涨影响，该业务尚未实现扭亏。

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。2021年，大东纸业营业收入8.59亿元，净利润-0.55亿元，净亏损规模较上年（-0.04亿元）有所扩大，主要系原辅材料价格大幅上涨，下游产品销售价格调整相对滞后所致。

采购方面，大东纸业主要原材料为造纸原浆，辅料包括造纸添加的化工原料和专用材料。原料成本约占公司总成本的70.00%。2021年，大东纸业纸浆采购量为78982吨，同比下降3.08%；采购均价4259元/吨，同比增长7.85%，纸浆采购均价上涨明显，加大成本压力。采购集中度方面，2021年，大东纸业上游前五大供应商采购占比合计40.72%，集中度较高。

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，2021年底为13.00万吨/年；2021年纸制品产量为12.18万吨，同比增长5.62%；产能利用率为93.72%。

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。2021年，大东纸业纸制品销量为11.35万吨，同比增长17.51%；销售均价为6463元/吨，同比增长3.59%。

表8 大东纸业纸制品购销情况（单位：吨、元/吨）

项目	2020年度		2021年度		2022年1-3月	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
纸浆	81,490	3,949	78,982	4,259	19,108	4,239
项目	销量	销售均价	销量	销售均价	销量	销售均价
纸制品	96,615	6,239	113,536	6,463	27,438	6,443

注：纸制品主要品种包括纸杯原纸、淋膜纸、税票纸、文化用纸等
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。2021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43.48%，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、东莞市诚昌纸业有限公司等。

（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。京口石油具有成品油批发经营许可证，主要从事成品油贸易。2021年，京口石油共实现成品油销售数量为77.85万吨，同比增长23.30%。

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，无自营库存。2021年，京口石油前五大供应商和前五大客户集中度仍高，采购和销售集中度分别为61.32%和44.19%。

表9 2021年京口石油上下游前五大情况

(单位: 万元)

前五大供应商名称	金额	占比 (%)	是否关联方
陕西博能亿泰石油有限公司	73,855.75	16.34	否
延长石油湖北销售有限公司	66,592.51	14.73	否
辽宁兴顺石化有限公司	54,458.74	12.05	否
舟山博衍能源有限公司	42,939.27	9.50	否
深圳市前海交远物流能源投资有限公司	39,314.87	8.70	否
合计	277,161.14	61.32	--
前五大客户名称	金额	占比 (%)	是否关联方
中化石油江西有限公司	49,847.95	10.92	否
中海油华东销售有限公司	44,654.33	9.78	否
中海油湖南销售有限公司	37,999.02	8.32	否
中海油销售湖北有限公司	37,165.63	8.14	否
中国石化销售股份有限公司重庆石油分公司	32,122.29	7.03	否
合计	201,789.22	44.19	--

注: 合计数与各项和不一致系四舍五入所致

资料来源: 公司提供

(4) 化工业务

跟踪期内, 公司出让化工业务运营主体, 后续不再开展化工业务。

公司化工产品业务经营主体为子公司江苏东普新材料科技有限公司(以下简称“江苏东普”, 转让后已更名为“江苏索普新材料科技有限公司”)。江苏东普主要生产硫酸及液碱等产品, 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, 下游主要客户包括江苏索普(集团)有限公司等化工企业。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, 导致年度经营亏损。2021 年 1-9 月, 江苏东普化工产品硫酸受市场行情的影响销售价格大幅上涨, 销售量较往年同期大幅上升, 净利润转为盈利。

公司持续推进业务转型和聚焦, 已于 2019 年 7 月出让原化工业务子公司江苏太白集团有限公司(主营产品为钛白粉)。2021 年 10 月, 根据镇江市国资委批复, 同意公司将持有的江苏东普 100% 股权非公开协议转让予江苏索普化工股份有限公司(上交所上市公司, 以下简

称“江苏索普”), 转让价格为 3.61 亿元, 当期确认投资收益 1.12 亿元, 转让对价已全部收回。江苏东普 2021 年 10 月起不再纳入合并报表范围, 公司后续不再开展化工业务。

(6) 其他业务

公司其他业务包括金融业务、房地产和改革专项资金管理等。

公司持续拓展金融板块, 形成了基金投资、股权直投、类金融服务、参股金融机构等四大类业务, 持有金融类资产规模约 50 亿元。公司下属镇江国投创业投资有限公司及镇江高科技创业投资有限公司已成为镇江市规模最大、专业能力最强、涉及领域最广的市场化股权投资机构, 通过基金投资和项目直接投资进行股权投资业务, 投资重点逐步转向战略新兴产业, 截至 2022 年 3 月底, 公司已参与投资 20 余支产业投资基金, 累计出资金额 14.13 亿元。其中, 2021 年公司与银河创新资本管理有限公司合作发起设立的扬帆基金主要投资于镇江市“扬帆计划”中设立于本市的拟上市公司, 基金规模 10 亿元, 目前该基金正在工商注册中。

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, 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。2019—2021年，公司改革资金筹集分别为9182.71万元、8831.90万元、7692.34万元，改革资金支出分别为708.71万元、5867.02万元和142.31万元，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-8474.00万元、-2964.00万元和

