

信用评级公告

联合〔2021〕473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及其拟公开发行的 2021 年公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定镇江国有投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，镇江国有投资控股集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AA⁺，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：



李 昂

二〇二一年一月十九日

镇江国有投资控股集团有限公司

2021年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期债券信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对镇江国有投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“镇江国控”）的评级反映了公司作为镇江市重要的产业投融资和国有资产经营管理主体，在镇江市经济发展中具有重要地位。公司业务多元化，下属子公司江苏恒顺醋业股份有限公司（以下简称“恒顺醋业”）品牌优势明显。近年来，公司持续获得镇江市政府给予的补助支持，资产和收入规模逐年增长，经营活动现金流保持净流入。同时，联合资信也关注到公司其他应收款和存货对运营资金形成较大占用、债务负担较重且集中偿付压力大、主业盈利能力较弱、利润对非经营性损益依赖度很高以及对外担保规模较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着公司产业结构的不断完善，公司整体竞争实力有望提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期债券到期不能偿还的风险很低。

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 10 亿元（含）

本期债券期限：5 年期，在债券存续期第 2 年末、第 4 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：归还到期债务

评级时间：2021 年 1 月 19 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

本次评级模型打分表及结果：

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

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

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，能够持续获得政府补贴收入。2017—2019 年，公司获得的政府补助分别为 2.12 亿元、5.80 亿元和 2.00 亿元，占利润总额的比重分别为 40.90%、96.52%和 30.70%，对公司利润形成重要补充。
2. **多元化经营，经营风险分散。**公司已形成包括酱醋调味品、纸制品、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。**公司下属上市公司恒顺醋业为国内唯一的食醋行业上市企业，行业地位突出、品牌知名度高、销售渠道完善。2017—2019 年，以恒顺醋业为核心的酱醋调味品板块的毛利率波动上升，分别为 34.48%、44.61%和 42.70%。
4. **公司持有较多优质股权资产，可提供良好的流动性支持。**截至 2020 年末，公司通过控股子公司恒顺集团持有恒顺醋业 44.63%的股权。此外还持有镇江交投、中国太保及

分析师：刘丽红 李敬云
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

江苏银行等股权资产。上述股权较大比例未被质押，可为公司提供良好的流动性支持。

关注

1. **主业盈利能力较弱，利润对非经常性损益依赖很大，且面临原材料价格波动风险。**2017—2019年，公司总资本收益率分别为2.58%、2.91%和3.06%，非经营性损益对利润贡献很大。公司酱醋调味品、纸质品以及化工等板块持续面临原材料价格波动风险。
2. **公司资产流动性弱，资产质量一般。**2017—2019年末，公司存货和其他应收款占流动资产的比例合计为71.52%、70.59%和68.56%，占比较大，对流动资金占用明显。
3. **公司债务负担较重，以短期债务为主，集中偿付压力大。**2017—2019年末，公司全部债务资本化比率为44.85%、49.11%和50.41%，短期债务分别占59.05%、60.74%和69.95%。截至2020年末，公司存续债券余额为115.17亿元，其中将于一年内到期/行权的债券本金为66.27亿元（按行权日计算），存在集中兑付压力。
4. **对外担保规模较大。**截至2020年9月末，公司对外担保余额为93.15亿元，担保比率为38.00%，面临一定的或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
现金类资产(亿元)	24.88	23.94	38.34	69.32
资产总额(亿元)	487.18	534.44	569.13	585.42
所有者权益(亿元)	239.65	239.05	246.21	245.15
短期债务(亿元)	115.07	140.14	175.07	174.65
长期债务(亿元)	79.81	90.56	75.22	110.21
全部债务(亿元)	194.88	230.70	250.29	284.86
营业收入(亿元)	74.63	78.66	110.65	73.80
利润总额(亿元)	5.18	6.01	6.52	2.61
EBITDA(亿元)	14.46	17.11	19.02	/
经营性净现金流(亿元)	9.27	6.68	14.03	21.64
营业利润率(%)	15.48	15.47	11.85	9.25
净资产收益率(%)	1.85	2.17	2.40	/
资产负债率(%)	50.81	55.27	56.74	58.12
全部债务资本化比率(%)	44.85	49.11	50.41	53.75
流动比率(%)	132.05	130.21	116.94	130.53
经营现金流动负债比(%)	5.61	3.30	5.70	/
现金短期债务比(倍)	0.22	0.17	0.22	0.40
EBITDA 利息倍数(倍)	1.59	1.42	2.05	/

全部债务/EBITDA(倍)	13.47	13.48	13.16	/
公司本部				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额(亿元)	382.19	395.57	436.56	469.27
所有者权益(亿元)	232.16	231.42	236.97	235.52
全部债务(亿元)	101.78	89.31	99.89	190.17
营业收入(亿元)	2.06	1.70	9.23	6.88
利润总额(亿元)	3.57	3.81	3.89	1.84
资产负债率(%)	39.25	41.50	45.72	49.81
全部债务资本化比率(%)	30.48	27.85	29.65	44.67
流动比率(%)	132.25	142.04	119.75	141.43
经营现金流动负债比(%)	3.08	-1.48	3.93	/

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径及母公司其他流动负债和其他应付款中的有息债务已调整至短期债务，长期应付款和其他非流动负债中有息债务已调整至长期债务；4. 合并口径现金类资产已剔除使用受限部分；5. 2020 年 1-9 月财务数据未经审计，相关指标计算未年化

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2020/12/2	刘伟垣 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
AA ⁺	稳定	2017/6/27	杨世龙 杨婷	工商企业信用评级方法（2015 年）	--

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

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

WJ m (v

李敬云

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 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

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“镇江国控”）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 47 号常务会议纪要批准设立的全民所有制企业，主管部门为镇江市财政局，初始注册资金 50 万元。1999 年，镇江市财政局增加公司注册资金至 5000 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集团有限公司；2014 年 11 月，公司变更为现名。此后历经多次增资，截至 2020 年 9 月末，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 2020 年 9 月末，公司本部设有办公室、金融事业部、纪检监察室、资产管理部、发展部、财务部、人力资源部、审计部和法务部 8 个部门（详见附件 1-2）。截至 2020 年 9 月末，公司纳入合并范围的子公司为 18 家，其中江苏恒顺集团有限公司（以下简称“恒顺集团”）控股上市公司江苏恒顺醋业股份有限公司（股票简称“恒顺醋业”，股票代码“600305.SH”）。截至

2020 年末，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 2019 年末，公司（合并）资产总额为 569.13 亿元，所有者权益合计 246.21 亿元（其中少数股东权益 19.12 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 110.65 亿元，利润总额 6.52 亿元。

截至 2020 年 9 月末，公司（合并）资产总额为 585.42 亿元，所有者权益合计 245.15 亿元（含少数股东权益 19.52 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 73.80 亿元，利润总额 2.61 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。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“镇江国有投资控股集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模为不超过 10.00 亿元（含），期限为 5 年期，在债券存续期第 2 年末、第 4 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

本期债券面向专业投资者发行，面值 100.00 元，按面值平价发行。本期债券为固定利率，票面利率由公司和本期债券管理人按照发行时网下询价簿记结果共同协商确定。本期债券票面利率采取单利按年计息，利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金在扣除发行费用后拟用于归还到期债务。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017 - 2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

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. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；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

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增

加。固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。

2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。**进出口逐季回稳，出口韧性较强。**2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美

元,同比下降3.1%。一至三季度,我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和8.8%,呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升,工业生产逐季回升。

截至2020年9月下旬,有73.2%的企业达到正常生产水平八成以上,较6月中旬上升4.8个百分点,部分企业持续满负荷生产,规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9月,规模以上工业增加值累计同比增长1.2%;分季度看,一季度下降8.4%,二季度增长4.4%,三季度增长5.8%。1—9月工业企业利润总额同比下降2.4%,较1—3月下降36.7%、1—6月下降12.8%的降幅大幅收窄。

CPI涨幅回落, PPI降幅收窄。2020年前三季度, CPI累计同比上涨3.3%,涨幅较上半年回落0.5个百分点,食品价格涨幅回落是其主要原因; PPI累计同比下降2.0%,降幅较上半年扩大0.1个百分点,生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下,市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降, M2增速有所回落。

2020年9月末,社会融资规模存量280.1万亿元,较上年同期增长13.5%,较上年末增幅(10.7%)显著提高,为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看,前三季度累计新增社会融资规模29.6万亿元,比上年同期多增9.0万亿元。分季看,一、二、三季度社融增量分别为11.1万亿元、9.8万亿元和8.8万亿元,呈逐季下降的趋势,其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点,显示货币政策在回归常态。货币供应量方面,9月末M2余额216.4万亿元,较上年同期增长10.9%,较6月末增速(11.1%)略有下降。同期M1余额60.2万亿元,较上年同期增长8.1%,较6月末同比增速(6.5%)继续加快,表明经济活跃度上升,消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

2020年前三季度,全国一般公共预算收入14.1万亿元,同比下降6.4%,降幅较二季度(10.8%)

有所收窄。其中税收收入11.9万亿元,同比下降6.4%;非税收入2.2万亿元,同比下降6.7%。同期全国政府性基金收入5.5万亿元,同比增长3.8%,较前二季度(-1.0%)转为正增长。2020年前三季度全国一般公共预算支出17.5万亿元,同比下降1.9%,降幅比二季度(5.8%)显著缩小。其中中央本级累计支出2.5万亿元,同比下降2.1%;地方本级累计支出15.1万亿元,同比下降1.9%。从支出结构看,前三季度社会保障与就业支出(2.6万亿元)、卫生健康支出(1.4万亿元)、农林水支出(1.6万亿元)和债务付息支出(7351.0亿元)为正增长,其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020年前三季度公共财政收支缺口3.4万亿元,较二季度缺口(2.0万亿元)继续扩大,主要是受到疫情冲击,财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓,城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020年前三季度,在服务业和制造业逐步恢复,中小微企业经营持续改善的作用下,就业压力有所减缓。9月城镇调查失业率5.4%,较6月(5.7%)略有回落,就业形势较疫情初期有所好转,但国内外环境复杂严峻,企业用工需求偏弱,总体就业形势仍然较为严峻。2020年前三季度,城镇居民人均可支配收入3.3万元,比上年同期名义增长2.8%,名义增速比上半年回升1.3个百分点;扣除价格因素的实际增速为-0.3%,降幅较上半年(2.0%)大幅收窄,为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展,以“六稳”“六保”为中心,促进经济恢复,逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费,增加有效投资。2020年前三季度,全国实现减税降费累计2.09万亿元。其中,新增减税降费1.37亿元,翘尾新增减税降费7265亿元,对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020年前三季度,全国

累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月末，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大

循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社融规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集

性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及GDP增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%，较三季度收窄4个百分点；从主要发达经济体制造业PMI来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业及区域环境分析

1. 食醋行业

(1) 行业概况

食醋行业区域特征明显，地方品牌居多，同时行业集中度较低，整合空间较大。

醋是一种发酵后产生的酸味调味剂，多由大米、高粱、玉米、小麦、糖类和酒类发酵而成。我国是食醋生产和消费大国，酿醋历史悠久，中国四大名醋有山西老陈醋、镇江香醋、阆中保宁醋和福建永春老醋。由于不同地区食醋生产原料及制作工艺不同，口味差别较大，区域消费者习惯了原有口味之后，往往会产生惯性消费，因而使得目前食醋产品具有较强的区域分布特征，如镇江香醋主要在华东地区分布较多，山西老陈醋在山西及周边区域较多，而保宁醋则主要集中于四川地区。此外，根据不同的风味和功能，醋可以分为烹调型、佐餐型、保健型和饮料型等系列。目前，食醋产业已成为调味品行业支柱产业之一，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。近年来，我国食醋行业发展迅速，且多数省份均有自己的区域强势品牌，区域限制明显，品牌众多且集中

度较低。以食醋行业龙头恒顺醋业为例，其在全国市场的占有率仅为5%左右。

表2 国内主要食醋情况

品牌	产地	主要原料	代表企业
山西老陈醋	山西	高粱	山西水塔老陈醋股份有限公司
镇江香醋	江苏	糯米	恒顺醋业
阆中保宁醋	四川	麸皮、大米等	四川保宁醋有限公司
福建永春老醋	福建	糯米、红曲等	永春老醋责任有限公司

资料来源：联合资信根据公开资料整理

(2) 行业上下游

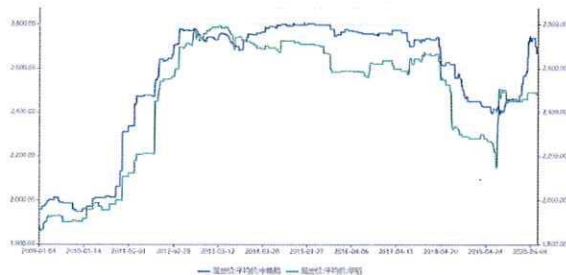
近年来，我国稻谷供应整体偏宽松，食醋行业下游需求平稳增长。

大米与高粱是食醋生产所需的主要原材料，占产品生产成本的50%左右，其价格波动对行业内企业的生产成本和经营业绩有一定的影响。稻谷是我国最主要的粮食作物之一，我国水稻的播种面积约占粮食作物总面积的1/4，产量约占全国粮食总产量的1/2。我国水稻主要产地为华南双季稻稻作区、华中双季稻稻作区、西南高原单双季稻稻作区、华北单季稻稻作区、东北早熟单季稻稻作区和西北干燥区单季稻稻作区。

