

# 信用评级公告

联合〔2021〕1930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发行的 2021 年公开发行公司债券（第二期）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<sup>+</sup>，镇江国有投资控股集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（第二期）信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二一年三月十九日

## 镇江国有投资控股集团有限公司 2021年公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

### 评级结果：

主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>

本期债券信用等级：AA<sup>+</sup>

评级展望：稳定

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

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

### 评级观点

镇江国有投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）是镇江市重要的国有资产经营管理和产业投融资主体，主要负责镇江市国有资产运营管理、扶持优势产业发展和部分公益性项目建设。近年来，公司持续获得镇江市政府给予的补助支持，资产及收入规模保持增长；多元产业中，酱醋调味品业务保持行业龙头地位，发展态势良好，汽车业务成为公司新的收入增长点。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司主业盈利能力弱、利润总额对非经营性损益依赖度很高、其他应收款及存货规模大、资产流动性弱、债务负担重且存在集中兑付压力和对外担保规模大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较高。

2020年，受新冠疫情爆发影响，公司生产经营活动受到较大冲击，前三季度呈现经营性亏损。未来，随着疫情逐步得到控制、公司产业结构不断完善、土地整理项目陆续上市以及在建项目竣工投产，公司整体竞争实力及偿债能力有望得到提升。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。

分析师：刘丙江

孔祥一

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中  
国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

## 优势

- 1. 公司获得的政府支持力度大。**公司作为镇江市重要的国有资产运营管理和产业投融资主体，承担镇江市国有资产的经营与管理以及改革资金筹集与支付等职能，2017—2019年获得的补贴收入分别为2.12亿元、5.80亿元和2.00亿元。
- 2. 江苏恒顺醋业股份有限公司是中国食醋行业龙头，具备较强的竞争优势。**公司下属上市公司江苏恒顺醋业股份有限公司保持中国制醋企业龙头地位，其60万个经销网点覆盖全国，品牌优势明显，市场地位稳固。
- 3. 公司持有的股权资产可提供良好的流动性支持。**公司持有的镇江交通产业集团有限公司股权近年来投资收益情况良好；持有的江苏恒顺醋业股份有限公司、中国太平洋保险（集团）股份有限公司及江苏银行股份有限公司等股权可为公司提供良好的流动性支持。
- 4. 公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较高。**2017—2019年，公司EBITDA对本期债券的保障倍数分别为1.45倍、1.71倍和1.90倍。

## 关注

- 1. 公司盈利能力有待提升。**公司主业盈利能力弱，子公司亏损情况较多，利润总额对非经营性损益依赖很高。
- 2. 资产流动性弱。**公司政府类基础设施建设项目占款规模大，其他应收款及存货中的开发成本对流动资金占用明显。
- 3. 有息债务快速增长，债务结构有待改善。**近年来，随着公司对基础设施建设项目的投入、往来款增长以及备付资金，公司有息债务规模快速增长，截至2020年9月底，短期债务占比为61.31%。
- 4. 对外担保规模大。**截至2020年9月底，公司对外担保余额93.15亿元，被担保企业主要为镇江市国有企业，集中于建筑业、化工产业及政府投融资平台，存在或有负债风险。
- 5. 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所持股权投资收益。截至2021年2月底，公司本部存续债券余额为118.07亿元，其中将于一年内到期的债券本金（以行权口径计）为69.17亿元，存在集中兑付压力。

主要财务数据:

| 合并口径           |        |        |        |            |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 项 目            | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 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)       | 78.91  | 90.56  | 74.01  | 110.21     |
| 全部债务(亿元)       | 193.98 | 230.70 | 249.08 | 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(%)       | 17.95  | 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(%)   | 44.73  | 49.11  | 50.29  | 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   | 1.41   | 1.42   | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 13.41  | 13.48  | 13.10  | --         |

公司本部（母公司）

| 项 目          | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 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)     | 124.24 | 126.03 | 162.82 | 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  | 37.60  | 49.81      |
| 全部债务资本化比率(%) | 34.86  | 35.26  | 41.30  | 44.67      |
| 流动比率（%）      | 132.25 | 142.04 | 142.04 | 141.43     |
| 经营现金流动负债比(%) | 3.08   | -1.48  | -1.48  | --         |

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

评级历史：

| 主体级别            | 评级展望 | 评级时间      | 项目小组                   | 评级方法/模型                                                                                     | 评级报告                 |
|-----------------|------|-----------|------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| AA <sup>+</sup> | 稳定   | 2021/1/19 | 刘丽红<br>李敬云             | <a href="#">一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907）</a><br><a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AA <sup>+</sup> | 稳定   | 2017/8/21 | 王治<br>竺文彬<br>宋金玲<br>陈婷 | <a href="#">联合资信工商企业主体评级方法（2013 年）</a><br>一般工商企业信用评级模型（2016 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：



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（第二期）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”）是由镇江市人民政府根据（1996）第四十七号常务会议纪要批准，于 1996 年设立的全民所有制企业，初始注册资金 50 万元，成立时公司名称为镇江市资产经营公司。2006 年 4 月，依据镇江市人民政府办公室《关于调整镇江市资产经营公司隶属关系的函》（镇政办函〔2006〕9 号），公司出资人变更为镇江市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“镇江市国资委”），后更名为镇江市国有资产投资经营公司。2009 年 6 月和 2012 年 7 月，镇江市国资委对公司先后两次增资，公司的注册资本增加至 50000 万元。2014 年 10 月，依据镇江市国资委镇国资改〔2014〕7 号《关于同意镇江市国有资产经营公司公司制改制的批复》，公司改制后更名为镇江国有投资控股有限公司，同时通过资本公积转增实收资本，公司注册资本增至 100000 万元。2014 年 11 月，公司更为现名。截至 2020 年 9 月底，公司注册资本 10.00 亿元，实收资本 10.00 亿元，镇江市国资委为公司唯一股东和实际控制人。

公司经营范围包括：政府授权范围内的国有资产经营业务；经济信息咨询服务；企业改组、改制、改造的策划；产权管理的业务培训；设备租赁；食用农产品（初级）、预包装食品、散装食品的批发（按《食品经营许可证》核定范围内经营）；汽车、汽车配件、汽车用品的销售；汽车进出口销售业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2020 年 9 月底，公司下设办公室、金融事业部、纪检监察室、资产管理部、发展部、财务部、人力资源部、审计部和法务部等 8 个部门。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（以下简称“恒顺醋业”，股票代码 600305.SH），截至 2020 年底，恒顺集团持有恒顺醋业 44.63% 的股权，其中 8576 万股已质押，占持股总数的 19.16%。

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

截至 2020 年 9 月底，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（第二期）”（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，票面利率由公司和簿记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

### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基

建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国2020年一季度GDP下降6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表1 2016—2020年中国主要经济数据

| 项目               | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年  |
|------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| GDP(万亿元)         | 74.64 | 83.20 | 91.93 | 98.65 | 101.60 |
| GDP 增速(%)        | 6.85  | 6.95  | 6.75  | 6.00  | 2.30   |
| 规模以上工业增加值增速(%)   | 6.00  | 6.60  | 6.20  | 5.70  | 2.80   |
| 固定资产投资增速(%)      | 8.10  | 7.20  | 5.90  | 5.40  | 2.90   |
| 社会消费品零售总额增速(%)   | 10.40 | 10.20 | 8.98  | 8.00  | -3.90  |
| 出口增速(%)          | -1.90 | 10.80 | 7.10  | 5.00  | 4.00   |
| 进口增速(%)          | 0.60  | 18.70 | 12.90 | 1.70  | -0.70  |
| CPI 增幅(%)        | 2.00  | 1.60  | 2.10  | 2.90  | 2.50   |
| PPI 增幅(%)        | -1.40 | 6.30  | 3.50  | -0.30 | -1.80  |
| 城镇失业率(%)         | 4.02  | 3.90  | 4.90  | 5.20  | 5.20   |
| 城镇居民人均可支配收入增速(%) | 5.60  | 6.50  | 5.60  | 5.00  | 1.20   |
| 公共财政收入增速(%)      | 4.50  | 7.40  | 6.20  | 3.80  | -3.90  |
| 公共财政支出增速(%)      | 6.40  | 7.70  | 8.70  | 8.10  | 2.80   |

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、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，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

**投资和净出口为拉动GDP增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。**2020年，社会消费品零售总额39.20万亿元，同比下降3.90%，为改革开放40多年来首次出现负增长。投资方面，2020年固定资产投资完成额51.89万亿元，同比增长2.90%。其中制造业投资下降2.20%，为历史同期最低水平；基础设施投资（不含电力）增速为0.90%，较上年（3.80%）大幅

下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020年货物进出口总额32.16万亿元，同比增长1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额17.93万亿元，同比增长4.00%；进口额14.22万亿元，同比下降0.70%。进出口顺差3.71万亿元，较上年（2.91万亿元）大幅增加。2020年中国对东盟、欧盟、

美国、日本进出口额分别为4.74万亿元、4.50万亿元、4.06万亿元和2.20万亿元，分别增长7.00%、5.30%、8.80%和1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

**工业企业稳回升，服务业持续改善。**2020年全国规模以上工业增加值同比增长2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020年工业企业利润总额同比增长4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020年服务业生产从4月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长3.00%、2.60%和2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对GDP累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降16.20个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