-7550.03万元，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、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2022年3月底，“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；北京华联地块中54.15亩地于2021年实现上市，回收资金4.79亿元。

表10 截至2022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	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	2013.05-2021.12	30.00	30.86	83.31	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	10.29	0	0	141	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	4.76	54.15	4.79	0	存货
合计	--	--	48.40	45.91	137.46	15.17	337.96	--

注：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2022年3月底，公司主要在建项目为全斯福新材料项目以及冷库专项建设工程、污

水处理工程等产业板块技改升级项目。公司在建项目未来计划投资规模较小，资金需求可控。

3. 经营效率

跟踪期内，随着能源贸易业务规模的增长，公司主要经营效率指标同比提升。

从经营效率指标看，2021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分别为21.53次、1.21次和0.21次，同比均有所提升。与同行业其他企业相比公司经营效率表现一般。

表 11 同行业企业 2021 年经营效率对比（单位：次）

公司名称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
吉林省国有资本运营有限责任公司	15.18	7.02	0.84
泉州市国有资产投资经营有限责任公司	4.81	8.88	0.30
武汉产业投资发展集团有限公司	7.20	12.49	0.37
镇江国有投资控股集团有限公司	1.21	25.33	0.21

注：为加强可比性本表统一采用 Wind 数据，与联合资信计算结果可能有差异

资料来源：Wind

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 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。2022 年 1—3 月财务报表未经审计。

从合并范围看，截至 2021 年底，公司纳入合并范围的子公司合计 17 家，较 2020 年底减少 2 家，为江苏东普和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”）²。截至 2022 年 3 月底，公司合并范围较 2021 年底无变化。整体看，公司合并范围变化对财务

² 2021 年底不再纳入合并范围的两家子公司财务数据如下：① 2021 年底，江苏东普资产总额 9.95 亿元、所有者权益 6.45 亿元；2021 年，江苏东普实现营业收入 11.74 亿元，利润总额 1.05 亿元。② 2021 年底，建祥水利资产总额 37.96 亿元，所有者权益 5.74 亿元；2021 年，建祥水利无营业收入，利润总额-24.32 万元。截至 2022 年 3 月底，公司对江苏东普融资担保余额 14050.00 万元，对建祥水利融资担保余额 76000.00 万元。

数据有一定影响。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 509.15 亿元，所有者权益 244.23 亿元（含少数股东权益 15.19 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 113.17 亿元，利润总额 6.95 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 497.35 亿元，所有者权益 245.83 亿元（含少数股东权益 15.61 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 33.25 亿元，利润总额 0.86 亿元。

2. 资产质量

截至 2021 年底，因合并范围调整，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 2021 年底，公司合并资产总额 509.15 亿元，较上年底下降 7.30%，主要系合并范围调整所致。其中，流动资产占 41.25%，非流动资产占 58.75%。公司资产结构以非流动资产为主，较上年底变化不大。

（1）流动资产

截至 2021 年底，主要系公司流动资产 210.05 亿元，较上年底下降 15.44%，主要系货币资金、其他应收款和存货下降所致。公司流动资产主要由货币资金（占 14.83%）、交易性金融资产（占 6.57%）、其他应收款（合计）（占 31.96%）、存货（占 34.47%）、其他流动资产（占 5.66%）构成。

截至 2021 年底，公司货币资金 31.16 亿元，较上年底下降 29.47%，主要系偿还债务以及原子公司江苏东普和建祥水利划出合并范围所致。构成上包括银行存款 19.89 亿元、其他货币资金（全部为受限的票据保证金）11.26 亿元和少量库存现金。公司货币资金受限部分占比高。

截至 2021 年底，公司交易性金融资产 13.80

亿元，较上年底增长 179.94%，主要系执行新金融工具准则所致；构成包括债务工具投资 6.59 亿元、权益工具投资 0.95 亿元和理财产品 6.25 亿元。

截至 2021 年底，公司应收账款账面价值 3.69 亿元，较上年底下降 29.78%。从集中度看，应收账款余额前五名合计 0.62 亿元（不包括全额计提坏账准备的债权包），占比为 16.76%。公司对应收账款计提坏账准备共计 5.19 亿元，计提比例为 58.46%，主要为账面余额总计 4.68 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）和长期不动户，预计无法收回，已全额计提坏账准备。

截至 2021 年底，公司其他应收款（合计）账面价值 67.12 亿元，较上年底下降 7.60%。集中度方面，公司其他应收款余额前五大单位余额合计 53.42 亿元，占余额的 79.68%；账龄方

面，1 年以内占比 41.45%；1-2 年占比 20.44%；2-3 年占比 16.26%；3 年以上占比 21.86%。公司其他应收款集中度较高且账龄偏长，形成长期资金占用，近年来公司制定计划并逐年对往来及借款资金进行分批回收，应收余额持续下降。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 2021 年底，公司对其他应收款累计计提坏账准备 3.54 亿元，计提比例为 5.03%。