水稻根据其播种期、生长期和成熟期的不同，可以分为早稻、中稻和晚稻，从下图可以看出，2011年和2012年，我国各类稻的价格均出现大幅增长，主要系为保护农民种粮积极性，政府两次大幅提高稻谷最低收购价所致。2013年之后，稻谷价格在高位波动，最低收购价格保持稳定。2018年2月，国家发改委公布了2018年生产的早籼稻、中晚籼稻和粳稻最低收购价格，分别为每50公斤120元、每50公斤126元和每50公斤130元，较2017年分别下调了10元、10元和20元。2019年2月，国家发改委通知2019年生产稻谷最低收购价格保持2018年水平不变，使得2019年上半年的水稻价格处于近5年来的较低水平。在我国稻谷供应整体偏宽松的环境下，2019年下半年稻谷价格上涨主要系受临储水稻拍卖时间后延的影响。2020年2月，国家发改委小幅上调了2020年生产稻谷的最低收购价格，带动稻谷价格有所回升。整体看，我国稻谷供应整体偏宽

松。

图 1 2009 年以来国内早稻及中晚稻价格情况
(单位: 元/吨)



资料来源: Wind

食醋行业下游消费领域主要有餐饮消费、家庭消费和食品工业等。餐饮消费方面, 2017—2019年, 按不变价格计算, 全国住宿和餐饮业生产总产值增长率大致在9.00%上下, 增速整体稳健。家庭消费方面, 居民家用酱醋产品受经济波动

影响较少, 抗周期能力较强。食品加工方面, 2019年, 我国食品制造业实现营业收入1.91万亿元, 同比增长4.20%, 发展较平稳。未来随着民众消费升级, 我国食醋行业将进一步产业化、规模化和品牌化发展。

(3) 行业政策

近年来, 我国通过发布一系列法律法规, 对食品的生产及运营进行规范, 有助于食醋行业的健康有序发展。

食醋行业属于食品行业的细分子行业, 其发展受食品行业相关政策影响较大, 近年来, 我国出台的与食品行业相关的法律法规集中在网络餐饮监管、禁止虚假宣传与食品安全制度完善等方面, 为行业发展提供了良好的政策环境。

表 3 2017 年以来食醋行业相关政策

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
《国民营养计划(2017—2030年)》	国务院办公厅	完善营养法规政策标准体系, 加强营养能力建设, 强化营养和食品安全监测与评估, 发展食物营养健康产业, 大力发展传统养服务, 加强营养健康基础数据共享利用	2017 年 6 月
《关于加强食品安全谣言防控和治理工作的通知》	国务院食品安全办	通过主动公开政务信息、加强动态监测、及时组织辟谣、加强食品安全信息发布管理措施, 营造科学健康的消费环境, 加强食品安全谣言防控和治理工作	2017 年 7 月
《关于印发食品、保健食品欺诈和虚假宣传整治方案的方案的通知》	国务院食品安全办	进一步加强对食品、保健食品生产、经营(进口)行为的监管, 强化企业守法诚信意识, 严厉打击违法违规行为, 切实保障消费者合法权益和消费安全	2017 年 7 月
《网络餐饮服务食品安全监督管理办法》	国家食品药品监督管理总局	加强网络餐饮服务食品安全监督管理, 规范网络餐饮服务经营行为, 保证餐饮服务食品安全, 保障公众身体健康	2017 年 11 月
《关于深化改革加强食品安全工作的意见》	中共中央、国务院	建立食品安全现代化治理体系, 提高从农田到餐桌全过程监管能力, 提升食品全链条质量安全保障水平	2019 年 5 月

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

(4) 行业关注

行业集中度较低。食醋行业规模较小且具有较强的区域性, 四大名醋仅在各自的主产地呈现主流消费趋势, 没有形成全国性的大企业, 小而散是整个行业的特点。小作坊式食醋企业遍布全国各地, 仅山西省就分布大小不等的近千家醋厂, 分布广且规模较小的醋企在抵御市场风险方面的能力较弱并缺乏足够的竞争力。

区域内竞争激烈。由于食醋行业技术门槛不高, 食醋生产厂商众多, 四大名醋除代表性企业外仍有较多醋企生产同种产品。进一步结合其区域特征, 我国食醋行业区域市场竞争激烈。

科研投入不足。我国食醋生产历史久远, 但

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。

(5) 未来发展

未来食醋产品将逐步丰富并向高端化发展, 行业将随着“互联网+”的不断发展而变革升级, 行业集中度有望逐步提升。

调味品属于居民生活必需品, 是一种刚性需求, 对于宏观经济环境的依赖度较低。随着消费的不断升级, 调味品表现出向高档化发展的

趋势,中高档调味品市场容量在进一步扩大,因此食醋行业未来将逐渐向高端市场发展,醋作为非盐调味品,具有降血压、降血脂、软化血管、消除疲劳的功效,醋产品逐渐向养生保健的方向发展。此外,“互联网+”使传统的经销模式收到冲击,中间环节受到威胁,并使厂商边界更加模糊,形成垂直体系。餐饮、家庭消费模式以及O2O新型互联网模式引导购买行为多样化,促进食醋行业的变革与升级。同时,随着现代化制醋技术的不断发展,行业壁垒逐渐减小,资本市场开始关注并进入食醋行业,未来随着资本的接入以及品牌集中度的提高,食醋行业的集中度有望提升。

2. 汽车经销行业

(1) 行业概况

汽车经销行业处于整个汽车产业链的下游,受到整车制造厂商较大的制约,议价能力较弱;汽车经销存在一定的地域性和品牌定位,采购过程中资金占用较为严重。

汽车经销行业处于整个汽车产业链的下游,是汽车产业链中与终端用户对接最紧密的环节。汽车工业作为拉动中国经济增长的重要力量之一,经历了早期的快速增长阶段之后,近年来进入了品牌竞争日益激烈、销量增速放缓甚至出现负增长的阶段,整个产业链的经营压力加大。2019年,我国汽车产销分别完成2572.1万辆和2576.9万辆,同比分别下降7.5%和8.2%。

图2 2009-2019年我国汽车产销量情况
(单位:万辆、%)



资料来源: Wind

行业经营模式方面,国内各大经销商均有自身根植的区域,存在着较强的地域性特征和

一定的品牌定位,主要包括以广汇汽车为代表的全线品牌型,国机汽车、中升集团为代表的中高端品牌型,利星行为代表的单一品牌型,物产元通为代表的本地主力型等。规模较大的经销商集团在人才培养、品牌知度和地区市场资源整合等方面具备竞争实力。由于在整车及零配件采购时,经销商一般需要全额支付价款,资金占用压力较大,具备规模效益的经销商在市场和信贷环境波动的情况下,能够体现出更强的抗风险能力,行业整合将成为未来的发展趋势。

汽车经销商盈利来源主要为汽车购销差价及厂商返利。近年来,由于整车厂商根据上年销量增速制定了较高的销量指标,汽车经销商为了获得厂商返利超负荷拿车,但受经济环境和市场增长乏力的影响,当期的汽车市场销量增速进一步下降,为保障销售指标的完成和库存去化,市场中出现价格倒挂现象,经销商利润空间被进一步压缩。

(2) 上下游情况

汽车经销上游制造领域集中度较高,在品牌、产品议价等方面占据优势地位。人均可支配收入的提高和公路基础设施的改善,将有助于汽车经销行业的下游需求增长。但由于国内经济增长趋缓、消费信心不足,2019年,我国汽车经销行业的经营压力加大。

汽车制造行业是典型的规模经济行业,规模和协同效应明显。近年来,汽车制造行业集中度不断提高,具有规模优势的企业竞争力不断增强。根据乘用车市场信息联席会公布的乘用车销量快报,2019年我国乘用车批发销量达2110.3万辆,同比下降9.3%,排名前三的品牌是一汽大众、上汽大众和上汽通用。中国汽车销售前15名的企业乘用车批发销量1681.41万辆,占乘用车批发销售总量的79.68%,行业集中度较高。

汽车经销商下游直接面对消费者,汽车需求主要是受到居民人均可支配收入、国家政策、公路基础设施建设、燃油价格等因素的影响。近年来,我国城镇居民人均可支配收入持续平稳增长,对乘用车的需求提供了一定的支撑,2019年,我

国城镇居民人均可支配收入42359.00元,同比增长7.92%。在公路建设上,近年来,我国固定资产投资额逐年增长,平均保持5%以上的增速,为城际之间的交通提供了很大便利,有助于提升乘用车的需求。但由于国内经济增长趋缓、消费信心不足,2019年,我国汽车销量同比下降8.2%至2576.9万辆。汽车销量的下降增加了汽车经销行业的经营压力。

从汽车普及程度来看,2019年,世界银行公布的我国的千人拥车数约为美国的五分之一,大幅低于欧美发达国家(美国837辆/千人、加拿大670辆/千人、德国589辆/千人、日本591辆/千人、中国大约173辆/千人),在发展中国家也只处于中等水平。我国汽车经销行业面临的下游需求将持续存在。

(3) 平行进口车业务

平行进口车业务具有一定的销售价格优势,2019年,随着汽车行业景气度下行,我国进口汽车市场供需双降,但降幅较上年收窄。

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,受国内经济增长趋缓、消费信心不足、汽车行业景气度下行影响,我国进口汽车市场供需双降,但降幅较上年收窄。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,同比下降1.80%,进口量和销售量的降幅相比2018年分别收窄6.8和3.8个百分点。天津市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的数量及金额占我国平行进口车对应指标的70%以上。

(4) 行业政策

汽车及汽车经销行业与经济社会发展的关联度高,易受政策调控的影响。近期行业政策重点包括稳住汽车消费、降低进口关税和放宽经销商权限。

商务部发布《汽车销售管理办法》。《汽车

销售管理办法》已经2017年2月20日商务部第92次部务会议审议通过,自2017年7月1日起施行。施行后,经销商销售汽车可不经供应商授权(须做出提醒说明),有助于拓宽汽车销售渠道;经销商可为其他品牌汽车提供配件和售后服务,供应商不得限制经销商销售整车、配件的种类或数量,经销商的销售权限得到放宽。

限行、限购政策。截至2018年末,我国实行限购的区域有上海市、北京市、天津市和海南省,以及贵阳、广州、石家庄、杭州和深圳5个直辖市。2019年以来,为提振汽车消费,国务院及相关部委已多次要求地方政府放宽限购政策,2019年广州、深圳和海南相继对摇号指标上进行了放宽,贵阳市已取消了汽车限购。

进口整车及零部件进口关税降低。中华人民共和国财政部发布公告称,自2018年7月1日起,降低汽车整车及零部件进口关税。将汽车整车税率为25%的135个税号和税率为20%的4个税号的税率降至15%,将汽车零部件税率分别为8%、10%、15%、20%、25%的共79个税号的税率降至6%。

根据贸易争端的发展进程,中国政府不断调整对美汽车产品加征关税政策的执行力度。

2018年6月16日,国务院关税税则委员会发布《关于对原产于美国500亿美元进口商品加征关税的公告》,宣布自2018年7月6日起,对包括原产于美国的汽车及零部件在内的545项商品加征25%的关税。2018年12月14日和2019年4月1日,国务院关税税则委员会两次宣布,对原产于美国的汽车及零部件暂停加征25%的关税,恢复到之前15%的关税。在暂停执行约8个月,为应对美方升级贸易摩擦的举动,2019年8月23日,国务院关税税则委员会宣布,自2019年12月15日起,对原产于美国的汽车及零部件恢复加征关税。

(5) 行业关注

限购、限行政策对汽车经销行业发展产生一定冲击。长期看,随着居民消费升级,我国汽车市场上个人购车需求将保持较高水平。但受城市道路交通拥堵、汽车尾气排放超标、城市承

载力限制等因素的影响，北京、上海、广州、天津和杭州等城市出台汽车限购政策。限购政策对全国汽车销量可能造成影响。此外，限购还将对中高端国产品牌乘用车形成打压。

汽车经销商议价能力较弱，资金占用较大。汽车经销处于汽车行业下游，在与上游整车制造商的竞争中，汽车经销商多处于相对劣势地位。在汽车采购方面，汽车经销商一般实行预付货款的方式，甚至在部分时点需要按制造商的要求进行“压库”，从而形成较大规模存货，大量占用流动资金，对资金链顺畅依赖较大。

新型冠状病毒肺炎疫情增加行业下行压力。新冠肺炎疫情爆发对我国经济发展造成较大冲击，居民购车需求和消费能力短期内明显下降，中小型汽车经销企业的资金链断裂隐患加大。

（6）未来发展

随着国民经济增长和城乡居民收入水平提高，我国中长期汽车消费仍将保持一定持续性，汽车经销行业有望平稳发展；未来汽车销售盈利重心将逐渐向汽车后市场转移；汽车消费需求将向三、四线城市转移。

从中长期看，我国经济发达程度和汽车保有量水平决定了中长期汽车消费的增速和持续性。城镇居民生活水平的提高、公路网络的完善、经济增长带动公路运输需求的增长都将使得潜在的市场需求转化为购买力，支撑我国汽车经销行业的持续发展。