**居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。**2020年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨10.60%，涨幅比上年回升1.40个百分点；非食品价格上涨0.40%，涨幅比上年回落1.00个百分点。核心CPI（不包括食品和能源）温和上涨0.80%，涨幅比上年回落0.80个百分点。2020年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

**社会融资规模增量逐季下降，M2增速显著上升。**截至2020年底，社会融资规模存量284.83万亿元，同比增长13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力

的金融支持。从增量上看，2020年新增社会融资规模34.86万亿元，比上年多增9.29万亿元。分季看，各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元，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，截至2020年底，M2余额218.68万亿元，同比增长10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期M1余额62.56万亿元，同比增长8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

**财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。**2020年，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元，同比下降2.30%；非税收入2.86万亿元，同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元，同比增长10.90%；卫生健康支出1.92万亿元，同比增长15.20%；债务付息0.98万亿元，同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元，同比增长10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出11.80万亿元，同比增长28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

**就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。**2020年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020中国城镇居民人均可



支配收入4.38万元，实际同比增长1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目 and 刚性支出，要保证支付力度。

**稳健的货币政策灵活精准、合理适度**。2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中

发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年中国GDP增速将达到8.50%左右。

## 四、行业及区域经济分析

### 1. 食醋行业

**食醋属于调味品行业的子行业，近年来行业产销规模保持增长；不同工艺及口味的食醋产品消费群体具有地域性，行业集中度低。**

2008年以来，中国调味品行业进入高速发展阶段，近10年年均复合增长率超过15%。根据中国调味品协会百强企业数据调查显示，2019年中国调味品总产量为1428.9万吨，市场规模增加至1282亿元。2013—2019年，调味品总产量和销售收入均保持增长。

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

受各地口味习俗差异，不同地区食醋的生产原料及制作工艺有所不同，食醋市场具有很强的区域性。中国四大名醋有镇江香醋、山西老陈醋、福建永春老醋和四川保宁醋，均在各自的区域保持较高的市场占有率。此外，根据不同的风味和功能，醋可以分为烹调型、佐餐型、保健型和饮料型等系列。目前，食醋产业

已成为调味品行业支柱产业之一（除酱油产业外的第二大产业），同时在家庭消费、餐饮市场和食品加工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

**近年汽车行业增速持续下行，企业间竞争趋于激烈，进口车亦呈现供需双降态势，2019 年下半年起降幅逐渐收窄，汽车保有量与欧美等成熟市场相比仍具有发展空间。**

根据中国汽车工业协会发布的数据显示，2019 年中国乘用车产销量分别为 2136 万辆和 2144.4 万辆，同比减少 9.2% 和 9.6%，与年初预测数保持一致。2019 年乘用车销售延续 2018

年的疲软态势，全年销量同比下降幅度较上年继续扩大 5.48 个百分点，下降趋势尚未改善。但分月来看，剔除“国五与国六排放标准”切换及季节交替因素的影响，自 2019 年下半年开始，单月乘用车销量同比 2018 年降幅逐渐收窄。截至 2019 年，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。

2020 年初爆发的新冠肺炎疫情对中国汽车市场影响显著（2 月市场基本处于冰点），1~3 月单月销量同比降幅均在 2 位数，后随着疫情有效控制、工厂及门店复工而逐月回升，5 月以来单月销量同比增速保持 2 位数，商用车市场（尤其是货车）表现出强劲回升、乘用车市场增长偏温和；7~9 月，中国乘用车和商用车销量较上年同期分别上升 7.75% 和 46.69%，相比 1~9 月销量增速分别提升 20.1 个和 26.6 个百分点，三季度回暖主要依赖于宏观经济恢复、市场促销及新车投放力度加大以及去年同期低基数（国六实施的阶段性影响）等因素支撑，10 月市场仍维持较快增长。全年看，2020 年中国汽车产销 2522.5 万辆和 2531.1 万辆，同比下降 2.0% 和 1.9%，与上年相比，降幅分别收窄 5.5 个百分点和 6.3 个百分点。

根据公安部公布的数据显示，2020 年全国新注册登记汽车 3328 万辆，截至 2020 年底，汽车保有量达 3.72 亿辆，其中私家车保有量 2.81 亿辆。根据世界银行发布的 2019 年汽车千人保有量数据显示：美国的千人保有量为 837 辆，日本为 591 辆，德国为 589 辆，而中国则为 173 辆，与成熟市场保有率相比，中国汽车千人保有量仍具备高速增长空间。

公司从事的平行进口车业务是指通过专业渠道直接从海外市场购买，并引入中国市场进行销售的汽车，其进口渠道与国内授权经销渠

道相“平行”。平行进口车较传统汽车经销渠道相比，省去了较多中间环节，且经销商定价不受厂商限制，销售价格具有一定优势。2019年，中国进口汽车市场供需双降，但降幅有所减小。2019年汽车进口量为108.6万辆，同比下降2.0%，进口车销售83.8万辆，同比下滑1.8%。进口量和销售量降幅相比2018年分别减少6.8和3.8个百分点。天津口岸平行进口车的进口数量常年保持全国第一，通过天津市滨海新区平行进口车试点单位进口的车辆数量及金额均在80%以上。

### 3. 区域经济

公司负责镇江市主要国有资产运营管理、经营性项目建设和产业投资，其经营范围、投资方向及融资能力受地区经济发展和财政实力的影响很大。近年来镇江市区域经济实力不断增强，产业结构持续优化，地方财政收入不断增长，公司外部发展环境较好。

镇江市位于长三角城市群，处于苏锡常经济圈和南京都市圈的交汇点，所处区域是中国经济最发达的地区之一。依托良好的区位优势，镇江市经济持续发展，根据《2020年镇江市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，镇江市地区生产总值4220.19亿元，按可比价计算比上年增长3.5%，其中第一产业增加值149.50亿元，增长2.8%；第二产业增加值1988.63亿元，增长3.6%；第三产业增加值2081.96亿元，增长3.5%。三次产业比例调整为3.5：47.2：49.3，服务业增加值占GDP比重比上年提高0.7个百分点。

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

生支出31.32亿元，环境保护支出15.33亿元。

## 五、基础素质分析

### 1. 股权状况

截至2020年9月底，公司注册资本为10.00亿元，实收资本10.00亿元，镇江市国资委持有公司100%股份，为公司唯一股东和实际控制人。

### 2. 企业规模及竞争力

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

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

截至2020年9月底，公司纳入合并范围子公司18家，拥有镇江市优质产业类资产，主要包括恒顺集团（公司持股比例100%），镇江大东纸业有限公司（以下简称“大东纸业”，公司持股比例100.00%）和镇江飞驰集团汽车有限公司（以下简称“飞驰汽车”，公司持股比例100%）等。其中恒顺集团主要从事食醋、酱油调味品生产销售，控股上市公司恒顺醋业，截至2020年底，恒顺集团持有恒顺醋业44.63%的股权，其中8576万股已质押，占持股总数的19.16%。近年来，恒顺醋业保持中国醋产品龙头企业，是公司主业利润的主要来源。

恒顺醋业始创于1840年清道光年间，为“中华老字号”企业，恒顺醋业于1999年8月经股份制改造更为现名，2001年2月在上海证券交易所成功上市，成为全国同行业首家上市公司。恒顺醋业是中国最大的制醋企业、国家级农业产业化重点龙头企业。作为中国四大名醋之一，恒顺品牌已形成香醋、白醋、料酒、酱油、酱菜等系列产品。恒顺产品先后5次获



国际金奖、3 次蝉联国家质量金奖，是国家地理标志产品、中国名牌产品，恒顺醋业先后荣获“国家级农业产业化重点龙头企业”“全国守合同重信用企业”“中国调味品行业食醋十强品牌企业”“中国食品工业 20 大著名品牌企业”“中国调味品行业最具资本竞争力企业”等荣誉和称号。

### 3. 人员素质

**公司高管人员具有较丰富的管理经验；在职人员学历及岗位配置结构合理，能较好地满足公司日常工作需要。**

截至 2020 年 9 月底，公司董事会成员 5 名，监事会成员 5 名，公司高级管理人员中，总经理 1 名、副总经理 3 名、总经理助理 1 名。

周毅先生，汉族，1967 年 12 月生，1988 年参加工作，研究生学历，经济师。先后任镇江市经信委（经委、经贸委）科员、主任科员、处长、主任助理、副主任，任扬中市委常委、副市长；2014 年 6 月至今，任公司党委书记、董事长。

陈家军先生，汉族，1977 年 6 月生，1999 年参加工作，中共党员，大学学历。先后任镇江市政府办公室综合一处副处长、主任科员、润州区委办公室主任、蒋乔街道党工委书记、润州区委常委、宣传部部长；2018 年 8 月起任公司总经理、董事。

截至 2020 年 3 月底，公司拥有在岗员工 4459 人。从文化程度来看，本科及以上学历占 11.84%、大专学历占 23.19%、中专及以下学历占 64.97%；从岗位职责来看，生产人员占 59.21%、销售人员占 18.13%、技术人员占 8.15%、行政人员占 13.09%、财务人员占 1.42%。