表 12 截至 2021 年底公司其他应收款前五名情况（单位：万元）

债务方	余额	账龄	占比 (%)	形成原因	与公司的关系	预计还款计划		
						2022 年	2023 年	2024 年
镇江市汽车产业投资有限公司	218,666.14	3 年以内	32.69	市场化借款	非关联方	40,000.00	20,000.00	20,000.00
镇江市财政局	126,940.00	3 年以上	18.98	改革专项资金等	非关联方	40,000.00	30,000.00	30,000.00
镇江市城市建设投资集团公司	108,300.00	2 年以内	16.19	市场化借款	非关联方	10,000.00	10,000.00	10,000.00
镇江市国有资产监督管理委员会	40,000.00	3 年以上	5.98	股东借款	关联方	40,000.00	0.00	0.00
镇江生态汽车产业园发展有限公司	40,250.00	1 年以内	6.02	资金往来	非关联方	40,250.00	0.00	0.00
合计	534,156.14	-	79.86	-	-	170,250.00	60,000.00	60,000.00

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司存货账面价值 72.41 亿元，较上年底下降 23.32%，主要系合并范围减少建祥水利，其建设的江堤改造工程项目随之转出所致。公司存货主要包括库存商品 10.27 亿元（醋业及汽车板块产品）、开发产品 6.52 亿元（主要为恒顺集团地产项目）和开发成本 48.84 亿元（主要为基础设施建设形成的待出让地块）。公司已对存货计提跌价准备 0.32 亿元。

截至 2021 年底，公司其他流动资产合计

11.89 亿元，较上年底下降 34.07%，主要系理财产品到期减少所致。

（2）非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 299.10 亿元，较上年底下降 0.58%。公司非流动资产主要由其他权益工具投资（占 12.70%）、长期股权投资（占 68.90%）和固定资产（占 8.39%）构成。

截至 2021 年底，公司长期股权投资为 206.09 亿元，较上年底下降 0.49%，主要为对

镇江交投的股权投资 198.67 亿元（投资比例 45%）。2021 年，公司权益法下确认投资收益合计 4.44 亿元，被投资单位宣告发放现金股利利润 1.07 亿元。其中，确认自镇江交投的投资收益 3.70 亿元，镇江交投发放股利 0.53 亿元。

截至 2021 年底，公司固定资产账面原值 41.15 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 14.24 亿元和 1.80 亿元；公司固定资产账面价值 25.11 亿元，较上年底下降 13.07%，主要系合并范围调整所致。

截至 2021 年底，公司其他权益工具 37.98 亿元，主要系执行新金融工具准则后调整计入，主要包括江苏银行 7.68 亿元、江苏省港口集团有限公司 11.94 亿元、江苏省信用再担保集团有限公司 6.00 亿元、中国太保 3.31 亿元和 2021 年新增投资的江苏索普 3.16 亿元等。此外，截至 2021 年底，公司因执行新金融工具准则增加其他非流动金融资产 13.94 亿元，主要为参投各类基金，包括北京中航一期航空工业产业投资基金（有限合伙）、江苏盛宇黑科医疗健康投资基金（有限合伙）等，投资标的较分散。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 497.35 亿元，较上年底下降 2.32%。其中，流动资产占 39.52%，非流动资产占 60.48%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至 2022 年 3 月底，公司抵押资产账面价值为 11291.63 万元，质押资产金额为 54400.71 万元，受限货币资金为 149853.17 万元，占总资产的比重为 4.33%。质押资产主要为公司持有的中国太保 600 万股（质押比率为 49.18%）和江苏银行 6500 万股（质押比率为 49.35%）。

3. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司所有者权益稳定性尚可；有息债务规模下降，债务结构有所改善，但债务负担仍较重。

（1）所有者权益

截至 2021 年底，公司所有者权益 244.23 亿元，较上年底下降 1.98%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 93.78%，少数股东权益占比为 6.22%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 4.09%、53.77%、22.70%和 11.10%。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益合计 245.83 亿元（含少数股东权益 15.61 亿元），规模及构成均较上年底变动不大。

（2）负债

截至 2021 年底，公司负债总额 264.91 亿元，较上年底下降 11.72%。其中，流动负债占 60.94%，非流动负债占 39.06%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司流动负债 161.45 亿元，较上年底下降 13.82%。公司流动负债主要由短期借款（占 28.97%）、其他应付款（合计）（占 16.65%）、一年内到期的非流动负债（占 14.98%）、其他流动负债（占 19.06%）。

截至 2021 年底，公司短期借款为 46.77 亿元，较上年底增长 19.86%。公司短期借款包括质押借款 4.22 亿元、抵押借款 3.75 亿元、保证借款 37.49 亿元、信用借款 1.25 亿元和少量应付利息。

截至 2021 年底，公司应付票据及应付账款合计 21.26 亿元，较上年底下降 22.67%，主要系部分重分类至合同负债所致。2021 年底公司合同负债为 10.71 亿元。

截至 2021 年底，公司预收款项为 0.12 亿元，较上年底下降 98.77%，主要系执行新收入准则，重分类至合同负债和其他流动负债所致。2021 年末，公司合同负债和其他流动负债分别为 10.71 亿元和 30.77 亿元。

