跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1822 号

镇江国有投资控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

镇江国有投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

镇江国有投资控股集团有限公司公开发行的“18 镇投 01”“19 镇投 01”“19 镇投 03”“19 镇投 05”和“20 镇投 G1”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

镇江国有投资控股集团有限公司
公开发行公司债券2020年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	发行规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18镇投01	3.00亿元	3年（2+1）	AA+	AA+	2019年6月12日
19镇投01	2.10亿元	3年（2+1）	AA+	AA+	2019年6月12日
19镇投03	10.00亿元	3年（2+1）	AA+	AA+	2019年6月12日
19镇投05	10.00亿元	3年（2+1）	AA+	AA+	2019年10月22日
20镇投G1	9.90亿元	3年	AA+	AA+	2020年2月10日

跟踪评级时间：2020年6月18日

主要财务数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
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
长期债务（亿元）	79.81	90.56	75.22	86.16
全部债务（亿元）	194.88	209.83	247.81	252.54
营业收入（亿元）	74.63	78.66	110.65	21.40
净利润（亿元）	4.43	5.20	5.92	-1.49
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（%）	15.48	15.47	11.85	-0.26
净资产收益率（%）	1.86	2.17	2.44	-2.44
资产负债率（%）	50.81	55.27	56.74	58.89
全部债务资本化比率（%）	44.85	46.75	50.16	50.98
流动比率（倍）	1.32	1.30	1.17	1.20
EBITDA全部债务比（倍）	0.07	0.08	0.08	--
EBITDA利息倍数（倍）	1.59	1.42	2.05	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.41	0.49	0.54	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 本报告将其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息债务纳入相关债务指标核算；4. 2020年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

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，汽车业务和物资能源业务成为公司新的收入增长点。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）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、债务负担较重且存在集中兑付压力以及对外担保规模大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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；随着中国疫情得到控制，目前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建项目的竣工投产，公司整体竞争实力有望得到提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为AA+，评级展望为“稳定”；同时维持“18镇投01”“19镇投01”“19镇投03”“19镇投05”和“20镇投G1”的信用等级为AA+。

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

成了包括酱醋调味品、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，公司下属上市公司恒顺醋业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。**近年来公司持有的镇江交通产业集团有限公司股权投资收益情况良好；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，公司债务负担较重，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．**公司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，集中偿付压力大。

分析师

高佳悦　登记编号（R0040219050005）
罗　峤　登记编号（R0040217120001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

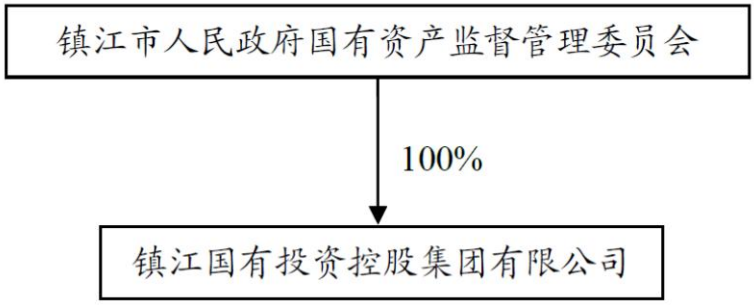
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

镇江国有投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“镇江国投”）前身为成立于 1996 年的镇江市国有资产投资经营公司，是根据镇江市人民政府〔1996〕第四十七号常务会议纪要批准设立的全民所有制企业，主管部门为镇江市财政局，初始注册资金为 50 万元。1999 年，镇江市财政局增加公司注册资金至 5,000 万元。2006 年 4 月，根据镇江市人民政府办公室《关于调整镇江市资产经营公司隶属关系的函》（镇政办函〔2006〕9 号），公司划归镇江市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“镇江市国资委”）管理，出资人也变更为镇江市国资委。2014 年 10 月，根据镇江市国资委《关于同意镇江市国有资产经营公司公司制改制的批复》（〔2014〕7 号），公司更名为镇江国有投资控股有限公司，2014 年 11 月，公司更为现名。历经多次增资，截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 10.00 亿元，镇江市国资委为公司唯一股东和实际控制人。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围和内部组织结构无重大变化。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内共有 24 家子公司。其中控股子公司江苏恒顺集团有限公司（以下简称“恒顺集团”）控股上市公司江苏恒顺醋业股份有限公司（股票简称“恒顺醋业”，股票代码“600305.SH”）。截至 2020 年 3 月底，恒顺集团持有恒顺醋业 44.63%的股权，其中 5,200 万股已质押，占其持股总数的 14.87%。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 569.13 亿元，负债合计 322.92 亿元，所有者权益（含少数股东权益）246.21 亿元，其中归属于母公司所有者权益 227.09 亿元。2019 年，公司实现营业收入 110.65 亿元，净利润（含少数股东损益）5.92 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 3.88 亿元；经营活动产生的现金流量净额 14.03 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.35 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 590.72 亿元，负债合计 347.86 亿元，所有者权益（含少数股东权益）242.86 亿元，其中归属于母公司所有者权益 223.43 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 21.40 亿元，净利润（含少数股东损益）-1.49 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 -1.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.61 亿元，现金及现金等价物净增加额 20.10 亿元。