### 4. 股东支持

**公司是镇江市重要的国有资产运营和产业投融资主体，承担了市属国有企业改革专项资金的筹集、使用和管理的工作，在资金注入、资产划拨和财政补贴等方面持续得到了镇江市政府的支持。**

#### （1）资金注入及资产划拨

2009 年，根据《关于同意市国有资产投资经营公司增加注册资本的批复》（镇国资产〔2009〕13 号）由镇江市国资委出资，公司注册资本由 0.50 亿元增加至 2.00 亿元。2012 年 7 月，依据镇江市国资委的《关于同意增加镇江市国有资产投资经营公司注册资本金的批复》（镇国资产〔2012〕24 号），公司以 2011 年底未分配利润进行增资，增资后注册资本金由 2.00 亿元增加到 5.00 亿元。2014 年 9 月 12 日，经镇江市国资委镇国资改〔2014〕7 号文批准，公司资本公积转增实收资本至 10.00 亿元。

根据镇江市政府于 2009 年 7 月 7 日下发的镇政办发〔2009〕159 号《关于印发市属公有企业改革专项资金筹集使用实施办法的通知》（以下简称“《改革资金使用办法》”），公司代表镇江市政府承担改革专项资金的筹集、使用和管理的工作。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政府土地开发收益分配等，改革专项资金主要用于市属国有、集体企业改革扫尾工作和遗留问题处理。为提高公司融资能力，国资委将持有的企业股权划转给公司，主要包括市机电冶建行管办、轻化物行管办、纺建煤行管办、贸易办和汽车工业公司（即“四办一司”）等 20 处房产和东吴路等 2 宗划拨土地使用权等，同时，改制相关的 2400 亩地（其中含 1700 亩农用地）的土地转让收益将归集到“改革资金专户”用于后续改革工作支出。

#### （2）财政补贴

公司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，政府给予公司一定财政补贴。2017—2019 年，公司分别获得补贴收入 2.12 亿元、5.80 亿元和 2.00 亿元。

### 5. 企业信用记录

**公司过往履约情况良好。**



根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版，统一社会信用代码：913211007115100239）。截至2021年3月11日，公司本部无不良信贷信息记录，过往履约情况良好。

## 六、管理分析

**公司法人治理结构较完善，已建立起系统的经营管理制度；公司下属子公司较多且行业跨度大，具有一定管理难度。随着公司的发展，公司的组织机构设置和管理制度有待进一步完善。**

### 1. 法人治理结构

公司依据《公司法》要求和章程规定，实行董事会决策、总经理执行、监事会监督的运营机制。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，董事会是公司决策机构，由5人组成（其中职工董事1名），设董事长一名，董事长是公司的法定代表人，董事长、董事、监事及高级管理人员由镇江市国资委委派或更换。董事每届任期3年，可选择连任。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，经出资人同意公司董事可以兼任总经理。

公司依法设立监事会，由5名监事组成，其中公司职工代表2人，职工代表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。设监事会主席1名，由镇江市国资委在委派的监事成员中指定。监事任期每届三年，到期可以连任。

### 2. 管理水平

公司依据相关法律、法规、规定和公司章程，制定了一系列内部控制制度，内容涉及对子公司管控、财务管理、投融资管理和预算管理等领域。

#### （1）对子公司的管理

公司制定了《镇江国有投资控股集团控股参股公司管理办法》，建立了对下属子公司的管

理体系。根据办法，公司对子公司行使服务、协调、监督、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；公司本部对子公司除特殊情况外不进行日常资金归集；建立对各控股子公司的绩效考核制度和检查制度，从制度建设与执行以及经营业绩等方面进行综合考核。

截至2020年9月底，公司纳入合并范围的子公司共18家，涉及食酱醋调味品、造纸、汽车制造以及化工产品制造等多种行业。公司业务板块均由子公司负责经营，板块较多且行业跨度大，具有一定管理难度及管理风险。

#### （2）财务及资金管理

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。公司通过严格执行财务管理制度、规范财务管理工作，促进经营业务发展，提高经济效益，防范财务风险。

公司制定了《资金管理规定》，明确职责分工与授权审批，并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。通过健全资金管理制度，保障公司资金安全。

#### （3）投融资管理

公司制定了《对外投资管理制度》，公司对外投资必须集体决策，程序为：一般小型对外投资必须经董事会讨论通过，报镇江市国资委备案；公司重大项目投资必须报镇江市国资委审批。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，需镇江市国资委审批的项目，需报镇江市国资委，作为进行对外投资的决策参考。

公司制定了《融资管理制度》，规定了由计划财务部负责拟定公司资金计划，组织并实施公司资金筹措、使用和管理。计划财务部根据

公司资金使用计划拟定年（月）度资金筹措计划和方案，合理确定融资规模和融资结构。公司年度融资总额和借款总额须经由董事会审议。

#### （4）对外担保制度

公司制定了《对外担保管理制度》，对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，重大对外担保事项需经董事会审批。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

**公司经营格局多元化，食醋板块行业竞争优势明显，经营保持稳定；造纸和化工板块受行业周期影响波动较大；汽车及物资能源业务发展快但利润水平不高。**

公司是镇江市主要的国有资产经营管理主体和产业投融资主体，业务范围涵盖酱醋调味品生产、造纸、化工以及汽车销售等。2017—2019年，公司营业收入保持增长，2019年，公司实现营业收入110.65亿元，同比增长40.67%。

2017—2019年，公司平行进口车业务快速拓展，其中2019年在平行进口车行业景气度下行的背景下，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”）通过加强优质客户的开拓，实现销量持续增长，带动汽车业务收入同比增长55.55%至29.71亿元；酱醋调味品板块发展较为稳定，2019年实现收入22.91亿元，剔除包装物收入重分类影响，收入保持增长；道路桥梁建设板块收入有所波动，2019年收入为8.53亿元，同比增长24.89%，主要系当

期工程收入结转增加所致；由于镇江市京口石油有限责任公司（以下简称“京口石油”）自2019年纳入公司合并范围，其从事的成品油、LNG等贸易业务对公司物资能源板块收入拉动大，该板块2019年实现收入25.25亿元，同比大幅增长。

2017—2019年，公司综合毛利率呈下滑态势。2019年，公司综合毛利率为12.44%，同比减少3.87个百分点，主要系低毛利率的物资能源业务收入占比提升所致。分板块来看，酱醋调味品毛利率较为稳定，2019年为42.70%；纸制品毛利率逐年增长，2019年同比增加3.09个百分点至6.12%，主要系纸浆价格降幅较大所致；化工板块毛利率下滑明显，2019年以来上游企业停产限产导致原材料成本价格上涨，叠加毛利率较高的钛白粉业务出表，毛利率降幅较大；汽车业务毛利率水平较低，2019年为3.94%。

2020年1—9月，公司实现营业收入73.80亿元，同比增长3.95%，其中物资能源业务同比大幅增长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”）不再纳入合并范围影响，公司2020年前三季度道路桥梁建设及化工板块收入同比大幅减少，酱醋调味品、纸制品及汽车业务收入同比变动不大。毛利率方面，2020年前三季度，公司综合毛利率为9.84%，其中化工板块受环保监管限产影响出现亏损；酱醋调味品业务受会计准则变更，运费计入成本影响，毛利率同比有所下滑；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，毛利率同比下降1.38个百分点，其他板块毛利率变动不大。

表2 2017—2020年三季度公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

| 项目  | 2017 年 |      |      | 2018 年 |       |      | 2019 年 |      |      | 2020 年 1-9 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：合计数与各项求和数不一致系四舍五入所致；2018年，恒顺集团下属子公司江苏恒宏包装有限公司外部销售3.24亿元，纳入纸制品板块核算，2019年调整至酱醋调味品板块核算

资料来源：公司提供

## 2. 业务经营分析

### (1) 酱醋调味品

2017-2019年，恒顺醋业保持行业龙头地位，经营业绩保持增长态势，毛利率水平随着产品结构的调整略有下滑，盈利能力稳定，是公司主营业务收入及利润的重要来源。

公司酱醋调味品收入来自子公司恒顺集团，恒顺集团主要从事食醋、酱油、酱菜、黄酒等传统酿造调味品和现代复合调味品、食醋类保健品的生产和销售，是中国规模最大的食醋生产企业、国家农业产业化重点龙头企业。恒顺集团的业务经营主体为下属子公司恒顺醋业。恒顺醋业是中国最大的制醋企业、国家级农业产业化重点龙头企业，主导产品食醋连续20年销量全国领先。截至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%。2019年，恒顺醋业料酒产品销售规模快速增长，其毛利率水平相对醋类产品低，拉低恒顺醋业综合毛利率。截至2020年9月底，恒顺醋业资产总额为31.19亿元，所有者权益24.26亿元，2020年1-9月实现营业收入14.46亿元，同比增长7.98%，实现利润总额2.82亿元，同比减少7.15%。