截至 2021 年底，公司其他应付款（合计）为 26.88 亿元，较上年底下降 35.60%，主要系偿还借入款项所致。其他应付款前五名对象共计 9.04 亿元，占其他应付款总额的 33.63%，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单位（单位：万元）

其他应付款	金额	用途	是否关联方
扬中市金融控股集团有限公司	19,500.00	往来款	否
镇江建工建设集团有限公司	14,000.00	往来款	否
镇江市丹徒区建设投资有限公司	10,000.00	往来款	否
镇江市丹徒区资产经营公司	40,250.00	往来款	否
镇江港国际集装箱码头有限公司	6,658.80	往来款	否
合计	90,408.80	--	--

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 24.18 亿元，较上年底增长 13.91%。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 2021 年底，公司其他流动负债为 30.77 亿元，较上年底下降 35.10%，主要系期末存续的（超）短期融资券规模减少所致。

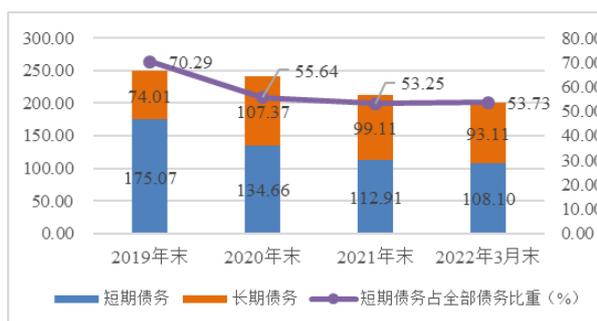
截至 2021 年底，公司非流动负债 103.47 亿元，较上年底下降 8.21%。公司非流动负债主要由长期借款（占 17.85%）和应付债券（占 77.88%）。截至 2021 年底，公司长期借款 18.47

亿元，较上年底下降 49.64%；应付债券 80.57 亿元，较上年底增长 13.98%。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 251.51 亿元，较上年底下降 5.06%。其中，流动负债占 61.09%，非流动负债占 38.91%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

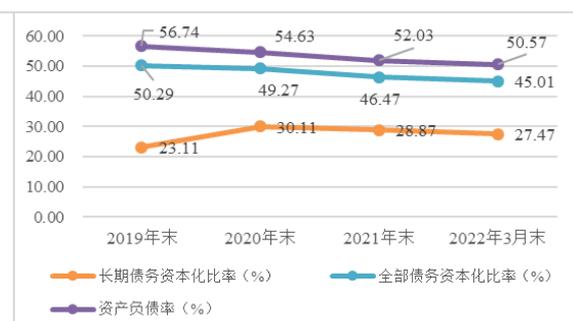
截至 2021 年底，公司全部债务 212.02 亿元，较上年底下降 12.40%。债务结构方面，短期债务占 53.25%，长期债务占 46.75%，公司短期占比较上年底下降 2.39 个百分点，债务结构相对改善。从债务指标来看，截至 2021 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 52.03%、46.47% 和 28.87%，较上年底分别下降 2.60 个百分点、下降 2.80 个百分点和下降 1.25 个百分点。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 201.21 亿元，较上年底下降 5.10%；债务结构方面，短期债务占 53.73%，长期债务占 46.27%。从债务指标来看，截至 2022 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.57%、45.01% 和 27.47%，较上年底均有所下降。

图 1 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 2 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从债务到期分布来看，根据公司发布的公司债券 2021 年度报告，公司 2022 年内到期债务合计 94.25 亿元，其中信用类债券 40.83 亿元。

表 14 公司有息债务到期分布（单位：亿元）

类型	2022 年 1-6 月	2022 年 7-12 月	2023 年	2024 年及以后	合计
信用类债券	25.05	15.78	45.03	37.78	123.62
银行贷款	26.80	19.32	2.75	11.72	60.58

非银金融机构	1.30	0.00	3.98	0.49	5.78
其他	0.00	6.00	0.00	2.15	8.15
合计	53.15	41.10	51.76	52.14	198.13

注：本表数据来源于公司债券 2021 年度报告，有息债务计算口径与联合资信口径存在差异；尾差系小数末位四舍五入所致
资料来源：公司债券 2021 年度报告

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入持续增长，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。

2021 年，公司实现营业总收入 113.17 亿元，同比增长 5.87%；营业成本 100.74 亿元，同比增长 6.59%；营业利润率为 10.44%，同比下降 0.46 个百分点，主要系低毛利率的贸易业务占比提升所致。

期间费用方面，2021 年，公司费用总额为 17.85 亿元，同比增长 7.08%；期间费用率为 15.77%，同比提高 0.18 个百分点。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 23.89%、16.03%、7.37% 和 52.70%。财务费用为 9.41 亿元，同比增长 3.21%。公司费用控制能力有所提升，以财务费用为主的期间费用对利润的侵蚀影响大。

2021 年，公司实现投资收益 7.11 亿元，主要来自以权益法核算的长期股权投资收益 4.44 亿元（来源以镇江交投为主）以及处置长期股权投资产生的投资收益 1.13 亿元（以江苏东普为主）。2021 年，公司实现公允价值变动收益 1.59 亿元，主要来源于公司持有的江苏银行和中国太保股份公允价值变动。