由于汽车销售业务在国内、特别是在沿海地区已相对饱和，短期内市场步入低速增长已难以避免，在整车销售领域竞争日益激烈，同时加上土地价格上升、环保压力增大以及“限购”“限行”“限迁”等抑制汽车消费的外部不利条件，由整车销售向汽车后市场服务转移将成为一种转型趋势。而且从海外汽车流通发展经验看，汽车流通过程利润增值由制造环节逐步向汽车服务领域转移。

随着宏观经济下行趋势的显现、环境问题持续引起关注、实行限购限行一二线城市数量的增加，汽车销量增速大幅放缓，国内汽车市场已经出现了需求向三四线城市转移的迹象以及

从东部向西部转移的趋势。

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。2019年，镇江市经济运行情况良好，产业结构持续优化，为公司发展提供了良好的外部环境。

镇江市位于江苏省西南部，长江下游南岸，东南接常州市，西邻南京市，北与扬州市隔江相望。截至2019年末，镇江市常住人口320.35万人，较上年增加0.71万人。

镇江市位于长三角城市群，处于苏锡常经济圈和南京都市圈的交汇点，所处区域是中国经济最发达的地区之一。依托良好的区位优势，镇江市经济持续发展，根据《2019年镇江市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，镇江市地区生产总值4127.3亿元，按可比价计算较上年增长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2004.8亿元，较上年增长4.9%；第三产业增加值1982.3亿元，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%。产业结构持续优化，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比例提高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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年9月末，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. 企业规模和竞争力

公司作为镇江市重要的产业投融资主体和国有资产经营管理主体，产业较为多元化，在相关业务领域具有一定的竞争优势。

公司是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与运营主体，在镇江市经济发展中具有重要地位。公司主要业务涉及酱醋调味品、化工产品、纸制品、汽车和物贸能源等领域。

公司的酱醋调味品业务由下属子公司恒顺集团负责。恒顺集团的核心子公司恒顺醋业为上海证券交易所上市公司，中国最大的制醋企业，国家级农业产业化重点龙头企业，曾先后荣获“国家级农业产业化重点龙头企业”“中国调味品行业食醋十强品牌企业”和“中国调味品行业最具资本竞争力企业”等称号。“恒顺”品牌先后被评为“中国驰名商标”“中国名牌产品”“最具市场竞争力品牌”和“中国食醋产业领导品牌”。恒顺醋业作为国内唯一的食醋行业上市企业，将非物质传统工艺与现代化技术创新相结合，具有行业地位突出、品牌知名度高、销售渠道完善等竞争优势。

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

公司化工业务主要由子公司江苏东普新材料科技有限公司（以下简称“东普新材料”）负

责。东普新材料主要产品为硫酸、液碱、脂肪醇和二氯苯等。2019年，东普新材料的硫酸产能为60.00万吨/年，液碱产能为20.00万吨/年，脂肪醇产能为1.80万吨/年，二氯苯产能为2.00万吨/年。此外，近年来东普新材料大力推进转型升级，正积极向新材料、电子化学品、特殊化学品行业升级发展。

公司汽车经销、汽车改装业务主要由全资子公司飞驰集团和控股子公司江苏车驰汽车有限公司（以下简称“江苏车驰”）经营。飞驰集团主营商用车改造，改造产品包括冷藏保鲜车、冷藏集装箱、厢式车、客车及其他专用汽车。飞驰集团从1994年开始为部队提供军事装备，累计为总后军需部、总后卫生部、空军、总装备部、驻港部队、驻澳部队和武警部队等提供了数千辆装备车；于1998年被总后勤部认定为“军事后勤装备定点生产企业”，2005年获得《后勤装备科研生产许可证》，且设有“空军装备部驻飞驰集团军事代表处”。江苏车驰主营汽车经销、乘用车改造业务，其中汽车经销主要为平行进口车模式；改造产品包括奔驰、依维柯等品牌的4座至9座中高端商务车，如威霆与斯宾特（凌特）等车型。2019年，公司汽车改装合计产能为13200辆/年。

3. 人员素质

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

截至2020年9月末，公司董事、监事及高级管理人员共14人，其中董事5名，经理层5人（其中1人兼任董事），监事5人。

公司董事长周毅先生，1967年12月生，江苏盐城人，1988年7月参加工作，1997年1月加入中国共产党，研究生学历，经济师。历任镇江船厂技术科、镇江市经信委（经委、经贸委）科员、主任科员、处长、主任助理、副主任，扬州市委常委、副市长；2014年6月至今，任公司党委书记、董事长。

公司总经理陈家军先生，1977年6月生，安

徽宣城人，1999年8月参加工作，1999年6月加入中国共产党，大学学历，双学士学位。历任镇江市政府办公室综合一处副处长、润州区委办公室主任、润州区委办公室主任、润州区蒋乔街道党工委书记、润州区委常委、宣传部部长；2018年8月至今，任公司董事、总经理。

截至2020年3月末，公司员工总数4459人。从教育程度看，研究生学历占1.14%，大学本科学历占10.70%，大学专科学历占23.19%，中专及其他学历占64.97%；从员工岗位构成看，生产人员占59.23%，销售人员占18.12%，技术人员占8.14%，财务人员占1.41%，行政人员占13.10%。

4. 外部支持

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

公司是镇江市政府重点扶持的产业经济运营主体，同时承担着镇江市改革资金筹集与支付的职能。近年来，镇江市政府、市国资委在财政补贴和税收方面给予了公司较大支持。2017—2019年，公司获得的政府补助分别为2.12亿元、5.80亿元和2.00亿元，主要为镇江市政府对公司在岗子下片区改造、色织总厂片区改造、东方技校新校区项目等项目中资金投入给予的补助；上述补助对公司利润形成重要补充。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：913211007115100239），截至2021年1月5日，公司未结清贷款中无关注或不良类信贷信息；已结清的信贷信息中存在7笔关注类贷款，主要系早期为江苏索普（集团）有限公司（以下简称“索普集团”）担保的银行贷款集中到期所致，均已正常收回。

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。

六、管理分析

1. 治理结构

近年来，公司法人治理结构符合相关法律要求，可以满足其经营管理所需。

公司根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国企业国有资产法》及国家有关法律、法规和政策，制定了《公司章程》，作为规范公司治理结构的基本制度。公司不设股东会，由镇江市国资委行使股东职权。

公司设董事会，董事会是公司的决策机构，对出资人和履行出资人职责的机构负责；董事会由5人组成，每届任期3年，设董事长1名；董事由出资人委派或更换，董事长由出资人从董事会成员中指定。董事会行使下列职权：①执行市国资委的规定、决议和决定，并向其报告工作；②制定公司发展战略规划和年度投资计划；按规定的权限和程序决定公司投资计划；决定公司的经营计划和投资方案；③制订公司年度财务预算、决算方案；④制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；⑤制订公司增减注册资本、发行债券方案；⑥制定公司合并、分立、解散、申请破产、改制、上市方案；⑦决定公司内部管理机构的设置；制定公司基本管理制度等。

公司设监事会，由5人组成，其中公司职工代表2人，由公司职工代表大会选举产生。镇江市国资委委派的监事人数不得超过监事会成员总数的三分之二。监事任期3年，任期届满，可以连任。监事会设主席1人，由镇江市国资委在委派的监事会成员中指定。监事会行使以下职权：①监督检查公司贯彻执行国家有关法律、行政法规、国有资产监督管理规定和制度情况；②监督检查公司的财务收支、经营收益、利润分配等情况，对公司重大风险、重大问题提出预警和报告；③监督检查公司国有资产运营和保值增值情况；④监督检查公司内部控制制度、风险防范体系、公司章程的建立及执行情况等。

公司设总经理1人，经出资人同意，公司董事可以兼任总经理。总经理及其他高管未经镇江市国资委同意不得兼任其他有限责任公司、

股份有限公司或者其他经营组织的负责人。总经理对董事会负责，行使下列职权：①主持公司的日常经营管理工作，对董事会报告工作，组织实施公司董事会决议；②组织和制订公司年度经营计划、投融资方案和年度财务预算、决算报告等，报董事会批准实施；③根据董事长的授权，代表公司对外签署合同和协议；④定期向董事会提交经营计划、工作报告和财务报告；⑤向董事会提名聘任或解聘公司财务负责人等重要岗位人员等。

2. 管理水平

公司内部组织管理架构完善，相关管理制度较为完备。

截至2020年9月末，公司本部设有办公室、金融事业部、纪检监察室、资产管理部、发展部、财务部、人力资源部、审计部和法务部8个部门。公司以相关法律法规为指导，设立了一系列的内部控制制度，包括财务管理、资金管理、投资管理、子公司管理、对外担保管理和安全生产制度等。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》，明确了财务管理的基本任务和各个岗位的工作职责，规定了货币资金、长短期投资、固定资产等的核算方法和账务流程，并对会计档案的建立和管理提出了要求。

资金管理方面，公司制定了《资金管理规定》，明确职责分工与授权审批对公司资金预算的编制与执行、现金和银行存款控制、票据及有关印章管理等事项进行了详细、明确的规定。

投资管理方面，公司制定了《对外投资管理制度》，公司对外投资必须通过集体决策，一般小型对外投资必须经董事会讨论通过，报市国资委备案；公司重大项目投资必须报市国资委审批。在对外投资项目进行决策之前，必须进行可行性研究，形成可行性研究报告提交董事会，需市国资委审批的项目，需报市国资委，作为进行对外投资的决策参考。

子公司管理方面，公司制定了《控股参股公司管理办法》，公司对子公司行使服务、协调、

监督和考核等职能，按出资比例向子公司委派高级管理人员，掌握子公司生产经营情况，要求其定期向公司提交月份、季度、半年度、年度财务报表及经营情况报告等。

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

对外担保方面，公司制定了《对外担保管理制度》，对外担保的对象审查、对外担保的审批程序、对外担保的管理和相关人员的责任等事项进行了明确。公司原则上只为集团内全资、控股以及市政府指定提供担保的企业进行担保，重大对外提供担保事项需经董事会审批。

七、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年，公司营业收入逐年增长，物资能源、汽车和酱醋调味品是公司营业收入的主要来源，其中酱醋调味品板块毛利率水平较高，盈利能力较强。但随着低毛利的贸易类业务收入占比上升，公司综合毛利率有所下降。

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，业务较多元，涉及酱醋调味品、化工产品、纸制品、汽车和物贸能源等领域。2017—2019年，受益于物资能源、汽车和酱醋调味品板块规模扩大，公司营业收入逐年增长，分别为74.63亿元、78.66亿元和110.65亿元，年均复合增长21.76%；净利润逐年增长，分别为4.43亿元、5.20亿元和5.92亿元，年均复合增长15.54%。2017—2019年，公司主营业务收入占营业收入的比例均超过96.00%，主营业务突出。

从收入构成来看，2017—2019年，酱醋调味品板块收入先降后升、波动增长，分别为18.93

亿元、15.58亿元和22.91亿元，主要系子公司恒顺集团的控股子公司江苏恒宏包装有限公司（以下简称“恒宏包装公司”）的收入于2018年列入纸制品板块、于2019年重新分类计入酱醋调味品板块所致；酱醋调味品板块收入占营业收入的比例分别为25.36%、19.81%和20.71%。2017—2019年，道路桥梁建设板块收入波动下降，分别为12.69亿元、6.83亿元和8.53亿元，主要受工程收入结转进度影响；占营业收入的比例分别为17.00%、8.68%和7.71%。2017—2019年，纸制品板块收入波动增长，分别为7.24亿元、12.06亿元和8.87亿元，主要系恒宏包装公司收入重分类所致；占营业收入的比例分别为9.70%、15.33%和8.01%。2017—2019年，化工板块收入波动增长，分别为10.73亿元、12.07亿元和11.21亿元，其中2018年较上年增长12.49%主要系钛

白粉价格上涨以及东普新材料副产品销售收入增加所致，2019年较上年下降7.13%主要系该板块经营主体变动所致；占营业收入的比例分别为14.37%、15.34%和10.13%。2017—2019年，汽车板块收入逐年大幅增长，分别为17.18亿元、19.10亿元和29.71亿元，年均复合增长31.50%，主要系平行进口车贸易业务规模扩大所致；占营业收入的比例分别为23.02%、24.28%和26.85%。2019年，物资能源板块收入为25.25亿元，较上年增长5.19倍，主要系将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¹所致；占营业收入的比例由上年的5.19%大幅上升至22.82%。2017—2019年，其他业务主要为房地产业务和改革专项资金管理业务，规模较小，对公司营业收入影响不大。

表4 2017—2019年及2020年1—9月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1—9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	5.68	7.69	6.68
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	3.80	9.64
化工	10.73	14.37	17.68	12.07	15.34	12.49	11.21	10.13	5.73	4.62	6.26	-4.29
汽车	17.18	23.02	3.83	19.10	24.28	4.30	29.71	26.85	3.94	20.83	28.22	1.12
酱醋调味品	18.93	25.36	34.48	15.58	19.81	44.61	22.91	20.71	42.70	16.99	23.02	36.44
物资能源	--	--	--	4.08	5.19	0.99	25.25	22.82	0.75	21.49	29.11	0.81
其他	7.88	10.55	21.68	8.94	11.37	16.02	4.17	3.77	12.28	1.40	1.89	15.30
合计	74.63	100.00	16.31	78.66	100.00	16.31	110.65	100.00	12.44	73.80	100.00	9.84