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。近年来，恒顺醋业原材料采购量保持增长，采购均价稳定。

表3 2018—2020年前三季度恒顺醋业原材料采购情况（单位：吨、万只、万元/吨、元/只）

| 项目  | 2018年 |      | 2019年 |      | 2020年1-9月 |      |
|-----|-------|------|-------|------|-----------|------|
|     | 采购量   | 均价   | 采购量   | 均价   | 采购量       | 均价   |
| 粮食  | 90973 | 0.69 | 97341 | 0.68 | 76901     | 0.68 |
| 玻璃瓶 | 29018 | 0.56 | 31049 | 0.57 | 24530     | 0.59 |
| 瓶盖  | 27877 | 0.13 | 29828 | 0.13 | 23660     | 0.14 |
| 包装箱 | 2065  | 3.31 | 2209  | 3.31 | 1759      | 3.31 |

资料来源：公司提供

采购方式上，恒顺醋业采取招标采购、比价采购、定制采购等形式，采购日常工作由多个专职采购员按业务类型进行分工并辅以ERP系统，及时监控采购过程；同时，根据生产计划订单的规律性，制定每月以及每周的采购计划，合理安排采购资金。恒顺醋业从内部企业进行的采购，也采取市场化定价。恒顺醋业与上游粮食、包装物等供应商主要使用电汇方式进行结算，一般首先支付10~30%的预付款，账期一般在1个月以内，针对大米等具有季节性特点的原材料，一般在季末结算，账期在3个月以内。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22.81%，集中度较低。

表4 2019年恒顺醋业前五大供应商采购情况

（单位：万元、%）

| 供应商名称 | 采购额     | 占总采购金额比重 | 是否关联方 |
|-------|---------|----------|-------|
| 供应商一  | 8615.86 | 8.55     | 是     |

|      |          |       |    |
|------|----------|-------|----|
| 供应商二 | 6692.47  | 6.64  | 是  |
| 供应商三 | 2663.81  | 2.64  | 否  |
| 供应商四 | 2590.75  | 2.57  | 否  |
| 供应商五 | 2429.82  | 2.41  | 是  |
| 合计   | 22992.72 | 22.81 | -- |

资料来源：公司提供

恒顺醋业采取“以销定产”，在保证合理的半成品与产成品库存情况下，根据订单安排生产。除恒顺醋业外，恒顺集团下属子公司醋产品产能较为分散。2017—2020年9月底，恒顺集团酱醋产品产能利用率很高，主导黑醋产品产能和产量均保持在30万吨/年。

表5 近年来恒顺醋业主要产品生产情况

(单位：万吨/年、万吨、%)

| 时间           | 产品 | 产能    | 产量    | 产能利用率  |
|--------------|----|-------|-------|--------|
| 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  |
| 2020 年 1-9 月 | 黑醋 | 22.50 | 24.41 | 108.49 |
|              | 白醋 | 3.75  | 3.22  | 85.87  |
|              | 料酒 | 4.50  | 4.13  | 91.78  |
|              | 合计 | 30.75 | 31.77 | 103.32 |

资料来源：公司提供

注：公司季度产能数据已年化处理

产品销售方面，恒顺醋业采取以传统渠道+现代渠道的销售模式：传统渠道以 KA、流通、餐饮为主，实施款到发货、保证金的业务形式；现代渠道以特通、电商、产品定制等形式拓展新型业务。2019 年，恒顺集团酱醋调味品年销售量保持 30 万吨以上，产销率基本保持在 100%。酱醋调味品作为日常消费品，具有较为

稳定的终端用户需求。2019 年，恒顺醋业前五大销售商保持稳定，销售额合计 2.54 亿元，占全年销售额度的 13.88%，集中度低。

表6 2019年恒顺醋业前五大客户销售情况

(单位：万元、%)

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

资料来源：恒顺醋业 2019 年年报

## (2) 汽车

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

汽车板块由全资子公司飞驰汽车和控股子公司江苏车驰汽车有限公司（以下简称“江苏车驰”，公司持股 51%）运营。飞驰汽车以冷藏车改装为主、厢式车和特种车为辅；江苏车驰主要从事商务车的制造和改装，其下属控股子公司天津车驰（江苏车驰持股 51%）主要从事平行进口车业务。截至 2019 年底，江苏车驰资产总额合计 13.65 亿元，所有者权益 0.70 亿元，2019 年实现营业收入 27.31 亿元，实现净利润 0.11 亿元。截至 2020 年 9 月底，江苏车驰资产总额合计 5.42 亿元，较上年底下降 60.29%，主要由于部分国际信用证开具业务转移至公司本部导致江苏车驰资产负债同步减少。同期，江苏车驰所有者权益合计 0.62 亿元，2020 年前三季度实现收入 15.70 亿元，实现净利润 0.11 亿元。

自 2017 年成立以来，天津车驰运营的平行进口车业务快速发展，使得汽车板块收入规模不断增长，2019 年实现收入 29.71 亿元。天津车驰自 2017 年以来，在天津自贸区开展的平行



进口车业务，2019 年销售平行进口车 3953 辆，同比增长 83.95%，主要系公司本部 2019 年起参与平行进口车业务信用证开具业务，拓展了天津车驰原有开证额度，进而使得该项业务得以快速发展。2020 年 1—9 月，公司平行进口车合计销售 3270 辆。平行进口车业务主要是代理天津口岸经销商从国外采购车辆，天津车驰收取相应的代理费、垫税利息、押汇利息差等。代理过程中，天津车驰收到经销商的委托申请后，收取合同金额 10~15% 的保证金，用于开立国际信用证的保证金，同时与外商签订合同，并提供后续的车辆到港、进口报关等服务，客户提车时支付全额车款，一般销售周期在 6 个月以内。

飞驰汽车 2015 年进行搬迁改造，完成 4000 辆/年冷藏保温车和 1000 辆军品及特种车产业化扩能项目，2017 年全部设备入驻到位。受搬迁影响，飞驰汽车近年来持续亏损。截至 2019 年底，飞驰汽车资产总额 6.06 亿元，净资产 -1.66 亿元，2019 年实现收入 2.00 亿元，净利润 -0.12 亿元。飞驰汽车核心产品冷藏车近年来受市场竞争影响，订单量不断下滑，商务车亦受汽车市场需求下降影响销量大幅下滑，2019 年，冷藏车和商务车产量分别为 655 辆和 654 辆，销量分别为 570 辆和 757 辆。2020 年 1-9 月，飞驰汽车冷藏车产销量持续下滑至 135 辆和 128 辆，同期，厢式车产销量大幅增长至 622 辆和 660 辆。

表7 2017—2019年公司汽车产品产销情况

(单位: 辆)

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

注：部分销量大于产量系直接采购整车未经改造后出售

资料来源：公司提供

### (3) 纸制品

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

公司造纸收入主要来自子公司大东纸业。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）。

2017—2020 年 1—9 月，大东纸业主要原材料纸浆的采购量逐年增长，采购均价随纸浆市场价格逐年下降，2020 年 1-9 月纸浆采购均价为 3519 元/吨，较上年底（4170 元/吨）大幅下降，较大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，近年来，大东纸业纸制品总产能有所提升，2019 年底为 130000 吨/年；纸制品产量保持增长，2019 年同比增长 11.93% 至 126900 吨，产能利用率为 97.62%。

产品销售方面，大东纸业生产的高档纸杯纸、白牛皮纸、薄页包装纸已成为可口可乐、麦当劳、和路雪、统一、康师傅等国内外知名品牌的重点配套用纸。2019 年，大东纸业纸制品销量有所提升，年度销量为 11.26 万吨。同期，受纸浆成本压降，纸制品销售均价有所下降，2019 年销售均价为 6495 元/吨，同比下降 4.67%。2020 年 1-9 月，大东纸业纸制品销售均价持续下降至 6239 元/吨，实现销量 71024 吨。

表8 2018—2020年9月大东纸业纸制品销售情况

(单位: 吨、元/吨)

| 项目   | 2018 年 |      | 2019 年 |      | 2020 年 1-9 月 |      |
|------|--------|------|--------|------|--------------|------|
|      | 销量     | 均价   | 销量     | 均价   | 销量           | 均价   |
| 纸杯原纸 | 5964   | 6483 | 17554  | 6394 | 9842         | 5827 |
| 淋膜纸  | 18426  | 7564 | 25207  | 6349 | 13473        | 6677 |
| 税票纸  | 6515   | 7824 | 7437   | 7926 | 3238         | 7766 |

|      |        |      |        |      |       |      |
|------|--------|------|--------|------|-------|------|
| 文化用纸 | 27689  | 6248 | 25084  | 5812 | 18562 | 5139 |
| 其他   | 46548  | 6753 | 37360  | 7005 | 25909 | 5787 |
| 合计   | 105142 | 6813 | 112641 | 6495 | 71024 | 6239 |

资料来源：公司提供

大东纸业的销售采取经销模式，与下游客户建立了稳定的合作关系。纸制品的结算方式主要为银票和现款两种，其中银票占比达 70%，且针对不同的客户采用不同的账期结算，期限在 30~90 天不等。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%，分别为可口可乐、麦当劳等知名品牌供应商，包括广州市诚昌纸业有限公司、广州普乐包装容器有限公司、广东侨盛防伪材料有限公司、东莞市诚昌纸业有限公司和杭州亿森纸业有限公司。

#### （4）化工业务

**2019 年，公司完成太白集团股权转让，太白集团持续亏损，转让后可在一定程度上减轻公司经营负担；江苏东普新材料科技有限公司 2019 年以来受化工企业安全检查及环保监管限产影响大，呈现经营性亏损。**

公司化工产品业务经营主体为子公司太白集团和江苏东普新材料科技有限公司（以下简称“江苏东普”）。太白集团主要生产钛白粉，江苏东普主要生产硫酸及液碱等产品，为工业园区内化工企业提供能源配套。