2021 年，公司实现其他收益 0.37 亿元，同比变化不大；实现营业外收入 4.36 亿元，同比变化不大，主要包括与日常经营无关的政府补助 4.20 亿元以及各项奖励资助经费等其他收入、罚款收入。

2021 年，公司实现利润总额 6.95 亿元，同比增长 2.10%。2021 年，公司非经营性损益（投资收益+营业外收入）合计 11.47 亿元，占公司利润总额的 165.04%。从盈利指标来看，2021

年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.63% 和 2.62%，同比分别提高 0.54 个百分点和 0.24 个百分点。

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 33.25 亿元，同比增长 48.24%，主要系能源贸易业务规模扩张所致；营业成本 30.39 亿元，同比增长 55.59%；营业利润率为 8.19%，同比下降 4.15 个百分点。公司实现利润总额 0.86 亿元，同比下降 1.01%。

5. 现金流

公司经营获现规模受往来款影响大，跟踪期内公司保持较大的应收款回收力度，经营活动净现金流保持净流入。随着合并范围调整以及建设项目推进，公司投资相关资金需求收窄，同时债务偿付保持较大规模，筹资活动现金净流出规模扩大。

经营活动方面，从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入 160.82 亿元，同比增长 5.70%；经营活动现金流出 139.96 亿元，同比增长 7.06%。2021 年，公司保持较大的应收款回收力度，加之主业保持较好的经营获现能力，经营活动现金净流入 20.86 亿元，同比下降 2.65%。2021 年，公司现金收入比为 114.89%，同比提高 5.88 个百分点，公司经营获现情况尚可。

投资活动方面，公司投资活动现金流波动较大。2021 年，公司投资活动现金流入 99.24 亿元，同比增长 101.01%；投资活动现金流出 96.60 亿元，同比增长 35.76%。公司收到与支付其他与投资活动有关的现金规模较大，2021 年分别为 73.88 亿元和 70.54 亿元，以收到与发放委托贷款产生的现金流为主，较上年大幅增长主要是发放委贷期限趋于短期资金拆借所致。随着合并范围调整以及项目建设推进，公司投资相关资金需求收窄，2021 年公司投资活动现金净流入 2.64 亿元。

2021 年，公司筹资活动前现金流量净额为 23.50 亿元，外部融资压力有所缓解。

筹资活动方面,从筹资活动来看,2021年,公司筹资活动现金流入141.61亿元,同比下降26.28%;筹资活动现金流出166.07亿元,同比下降18.40%。2021年,公司筹资活动现金净流出24.46亿元,同比增长114.19%。

2022年1-3月,公司经营活动产生现金流量净流入0.17亿元;投资活动产生现金流量净流入2.80亿元;筹资活动前现金流量净额为2.97亿元;筹资活动现金净流出5.23亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内,公司债务结构有所调整,短期债务占比下降,但现金类资产对短期债务的覆盖程度仍较低,长短期偿债指标一般。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2021年底,公司流动比率和速动比率分别为130.10%和85.25%,较上年底变化不大;现金短期债务比为0.20倍;2021年,公司经营现金流动负债比为12.92%。截至2022年3月底,公司流动比率与速动比率分别为127.94%和82.46%,较上年底分别下降2.16个百分点和2.79个百分点。

从长期偿债能力指标看,2021年,公司EBITDA为18.86亿元,同比增长1.86%;2021年,公司全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为11.24倍和1.61倍。

表15 公司偿债能力指标情况

项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月	
短期偿债能力	流动比率(%)	116.94	132.58	130.10	127.94
	速动比率(%)	76.09	82.18	85.25	82.46
	经营现金/流动负债(%)	5.70	11.44	12.92	0.11
	经营现金/短期债务(倍)	0.08	0.16	0.18	--
	现金短期债务比(倍)	0.22	0.20	0.30	0.26
长期偿债能力	EBITDA(亿元)	19.02	18.52	18.86	--
	全部债务/EBITDA(倍)	13.10	13.07	11.24	--
	经营现金/全部债务(倍)	0.06	0.09	0.10	0.00
	EBITDA/利息支出(倍)	1.42	2.00	1.61	--

经营现金/利息支出(倍)	1.04	2.32	1.79	--
--------------	------	------	------	----

资料来源:公司财务报告和提供资料,联合资信整理

截至2021年3月底,公司获得商业银行授信额度合计108.41亿元,已使用授信额度65.12亿元,尚未使用额度43.29亿元,公司间接融资渠道有待拓宽。公司下属恒顺醋业为上市公司,具备直接融资渠道。

对外担保方面,截至2022年3月底,公司对外担保余额为83.68亿元(详见附件2),担保比率为34.04%,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2021年底,母公司资产总额426.16亿元,较上年底下降1.90%,较上年底变化不大。其中,流动资产163.03亿元(占比38.25%),非流动资产263.13亿元(占比61.75%)。从构成看,流动资产主要由货币资金(占11.70%)、其他应收款(合计)(占50.94%)、存货(占30.56%)构成;非流动资产主要由其他权益工具投资(占11.59%)、长期股权投资(占83.67%)构成。截至2021年底,母公司货币资金为19.08亿元。母公司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。