公司注册地址：江苏省镇江市润州区南山路61号；法定代表人：周毅。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会（证监许可〔2018〕353 号文）核准，公司获准在中国境内向合格投资者公开发行面值总额不超过 35.00 亿元的公司债券；截至本报告出具日，公司已在此核准项下发行如下 5 期公司债券，发行规模合计 35.00 亿元。

“镇江国有投资控股集团有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”（债券简称“18 镇投 01”，债券代码“155059.SH”），发行规模 3.00 亿元，票面年利率 7.99%；期限为 3 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。“18 镇投 01”于 2018 年 12 月 5 日发行结束，并于 2018 年 12 月 17 日起在上海证券交易所挂牌交易。公司已于 2019 年 12 月 5 日支付“18 镇投 01”第一年的利息 2,397.00 万元。截至 2019 年 5 月底，“18 镇投 01”集资金已全部使用完毕，主要用于偿还公司债务。

“镇江国有投资控股集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）（品种一）”（债券简称“19 镇投 01”，债券代码“155140.SH”），发行规模 2.10 亿元，票面年利率 7.75%；期限为 3 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。“19 镇投 01”于 2019 年 1 月 16 日发行结束，并于 2019 年 1 月 29 日起在上海证券交易所挂牌交易。公司已于 2020 年 1 月 16 日支付“19 镇投 01”第一年的利息 1,627.50 万元。截至 2019 年 5 月底，“19 镇投 01”募集资金已全部使用完毕，主要用于偿还公司债务。

“镇江国有投资控股集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第二期）”（债券简称“19 镇投 03”，债券代码“155292.SH”），发行规模 10.00 亿元，票面年利率 6.00%；期限为 3 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。“19 镇投 03”于 2019 年 4 月 1 日发行结束，并于 2019 年 4 月 10 日起在上海证券交易所挂牌交易。公司已于 2020 年 4 月 1 日支付“19 镇投 03”第一年的利息 6,000.00 万元。截至 2019 年 5 月底，“19 镇投 03”募集资金已全部使用完毕，主要用于偿还公司债务。

“镇江国有投资控股集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第四期）”（债券简称“19 镇投 05”，债券代码“155839.SH”），发行规模 10.00 亿元，票面年利率 6.30%；期限为 3 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。“19 镇投 05”于 2019 年 11 月 25 日发行结束，并于 2019 年 11 月 29 日起在上海证券交易所挂牌交易。截至 2020 年 5 月底，“19 镇投 05”募集资金已全部使用完毕，主要用于偿还公司债务。截至本报告出具日，“19 镇投 05”尚未到第一个付息日。

“镇江国有投资控股集团有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）（疫情防控债）”（债券简称“20 镇投 G1”，债券代码“163308.SH”），发行规模 9.90 亿元，票面年利率 5.66%；期限为 3 年。“20 镇投 G1”于 2020 年 3 月 19 日发行结束，并于 2020 年 3 月 26 日起在上海证券交易所挂牌交易。截至 2020 年 5 月底，“20 镇投 G1”募集资金已全部使用完毕，主要用于偿还公司债务和补充医用运输设备生产制造所需的流动资金。截至本报告出具日，“20 镇投 G1”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

1．食醋行业

食醋属于调味品行业的子行业，2019年，调味品生产规模保持增长；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。

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。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15.00%。根据中国产业信息网数据显示，2019年中国调味品总产量为1,646.00万吨，较上年增长7.44%。

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，中国汽车行业景气度持续下行，汽车经销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2,136万辆和2,144.4万辆，同比减少9.20%和9.60%，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2,578万辆，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108.60万辆，同比下降2.00%；进口车销售83.80万辆，同比下滑1.80%，进口量和销售量降幅相比2018年分别减少6.80和3.80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．区域经济分析