注：合计数与各项求和不一致系四舍五入所致；2018年，恒顺集团下属子公司恒宏包装公司外部销售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

从毛利率情况来看，2017—2019年，酱醋调味品板块毛利率波动上升，分别为34.48%、44.61%和42.70%，主要系2018年起酱醋产品售价调高所致。2017—2019年，道路桥梁建设板块毛利率波动上升，分别为9.22%、12.96%和10.88%，主要系结转项目不同以及公司加强成本控制共同影响所致。2017—2019年，纸制品板

块毛利率逐年提升，分别为2.94%、3.03%和6.12%，其中2019年较上年上升了3.09个百分点，主要系纸浆价格降幅较大所致。2017—2019年，化工产品板块毛利率逐年下降，分别为17.68%、12.49%和5.73%，其中2018年较上年下降5.19个百分点主要系原材料价格上涨影响所致；2019年较上年下降6.76个百分点主要系毛利率较高

¹ 2019年6月，公司与镇江市汽车产业投资有限公司（以下简称“镇江汽投”）共同出资收购镇江市京口石油50.38%股权（公司持股36%，镇江汽投持股13%，原股东魏生平持股1.375%，三者通过签订一致行动人协议对京口石油实现控制），并于2019年7月将京口石油纳入合并范围，作为物资能源板块的主要运营主体之一。

的钛白粉业务被剥离所致。2017—2019年，汽车板块毛利率较为稳定，分别为3.83%、4.30%和3.94%。2018—2019年，物资能源板块毛利率整体较低，分别为0.99%和0.75%。2017—2019年，其他板块毛利率逐年下降，受改革专项资金收支情况和房地产业务毛利率的影响较大。随着低毛利的贸易类业务收入占比上升，2017—2019年，公司综合毛利率有所下降，分别为16.31%、16.31%和12.44%。

2020年1—9月，公司实现营业收入73.80亿元，较上年同期增长3.95%，其中物资能源业务较上年同期大幅增长68.95%，主要系京口石油并表所致。受子公司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”）不再纳入合并范围的影响，公司2020年前三季度道路桥梁建设及化工板块收入较上年同期大幅减少，酱醋调味品、纸制品及汽车业务收入较上年同期变动不大。毛利率方面，2020年1—9月，公司综合毛利率为9.84%，化工板块受环保监管限产影响大出现亏损；受会计准则变更，运费计入成本的影响，公司酱醋调味品业务毛利率较上年同期有所下滑。汽车板块由于毛利率较高的商务车改装、特种车冷藏车业务占比下滑，毛利率下滑较多，其他板块毛利率变动不大。

2. 酱醋调味品

2017—2019年，公司酱醋调味品板块原材料采购量小幅增长，采购价格保持稳定，产能利用率和产销率处于较高水平，整体经营良好。

公司酱醋调味品板块由控股子公司恒顺集团经营。目前恒顺集团核心企业恒顺醋业已成为中国规模最大、现代化程度最高的食醋生产企业，主要从事食醋、酱油、酱菜、黄酒等传统酿造调味品和现代复合调味品、食醋递延保健食品的生产、销售。

（1）原材料采购

公司醋类产品的主要原材料为大米、糯米等粮食作物，约占总成本的53%左右，其他原材

料还包括玻璃瓶、瓶盖、纸箱等包装物。

采购渠道方面，公司自有粮食生产基地共计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。2017—2019年，公司酱醋调味品板块主要原材料的采购均价基本稳定，采购量小幅增长，各主要原材料采购量的年均复合增速均在2.50%以内。

供应商集中度方面，2017—2019年，酱醋调味品板块向前五大供应商的采购金额占采购总金额的比例分别为18.16%、23.81%和22.83%。公司酱醋调味品板块的供应商较为分散，且考虑到主要原材料较易获得，公司酱醋调味品板块不存在对单一供应商依赖的情况。

表5 2017—2019年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	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
粮食	94087.00	0.68	90973.00	0.69	97341.00	0.68
玻璃瓶	29581.00	0.56	29018.00	0.56	31049.00	0.57
瓶盖	28439.00	0.13	27877.00	0.13	29828.00	0.13
包装箱	2103.00	3.31	2065.00	3.31	2209.00	3.31

资料来源：公司提供

采购结算方面，对于包装物等原材料，主要通过银行承兑汇票、转账支票、信用证等方式结算，账期一般在1个月以内，而大米由于其季节性的特点，账期在3个月以内，一般在季末结算。

（2）生产经营

酱醋调味品的生产基本为“以销定产”，在保证合理的半成品与产成品库存情况下，根据订单安排生产。环保和质量控制方面，恒顺集团下属子公司恒顺醋业是国内首家调味品行业上市公司，已通过ISO9001质量管理体系和ISO22000:2005食品安全管理体系认证；公司根据国家环境保护的法律法规制定了严格的作业规范，同时自建污水处理设施，日污水处理能力1300吨，公司在废气、废水排放和噪音方面均符合国家环保标准。

产能方面，2017—2019年，酱醋调味品板块产能分别为40.00万吨、40.00万吨和41.00万吨，2019年料酒产能增加1.00万吨带动整体产能略

有增加。产量方面，2017—2019年，主导产品黑醋的产量无变化，均为30.00万吨；白醋和料酒的产量均逐年增加。产能利用率方面，2017—2019年，黑醋的产能利用率保持在100.00%；白醋和料酒的产能利用率逐年提升，保持在较高水平。

表 6 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

(3) 产品销售

酱醋调味品作为日常消费品，具有较为稳定的终端客户需求。公司采取传统渠道结合现代渠道的销售模式。

2017—2019年，公司酱醋调味品坚持“以销定产”的原则，产销率基本保持在100.00%。2017—2019年，恒顺醋业对前五大客户销售额分别为2.53亿元、2.30亿元和2.54亿元，占酱醋调味品板块销售总额比例分别为13.39%、11.72%和13.88%，下游客户较分散。结算方面，酱醋调味品由于其所处行业的特殊性，销售结算均采用现款现货的形式。

表 7 2019 年恒顺醋业前五大客户销售情况
(单位：万元、%)

客户	销售金额	占比	是否关联方
客户一	10697.00	5.84	否
客户二	6487.33	3.54	否
客户三	3361.74	1.83	否
客户四	2532.12	1.38	否

客户五	2345.44	1.28	是
合计	25423.63	13.88	--

资料来源：公司提供

3. 纸制品

2017—2019年，公司纸浆采购均价小幅波动上升，纸产品产能和产量有所增长，产能利用率处于较高水平，销量和销售均价略有波动，产销率有所下降。

公司造纸业务主要由控股子公司大东纸业经营，大东纸业的主要产品包括21~400克的各种高档文化用纸、工业配套用纸、食品级包装纸、防伪纸等四大系列35个品种。

采购方面，造纸所需的原材料主要为纸浆及辅料，纸浆在总成本中的占比约为58%，辅料包括造纸添加的化工原料和专用材料，原材料成本合计占造纸总成本的70%左右。2017—2019年，公司纸浆的采购量分别为8.21万吨、8.68万吨和7.80万吨，年均复合下降2.53%，其中2019年采购量较上年下降10.14%主要系消耗上年纸浆库存所致。纸浆的采购价小幅波动上升，分别为4080元/吨、5027元/吨和4170元/吨，年均复合增长1.10%，与市场行情较一致。

采购集中度方面，2017—2019年，公司纸制品前五大原材料供应商（均非关联方）占比分别为65.71%、54.62%和47.12%。结算方面，纸浆的采购一般采用远期信用证方式，货到后付款，月结90天；其余原材料均采用30天内支付90天银行承兑汇票的方式。

表 8 2017—2019 年公司纸制品生产与销售情况
(单位：吨、元/吨、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
产能	120000.00	120000.00	130000.00
产量	108977.00	113374.00	126900.00
产能利用率	90.81	94.48	97.62
销量	108614.00	105142.00	112641.00
销售均价	6643.00	6813.00	6495.00
产销率	99.67	92.74	88.76

注：上表中 2019 年纸制品销量与销售均价的乘积小于经营概况中的相应数据，主要系上表未包含纸制品板块供水、电、气以及出售废旧品产生的收入

资料来源：公司提供

生产方面，公司纸制品分为纸杯原纸、淋膜纸、税票纸、文化用纸和其他纸类。2017—2019年，纸制品合计产能有所增长，分别为12.00万吨、12.00万吨和13.00万吨，其中2019年产能增加主要系其他纸类产能略有增加所致。纸制品合计产量逐年增长，分别为10.90万吨、11.34万吨和12.69万吨，年均复合增长7.91%，主要系纸杯原纸产量增加所致。纸制品产能利用率处于较高水平。

销售方面，2017—2019年，纸制品合计销量整体稳定，分别为10.86万吨、10.51万吨和11.26万吨，年均复合增长1.84%；纸制品销售均价较为稳定，分别为6643元/吨、6813元/吨和6495元/吨，年均复合下降1.12%。2017—2019年，纸制品产销率逐年下降，分别为99.67%、92.74%和88.76%，主要系部分纸制品留存待二次加工后再销售，如纸杯原纸可经二次加工成为淋膜纸。

销售集中度方面，2017—2019年，公司纸制品前五大销售客户（均非关联方）占比分别为55.60%、48.08%和47.17%，销售集中度较高。结算方面，纸制品销售一般采用银行承兑汇票和现款两种方式，其中银行承兑汇票占70%左右，且公司针对不同的客户采用不同的账期进行结算，期限一般在30~90天。

4. 化工

公司于2019年7月出售太白集团全部股权，目前化工产品板块经营主体为东普新材料。2017—2019年，东普新材料业务规模不断扩大，产能、产量和销量均有所增长，产销率保持在较高水平。

2017—2019年，公司化工业务经营主体为子公司太白集团和东普新材料。东普新材料产品主要为硫酸、液碱、脂肪醇和二氯苯等，成立时间较短，近年来处于业务规模扩张期；太白集团主要产品为钛白粉，因市场竞争激烈、连续亏损，公司已于2019年7月出售其全部股权。

2017—2019年，公司化工业务收入波动增长，分别为10.73亿元、12.07亿元和11.21亿元，其中2018年较上年增长12.49%主要系钛白粉价

格上涨以及东普新材料副产品销售收入增加所致，2019年较上年下降7.13%主要系该板块经营主体变动所致。

东普新材料采购的主要原材料为液硫、工业盐和纯苯。2017—2019年，液硫、工业盐和纯苯采购量均逐年增长，年均复合增速分别为34.41%、38.45%和63.81%，主要系业务规模扩大所致。采购均价均呈波动下降态势，与市场行情较一致。

采购集中度方面，2019年，东普新材料向前五大供应商采购额占采购总额的比例为64.26%，集中度高，但由于原材料的易得性，不存在对个别供应商的依赖。其中第三大供应商为公司全资子公司镇江市能源开发有限公司（以下简称“能源开发公司”），占东普新材料采购总额的比例为14.06%。结算方面，液硫和纯苯采用现款现货，工业盐主要采用6个月的银行承兑汇票，账期在30~40天左右。

表9 2017—2019年公司化工原料采购情况
(单位：吨、元/吨)

项目	2017年		2018年		2019年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
液硫	88098	947	141388	1193	159157	878
工业盐	111659	307	138430	325	214034	301
纯苯	2277	6975	4669	6990	6110	5171

资料来源：公司提供

产品生产方面，2017—2019年，除液碱产能逐年提升外，公司其他化工产品产能无变化。除硫酸产量波动增长外，其余产品产量均逐年增长；硫酸、液碱、脂肪醇和二氯苯产量年均复合增长率分别为18.40%、43.07%、123.07%和91.29%。2019年，硫酸、液碱、脂肪醇和二氯苯的产能利用率分别为70.09%、89.08%、49.62%和50.96%，脂肪醇和二氯苯的产能利用率有待提升。

表10 2017—2019年公司化工产品生产情况
(单位：吨、%)

项目	产品	产能	产量	产能利用率
2017年	硫酸	600000.00	299970.00	50.00
	液碱	100000.00	87043.00	87.04
	脂肪醇	18000.00	1795.00	9.97

2018 年	二氯苯	20000.00	2785.00	13.93
	硫酸	600000.00	425171.00	70.86
	液碱	120000.00	116420.00	97.02
	脂肪醇	18000.00	3227.00	17.93
2019 年	二氯苯	20000.00	7500.00	37.50
	硫酸	600000.00	420533.00	70.09
	液碱	200000.00	178165.00	89.08
	脂肪醇	18000.00	8932.00	49.62
	二氯苯	20000.00	10191.00	50.96

资料来源：公司提供

产品销售方面，2017—2019年，除硫酸销量波动增长外，其余产品销量均逐年增长；硫酸、液碱、脂肪醇和二氯苯销量年均复合增长率分别为18.82%、42.27%、164.58%和105.50%。2017—2019年，受市场行情影响，四类化工产品销售均价均有所下降，年均复合下降7.86%、11.39%、3.44%和7.49%；产销率保持在较高水平。