截至2021年底,母公司负债总额185.70亿元,较上年底下降3.26%。其中,流动负债95.37亿元(占比51.36%),非流动负债90.33亿元(占

比48.64%)。从构成看,流动负债主要由短期借款(占20.21%)、应付票据(占10.21%)、其他应付款(合计)(占21.32%)、一年内到期的非流动负债(占22.11%)和其他流动负债(占19.97%)构成;非流动负债主要由长期借款(占10.80%)、应付债券(占89.20%)构成。截至2021年底,母公司资产负债率为43.58%,较2020年底下降0.61个百分点。

截至2021年底,母公司全部债务159.48亿元,较上年底有所增长。其中,短期债务占43.36%,长期债务占56.64%;母公司全部债务资本化比率39.88%。考虑到其他应收款及存货流动性弱,母公司短期偿债压力较大。

截至2021年底,母公司所有者权益为240.46亿元,较上年底下降0.82%。在所有者权益中,实收资本为10.00亿元(占4.16%)、资本公积合计130.86亿元(占54.42%)、未分配利润合计39.36亿元(占16.37%)、盈余公积合计5.15亿元(占2.14%)。

2021年,母公司营业总收入为12.32亿元。投资收益为6.67亿元(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4.20亿元,主要为政府补助。当期利润总额为4.80亿元。

现金流方面,2021年,母公司经营活动现金流净额为17.25亿元,投资活动现金流净额1.62亿元,筹资活动现金流净额-21.97亿元。

十、债券偿还能力分析

截至2022年3月底,公司存续债券“20镇国投MTN003”“21镇国投MTN001”为有担保债券,发行额度合计7亿元。江苏再担保的担保实力强,进一步提高了上述债券本息偿付的安全性。

“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。

江苏再担保前身为成立于2009年12月的江

苏省信用再担保有限公司,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,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,成为其第一大股东。截至2022年3月末,江苏再担保注册资本及实收资本均为98.98亿元,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25.42%。

截至2021年末,江苏再担保在江苏省内设有13家分公司;合并范围设立9家一级控股子公司,包括小额贷款公司、担保公司、融资租赁公司、典当公司、投资公司、资产管理公司等。

江苏再担保业务政策性强,在江苏省内具有很强的区域竞争优势。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。2019—2021年,江苏再担保各项业务持续发展,营业总收入以担保业务为主,整体营业总收入及净利润均呈上升趋势。2019—2021年,江苏再担保营业总收入持续增加,年均复合增长11.30%;2021年同比增长4.87%,主要系直保业务收入和再担保业务收入增加所致。同期,江苏再担保实现净利润分别为4.81亿元、5.53亿元和7.23亿元,年均复合增长22.60%,2021年同比增长30.60%,主要系营业收入增长的同时,收到的政府补贴金额增长,导致其他收益增长所致。

截至2021年末,江苏再担保资产总额264.83亿元,所有者权益158.59亿元(含少数股东权益13.00亿元);2021年,江苏再担保实现营业总收入22.62亿元,其中直保业务收入

11.03 亿元，再担保业务收入 3.55 亿元，利润总额 10.80 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 2021 年底，江苏再担保净资产是上述两期中票合计余额的 22.66 倍。

十一、外部支持

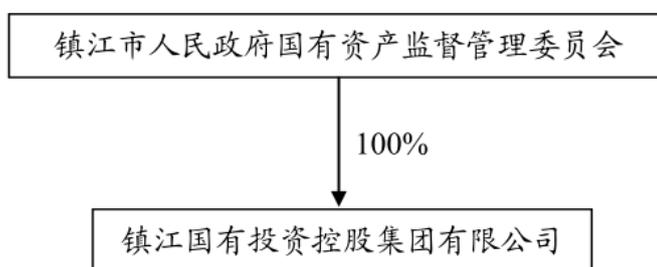
公司作为镇江市重要的国有资产投融资平台，区域重要性突出，政府支持力度大。

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。公司在持有镇江市优质产业资产股权的同时，还承担镇江市部分公益性基础设施项目建设，近年来获政府补贴支持力度大，对偿债能力形成支撑。2021 年，公司获得营业外收入 4.36 亿元（其中本部营业外收入为 4.20 亿元），主要为政府补助。