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

江苏东普具有年产 60 万吨硫酸产品的生产能力，用于地块蒸汽配套及余热发电，下游

主要客户包括镇江江南化工有限公司、江苏索普（集团）有限公司（以下简称“索普集团”）等化工企业。截至 2019 年底，江苏东普资产总额为 11.46 亿元，净资产为 2.30 亿元，2019 年实现营业收入 7.72 亿元，净利润为-0.39 亿元。2019 年江苏盐城响水工业园区爆炸事件后，江苏省加强对化工企业的安全检查，江苏东普上游供应商受到较大影响，导致江苏东普原材料价格大幅上涨，年度出现亏损。

#### （5）道路桥梁建设

**公司路桥施工板块项目承接较稳定，受项目建设期间存在工程款垫资，路桥公司资产负债率高，资金周转压力大，公司已于 2020 年 3 月将路桥公司 100% 股权转出。**

公司受镇江市政府的委托，承担部分大型基础设施的投资建设和管理工作，具体由子公司路桥公司负责。路桥公司成立于 1989 年，以路面、路基和桥梁等公路建设为主营业务，目前拥有建设部公路工程施工总承包一级资质，路基、路面、桥梁专业承包一级资质，市政公用工程总承包一级资质，港口航道工程总承包二级资质，爆破与拆除工程专业承包三级资质。截至 2019 年底，路桥公司资产总额 24.96 亿元，净资产 1.71 亿元，2019 年实现营业收入 8.53 亿元，净利润-0.15 亿元。2020 年 3 月，根据《关于对江苏镇江路桥工程有限公司国有股权协议转让的批复》（镇国有资产〔2020〕8 号），为更好地整合市属企业资源，镇江市国资委同意公司将持有的路桥公司 100% 股权协议转让给镇江交通产业集团有限公司（以下简称“镇江交投”），转让对价为 2.15 亿元，当期确认的投资收益为 0.61 亿元，目前已完成工商变更，公司自 2020 年 3 月 20 日起不再将路桥公司纳入合并范围，股权出让款已于 2020 年 4 月收到。

#### （6）其他业务

公司业务板块较多，其他业务还包括能源贸易、房地产以及改革专项资金管理等。

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，净利润为0.06亿元。截至2020年9月底，京口石油资产总额合计3.60亿元，所有者权益合计1.12亿元，2020年前三季度实现营业收入18.49亿元，实现净利润354.68万元。京口石油业务模式为以销定采，与下游客户签订订单后，收取约40%订金，再以预付款（一般为80%）的形式向上游供应商进行采购，单笔订单流转时间较短，约为25天，无库存。2020年1—9月，京口石油实现销售18.48亿元，其中，LNG和成品油分别实现销售2.78亿元和15.70亿元。2020年1—9月，京口石油前五大供应商和前五大客户集中度很高，采购和销售集中度分别为67.71%和66.06%。

表9 2020年1—9月京口石油上下游前五大客户情况  
(单位：万元、%)

| 名称                  | 金额        | 占比    | 是否关联方 |
|---------------------|-----------|-------|-------|
| 前五大供应商              |           |       |       |
| 延长石油湖北销售有限公司        | 33411.67  | 18.08 | 否     |
| 舟山博衍能源有限公司          | 26733.25  | 14.47 | 否     |
| 河南延长石油销售有限公司        | 22026.37  | 11.92 | 否     |
| 中油胜利石油化工（大连）有限公司    | 21569.96  | 11.67 | 否     |
| 宁夏哈纳斯液化天然气有限公司      | 21362.89  | 11.56 | 否     |
| 合计                  | 125104.14 | 67.71 | --    |
| 前五大客户               |           |       |       |
| 陕西延长石油集团四川销售有限公司    | 48609.20  | 26.31 | 否     |
| 宁夏哈纳斯能源发展有限公司       | 21422.27  | 11.59 | 否     |
| 中国石化销售股份有限公司重庆石油分公司 | 20766.45  | 11.24 | 否     |

|                  |           |       |    |
|------------------|-----------|-------|----|
| 陕西延长石油集团山西销售有限公司 | 17984.92  | 9.73  | 否  |
| 舟山博衍能源有限公司       | 13269.60  | 7.18  | 否  |
| 合计               | 122052.44 | 66.06 | -- |

资料来源：公司提供

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，包括经镇江市政府批准需支付给职工个人的补偿金、社会保险费及相关业务费用的支出。公司筹措改革专项资金的主要渠道包括财政专项拨款、贷款融资筹集、国有产（股）权收入、破产关闭歇业企业财产变现收入和土地开发收益分配等。此外，破产关闭、退城进区、污染搬迁等企业的土地资产处置变现产生的收入中的政府收益部分也归入公司的改革资金专户。根据镇江市国资委下发的《关于资产划转的通知》（镇国资产〔2009〕39号），镇江市国资委划拨给公司的“四办一司”房产合计20.65万平方米，土地合计138.40万平方米，目前已入账的镇国用（2011）第889号面积为6931.60平方米，入账价值7174.09万元，计入“无形资产”，土地性质为出让。2017—2019年，公司改革资金筹集分别为0.84亿元、0.69亿元和0.92亿元，改革资金支出分别为0.18亿元、0.06亿元和0.07亿元，超额部分用于补足以前年度资金缺口，剩余资金缺口分别为-0.67亿元、-0.63亿元和-0.85亿元，由镇江市财政每年根据改革资金的实际支付情况加以补足，截至目前资金缺口尚未补足。

公司承担镇江市内少量基础设施建设项

目,包括岗子下地区等片区的城中村改造“7+1”项目(《中共镇江市委办公室文件》(镇办发〔2012〕78号)),公司负责镇江市城区城中村改造首批“7+1”项目建设工作,计划总投资30.00亿元,截至2020年9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9月底,公司主要的基础设施相关的项目建设情况见下表。

表10 截至2020年9月底公司主要基础设施建设项目(单位:亿元、亩)

| 项目名称    | 位置                                                         | 建设内容   | 项目建设周期             | 计划总投资额 | 已投资额  | 剩余可出让土地面积 | 会计科目 |
|---------|------------------------------------------------------------|--------|--------------------|--------|-------|-----------|------|
| “7+1”项目 | 城市新兴中心城区,东至丁卯桥路,西至京沪铁路,北至鸿鹤桥路                              | 土地一级开发 | 2013.05-2021.12.02 | 30.00  | 30.80 | 196.96    | 存货   |
| 恒顺南北地块  | 地处大市口商圈和万达商圈交界处,位于广东山庄以西,中山西路以北,黄山北路以东,新马路以南               |        | 2014.01-2021.12    | 13.40  | 10.00 | 141.00    | 存货   |
| 北京华联地块  | 位于城市中心城区,东至第一楼街市青少年活动中心西侧,南至万古一人路市烟草公司、现有住宅区北侧,西至解放路,北至医政路 |        | 2013.12-2018.06    | 5.00   | 4.43  | 54.15     | 存货   |
| 合计      | --                                                         | --     | --                 | 48.40  | 45.23 | 392.11    | --   |

注:“7+1项目”地块中83.31亩地已于2019年4月实现上市,103.04亩地于2019年6月上市,共收回资金10.38亿元;“7+1项目”剩余地块、恒顺南北地块及北京华联地块具体上市时间需根据镇江市政府土地上市安排进行,实际上市时间具有不确定性。目前的存量土地中,符合上市条件的部分已由其他应收款调整至存货,剩余可出让土地面积将根据市自然资源与国土规划局确定的土地上市红线图进行调整。

资料来源:公司提供

### 3. 未来发展

#### 发展规划

2019年至2023年,公司将按照镇江市政府和国资委赋予的职能定位,按照市场化方向和现代企业制度的要求,打造成法人治理规范、资产结构合理、产业金融结合、融资渠道多元、经营风险可控的国有资本投资运营集团。

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

业投资引导主体,以国有资本保值增值为目标的市场化运营主体。

#### 在建项目

截至2020年9月底,公司主要在建项目为丹徒区世业洲江堤改造工程项目。该项目计划总投资15.73亿元,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投资有限公司(以下简称“建祥水利”)负责建设,项目获得镇江市丹徒区发展改革和经济信息化委员会企业投资项目备案通知书,项目涉及道路拆除改造、堤坝护坡、绿化工程、内部隔堤、河道疏浚及淤泥清运等工程。该项目完工后,建祥水利具有12年特许经营权,政府将按照



《PPP 服务协议》逐年支付资金，用于补贴前期项目建设投入及运营期内的收益，政府付费资金将通过部门预算的形式纳入镇江市丹徒区年度地方财政预算管理，目前该项目在“存货-工程施工”科目进行核算。

总体看，公司在建项目未来计划投资规模较小，对外资金需求可控。

#### 4. 经营效率

##### 公司经营效率一般。

2017—2019 年，公司销售债权周转次数逐年增长，存货周转次数波动下滑，总资产周转次数波动增长，三年平均值分别为 6.13 次、1.04 次和 0.18 次；2019 年上述指标分别为 7.41 次、0.96 次和 0.20 次。