表 11 2017—2019 年公司化工产品销售情况（单位：吨、元/吨、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	销量	销售均价	产销率	销量	销售均价	产销率	销量	销售均价	产销率
硫酸	285805	265	95.28	430260	347	101.20	403511	225	95.95
液碱	82196	2761	94.43	108213	2650	92.95	166366	2168	93.38
脂肪醇	1342	15071	74.76	3045	11105	94.36	9394	14053	105.17
二氯苯	2232	6774	80.14	7068	6483	94.24	9426	5797	92.49

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2019年，东普新材料前五大客户（均非关联方）销售额占销售总额的比例为44.00%，销售集中度较高。化工产品销售结算的方式主要为银行承兑汇票（占80%），账期在30天左右。

5. 汽车

（1）汽车改装业务

2017—2019年，公司汽车改装业务产能无变化，产量波动增长，产能利用率处于较低水平。受核心产品冷藏车订单减少影响，改装汽车销量波动下降。

公司汽车改装业务经营主体为飞驰集团（冷藏车改装为主、厢式车和特种车为辅）和江苏车驰的控股子公司镇江飞驰商务车有限公司（商务车改装）。

采购方面，汽车改装业务主要原材料为原型车、底盘、制冷机、铝板及其他辅料。商务车型的原型车主要从福建奔驰直接采购，底盘主

要采购依维柯和庆铃品牌，公司与主要车型及原料供应商之间已保持有5年以上往来，供应具有较好的保障。

2017—2019年，公司原型车、铝板和铝型材的采购量较稳定；底盘和制冷机的采购量大幅下降，年均复合下降45.31%和47.88%，主要系核心产品冷藏车销量下降以及部分下游客户自行采买所致。采购价格方面，公司原型车和底盘的采购均价主要取决于所选择车型，各年度均会有所波动；2017—2019年，制冷机的采购均价逐年上升，年均复合增长27.48%，主要系客户订制要求不同所致；其他原材料的采购价格变化不大。2017—2019年，公司汽车改装业务前五大供应商采购金额占该业务采购成本的20%左右，集中度一般。汽车改装业务采购结算方式为：原型车的采购需预付10%的定金，其余部分30天现款月结；其余原材料采购均采用90天内现款支付。

表 12 2017-2019 年公司汽车原材料采购情况（单位：辆、吨、台、万元）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
原型车	503.00	38.89	314.00	34.00	482.00	33.80
底盘	789.00	10.40	589.00	12.12	236.00	12.00
制冷机	972.00	2.40	602.00	3.12	264.00	3.90
铝板	173.00	1.98	101.00	2.02	181.50	2.20
铝型材	143.00	1.91	--	--	121.00	1.80

资料来源：公司提供

生产方面，2017-2019年，汽车改装业务产能无变化，为13200辆/年。2017-2019年，改装汽车产量波动增长，分别为1786辆、1746辆和

2021辆，年均复合增长6.38%；产能利用率处于较低水平。

表 13 2017-2019 年公司汽车改装业务产能、产量与产能利用率情况（单位：辆/年、辆、%）

项目	产品	产能	产量	产能利用率
2017 年	商务车	1200	465	38.75
	冷藏车	6000	1081	18.02
	厢式车	4000	210	5.25
	特种车	2000	30	1.50
	合计	13200	1786	13.53
2018 年	商务车	1200	417	34.75
	冷藏车	6000	662	11.03
	厢式车	4000	474	11.85
	特种车	2000	193	9.65
	合计	13200	1746	13.23
2019 年	商务车	6000	654	10.90
	冷藏车	4000	655	16.38
	厢式车	2000	453	22.65
	特种车	1200	259	21.58
	合计	13200	2021	15.31

资料来源：公司提供

汽车销量方面，2017-2019年，公司改装汽车销量波动下降，分别为2358辆、1920辆和2016辆，主要系核心产品冷藏车订单减少影响。2017-2019年，公司改装汽车产销率分别为132.03%、

109.97%和99.75%，处在较高水平。销售结算方面，改装汽车的销售结算模式为先款后货，付款方式以信用证为主。

表 14 2017-2019 年公司改装汽车销量与销售均价情况（单位：辆、万元/辆）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
商务车	952	60.00	204.73	988	63.00	236.93	757	55.28	115.75
冷藏车	1070	17.00	98.98	580	16.00	87.61	570	19.80	87.02
厢式车	306	13.00	145.71	306	5.00	64.56	404	5.30	89.18
特种车	30	25.00	100.00	46	26.00	23.83	285	15.50	110.04
合计	2358	--	132.03	1920	--	109.97	2016	--	99.75

资料来源：公司提供

(2) 平行进口车业务

2017-2019年,公司平行进口车销量逐年大幅增长,已成为公司营业收入的重要来源,但平行进口车业务结算周期较长,对公司资金形成一定占用。

公司平行进口车业务经营主体为江苏车驰及其控股子公司天津车驰汽车贸易有限责任公司(以下简称“天津车驰”)。

平行进口车业务模式为口岸经销商委托天津车驰从其指定渠道购车,结算方式为国际信用证。天津车驰委托江苏车驰来进行该代理行为。经销商在提交委托申请时,一般需向天津车驰会预付合同金额10%~15%不等的保证金。天津车驰将部分预收货款支付给江苏车驰用于开立国际信用证的保证金,同时江苏车驰与外商签订外贸合同。从签订外贸合同到外商发货、车辆到港、进口报关、天津口岸经销商销售结束一般在6个月内。车辆报关完成后,经销商向天津车驰结算赎车,天津车驰收到赎车款后再和江苏车驰进行赎车结算。一般而言,每一笔代理业务中,经销商与天津车驰间的赎车结算及天津车驰与江苏车驰间的内部结算,周期都在6个月内,对公司资金形成一定占用。

2017-2019年,公司平行进口车销量逐年大幅增长,分别为1588辆、2149辆和3953辆,年均复合增长57.77%;平行进口车销售收入逐年大幅增长,分别为8.50亿元、11.60亿元和21.05亿元,年均复合增长57.39%,已成为公司营业收入的重要来源。公司平行进口车销售均价超过50万元/辆,主要面向华东地区及全国中高端消费市场。销售集中度方面,2019年,公司汽车业务(含改装和平行进口车销售)前五大客户占

该板块收入的比例为81.33%,销售集中度很高。

表15 2017-2019年公司平行进口车销量与销售均价
(单位:辆、万元/辆)

项目	2017年		2018年		2019年	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价
平行进口车	1588	53.50	2149	54.00	3953	53.24

资料来源:公司提供

6. 物资能源

得益于京口石油于2019年7月并表,公司物资能源业务规模迅速扩大,已成为公司营业收入的重要来源之一,但该项业务形成的预付货款对公司资金存在一定占用。

(1) 物资销售

公司物资销售业务的经营主体为控股子公司京口石油。京口石油持有成品油批发经营批准证书和危险化学品经营许可证,于2019年7月纳入公司合并范围。截至2019年末,京口石油资产总额为3.25亿元,净资产为1.08亿元;2019年7-12月实现营业收入22.68亿元,净利润为0.06亿元。

京口石油业务模式为“以销定采”,上下游结算方式均为电汇。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,单笔订单流转时间约为25天。物资能源业务对公司资金形成一定占用。

2019年,京口石油主要贸易物资为天然气(LNG)(占50.08%)和成品油(占49.92%),前五大供应商和前五大客户集中度均在70%以上,上下游集中度很高,公司物资销售业务对少数客户存在依赖。

表16 2019年京口石油物资销售业务经营情况(单位:万元、%)

项目	2019年		2020年1-9月	
	金额	占比	金额	占比
天然气(LNG)	193150.68	50.08	27816.03	15.05
成品油	192524.31	49.92	156953.33	84.95
合计	385674.99	100.00	184769.36	100.00

注:①表中2019年京口石油经营情况数据与公司合并报表中相关数据存在差异,系京口石油2019年下半年并表所致;②成品油包括92#车用汽油、0#柴油、95#车用汽油、92#汽油调和组分油、95#汽油调和组分油等

资料来源:公司提供

表 17 2019 年公司物资销售业务前五大供应商及前五大客户情况（单位：万元、%）

类别	公司名称	产品	金额（万元）	占比	是否为关联方
供应商	宁夏哈纳斯液化天然气有限公司	气体	173890.12	45.30	否
	辽宁安泰石油有限公司	成品油	50153.24	13.08	否
	中油运达（大连）石油化工有限公司	成品油	22444.47	5.80	否
	陕西延长石油物资集团江苏有限公司	成品油	21315.51	5.50	否
	河南延长石油销售有限公司	成品油	19667.58	5.10	否
	合计	--	287470.92	74.78	--
客户	宁夏哈纳斯能源发展有限公司	气体	174255.89	45.10	否
	陕西延长石油集团四川销售有限公司	成品油	69671.11	18.00	否
	中国石化销售股份有限公司重庆石油分公司	成品油	20292.57	5.20	否
	河南延长石油销售有限公司	成品油	17548.43	4.50	否
	陕西延长石油集团山西销售有限公司	成品油	14506.72	3.70	否
	合计	--	296274.73	76.50	--

注：①表中 2019 年京口石油经营情况与公司合并报表有差异，系京口石油于 2019 年下半年并表所致；②第一大供应商与第一大客户的共同母公司宁夏哈纳斯天然气集团有限公司有严格的关联交易制度，第一大供应商不具备第一大客户的合格供应商开户条件；京口石油满足合格供应商条件，与上表中的第一大供应商和第一大客户的交易符合正常的商贸交易流程

资料来源：公司提供

（2）能源贸易业务

公司能源贸易业务的经营主体为全资子公司能源开发公司。能源开发公司成立于 1996 年，从事煤炭、化工产品、危险化学品、燃料油等大宗商品贸易及自营和代理各类商品及技术的进出口业务，为能源开发投资和风险投资的综合性经济实体。2019 年，能源开发公司实现销售收入 0.73 亿元，净利润 -0.04 万元；净利润亏损主要系贸易量较小，不能实现规模效应所致。

7. 其他业务

2017—2019 年，公司房地产业务逐步实现退出，改革专项资金管理业务收支缺口由镇江市财政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。

公司其他业务板块包含房地产业务和改革专项资金管理业务。公司房地产业务经营主体为全资子公司镇江国投置业开发有限公司（以下简称“国投置业”）和恒顺集团子公司镇江恒顺房地产开发有限公司。2013 年起，公司房地产经营策略为以存量房销售为主，不再投入新开发项目。2017—2019 年，公司房地产业务收入分别为 1.22 亿元、2.00 亿元和 1.54 亿元，主要为国投置业名下存量房的销售收入。公司现有房地产开发项目均已完成前期投入，随着现有房地

产库存消化，公司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，承担了镇江市改革专项资金的筹集、使用和管理的工作。镇江市改革专项资金主要用于“四办一司”所属市属国有、集体企业改革扫尾工作和遗留问题处理，包括经镇江市人民政府批准需支付给职工个人的补偿金、社会保险费及相关业务费用的支出。公司筹措改革专项资金的主要渠道包括财政专项拨款、贷款融资筹集、国有产（股）权收入、破产关闭歇业企业财产变现收入和土地开发收益分配等。此外，破产关闭、退城进区、污染搬迁等企业的土地资产处置变现产生的收入中的政府收益部分也归入公司的改革资金专户。根据镇江市国资委下发的《关于资产划转的通知》（镇国资产〔2009〕39 号），镇江市国资委划拨给公司的“四办一司”房产合计 20.65 万平方米，土地合计 138.40 万平方米，目前已入账的镇国用（2011）第 889 号面积为 6931.60 平方米，入账价值 7174.09 万元，计入“无形资产”，土地性质为出让。

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

分用于补足以前年度资金缺口，剩余资金缺口分别为-0.67亿元、-0.63亿元和-0.85亿元，由镇江市财政每年根据改革资金的实际支付情况加以补足，截至目前资金缺口尚未补足。

此外，公司承担镇江市内少量基础设施建设项目，包括岗子下地区等片区的城中村改造“7+1”项目（《中共镇江市委办公室文件》（镇办发〔2012〕78号）），公司负责镇江市城区城中

村改造首批“7+1”项目建设工作，预计总投资30亿元，截至2020年9月末已完成主要工作。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9月末，公司主要的基础设施相关的项目建设情况见下表。其中土地一级开发项目累计实现回款10.38亿元。

表18 截至2020年9月末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	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”项目中83.31亩地已于2019年4月实现上市，103.04亩地于2019年6月上市，共收回资金10.38亿元；“7+1”项目”剩余地块、恒顺南北地块及北京华联地块具体上市时间需根据镇江市政府土地上市安排进行，实际上市时间具有不确定性。目前的存量土地中，符合上市条件的部分已由其他应收款调整至存货

资料来源：公司提供

8. 在建项目

截至2020年9月末，公司在建项目的资金需求不大。

截至2020年9月末，公司主要在建项目为丹徒区世业洲江堤改造工程项目。该项目计划总投资15.73亿元，截至2020年9月末，已完成投资15.26亿元。

该项目为子公司镇江市丹徒区建祥水利工程有限公司（以下简称“建祥水利”）负责建设，项目获得镇江市丹徒区发展改革和经济信息化委员会企业投资项目备案通知书，项目涉及道路拆除改造、堤坝护坡、绿化工程、内部隔堤、河道疏浚及淤泥清运等工程。该项目完工后，建祥水利具有12年特许经营权，政府将按照《PPP服务协议》逐年支付资金，用于补贴前期项目建设投入及运营期内的收益，政府付费资金将通过部门预算的形式纳入镇江市丹徒区年度地方财政预算管理，目前该项目在“存货-工程施工”科