十二、结论

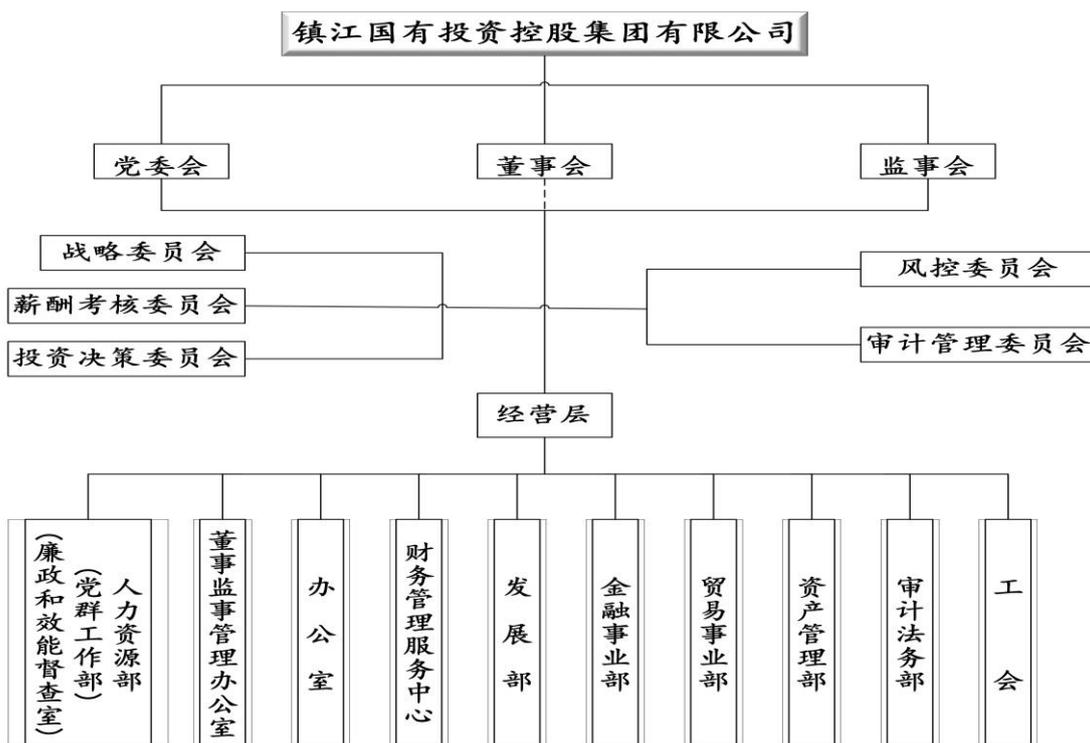
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“19 镇投 05”“20 镇投 G1”“21 镇投 G1”“21 镇投 G2”“20 镇国投 MTN001”“20 镇国投 MTN002”“21 镇国投 MTN002”的信用等级为 AA⁺，维持“20 镇国投 MTN003”“21 镇国投 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 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 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2022 年 3 月底公司对外担保情况（单位：万元）

担保人	被担保单位	公司与被担保方是否存在关联关系	担保金额	担保类型	担保到期日
镇江国有投资控股集团 有限公司	镇江港国际集装箱码头有限公司	否	6,158.80	保证担保	2022-8-20
	镇江城市建设产业集团有限公司	否	9,000.00	保证担保	2022-10-20
			39,800.00	保证担保	2028-10-31
			18,000.00	保证担保	2028-10-31
			28,000.00	保证担保	2028-9-26
			0.00	保证担保	2022-3-30
			20,000.00	保证担保	2022-12-29
			6,000.00	抵押担保	2028-7-19
			50,000.00	抵押担保	2028-10-20
			47,500.00	保证担保	2022-6-15
	54,515.00	抵押担保	2026-6-28		
	江苏九华物业发展集团有限公司	否	9,304.00	保证担保	2024-1-14
	镇江市伯先公园园艺有限公司	否	9,304.00	保证担保	2024-1-14
	江苏索普（集团）有限公司	否	5,000.00	保证担保	2022-9-12
	江苏东普新材料科技有限公司	否	5,000.00	抵押担保	2022-8-22
			5,000.00	抵押担保	2026-5-13
			4,000.00	抵押担保	2026-5-13
			50.00	抵押担保	2026-5-13
	镇江市兴宜水利建设有限公司	否	20,000.00	保证担保	2028-12-21
	镇江市丹徒区建宜水利投资有限公司	否	24,000.00	保证担保	2028-1-24
镇江华建置业有限公司	否	11,950.00	保证担保	2031-6-24	
		8,600.00	保证担保	2031-6-24	
镇江市恒瑞高新产业集团有限公司	否	28,800.00	保证担保	2034-10-29	
		10,000.00	保证担保	2034-10-29	
镇江市丹徒区建祥水利工程投资有限公司	否	6,000.00	抵押担保	2031-3-29	
		20,000.00	保证担保	2031-3-29	
		20,000.00	保证担保	2031-3-29	
		20,000.00	保证担保	2031-3-29	