表 11 截至 2019 年底同行业企业经营效率对比  
(单位：次)

| 公司名称           | 销售债权周转次数 | 存货周转次数 | 总资产周转次数 |
|----------------|----------|--------|---------|
| 镇江国有投资控股集团有限公司 | 7.41     | 0.96   | 0.20    |
| 武汉产业投资发展集团有限公司 | 6.34     | 3.66   | 0.24    |
| 江苏省国信集团有限公司    | 7.17     | 3.91   | 0.31    |
| 柳州市投资控股有限公司    | 10.06    | 8.42   | 1.19    |

资料来源：联合资信整理

## 八、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2017—2019 年合并财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2020 年 1—9 月财务报表未经审计。

从合并范围看，截至 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司 28 家；截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司较 2017 年底新增 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；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 9 月底，公司纳入合并范围的子公司合计 18 家，较 2019 年底减少 7 家。整体看，公司合并范围变化对财务数据有一定影响。

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

截至 2020 年 9 月底，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

近年来，公司资产规模保持增长，流动资产中其他应收款占比大且账龄长，对资金占用明显，回收存在不确定性；非流动资产以长期股权投资为主，其中持有镇江交投股权资产规模大，公司整体资产质量尚可，资产流动性弱。

2017—2019 年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 8.08%。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

2017—2019 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 14.80%。截至 2019 年底，公司流动资产为 287.61 亿元，较上年底增长 9.03%，主要由于货币资金和其他应收款大幅增长所致。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。

2017—2019 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 43.94%。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。

2017—2019 年，公司应收账款波动下降。截至 2019 年底，公司应收账款账面价值 12.20 亿元，主要包括应收工程款、应收销售款以及债权包，较上年底下降 16.09%，主要系路桥公司工程款回款所致。从集中度看，应收账款余额前五名合计 3.98 亿元（不包括全额计提坏账准备的债权包），占比为 22.18%。从账龄来看，1 年以内的占比为 88.69%，1~2 年的占比为 2.93%，2~3 年的占比为 1.33%，3 年以上的占比为 7.05%，账龄结构尚可。公司对应收账款计提坏账准备共计 5.72 亿元，计提比例为 31.92%，主要为账面余额总计 4.55 亿元的债权包（公司代表政府所购买的信达、华融和东方公司的不良金融债权包），预计无法收回，已全额计提坏账准备。

2017—2019 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 12.14%。公司预付账款主要为平行进口车及物资能源业务产生的预付采购款。截至 2019 年底，公司预付款项为 9.39 亿元，较上年底下降 16.58%，主要系太白集团出表、路桥公司及其他子公司预付款减少所致。从账龄来看，一年以内的占比 94.78%，整体账龄短。预付款项前五名合计金额 3.93 亿元，占预付账款总额的 41.83%，集中度较高。

2017—2019 年，公司其他应收款波动减少。截至 2018 年底，公司其他应收款较上年底大幅减少 25.85 亿元，主要系当期将已具备上市条件的土地资产调整至存货项目进行核算；截至 2019 年底，公司其他应收款为 96.73 亿元，较上年底增长 14.01%，主要系应收镇江汽投往来款大幅增加 21.40 亿元所致。其他应收款余额前五名合计 77.48 亿元，占比为 77.64%。2019 年底，其他应收款前五名欠款具体情况：①应收镇江汽投往来款 34.43 亿元，包括 18.92 亿元有息借款和 15.51 亿元无息支持性资金，款项主要用于支持北汽新能源项目在镇江落地后生产基地建设及设备采购。②应收镇江市财政局

23.36 亿元系公司代镇江市政府垫付的破产企业改革专项资金。③应收镇江市城市建设投资集团有限公司（以下简称“镇江城投”）12.33 亿元，系原应收索普集团的支持性借款，镇江市国资委于 2019 年 3 月将索普集团股权划转至镇江城投并清理前期往来款，公司重新与镇江城投签订借款协议。④应收镇江市国资委 4.00 亿元，主要为公司代镇江市国资委向北汽二期项目的出资款。⑤应收镇江市东方技工学校 3.36 亿元，系公司代政府进行学校设施建设的款项。从账龄来看，1 年以内的占比为 75.63%，1~2 年的占比为 10.72%，2~3 年的占比为 5.04%，3 年以上的占比为 8.62%。公司对其他应收款计提坏账准备共计 3.07 亿元，计提比例为 13.85%。

表 12 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    | 占其他应收款余额比例 | 占总额比例 | 2021 年回款计划 |
|-----------|-------|------------|-------|------------|
| 镇江汽投      | 34.43 | 34.50      |       | 8.00       |
| 镇江市财政局    | 23.36 | 23.41      |       | 2.00       |
| 镇江城投      | 12.33 | 12.35      |       | 3.00       |
| 镇江市国资委    | 4.00  | 4.01       |       | 0.50       |
| 镇江市东方技工学校 | 3.36  | 3.37       |       | --         |
| 合计        | 77.48 | 77.64      |       | 13.50      |

资料来源：公司审计报告，公司提供

公司其他应收款规模较大，2020—2021 年，公司计划对往来及借款资金进行分批回收，以减少关联企业对营运资金的占用。此外，公司自 2018 年起发行的债券多数均附事先承诺条款，要求公司合并报表中其他应收款科目不超过 2016 年 9 月底其他应收款余额（131.22 亿元）或 2016 年经审计的其他应收款余额（117.00 亿元），若上述财务指标要求未满足条款要求，将触发投资者保护机制，届时将对公司再融资及资金安排起到较大影响，实现承诺条款的设置对公司其他应收款规模控制起到一定约束作用。

2017—2019 年，公司存货规模波动增长，

年均复合增长 48.78%。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，2018 年底公司存货规模较 2017 年底大幅增长主要系当年由其他应收款调整至存货的开发成本部分 39.11 亿元所致。公司存货中开发成本（占 56.65%）和工程施工（占 32.61%）占比高；开发成本主要为公司代地方政府进行土地整理的三处地块；工程施工主要为子公司建祥水利在建项目。公司已对库存商品计提跌价准备 0.12 亿元。

## （2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产规模相对稳定。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。

2017—2019 年，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长 24.25%。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为 24.72 亿元，按公允价值计量的权益工具合计 10.12 亿元。期末被投资单位中，规模较大的对象包括公司本部投资的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，公司长期股权投资保持相对稳定。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，较上年底变动不大。公司长期股权投资主要为对镇江交投的股权投资，截至 2019 年底为 185.49 亿元，占公司长期股权投资总额的 93.54%。根据《镇江交通产业集团有限公司章程》，扣除实收资本及昆仑信托有限责任公司享有的资本公积 21000.00 万元后，公司享有 45% 剩余部分镇江交投的所有者权益。截至 2019 年底，镇江交投资产总额 1163.14 亿元，所有者权益 466.27

亿元；2019 年，镇江交投实现营业收入 70.38 亿元，净利润 8.16 亿元。

2017—2019 年，公司固定资产账面价值波动下降。截至 2019 年底，公司固定资产账面原值 45.43 亿元，构成以房屋建筑物和机器设备为主。累计计提折旧和减值准备分别为 13.87 亿元和 1.80 亿元。截至 2019 年底公司固定资产账面价值 30.13 亿元，较上年底增长 3.58%。

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额为 585.42 亿元，较 2019 年底增长 2.86%，主要来自货币资金和其他流动资产的增长。其中，货币资金较上年底大幅增长 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，其中，受限部分 33.88 亿元，主要为各类保证金；其他流动资产较上年底大幅增长 85.28% 至 13.41 亿元，主要系公司增加购买理财产品所致；应收账款及其他应收款分别较上年底下降 49.19% 和 26.71%，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 2019 年底变化不大。

截至 2020 年 9 月底，公司持有的中国太平洋保险（集团）股份有限公司（以下简称“中国太保”）和江苏银行的股票中，分别质押 600 万股（质押比率为 49.18%）和 6500 万股（质押比率为 49.35%）。

## 3. 所有者权益及负债

**公司所有者权益稳定性尚可；有息债务规模增长快，期限以短期为主，债务结构有待改善，一年内到期债券余额规模大，存在集中兑付压力。**

### （1）所有者权益

2017—2019 年，公司所有者权益相对稳定。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 2018 年底，公司资本



公积较 2017 年底增加 22.62 亿元至 134.11 亿元,同期,其他综合收益减少 25.34 亿元至 57.11 亿元,系所投资企业镇江交投资本公积重分类所致。

截至 2020 年 9 月底,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 2019 年底变动不大。

## (2) 负债

2017—2019 年,公司负债总额逐年增长,年均复合增长 14.22%。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%,公司负债结构以流动负债为主。

2017—2019 年,公司流动负债逐年增长,年均复合增长 21.99%。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。

2017—2019 年,公司短期借款波动增长,年均复合增长 15.78%。截至 2019 年底,公司短期借款为 39.22 亿元,较上年底下降 10.10%。

2017—2019 年,公司预收款项逐年增长,年均复合增长 54.73%。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。