2019年，镇江市区域经济实力不断增强，产业结构持续优化，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4,127.3亿元，按可比价计算较上年增长5.8%，其中第一产业增加值140.2亿元，较上年下降0.6%；第二产业增加值2,004.8亿元，较上年增长4.9%；第三产业增加值1,982.3亿元，较上年增长7.2%。人均地区生产总值12.90万元，较上年增长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，较上年增长1.8%。其中税收收入239.01亿元，较上年下降0.9%；非税收入67.84亿元，较上年增长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。

四、管理分析

跟踪期内，公司主要管理制度延续以往，董事会、监事会和管理层人员无重大变动，管理运作良好。

五、经营分析

1．经营概况

2019 年，公司主营业务板块较多，由于低毛利的汽车板块和物资能源板块业务规模扩大，公司营业收入同比大幅增长，但综合毛利率水平有所下降。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司收入规模和综合毛利率均有所下降。

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，2019 年，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%，主要系汽车贸易收入和物资能源收入增加所致。

公司业务板块较为多元化，2019 年，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，平行进口车销量保持增长，带动公司汽车业务收入同比增长 55.55%至 29.71 亿元，在营业收入中的占比上升了 2.57 个百分点至 26.85%。由于镇江市京口石油有限责任公司（以下简称“京口石油”）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 年公司物资能源业务收入同比增长 5.19 倍至 25.25 亿元，在营业收入中的占比上升了 17.63 个百分点至 22.82%。2019 年，酱醋调味品业务实现收入 22.91 亿元，较上年增长 47.05%；剔除包装物收入重分类影响后，酱醋调味品板块收入仍保持增长；在营业收入中的占比较上年略有提升。2019 年，道路桥梁建设板块实现收入 8.53 亿元，较上年增长 24.89%，主要系当期工程收入结转增加所致；在营业收入中的占比较上年略有下降。纸制品及其他业务收入占比较小，对营业收入影响不大。

表 1　2017－2020 年一季度公司营业收入构成及毛利率情况（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：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

2019 年，公司综合毛利率为 12.44%，同比下降 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，2019 年，酱醋调味品毛利率较为稳定，为 42.70%；纸制品毛利率同比上升 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，毛利率同比下降 6.76 个百分点至 5.73%；汽车业务毛利率下降至 3.94%，平行进口车业务盈利空间较小。

2020 年 1－3 月，受新冠肺炎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的生产及订单承接已全面恢复。同期，汽车收入同比小幅增长；物资能源业务由于合并京口石油，其收入同比大幅增长。毛利率方面，2020 年 1－3 月，公司综合毛利率为 10.96%，化工板块出现亏损，物资能源板块和汽车板块毛利率下降较多，其他板块毛利率变动不大。

2．酱醋调味品

2019 年，恒顺醋业保持醋业龙头地位，收入及利润总额均保持增长态势，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%。

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 2　2017－2020 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	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1-3 月	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
粮食	94,087.00	0.68	90,973.00	0.69	97,341.00	0.68	25,293.00	0.69
玻璃瓶	29,581.00	0.56	29,018.00	0.56	31,049.00	0.57	8,212.00	0.57
瓶盖	28,439.00	0.13	27,877.00	0.13	29,828.00	0.13	8,036.00	0.13
包装箱	2,103.00	3.31	2,065.00	3.31	2,209.00	3.31	601.00	3.30

资料来源：公司提供

2019 年，恒顺醋业采购方式未发生重大变化，仍采取招标采购、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 3　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	8,615.86	8.55	是
供应商二	6,692.47	6.64	是
供应商三	2,663.81	2.64	否
供应商四	2,590.75	2.57	否
供应商五	2,429.82	2.41	是
合计	**22,992.72**	**22.83**	--

资料来源：公司提供

2019 年，恒顺醋业采取“以销定产”的生产模式，在保证合理的半产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，主导产品黑醋的产能和产量均保持在 30 万吨/年。

表 4　2017－2019 年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“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，恒顺醋业前五大客户保持稳定，前五大客户销售额合计2.54亿元，占其营业收入的比重为13.88%，集中度较低。

表5　2019年恒顺醋业前五大客户销售情况（单位：万元、%）

客户名称	销售额	占营业收入比重	是否关联方
客户一	10,697.00	5.84	否
客户二	6,487.33	3.54	否
客户三	3,361.74	1.83	否
客户四	2,532.12	1.38	否
客户五	2,345.44	1.28	是
合计	**25,423.63**	**13.88**	**--**