			10,000.00	保证担保	2031-3-29
	江苏镇钛化工有限公司	否	1,000.00	保证担保	2022-6-10
			975.00	保证担保	2022-11-17
			1,050.00	保证担保	2022-12-18
			1,975.00	保证担保	2022-12-8
			800.00	保证担保	2022-8-5
			1,150.00	保证担保	2022-5-14
			1,000.00	保证担保	2022-4-25
			1,100.00	保证担保	2022-6-4
			500.00	保证担保	2022-6-25
			550.00	保证担保	2022-6-1
			4,400.00	保证担保	2022-12-20
			3,000.00	保证担保	2022-9-26
			1,000.00	保证担保	2022-9-29
			500.00	保证担保	2022-4-8
			1,500.00	保证担保	2022-12-6
			500.00	保证担保	2022-11-25
			1,000.00	保证担保	2022-12-16
			1,000.00	保证担保	2022-12-21
			2,300.00	保证担保	2022-9-19
			100.00	保证担保	2022-9-24
	1,800.00	保证担保	2022-7-29		
	镇江文化旅游产业集团	否	26,880.00	保证担保	2024-5-24
			6,000.00	保证担保	2024-7-22
			24,780.00	保证担保	2025-3-26
			24,133.00	保证担保	2026-12-30
			37,607.00	保证担保	2026-12-30
			50,000.00		2037-1-29
	镇江市高校投资建设发展集团有限公司	否	3,000.00	保证担保	2022-11-9
			2,000.00	保证担保	2022-11-9
	镇江交通产业集团有限公司	是	31,250.00	保证担保	2028-10-21
			50,000.00	保证担保	2028-10-21
			50,000.00	保证担保	2022-11-26
江苏恒顺集团有限公司	江苏索普(集团)有限公司	否	4,000.00	保证担保	2024-1-16
			4,000.00	保证担保	2023-11-10
合计			836,831.80		-

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
20 镇国投 PPN001, 21 镇国投 PPN001	AAA	AA+	稳定	2021-6-25	刘祎烜 刘丙江	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)	--
20 镇国投 PPN001	AAA	AA+	稳定	2020-7-21	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)	--
21 镇国投 PPN001	AAA	AA+	稳定	2021-4-1	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)	--
21 镇国投 MTN002	AA+	AA+	稳定	2021-6-4	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 MTN002, 20 镇国投 MTN001, 21 镇投 G2, 21 镇投 G1, 20 镇投 G1, 19 镇投 05	AA+	AA+	稳定	2021-6-25	刘祎烜 刘丙江	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, 21 镇国投 MTN001	AAA	AA+	稳定	2021-6-25	刘祎烜 刘丙江	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 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 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 MTN002	AA+	AA+	稳定	2020-5-29	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

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	38.34	26.88	34.17	27.60
资产总额（亿元）	569.13	549.24	509.15	497.35
所有者权益（亿元）	246.21	249.17	244.23	245.83
短期债务（亿元）	175.07	134.66	112.91	108.10
长期债务（亿元）	74.01	107.37	99.11	93.11
全部债务（亿元）	249.08	242.03	212.02	201.21
营业总收入（亿元）	110.65	106.90	113.17	33.25
利润总额（亿元）	6.52	6.81	6.95	0.86
EBITDA（亿元）	19.02	18.52	18.86	--
经营性净现金流（亿元）	14.03	21.43	20.86	0.17
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.41	10.89	21.53	--
存货周转次数（次）	0.96	0.97	1.21	--
总资产周转次数（次）	0.20	0.19	0.21	--
现金收入比（%）	115.19	109.00	114.89	115.66
营业利润率（%）	11.85	10.90	10.44	8.19
总资本收益率（%）	3.07	3.09	3.41	--
净资产收益率（%）	2.40	2.38	2.62	--
长期债务资本化比率（%）	23.11	30.11	28.87	27.47
全部债务资本化比率（%）	50.29	49.27	46.47	45.01
资产负债率（%）	56.74	54.63	52.03	50.57
流动比率（%）	116.94	132.58	130.10	127.94
速动比率（%）	76.09	82.18	85.25	82.46
经营现金流流动负债比（%）	5.70	11.44	12.92	--
现金短期债务比（倍）	0.22	0.20	0.30	0.26
EBITDA 利息倍数（倍）	1.42	2.00	1.61	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.10	13.07	11.24	--

注：2022 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	34.46	30.18	20.49	15.80
资产总额（亿元）	436.56	434.41	426.16	416.65
所有者权益（亿元）	236.97	242.45	240.46	241.84
短期债务（亿元）	115.69	66.96	69.15	69.94
长期债务（亿元）	47.13	85.18	90.33	85.20
全部债务（亿元）	162.82	152.14	159.48	155.15
营业总收入（亿元）	9.23	8.07	12.32	7.13
利润总额（亿元）	3.89	4.16	4.80	0.29
EBITDA（亿元）	4.21	4.41	4.80	--
经营性净现金流（亿元）	6.00	15.70	17.25	-0.05
财务指标				
销售债权周转次数（次）	512.91	1366.19	1129.94	--
存货周转次数（次）	0.22	0.19	0.26	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.03	--
现金收入比（%）	95.42	126.27	151.78	68.47
营业利润率（%）	0.72	1.61	1.91	0.79
总资本收益率（%）	0.97	1.06	1.20	--
净资产收益率（%）	1.64	1.72	2.00	--
长期债务资本化比率（%）	16.59	26.00	27.31	26.05
全部债务资本化比率（%）	40.73	38.56	39.88	39.08
资产负债率（%）	45.72	44.19	43.58	41.95
流动比率（%）	119.75	154.73	170.94	168.84
速动比率（%）	93.15	113.26	118.70	116.01
经营现金流动负债比（%）	3.93	14.71	18.09	--
现金短期债务比（倍）	0.30	0.45	0.30	0.23
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	38.66	34.53	33.20	--

注：2022 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务核算

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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+平均应收款项融资)
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持