2017—2019 年,公司其他应付款波动较大,年均复合增长 25.69%,主要系与关联方往来款波动所致。截至 2019 年底,公司其他应付款较上年底减少 34.05%至 32.22 亿元,主要系与关联企业间往来款减少所致。其他应付款前五名对象共计 9.43 亿元,占其他应付款总额的 25.65%,主要应付对象均为镇江市国有企业,款项性质全部为往来款,有息部分已调整至短期债务核算。

表 13 公司其他应付款前五大单位(单位:万元、%)

| 其他应付款        | 金额       | 占比    |
|--------------|----------|-------|
| 镇江市丹徒区资产经营公司 | 40250.00 | 10.96 |

|                |          |       |
|----------------|----------|-------|
| 江苏索普(集团)有限公司   | 20000.00 | 5.45  |
| 镇江建工建设集团有限公司   | 14000.00 | 3.81  |
| 精功镇江汽车制造有限公司   | 10000.00 | 2.72  |
| 镇江市丹徒区建设投资有限公司 | 10000.00 | 2.72  |
| 合计             | 94250.00 | 25.65 |

资料来源:公司提供

2017—2019 年,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 年底,公司一年内到期的非流动负债 43.53 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。近年来,公司其他流动负债科目主要由发行的(超)短期融资券构成,截至 2019 年底,公司其他流动负债为 68.72 亿元,较上年底增加 40.38 亿元,主要系期末存续的(超)短期融资券规模大幅增长所致。

2017—2019 年,公司非流动负债波动下降。截至 2019 年底,公司非流动负债为 76.98 亿元,较上年底下降 17.04%,构成以长期借款和应付债券为主。近年来,公司长期借款波动较大,截至 2019 年底,公司长期借款 36.03 亿元,较上年底下降 32.48%;应付债券为 37.13 亿元,较上年底增长 5.95%。

截至 2020 年 9 月底,公司负债总额为 340.27 亿元,较 2019 年底增长 5.37%,其中流动负债为 227.33 亿元,较 2019 年底减少 7.57%,占公司负债总额的 66.81%,占比较 2019 年底减少 9.35 个百分点,主要系剥离子公司导致应付账款大幅减少及一年内到期的非流动负债下降所致。流动负债中,短期借款较上年底增长 17.94%至 46.26 亿元;非流动负债为 112.95 亿元,较 2019 年底大幅增长 46.72%,其中长期借款和应付债券分别较上年底增长 26.15%和 71.67%。其他项目变动不大。

2017—2019 年,公司有息债务规模快速增长,截至 2019 年底,公司全部债务 249.08 亿元,较上年底增长 7.97%,其中短期债务和长期债务分别占 70.29%和 29.71%,短期债务占比高。从债务指标来看,2017-2019 年,公司资产



负债率和全部债务资本化比率逐年增长，长期债务资本化比率呈波动下降趋势，加权平均值分别为 55.11%、48.82%和 24.75%，截至 2019 年底，上述三项指标分别为 56.74%、50.29%和 23.11%。截至 2020 年 9 月底，公司全部债务为 284.86 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 61.31%和 38.69%，短期债务占比较 2019 年底有所下降，但仍占比高。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%。

截至 2021 年 2 月底，公司本部存续债券余额为 118.07 亿元，其中将于一年内到期的债券本金（以行权口径计）为 69.17 亿元，存在集中兑付压力。

表 14 截至 2021 年 2 月底公司一年内到期的存续债情况（单位：亿元）

| 债券名称          | 金额    | 到期日（行权日）               |
|---------------|-------|------------------------|
| 18 镇国 01      | 7.14  | 2023-3-30 (2021-3-30)  |
| 19 镇投 03      | 10.00 | 2022-4-1 (2021-4-1)    |
| 20 镇国投 SCP005 | 5.00  | 2021-04-23             |
| 20 镇国投 CP002  | 6.00  | 2021-06-10             |
| 20 镇国投 SCP006 | 5.00  | 2021-06-22             |
| 21 镇国投 SCP001 | 4.00  | 2021-07-05             |
| 20 镇国投 SCP007 | 5.00  | 2021-07-19             |
| 20 镇国投 CP003  | 7.00  | 2021-09-04             |
| 20 镇国投 SCP008 | 5.00  | 2021-09-07             |
| 19 镇投 05      | 10.00 | 2022-11-25(2021-11-25) |
| 18 镇投 01      | 0.03  | 2021-12-05             |
| 19 镇国投 MTN001 | 5.00  | 2022-1-28              |
| 合计            | 69.17 | --                     |

资料来源：联合资信整理

#### 4. 盈利能力

近年来，公司营业收入保持增长，期间费用对营业利润侵蚀严重，主业盈利能力弱，利润总额对非经营性损益依赖程度很高。2020 年前三季度，受疫情及合并范围变动影响，公司当期营业利润为负。

2017—2019 年，公司营业收入分别为 74.63 亿元、78.66 亿元和 110.65 亿元，2019 年收入实现同比增长 40.67%。同期，公司营业成本快速增长，2019 年为 96.88 亿元，同比增长

47.17%。由于低毛利率的贸易业务占比提升，公司营业利润率降至 11.85%。

期间费用方面，2017—2019 年，公司期间费用规模逐年增长，分别为 15.02 亿元、17.42 亿元和 19.12 亿元，期间费用率分别为 15.02%、22.15%和 17.28%。2019 年公司期间费用同比增长 12.94%，主要来自销售费用及财务费用增长，随着公司有息债务规模的增长，2019 年财务费用升至 9.50 亿元。期间费用对利润侵蚀严重，期间费用控制能力有待提高。

近年来，公司公允价值变动损益波动较大，主要系受所持中国太保股票价格波动所致，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）。2017—2019 年，公司分别实现投资收益 3.80 亿元、6.71 亿元和 9.19 亿元，公司 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）以及处置子公司太白集团（3.15 亿元）产生的投资收益。2017—2019 年，公司获得的政府补贴以土地开发收益补偿及产业投资项目补贴款为主，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。

2017—2019 年，公司分别实现利润总额 5.18 亿元、6.01 亿元和 6.52 亿元，2019 年利润总额同比增长 8.43%。公司 2017—2019 年非经营性损益（投资收益+公允价值变动损益+其他收益+营业外收入）分别占公司利润总额的 165.74%、208.10%和 201.75%，利润总额对非经常性损益依赖程度很高。

从盈利指标来看，2017—2019 年，公司总资产收益率和净资产收益率均逐年增长，加权平均值分别为 2.928%和 2.22%。2019 年上述两项指标分别为 3.07%和 2.40%，公司整体盈利能力有待提升。

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 73.80 亿元，同比增长 3.95%；营业成本 66.54 亿元，同比增长 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，同

比变动较大，公允价值变动收益系中国太保股票价格下降，投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资及出让路桥集团股权产生的投资收益。2020年前三季度，公司实现营业外收入3.19亿元，主要为各类政府补贴款；当期，公司实现利润总额2.61亿元（其中非经营性损益为8.36亿元），同比下降22.43%，主要系疫情导致公司成本和费用增长所致。

#### 5. 现金流

公司经营获现能力良好，经营活动现金流量保持增长；投资净支出有所收窄，经营活动净现金流可覆盖投资活动现金净流出规模。但考虑到公司短期内将有大量债务到期兑付，公司存在较大的外部融资需求。

经营活动方面，2017—2019年，公司经营活动现金流入量快速增长，2019年为155.92亿元，同比增长48.60%；同期，经营活动现金流出规模为141.90亿元，同比增长44.43%。2019年，公司收到和支付的其他与经营活动有关的现金分别为26.60亿元和30.24亿元，主要为与联营公司间的往来款。近三年，公司经营活动现金流量净额逐年增长，2019年净流入14.03亿元。从经营收现质量看，2019年公司现金收入比为115.19%，公司经营获现情况良好。

投资活动方面，近年来，公司投资活动现金流持续净流出，但净流出规模逐年收窄，2019年公司投资活动产生的现金净流出1.42亿元。2019年，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（主要用于投资理财产品及产业基金）。

2017—2019年，公司筹资活动现金流量净额有所波动，2019年为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，2019年分别为84.01亿元和113.49亿元。

筹资活动现金流出主要用于偿还债务，2019年为181.32亿元。

2020年1—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

近年来，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，区域重要性突出，政府支持持续，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，存在或有负债风险。

从短期偿债指标看，2017-2019年，公司流动比率和速动比率逐年下降，加权平均值分别为123.94%和83.02%，2019年底分别为116.94%和76.09%；同期，公司经营现金流动负债比为5.70%，现金短债比为0.22倍。截至2020年9月底，公司流动比率和速动比率较2019年底有所提升，分别为130.53%和90.18%。考虑到公司其他应收款和存货规模较大，资产流动性弱，银行可用授信额度较低，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标看，2017-2019年，公司EBITDA分别为14.46亿元、17.11亿元和19.02亿元；2019年，公司全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为13.10倍和1.42倍。总体看，公司长期偿债指标偏弱。考虑到公司作为镇江市国资委直属产业投融资平台，区域重要性突出，政府支持持续，公司整体偿债能力很强。

截至2020年9月底，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月底，公司对外担保余额为93.15亿元（详见附件2），基

于2020年9月底公司所有者权益245.15亿元，公司担保比率为38.00%，担保比率高，存在或有负债风险。被担保企业主要为镇江市国有企业，集中于建筑业、化工产业及政府投融资平台，其中涉及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，公司与镇江城市建设产业集团有限公司、索普集团、镇江市丹徒区建设投资有限公司等地方国有平台公司形成互保关系。