资料来源：公司提供

3．汽车

2019年，由于低毛利的平行进口车业务规模扩大，公司汽车板块收入规模大幅增长，但传统冷藏车及商用车改造业务产销率变化不大，其运营主体飞驰汽车仍处于亏损状态。

汽车板块由全资子公司镇江飞驰汽车集团有限责任公司（以下简称“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。

由于天津车驰运营的平行进口车业务快速发展，使得公司汽车板块收入规模大幅增长，2019年，公司汽车板块收入同比增长55.55%至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。2017年以来，天津车驰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3,953辆，同比增长83.95%，主要系公司本部自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、垫税利息和押汇利息差等。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4,000辆/年冷藏保温车和1,000辆军品及特种车产业化扩能项目，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，订单量不断下降；商务车亦受汽车市场需求下降影响销量大幅下降，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6　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	1,081	1,070	662	580	655	570
厢式车	210	306	474	306	453	404
特种车	30	30	193	46	259	285
合计	**1,786**	**2,358**	**1,746**	**1,920**	**2,021**	**2,016**

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

4．纸制品

2019 年，公司纸制品产销率均有所增长，产能利用率和产销率处于较高水平；纸浆价格下降一定程度上缓解了公司成本控制压力，毛利率水平有所提升。

公司造纸收入主要来自全资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 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 4,170 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，2019 年，大东纸业纸制品总产能提升为 13.00 万吨/年；纸制品产量同比增长 11.93%至 12.69 万吨，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、白牛皮纸和薄页包装纸已成为可口可乐、麦当劳、和路雪、统一和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增至 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 6,495.00 元/吨，同比下降 4.67%。

表 7　2017－2019 年大东纸业纸制品销售情况（单位：万吨、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	28,995.00	5,845.00	5,964.00	6,483.00	17,554.00	6,394.00
淋膜纸	20,135.00	8,081.00	18,426.00	7,564.00	25,207.00	6,349.00
税票纸	8,021.00	8,391.00	6,515.00	7,824.00	7,437.00	7,926.00
文化用纸	26,560.00	6,207.00	27,689.00	6,248.00	25,084.00	5,812.00
其他	24,903.00	6,311.00	46,548.00	6,753.00	37,360.00	7,005.00
合计	**108,614.00**	**6,643.00**	**105,142.00**	**6,813.00**	**112,641.00**	**6,495.00**

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。纸制品结算方式主要为银行承兑汇票和现款，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、麦当劳等品牌的供应商，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等。

5．化工业务

跟踪期内，公司转让持续亏损的太白集团股权，在一定程度上减轻公司经营负担；江苏东普受化工企业安全检查及环保监管限产影响大，净利润亏损。

公司化工产品业务来自子公司江苏太白集团有限公司（以下简称“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，为工业园区内的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，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。近年来钛白粉行业产品同质化，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、江苏索普化工股份有限公司等化工企业。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，净利润出现亏损。

6．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 100.00%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，具体由子公司江苏镇江路桥工程有限公司（以下简称“路桥公司”）负责。路桥公司成立于 1989 年，以路面、路基和桥梁等公路建设为主营业务，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。

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。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。

7．其他业务

跟踪期内，公司其他业务包括能源贸易、房地产以及改革专项资金管理等，其他业务开展情况良好，对公司营业收入形成良好补充。

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，作为物资能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 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，京口石油前五大供应商和前五大客户的集中度很高，分别为 74.78%和 76.50%。

公司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。2017－2019 年，公司改革资金筹集额分别为 0.84 亿元、0.69 亿元和 0.92 亿元，改革资金支出额分别为 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）），公司负责镇江市旧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 8　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

8．重大事项

2020 年 3 月，公司将路桥公司 100.00%股权转出。路桥公司在公司合并层面的占比较小，其股权转让对公司经营影响较小。

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 100.00%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。

截至 2019 年底，路桥公司资产总额 24.96 亿元（占公司资产总额的比例为 4.39%），净资产 1.71 亿元（占公司净资产的比例为 0.69%），2019 年实现营业收入 8.53 亿元（占公司营业收入的比例为

7.71%），净利润-0.15 亿元。整体看，路桥公司股权转让对公司经营业绩影响较小。

9．未来发展

公司将自身发展定位于国有资本投资运营集团，发展目标较为切实可行。

未来几年内，公司将按照镇江市政府和镇江市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；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。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2019 年度合并财务报表已由中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留审计意见。2020 年一季度财务数据未经审计。公司审计报告按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定编制。