目进行核算。总体看，公司未来计划投资规模较小，对外资金需求可控。

9. 经营效率

2017—2019年，公司经营效率一般。

2017—2019年，公司销售债权周转次数逐年提升，分别为4.66次、4.98次和7.41次，主要系营业收入增长所致。存货周转次数波动下降，分别为1.50次、0.90次和0.96次，主要系2018年其他应收款中岗子下片区等3个地块具备转为存货的条件，公司将其转至存货科目，导致存货大幅增长所致。总资产周转次数波动上升，分别为0.16次、0.15次和0.20次。

10. 经营关注

经济周期风险。公司所从事的化工、造纸、汽车等业务与宏观经济周期关系密切，宏观经济的周期性波动将影响公司所从事行业的市场容量和主营业务稳定性。如果未来宏观经济增速继续放缓或出现衰退，公司主营业务的发展和盈利

能力将受到不利影响。

原材料价格波动风险。公司酱醋调味品板块、化工产品板块、纸制品板块和汽车板块属于生产制造行业，原材料占成本比例较高。近年来，公司所从事业务的主要原材料价格均出现一定幅度的波动，原材料的价格波动可能导致公司产品利润空间被压缩，对公司的盈利水平产生不利影响。

安全与环保风险。由于涉及食品、化工工业、汽车工业以及改革专项资金经营，公司生产经营中存在发生事故灾难、生产安全事件、社会安全事件、环境污染事件等突发事件的可能性；如果发生突发事件可能造成对公司的负面影响。

多业经营的风险。公司参股企业较多，资产集中度较低，产业控制力度较弱，对所控下属子公司主要代镇江市行使出资人的权利，由于下属企业涉及酱醋调味品生产、化工制造、纸制品、汽车等多个非相关产业，行业差异较大，对公司管理能力要求较高，存在多元化经营风险。

贸易类业务占比提升，对资金占用压力加大的风险。2017—2019年，公司以汽车平行进口车销售为主的汽车板块收入逐年大幅增长，占营业收入的比例分别为23.02%、24.28%和26.85%。2018—2019年，公司物资能源板块收入大幅增长，占营业收入的比例分别为5.19%和22.82%。上述贸易类业务均对公司资金形成一定占用，随着其收入占比上升，公司面临资金占用压力加大的风险。

11. 未来发展

公司发展战略较为明确，结合自身经营特色，具备一定可行性。

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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017—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，审计结论均为标准无保留意见。2020年1—9月财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则》和相关最新规定编制。

从合并范围变化上看，2018年，公司新增2家子公司(镇江国控宏业供应链管理有限公司和上海索普股权投资基金管理有限公司)，减少1家子公司(镇江港口有限责任公司)；2019年，公司新增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9月末，公司合并范围较2019年末减少7家子公司，共有18家子公司。公司财务数据可比性一般。

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

截至2020年9月末，公司(合并)资产总额为585.42亿元，所有者权益合计245.15亿元(含少数股东权益19.52亿元)；2020年1—9月，公司实现营业收入73.80亿元，利润总额2.61亿元。

2. 资产质量

2017—2019年末，公司资产规模逐年增长，资产结构相对均衡；流动资产中存货和其他应收款占比较大，对公司资金形成较大占用；非流动资产中长期股权投资占比较高；资产流动性弱，公司整体资产质量一般。

2017—2019年末，公司资产规模逐年增长，年均复合增长8.08%，主要系流动资产增长所致。截至2019年末，公司合并资产总额569.13亿元，较上年末增长6.49%。其中，流动资产占50.53%，

非流动资产占49.47%。公司资产结构相对均衡。

(1) 流动资产

2017—2019年末，公司流动资产连续增长，年均复合增长14.80%，主要系货币资金和存货增加所致。截至2019年末，公司流动资产287.61亿元，较上年末增长9.03%，主要由货币资金（占18.85%）、其他应收款（占33.63%）和存货（占34.93%）构成。

2017—2019年末，公司货币资金连续增长，年均复合增长43.94%。截至2019年末，公司货币资金为54.21亿元，较上年末增长49.50%，主要系公司发行短期债务融资工具所致。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。公司货币资金受限比例高。

2017—2019年末，公司其他应收款波动下降，年均复合下降6.52%。截至2018年末，公司其他应收款84.84亿元，较上年末下降23.36%，主要系公司承建的基础建设项目土地整理工作已陆续完成，将处于上市等待阶段、账面价值39.11亿元的3个地块由“其他应收款”调整至“存货—开发成本”核算所致。截至2019年末，公司其他应收款96.73亿元，较上年末增长14.01%，主要系镇江汽投往来款大幅增加21.40亿元所致。截至2019年末，其他应收款余额前五名合计77.48亿元，占比为77.64%。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人民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 19 截至 2019 年末公司其他应收款前五名情况
(单位：亿元、%)

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

联合资信根据公司财务报告整理

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附有事先承诺条款，分别要求公司合并报表中其他应收款不超过2016年9月末其他应收款余额（131.22亿元）或2016年未经审计的其他应收款余额（117.00亿元），若不能满足条款要求，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，上述承诺条款的设置对公司其他应收款规模的控制起到一定约束作用。

2017—2019年末，公司存货波动增长，年均复合增长48.78%。截至2018年末，公司存货账面价值101.37亿元，较上年末增加55.99亿元，其中，由其他应收款调整至存货的部分为39.11亿元；此外还包括恒顺地块后续开发投资以及2018年承接的棚户区改造项目投入。截至2019年末，公司存货账面价值100.46亿元，较上年末变动不大，主要由开发成本（占56.65%）和工程施工（占32.61%）构成。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的在建项目。截至2019年末，公司对存货计提跌价准备0.12亿元，计提比例极低。

(2) 非流动资产

2017—2019年末，公司非流动资产连续增长，年均复合增长2.31%。截至2019年末，公司非流动资产为281.53亿元，较上年末增长4.02%，主要由可供出售金融资产（占12.37%）、长期股权投资

资（占70.44%）和固定资产（占10.70%）构成。

2017—2019年末，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长24.25%。截至2019年末，公司可供出售金融资产为34.84亿元，较上年末增长12.93%，主要系所持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（9.61亿元）。

2017—2019年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长1.85%。截至2019年末，公司长期股权投资为198.30亿元，全部为对联营企业的投资，较上年末增长3.57%。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（占93.54%）。

2017—2019年末，公司固定资产波动下降，年均复合下降4.38%。截至2019年末，公司固定资产账面原值45.43亿元，构成以房屋建筑物（占49.84%）和机器设备（占45.46%）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年末，公司固定资产账面价值29.76亿元，固定资产成新率为65.51%，成新率一般。

截至2020年9月末，公司资产总额为585.42亿元，较上年末增长2.86%，主要来自货币资金和其他流动资产的增长。其中，货币资金较上年末大幅增长81.81%至98.56亿元，主要系用于资金储备的债券发行增加所致；其他流动资产较上年末大幅增长85.28%至13.41亿元，主要系公司增加购买理财产品所致；应收账款较上年末下降49.19%，主要系路桥公司自3月起不再纳入合并范围所致。资产结构中流动资产占50.69%，非流动资产占49.31%，资产结构较上年末变化不大。

截至2020年9月末，公司货币资金中使用受限部分为33.88亿元，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（股票简称“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%）。截至2020年末，恒顺

集团持有的恒顺醋业股票中，8576万股已质押（质押比率为19.16%），上述股票质押均用于取得银行贷款。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2017—2019 年末，公司所有者权益变化不大，权益结构稳定性尚可。

2017—2019 年末，公司所有者权益整体保持稳定，年均复合增长 1.36%。截至 2019 年末，公司所有者权益合计 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%。公司所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2020 年 9 月末，公司所有者权益合计 245.15 亿元（含少数股东权益 19.52 亿元），规模及构成均较上年末变动不大。

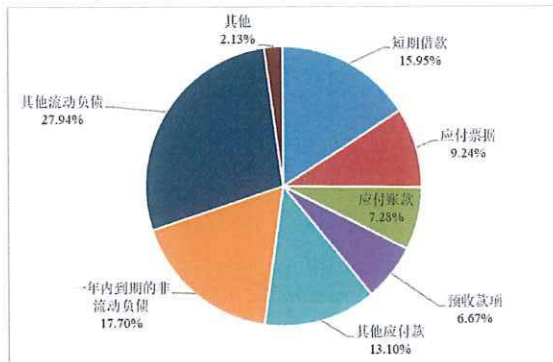
（2）负债

2017—2019 年末，公司负债规模逐年增长，以流动负债为主；公司债务负担较重，且以短期债务为主，集中偿付压力大。

2017—2019 年末，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 14.22%，主要系流动负债增加所致。截至 2019 年末，公司负债总额 322.92 亿元，较上年末增长 9.32%。其中，流动负债占 76.16%，非流动负债占 23.84%，以流动负债为主。

2017—2019 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 21.99%，主要系短期借款、应付票据和其他流动负债增加所致。截至 2019 年末，公司流动负债 245.94 亿元，较上年末增长 21.39%，主要由短期借款（占 15.95%）、应付票据（占 9.24%）、应付账款（占 7.28%）、预收款项（占 6.67%）、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%）构成。

图3 截至2019年末公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2017—2019年末，公司短期借款波动增长，年均复合增长15.78%。截至2018年末，公司短期借款43.62亿元，较上年末大幅增长49.09%，主要系资金周转需求增加所致。截至2019年末，公司短期借款为39.22亿元，较上年末下降10.10%，主要系到期偿还所致；短期借款主要由保证借款（占94.76%）构成。

2017—2019年末，公司应付票据连续增长，年均复合增长98.57%。截至2019年末，公司应付票据22.73亿元，较上年末增长13.39%，主要系汽车和化工业务规模扩大所致。

2017—2019年末，公司应付账款连续增长，年均复合增长6.05%。截至2019年末，公司应付账款17.89亿元，较上年末增长5.91%。应付账款账龄以1年内（占90.46%）为主。

2017—2019年末，公司预收款项连续增长，年均复合增长54.73%。截至2019年末，公司预收款项较上年末增长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。

2017—2019年末，公司其他应付款波动增长，年均复合增长25.69%。截至2018年末，公司其他应付款为48.85亿元，较上年末增加28.46亿元，主要系应付镇江市润州区新农村发展实业有限公司和镇江市丹徒区资产经营公司的往来款增加所致。截至2019年末，公司其他应付款较上年末减少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。

来款。

表20 截至2019年末公司其他应付款前五大客户
(单位：万元、%)

其他应付款	金额	占比
镇江市丹徒区资产经营公司	40250.00	10.96
索普集团	20000.00	5.45
镇江建工建设集团有限公司	14000.00	3.81
精功镇江汽车制造有限公司	10000.00	2.72
镇江市丹徒区建设投资有限公司	10000.00	2.72
合计	94250.00	25.65

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2017—2019年末，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降13.05%。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债45.53亿元，较上年末大幅增长，主要由于将于一年内到期的应付债券规模大幅增长所致。

2017—2019年末，公司其他流动负债连续增长，年均复合增长68.76%。截至2019年末，公司其他流动负债为68.72亿元，较上年末增加40.38亿元，主要系公司发行（超）短期融资券所致。

2017—2019年末，公司非流动负债波动下降，年均复合下降3.27%，主要系长期借款波动所致。截至2018年末，公司非流动负债为92.79亿元，较上年末增长12.78%。截至2019年末，公司非流动负债为76.98亿元，较上年末下降17.04%，主要由长期借款（占46.80%）和应付债券（占48.23%）构成。

2017—2019年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长0.47%。截至2018年末，公司长期借款53.36亿元，较上年末增长49.50%，主要系经营规模扩大对资金需求增加所致。截至2019年末，公司长期借款36.03亿元，较上年末下降32.48%，主要系到期偿还所致；长期借款由保证借款（占54.05%）、抵押借款（占34.85%）和质押借款（占11.10%）构成。截至2020年9月末，公司长期借款45.45亿元（含一年内到期的0.25亿元），其中2021年到期13.33亿元，2022年到期9.70亿元，2023年到期3.37亿元，2031年及以后到期18.80亿元。

2017—2019年末，公司应付债券波动下降，年均复合下降5.78%。截至2018年末，公司应

付债券 35.05 亿元，较上年末下降 16.21%，主要系部分债券转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2018 年末，公司应付债券 37.13 亿元，较上年末增长 5.95%；按到期日统计，其中 2021 年到期的 20.09 亿元，2022 年到期的 17.04 亿元，2021 年和 2022 年集中偿付压力较大。

2017—2019 年末，公司全部债务连续增长，年均复合增长 13.33%，主要系短期债务增加所致。截至 2019 年末，公司全部债务为 250.29 亿元，较上年末增长 8.49%，其中短期债务和长期债务分别占 69.95%和 30.05%，债务结构有待调整。从债务指标来看，2017—2019 年末，公司资产负债率分别为 50.81%、55.27%和 56.74%，全部债务资本化比率分别为 44.85%、49.11%和 50.41%，均呈连续上升趋势。2017—2019 年末，公司长期债务资本化比率波动下降，分别为 24.98%、27.48%和 23.40%。整体看，公司债务负担较重，且短期债务偿付压力大。