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（京口石油），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 年底减少路桥公司。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 569.13 亿元，负债合计 322.92 亿元，所有者权益（含少数股东权益）246.21 亿元，其中归属于母公司所有者权益 227.09 亿元。2019 年，公司实现营业收入 110.65 亿元，净利润（含少数股东损益）5.92 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 3.88 亿元；经营活动产生的现金流量净额 14.03 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.35 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 590.72 亿元，负债合计 347.86 亿元，所有者权益（含少数股东权益）242.86 亿元，其中归属于母公司所有者权益 223.43 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 21.40 亿元，净利润（含少数股东损益）-1.49 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 -1.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.61 亿元，现金及现金等价物净增加额 20.10 亿元。

2．资产质量

截至 2019 年底，公司资产规模保持增长，流动资产中其他应收款占比较大且账龄较长，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，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 88.69%，1~2 年的占 2.93%，2~3 年的占 1.33%，3 年以上的占 7.05%，账龄较短。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。

截至 2019 年底，公司其他应收款 96.73 亿元，较上年底增长 14.01%，主要系应收镇江市汽车产业投资有限公司（以下简称“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%。截至 2019 年底，其他应收款前五名欠款具体情况为：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 亿元支持性资金，主要用于支持北汽新能源项目在镇江落地后的生产基地建设及设备采购。②应收镇江市财政局 23.36 亿元，主要系公司代镇江市政府垫付的破产企业改革专项资金。③应收镇江城市建设产业集团有限公司（以下简称“镇江城投”）12.33 亿元，主要系原应收江苏索普（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，主要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%。公司对其他应收款共计计提坏账准备 3.07 亿元，计提比例为 13.85%。

表 9　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	占其他应收款比例总额比例	2020 年回款计划安排	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，以减少关联企业对公司营运资金的占用。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镇江市丹徒区建祥水利工程投资有限公司的在建项目。公司已对存货中的库存商

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份有限公司（以下简称“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合计 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）和江苏银行股份有限公司（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（占 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 21,000.00 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 1,163.14 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 2.46%；固定资产成新率为 65.51%，成新率一般。

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所致；应收账款较上年底下降 59.22%，主要系路桥公司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 6,500 万股（质押比率为 49.35%）；恒顺集团持有的恒顺醋业股票中，5,200 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 亿元土地资产已质押用于取得抵押贷款。

表 10　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	334,696.51	保证金
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	16,932.00	中国太保 600 万股股权质押
可供出售金融资产	39,065.00	江苏银行 6,500 万股股权质押
无形资产	3,679.00	大东纸业土地资产质押
子公司股权	54,800.00	恒顺醋业股权质押
合计	**449,172.51**	--

资料来源：公司提供

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至 2019 年底，公司负债规模小幅增长，仍以流动负债为主；债务负担有所加重，债务结构有待调整，且集中偿付压力大。

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。

流动负债

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。

表 11　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	40,250.00	10.96
索普集团	20,000.00	5.45
镇江建工建设集团有限公司	14,000.00	3.81
精功镇江汽车制造有限公司	10,000.00	2.72
镇江市丹徒区建设投资有限公司	10,000.00	2.72
合计	**94,250.00**	**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，主要系公司发行的（超）短期融资券规模大幅增长所致。

非流动负债

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%，以长期借款和应付债券为主。其中，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 2019 年底，公司全部债务 247.81 亿元，较上年底增长 18.10%，其中短期债务和长期债务分别占 69.65%和 30.35%，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 50.16%；长期债务资本化比率降至 23.40%。

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%。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 211.54 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 59.28%和 40.72%。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%、50.98%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，集中偿付压力大。

表 12　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

（2）所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益规模保持稳定，所有者权益稳定性尚可。

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），规模及构成均变动不大。

4．盈利能力

2019 年，公司营业收入大幅增长，但期间费用对营业利润侵蚀严重，非经常性损益对利润贡献很大，主业盈利能力有待提升。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司利润总额出现亏损。

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 9.76%，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，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；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 12.44 亿元，占公司利润总额的 190.90%，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上升，分别为 3.22%和 2.44%，公司整体盈利能力仍较弱。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 21.40 亿元，同比增长 3.74%；利润总额亏损 1.35 亿元。