图 4 2017 年以来公司债务及债务指标情况
(单位: 亿元、%)



资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

截至 2020 年 9 月末，公司负债总额为 340.27 亿元，较上年末增长 5.37%。其中，流动负债为 227.33 亿元，较上年末下降 7.57%，占公司负债总额的 66.81%，占比较上年末下降了 9.35 个百分点，主要系剥离子公司导致应付账款大幅减少所致；非流动负债为 112.95 亿元，较上年末大幅增长 46.72%，其中长期借款和应付债券分别较上年末增长 26.15%和 71.67%。

截至 2020 年 9 月末，公司全部债务为 284.86

亿元，较上年末增长 13.81%，主要系长期债务增加所致。其中短期债务和长期债务分别占 61.31%和 38.69%。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 58.12%、53.75%和 31.01%，较上年末分别上升了 1.38 个百分点、3.34 个百分点和 7.61 个百分点。

截至 2020 年末，公司存续债券余额为 115.17 亿元，其中将于一年内到期/行权的债券本金为 66.27 亿元（按行权日计算），短期资金周转压力大。

4. 盈利能力

2017—2019 年，随着汽车和物资能源等贸易类业务规模扩大，公司营业收入连续增长，但营业利润率有所下降；期间费用对利润侵蚀严重，利润总额对非经营性损益依赖很大，公司盈利能力较弱。

2017—2019 年，公司营业收入连续增长，分别为 74.63 亿元、78.66 亿元和 110.65 亿元，年均复合增长 21.76%，主要系汽车和物资能源等贸易类业务规模扩大所致。2017—2019 年，公司营业成本连续增长，年均复合增长 24.54%，增速高于营业收入增速。2017—2019 年，公司利润总额连续增长，分别为 5.18 亿元、6.01 亿元、6.52 亿元，年均复合增长 12.12%。

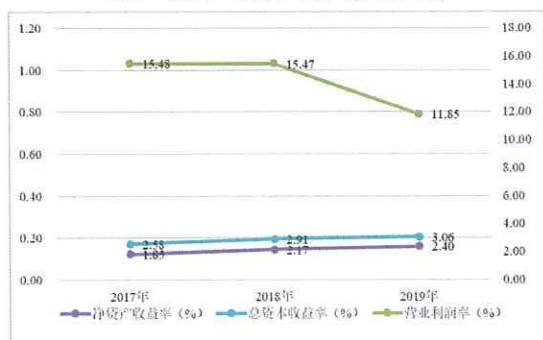
2017—2019 年，公司费用总额连续增长，分别为 15.02 亿元、17.41 亿元和 19.12 亿元，年均复合增长 12.80%，主要系销售费用和财务费用增加所致。其中，销售费用连续增长，分别为 3.59 亿元、3.84 亿元和 4.68 亿元，年均复合增长 14.16%；管理费用连续下降，分别为 4.65 亿元、4.25 亿元和 4.03 亿元，年均复合下降 6.87%；研发费用连续增长，分别为 0.13 亿元、0.49 亿元和 0.90 亿元，年均复合增长 1.60 倍；财务费用连续增长，分别为 6.65 亿元、8.84 亿元和 9.50 亿元，年均复合增长 19.54%，主要系有息债务规模增长所致。2017—

2019年,公司费用收入比²分别为20.13%、22.14%和17.28%。期间费用对利润侵蚀严重,公司费用控制能力有待提高。

2017—2019年,公司公允价值变动收益分别为2.13亿元、-1.12亿元和1.36亿元,公司公允价值变动损益主要来源于公司持有的中国太保股票的价格变动。2017—2019年,公司投资收益逐年增长,分别为3.80亿元、6.71亿元和9.19亿元,其中2019年投资收益主要来自以权益法核算的长期股权投资中镇江交投投资收益3.48亿元,以及处置太白集团产生的投资收益3.16亿元;占利润总额的比例分别为73.28%、111.72%和141.11%。

公司其他收益和营业外收入主要为各类政府补贴。2017—2019年,公司其他收益波动下降,分别为0.36亿元、0.69亿元和0.31亿元,占利润总额的比例分别为7.03%、11.44%和4.73%。2017—2019年,公司营业外收入波动下降,分别为2.30亿元、6.22亿元和2.28亿元;占利润总额的比例分别为44.33%、103.57%和35.01%。公司利润总额对投资收益、政府补贴等非经营性损益依赖程度很高。

图5 2017—2019年公司盈利指标



资料来源:公司财务报告及提供资料,联合资信整理

从盈利指标看,2017—2019年,公司营业利润率连续下降,分别为15.48%、15.47%和11.85%,主要系贸易类业务收入占比上升所致。2017—2019年,公司总资产收益率和净资产收益率均呈小幅上升趋势。整体看,公司盈利能力较弱。

2020年1—9月,公司实现营业收入73.80亿

元,较上年同期增长3.95%;营业成本66.54亿元,较上年同期增长6.77%。同期,公司公允价值变动收益和投资收益分别为-0.59亿元和5.31亿元,较上年同期变动较大,公允价值变动收益系中国太保股票价格下降,投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资及出让路桥集团股权产生的投资收益。2020年1—9月,公司实现营业外收入3.19亿元,主要为各类政府补贴款;实现利润总额2.61亿元,较上年同期大幅下降22.43%,主要系新冠肺炎疫情导致公司成本和费用增长以及合并范围变化所致。

5. 现金流

2017—2019年,公司经营活动现金持续净流入,收入实现质量高,但经营活动现金流尚无法满足公司经营扩张和债务偿还的需要,公司存在较大的外部融资需求。

从经营活动来看,2017—2019年,公司经营活动现金流入量波动增长,分别为113.05亿元、104.93亿元和155.92亿元,年均复合增长17.44%,其中2018年较上年下降7.18%,主要系原子公司镇江港口有限责任公司转出后涉及的往来款项减少所致;2019年较上年增长48.60%,主要系经营规模扩大所致。2017—2019年,公司经营活动现金流出量波动增长,分别为103.78亿元、98.25亿元和141.90亿元,年均复合增长16.93%。受上述因素影响,2017—2019年,公司经营活动产生的现金流量净额分别为9.27亿元、6.68亿元和14.03亿元,持续呈净流入状态,年均复合增长23.01%。2017—2019年,公司现金收入比分别为120.34%、114.20%和115.19%,收入实现质量高。

从投资活动来看,2017—2019年,公司投资活动现金流入量连续增长,分别为10.55亿元、12.59亿元和21.01亿元,年均复合增长41.13%,主要系收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金增加所致。2017—2019年,公司投资活动现金流出量波动下降,分别为24.03亿元、17.82亿元和22.43亿元,年均复合下降3.38%,

² 费用收入比即期间费用在营业收入中的占比。

其中 2018 年较上年下降 25.82%，主要系投资支付的现金减少所致；2019 年较上年增长 25.85%，主要系支付其他与投资活动有关的现金增加所致。受上述因素影响，2017—2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-13.48 亿元、-5.23 亿元和-1.42 亿元，持续呈净流出状态，但净流出规模不断下降。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量连续增长，分别为 112.53 亿元、157.49 亿元和 205.27 亿元，年均复合增长 35.06%，主要系银行借款增加及发行各类债券所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出量连续增长，分别为 107.51 亿元、160.68 亿元和 204.53 亿元，年均复合增长 37.93%，主要系偿还银行借款和债务融资工具所致。受上述因素影响，2017—2019 年，公司筹资活动现金净额分别为 5.02 亿元、-3.19 亿元和 0.75 亿元。

2020 年 1—9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 21.64 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-16.37 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 26.78 亿元。

6. 偿债能力

2017—2019 年，公司长、短期偿债能力指标表现一般，但考虑到公司作为镇江市国资委直属产业投融资平台，区域重要性凸显，政府支持持续，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年末，公司流动比率和速动比率均呈连续下降趋势。公司流动资产对流动负债的保障程度一般。2017—2019 年，公司经营现金流动负债比率和现金短期债务比有所波动，但较为稳定。整体看，公司短期偿债能力指标处于一般水平。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 连续增长。2019 年，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%）和利润总额（占 34.26%）构成。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数波动增长，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可。2017—2019 年，公司全部债务/EBITDA 较为稳定，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。考虑到公司作为镇江市国资委直属产业投融资平台，区域重要性突出，政府支持持续，融资能力很强，公司整体偿债能力很强。

表 21 公司偿债能力指标

项目	项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	132.05	130.21	116.94
	速动比率（%）	104.59	80.17	76.09
	经营现金流动负债比（%）	5.61	3.30	5.70
	现金短期债务比（倍）	0.22	0.17	0.22
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	14.46	17.11	19.02
	全部债务/EBITDA（倍）	13.47	13.48	13.16
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.59	1.42	2.05

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

截至2020年9月末，公司获得商业银行授信额度合计111.33亿元，尚未使用额度32.98亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

对外担保方面，截至2020年9月末，公司对外担保余额为93.15亿元（详见附件2），基于2020年9月末公司所有者权益245.15亿元，公司担保比率为38.00%，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，公司与镇江城投、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。

未决诉讼方面，截至2020年9月末，公司无超过1000万元的重大未决诉讼。

7. 公司本部财务分析

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年末，公司本部资产总额436.56亿元，其中流动资产为182.57亿元（占41.82%），非流动资产为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年末，公司本部负债合计199.59亿元，其中流动负债为152.46亿元（占76.39%），非流动负债为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；非流动负债包括长期借款10.00亿元和应付债券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，占全部债务的71.05%。

截至2019年末，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，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，公司本部经营活动产生的现金流量净额为6.00亿元，投资活动现金流量净额为0.56亿元，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。

九、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务结构影响不大，公司经营活动现金流量净额和EBITDA对本期债券覆盖倍数尚可。

1. 本期债券发行对公司现有债务的影响

截至2020年9月末，公司债务总额为284.86亿元，本期债券拟发行规模为不超过10.00亿元；本期债券发债额度对公司目前债务规模影响不大。

以2020年9月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由58.12%、53.75%和31.01%上升至58.83%、54.60%和32.90%，公司债务负担将进一步加重。考虑到募集资金用于归还到期债务，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

2017—2019年，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖倍数处于较高水平；经营活动现金流量净额和EBITDA对本期债券覆盖倍数尚可。

表 22 本期债券保障能力测算

指标	2017年	2018年	2019年
经营活动现金流入量（亿元）	113.05	104.93	155.92
经营活动现金流入量保障倍数（倍）	11.30	10.49	15.59
经营活动现金流量净额（亿元）	9.27	6.68	14.03
经营活动现金流量净额保障倍数（倍）	0.93	0.67	1.40
EBITDA（亿元）	14.46	17.11	19.02
EBITDA保障倍数（倍）	1.45	1.71	1.90

注：数据略有差异系四舍五入造成

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

十、结论

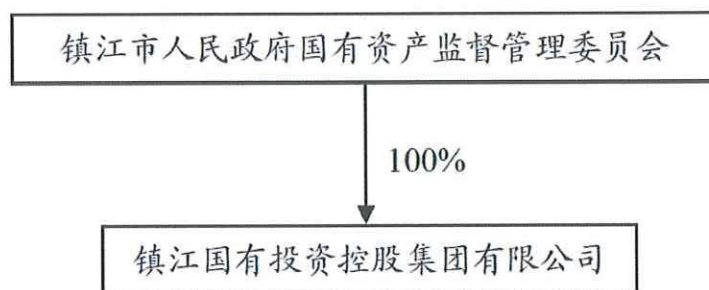
公司作为镇江市重要的产业投融资和国有资产经营管理主体，在镇江市经济发展中具有重要地位；公司业务多元化，下属子公司恒顺醋业品牌优势明显。近年来，公司持续获得镇江市政府给予的补助支持，资产和收入规模逐年增长，经营活动现金流保持净流入。同时，联合资信也关注到公司其他应收款和存货对运营资金

形成较大占用、债务负担较重且集中偿付压力大、主业盈利能力较弱、利润对非经营性损益依赖度很高以及对外担保规模较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来,随着公司产业结构的不断完善,公司整体竞争实力有望提升,联合资信对公司的评级展望为稳定。