5．现金流

2019 年，公司经营获现能力较强，经营活动现金净流量保持增长；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。但考虑到公司到期债务集中度高，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量为 155.92 亿元，同比增长 48.60%；经营活动现金流出量为 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，主要为公司与联营公司间的往来款。综上，2019 年公司经营活动现金流量净额为 14.03 亿元。从收现质量看，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现金净流出 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，公司筹资活动产生的现金流量净额为 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 年偿还债务支付的现金为 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降，分别为 1.17 倍和 0.76 倍。截至 2019 年底，公司现金短期债务比为 0.35 倍，较上年底变化不大，现金类资产对短期债务的保障程度一般。考虑到公司其他应收款和存货规模较大，资产流动性弱，且公司短

期债务规模大，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，较上年增长 11.13%；从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 12.76%）、计入财务费用的利息支出（占 48.79%）、利润总额（占 34.26%）构成。2019 年，公司 EBITDA 全部债务比和 EBITDA 利息倍数分别为 0.08 倍和 2.05 倍。公司长期偿债能力偏弱。考虑到公司作为镇江市国资委直属产业投融资平台，区域重要性突显，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，其中未使用额度 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，同期公司所有者权益 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（以下简称“丹徒建投”）下属子企业的担保 19.17 亿元，公司与镇江城投、索普集团、丹徒建投等地方国有平台公司形成互保关系。尽管丹徒建投为镇江市丹徒区财政局全资子公司，公司仍面临一定的代偿风险。

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了良好的流动性支持。

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之间的往来款；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。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2020年3月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和应收票据）为97.75亿元，为“18镇投01”“19镇投01”“19镇投03”“19镇投05”和“20镇投G1”待偿本金（35.00亿元）的2.79倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度较高；截至2020年3月底，公司净资产为242.86亿元，为上述债券待偿本金（35.00亿元）的6.94倍，公司净资产对债券本金的保障能力很强。

从盈利情况来看，2019年，公司EBITDA为19.02亿元，为上述债券待偿本金（35.00亿元）的0.54倍，公司EBITDA对债券本金的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，2019年，公司经营活动产生的现金流入为155.92亿元，为上述债券待偿本金（35.00亿元）的4.45倍，公司经营活动产生的现金流入对债券本金的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为镇江市重要的产业投融资和国有资产经营管理主体，主要业务板块经营稳健，受到政府的支持力度较大等因素，联合评级认为，公司对“18镇投01”“19镇投01”“19镇投03”“19镇投05”和“20镇投G1”的偿还能力仍属很强。

八、综合评价

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，汽车业务和物资能源业务成为公司新的收入增长点。同时，联合评级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、债务负担较重且存在集中兑付压力以及对外担保规模大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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；随着中国疫情得到控制，目前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建项目的竣工投产，公司整体竞争实力有望得到提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；同时维持“18 镇投 01”“19 镇投 01”“19 镇投 03”“19 镇投 05”和“20 镇投 G1”的信用等级为 AA+。

附件 1　镇江国有投资控股集团有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
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	119.27	172.59	166.37
长期债务（亿元）	79.81	90.56	75.22	86.16
全部债务（亿元）	194.88	209.83	247.81	252.54
营业收入（亿元）	74.63	78.66	110.65	21.40
净利润（亿元）	4.43	5.20	5.92	-1.49
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
应收账款周转次数（次）	3.63	4.02	1.73	--
存货周转次数（次）	1.48	0.89	0.96	--
总资产周转次数（次）	0.16	0.15	0.20	0.04
现金收入比率（%）	120.34	114.20	115.19	96.08
总资本收益率（%）	2.66	3.09	3.22	--
总资产报酬率（%）	2.50	2.83	2.86	--
净资产收益率（%）	1.86	2.17	2.44	-2.44
营业利润率（%）	15.48	15.47	11.85	-0.26
费用收入比（%）	20.13	22.14	17.28	18.62
资产负债率（%）	50.81	55.27	56.74	58.89
全部债务资本化比率（%）	44.85	46.75	50.16	50.98
长期债务资本化比率（%）	24.98	27.48	23.40	26.19
EBITDA 利息倍数（倍）	1.59	1.42	2.05	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.08	0.08	--
流动比率（倍）	1.32	1.30	1.17	1.20
速动比率（倍）	1.05	0.80	0.76	0.83
现金短期债务比（倍）	0.29	0.35	0.35	0.59
经营现金流动负债比率（%）	5.61	3.30	5.70	1.40
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.41	0.49	0.54	--

注：1．本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2．本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3．本报告将其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息债务纳入相关债务指标核算；4．2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；5．EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本次-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本次/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
长期债务=长期借款+应付债券
短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
全部债务=长期债务+短期债务
EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。