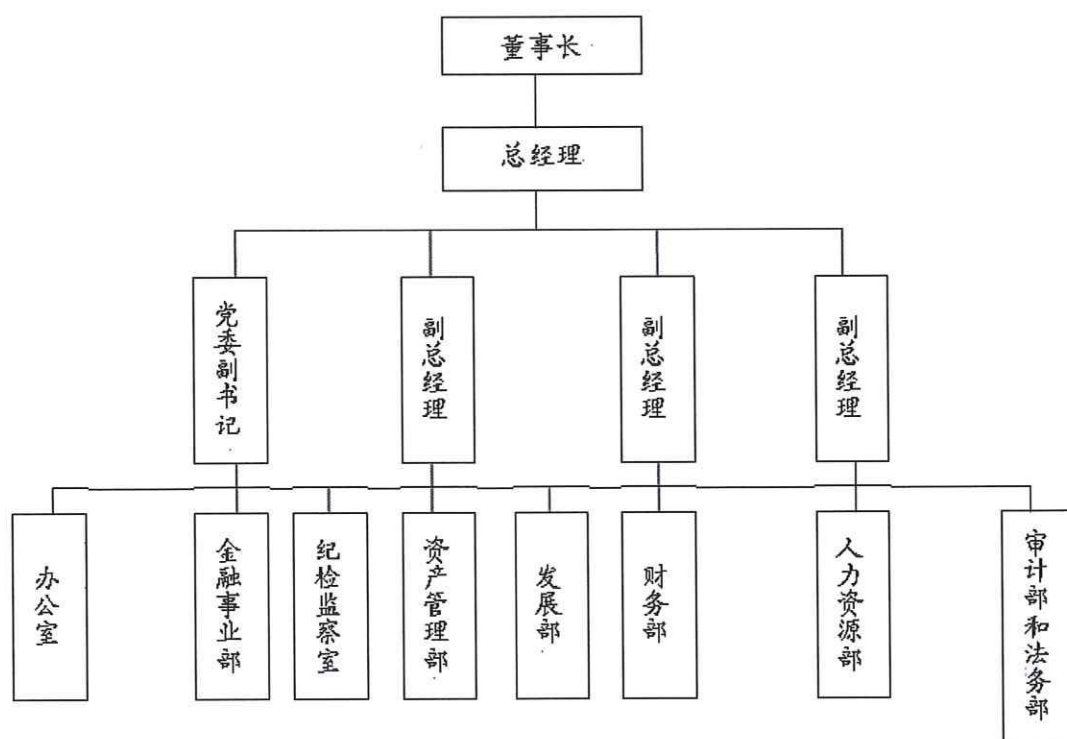
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司主体偿债风险很低,本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月末镇江国有投资控股集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月末镇江国有投资控股集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 9 月末镇江国有投资控股集团有限公司 主要子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	实际投资额 (万元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)
1	江苏恒顺集团有限公司	食醋、酱菜、酱油、酒类、调味品系列产品、食品及其他包装材料等	21290.31	83.93	100.00
2	镇江大东纸业有限公司	生产销售各类纸张、纸浆、纸板、纸制品、机械设备及化工产品等	32785.20	100.00	100.00
3	镇江飞驰汽车集团有限责任公司	冷藏保温车、冷藏集装箱、厢式车、客车及其他专用汽车、玻璃钢制品制造、销售；汽车改装及产品进出口	536.00	100.00	100.00
4	江苏东普新材料科技有限公司	化工新材料的研发	26000.00	100.00	100.00
5	江苏车驰汽车有限公司	专用汽车及其零部件的设计开发；汽车、汽车配件、汽车用品的销售；汽车进出口业务	1530.00	51.00	51.00
6	镇江市京口石油有限责任公司	石油及石油制品的批发；天然气、石油液化气批发；危险化学品的经营；化工产品的销售；提供石油信息咨询服务；公路、铁路货运代理服务；兰炭、焦炭、煤炭及煤炭制品的销售	3600.00	36.00	50.38
7	镇江国控宏业供应链管理有限公司	经济贸易咨询，计算机软件及辅助设备、电子产品、仪器仪表、通讯产品、机械设备、文化用品、五金交电、日用品、工艺品、汽车零配件、建筑材料、化工产品的批发	2100.00	70.00	70.00
8	镇江市能源开发有限公司	热电厂的规划、开发、项目论证；能源技术、能源工程系统的咨询、诊断、设计、施工及改造；托管服务；合同能源管理的投资；项目投资；化工产品（危险品除外）、建筑材料、金属材料销售	7895.75	100.00	100.00
9	镇江国投创业投资有限公司	创业投资；代理其他创业投资企业等机构或个人的创业投资业务；创业投资咨询服务；为创业企业提供创业管理服务；股权投资；投资管理	10000.00	100.00	100.00

10	镇江市高科创业投资有限公司	创业投资业务；代理其他创业投资企业、机构或个人的创业投资业务；创业投资咨询业务；创业管理服务	10248.43	100.00	100.00
11	德仁融资租赁（上海）有限公司	融资租赁业务；租赁业务；向国内外购买租赁财产；租赁财产的残值处理及维修；租赁交易咨询和担保；从事与主营业务有关的商业保理业务	20000.00	100.00	100.00
12	镇江市丹徒区国金农村小额贷款有限公司	面向“三农”发放贷款、提供融资性担保、开展金融机构业务代理以及经过监管部门批准的其他业务	9018.90	58.50	58.50
13	上海索普股权投资基金管理有限公司	股权投资管理	3092.96	100.00	100.00
14	镇江国投置业开发有限公司	房地产开发；商品房销售；物业管理；中介服务	5000.00	100.00	100.00
15	镇江国泰资产管理经营有限公司	资产经营管理；资产管理的咨询业务；信息咨询与服务；企业策划服务；房屋、机器设备的维护维修；物业管理	100.00	100.00	100.00
16	镇江市镇扬大桥投资经营管理有限公司	镇扬大桥建设的投资、管理；成品油的销售	810.00	81.00	81.00
17	镇江市丹徒区建祥水利工程有限公司	水利工程项目；水利工程、道路工程、园林绿化工程、照明工程的施工	40250.00	70.00	70.00
18	江苏金信金融控股集团有限公司	从事非证券股权投资活动及相关咨询业务；受托管理私募股权投资基金，从事投资管理及相关咨询服务业务；为创业企业提供创业管理服务。（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）	100000.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2 截至 2020 年 9 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位名称	担保余额	担保类型	到期日期
江苏索普（集团）有限公司	5000	保证担保	2021-7-13
	4800	保证担保	2021-7-30
	2500	保证担保	2022-1-20
	2000	保证担保	2021-2-26
	2000	保证担保	2021-2-28
	2000	保证担保	2020-10-14
	2000	保证担保	2020-11-8
	2000	保证担保	2021-7-2
	3000	保证担保	2021-3-8
	4000	保证担保	2021-2-20
江苏镇钛化工有限公司	695	保证担保	2020-12-24
	975	保证担保	2021-5-7
	1000	保证担保	2021-3-10
	780	保证担保	2020-12-11
	975	保证担保	2020-12-5
	1050	保证担保	2021-3-11
	1000	保证担保	2021-6-14
	1090	保证担保	2021-5-12
	550	保证担保	2021-5-28
	1060	保证担保	2021-4-21
	1100	保证担保	2021-6-3
	500	保证担保	2021-6-23
	4400	保证担保	2021-3-17
	3000	保证担保	2021-9-14
	1000	保证担保	2021-9-20
	500	保证担保	2021-9-10
	1190	保证担保	2021-2-12
	1210	保证担保	2020-10-15
	1000	保证担保	2020-12-16
	2077	保证担保	2022-1-31
	1485	保证担保	2021-3-23
	1500	保证担保	2021-3-29
	2450	保证担保	2020-11-8
	2250	保证担保	2020-10-25
	300	保证担保	2020-12-16
	2000	保证担保	2020-10-26
	2000	保证担保	2020-12-18
	2000	保证担保	2021-5-28
	1000	保证担保	2021-9-1
	1000	保证担保	2021-9-24
江苏索普化工股份有限公司	5000	保证担保	2021-9-13
镇江城市建设产业集团有限公司	18000	保证担保	2020-10-20
	43800	保证担保	2028-10-31
	19000	保证担保	2028-10-31
	32000	保证担保	2028-12-31
	50000	保证担保	2021-3-30
	3500	保证担保	2020-10-12
	2100	保证担保	2020-10-13
	8050	保证担保	2020-10-13
	7350	保证担保	2020-10-13

	14000	保证担保	2021-2-25
镇江港国际集装箱码头有限公司	47360	保证担保	2022-8-20
镇江红星置业有限公司	59810	保证担保	2021-3-29
镇江华建置业有限公司	13000	保证担保	2031-6-24
	8600	保证担保	2031-6-25
镇江交通产业集团有限公司	39860	保证担保	2021-8-2
	50000	保证担保	2028-10-21
	50000	保证担保	2028-10-21
	33000	保证担保	2021-1-3
镇江市丹徒区建宜水利投资有限公司	30000	保证担保	2024-1-1
镇江市丹徒区科创建设有限公司	29850	保证担保	2021-8-15
镇江市丹徒区新农村发展建设有限公司	11070	保证担保	2021-3-1
	3800	保证担保	2021-3-8
	1080	保证担保	2021-3-15
	21300	保证担保	2021-7-26
镇江市高校投资建设发展集团有限公司	1000	保证担保	2020-11-8
	1000	保证担保	2020-11-15
	8880	保证担保	2021-3-29
	2160	保证担保	2021-9-29
	6380	保证担保	2021-11-1
	11580	保证担保	2021-11-8
镇江市恒瑞高新产业集团	30000	保证担保	2034-10-29
	10000	保证担保	2034-10-30
镇江市西津渡文化旅游有限责任公司	70000	保证担保	2021-3-5
镇江市兴宜水利投资有限公司	23000	保证担保	2028-12-21
	5260	保证担保	2021-6-26
	5490	保证担保	2021-6-28
	2000	保证担保	2021-7-3
	4090	保证担保	2021-7-5
	3950	保证担保	2021-7-10
	1550	保证担保	2021-7-12
	3300	保证担保	2021-7-17
	2870	保证担保	2021-7-19
	1310	保证担保	2021-7-23
镇江文化旅游产业集团	26880	保证担保	2024-5-24
	8000	保证担保	2024-7-22
	30880	保证担保	2025-3-26
合计	931547	--	--

注：部分到期的担保金额正在办理解除手续中
 资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	24.88	23.94	38.34	69.32
资产总额（亿元）	487.18	534.44	569.13	585.42
所有者权益（亿元）	239.65	239.05	246.21	245.15
短期债务（亿元）	115.07	140.14	175.07	174.65
长期债务（亿元）	79.81	90.56	75.22	110.21
全部债务（亿元）	194.88	230.70	250.29	284.86
营业收入（亿元）	74.63	78.66	110.65	73.80
利润总额（亿元）	5.18	6.01	6.52	2.61
EBITDA（亿元）	14.46	17.11	19.02	/
经营性净现金流（亿元）	9.27	6.68	14.03	21.64
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.66	4.98	7.41	/
存货周转次数（次）	1.50	0.90	0.96	/
总资产周转次数（次）	0.16	0.15	0.20	/
现金收入比（%）	120.34	114.20	115.19	108.06
营业利润率（%）	15.48	15.47	11.85	9.25
总资本收益率（%）	2.58	2.91	3.06	/
净资产收益率（%）	1.85	2.17	2.40	/
长期债务资本化比率（%）	24.98	27.48	23.40	31.01
全部债务资本化比率（%）	44.85	49.11	50.41	53.75
资产负债率（%）	50.81	55.27	56.74	58.12
流动比率（%）	132.05	130.21	116.94	130.53
速动比率（%）	104.59	80.17	76.09	90.18
经营现金流动负债比（%）	5.61	3.30	5.70	/
现金短期债务比（倍）	0.22	0.17	0.22	0.40
EBITDA 利息倍数（倍）	1.59	1.42	2.05	/
全部债务/EBITDA（倍）	13.47	13.48	13.16	/

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径及母公司其他流动负债和其他应付款中的有息债务已调整至短期债务，长期应付款和其他非流动负债中有息债务已调整至长期债务；4. 合并口径现金类资产已剔除使用受限部分；5. 2020 年 1-9 月财务数据未经审计，相关指标计算未年化

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	16.26	19.39	34.46	79.35
资产总额（亿元）	382.19	395.57	436.56	469.27
所有者权益（亿元）	232.16	231.42	236.97	235.52
短期债务（亿元）	55.95	30.95	52.76	105.19
长期债务（亿元）	45.83	58.35	47.13	84.98
全部债务（亿元）	101.78	89.31	99.89	190.17
营业收入（亿元）	2.06	1.70	9.23	6.88
利润总额（亿元）	3.57	3.81	3.89	1.84
EBITDA（亿元）	3.64	4.09	4.21	/
经营性净现金流（亿元）	3.21	-1.57	6.00	16.74
财务指标				
销售债权周转次数（次）	115.27	94.43	512.91	/
存货周转次数（次）	1.80	0.06	0.22	/
总资产周转次数（次）	0.01	0.00	0.02	/
现金收入比（%）	0.00	0.00	95.42	96.07
营业利润率（%）	22.70	18.10	0.72	1.80
总资本收益率（%）	1.07	1.19	1.15	/
净资产收益率（%）	1.54	1.65	1.64	/
长期债务资本化比率（%）	16.48	20.14	16.59	26.52
全部债务资本化比率（%）	30.48	27.85	29.65	44.67
资产负债率（%）	39.25	41.50	45.72	49.81
流动比率（%）	132.25	142.04	119.75	141.43
速动比率（%）	131.27	100.58	93.15	115.59
经营现金流流动负债比（%）	3.08	-1.48	3.93	/
现金短期债务比（倍）	0.29	0.63	0.65	0.75
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	27.95	21.83	23.72	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 母公司其他流动负债和其他应付款中的有息债务已调整至短期债务；3. 2020 年 1-9 月财务数据未经审计，相关指标计算未年化

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 4 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)
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 5-1 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 5-2 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 5-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 镇江国有投资控股集团有限公司 2021年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年镇江国有投资控股集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

镇江国有投资控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。镇江国有投资控股集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对镇江国有投资控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，镇江国有投资控股集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注镇江国有投资控股集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现镇江国有投资控股集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对镇江国有投资控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如镇江国有投资控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对镇江国有投资控股集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

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