#### 7. 公司本部财务概况

**公司本部经营性收入规模小，利润来源主要为政府补贴及下属子公司分红，债务负担重，短期资金周转压力大；持续的政府补贴及持有的优质股权资产为公司提供良好的流动性支持。**

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

截至2019年底，公司本部负债合计199.59亿元，流动负债为152.46亿元（占76.39%），非流动负债47.13亿元（占23.61%）；流动负债以其他应付款（36.19亿元）、一年内到期的非流动负债（41.02亿元）和其他流动负债（62.93亿元）为主；非流动负债中长期借款和应付债券分别为10.00亿元和37.13亿元。公司本部有息债务合计162.82亿元，以短期债务为主，占全部有息债务的71.05%。

截至2019年底，公司本部所有者权益合计236.97亿元，其中实收资本10.00亿元，资本公积131.91亿元，未分配利润32.89亿元，其他综合收益57.91亿元。2019年公司本部实现营业收入9.23亿元（主要来自汽车贸易业务），财务费用6.87亿元，投资收益7.99亿元（主要来自以镇江交投为主的权益法核算的长期股权投资收益

和处置太白集团股权产生的收益）。营业外收入为2.00亿元，主要为政府补贴；当期利润总额3.89亿元。

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

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

##### 1. 本期债券发行对公司现有债务的影响

截至2020年9月底，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月底财务数据为基础，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。考虑到募集资金全部用于归还到期债务，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，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券发行金额的11.31倍、10.49倍和15.59倍，经营活动现金流量净额分别为本期债券发行金额的0.93倍、0.67倍和1.41倍；EBITDA对本期债券发行金额的保障倍数分别为1.45倍、1.71倍和1.90倍，公司经营活动现金流流入量和EBITDA对本期债券的覆盖程度较高。

## 十、结论

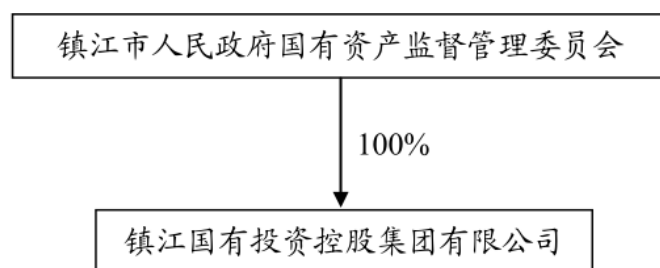
公司是镇江市重要的国有资产经营管理和产业投融资主体，主要负责镇江市国有资产运营管理、扶持优势产业发展和部分公益性项目建设。近年来，公司持续获得镇江市政府给予的补助支持，资产及收入规模保持增长；多元产业中，酱醋调味品业务保持行业龙头地位，发展态势良好，汽车业务成为公司新的收入增长点。同时，联合资信也关注到公司主业盈利能力弱、利润总额对非经营性损益依赖度很高、其他应收款及存货规模大、资产流动性弱、债务负担重且存在集中兑付压力和对外担保规模大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2020年，受新冠疫情爆发影响，公司生产经营活动受到较大冲击，前三季度呈现经营性亏损。未来，随着疫情逐步得到控制、公司产业结构不断完善、土地整理项目陆续上市以及在建项目竣工投产，公司整体竞争实力及偿债能力有望得到提升。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。

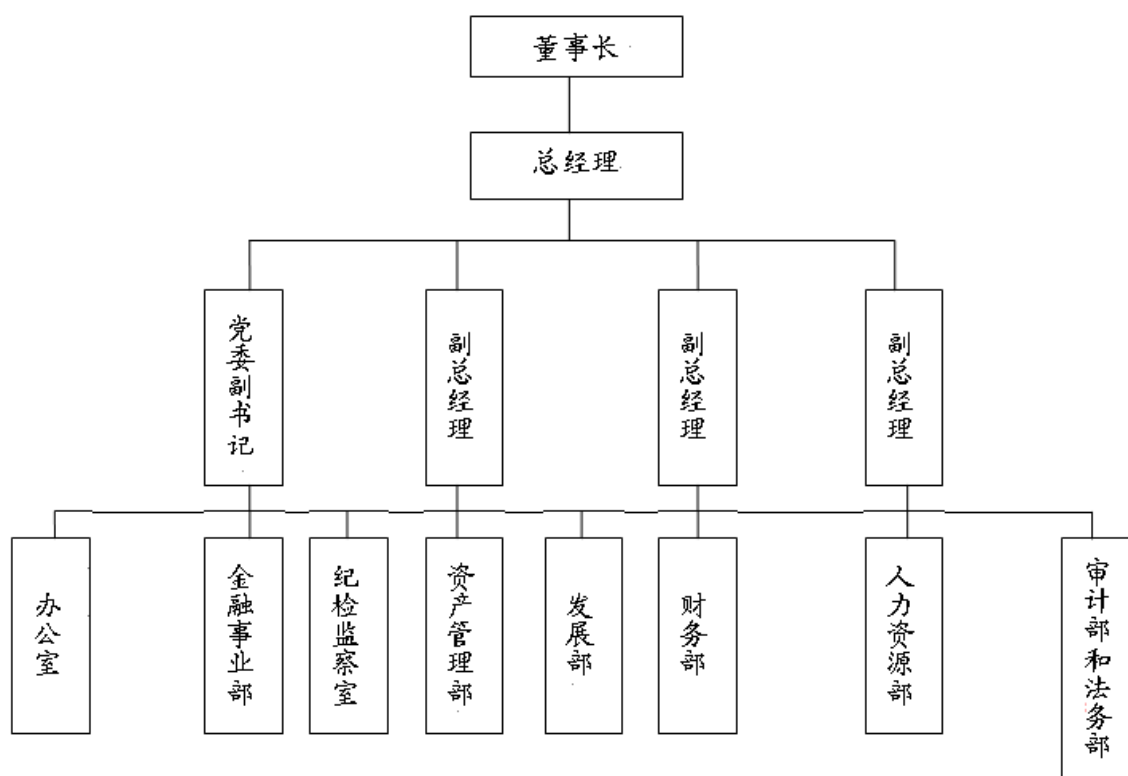


附件 1-1 截至 2020 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

## 附件 2 截至 2020 年 9 月底公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保单位        | 担保金额     | 到期日期       |
|--------------|----------|------------|
| 江苏索普（集团）有限公司 | 5,000.00 | 2021/7/13  |
|              | 4,800.00 | 2021/7/30  |
|              | 2,500.00 | 2022/1/20  |
|              | 2,000.00 | 2021/2/26  |
|              | 2,000.00 | 2021/2/28  |
|              | 2,000.00 | 2020/10/14 |
|              | 2,000.00 | 2020/11/8  |
|              | 2,000.00 | 2021/7/2   |
|              | 3,000.00 | 2021/3/8   |
|              | 4,000.00 | 2021/2/20  |
| 江苏镇钛化工有限公司   | 695.00   | 2020/12/24 |
|              | 975.00   | 2021/5/7   |
|              | 1,000.00 | 2021/3/10  |
|              | 780.00   | 2020/12/11 |
|              | 975.00   | 2020/12/5  |
|              | 1,050.00 | 2021/3/11  |
|              | 1,000.00 | 2021/6/14  |
|              | 1,090.00 | 2021/5/12  |
|              | 550.00   | 2021/5/28  |
|              | 1,060.00 | 2021/4/21  |
|              | 1,100.00 | 2021/6/3   |
|              | 500.00   | 2021/6/23  |
|              | 4,400.00 | 2021/3/17  |
|              | 3,000.00 | 2021/9/14  |
|              | 1,000.00 | 2021/9/20  |
|              | 500.00   | 2021/9/10  |
|              | 1,190.00 | 2021/2/12  |
|              | 1,210.00 | 2020/10/15 |
|              | 1,000.00 | 2020/12/16 |
|              | 2,077.00 | 2022/1/31  |
|              | 1,485.00 | 2021/3/23  |
|              | 1,500.00 | 2021/3/29  |
|              | 2,450.00 | 2020/11/8  |
|              | 2,250.00 | 2020/10/25 |
|              | 300.00   | 2020/12/16 |

|                   |           |            |
|-------------------|-----------|------------|
|                   | 2,000.00  | 2020/10/26 |
|                   | 2,000.00  | 2020/12/18 |
|                   | 2,000.00  | 2021/5/28  |
|                   | 1,000.00  | 2021/9/1   |
|                   | 1,000.00  | 2021/9/24  |
| 索普化工股份            | 5,000.00  | 2021/9/13  |
| 镇江城市建设产业集团有限公司    | 18,000.00 | 2020/10/20 |
|                   | 43,800.00 | 2028/10/31 |
|                   | 19,000.00 | 2028/10/31 |
|                   | 32,000.00 | 2028/12/31 |
|                   | 50,000.00 | 2021/3/30  |
|                   | 3,500.00  | 2020/10/12 |
|                   | 2,100.00  | 2020/10/13 |
|                   | 8,050.00  | 2020/10/13 |
|                   | 7,350.00  | 2020/10/13 |
|                   | 14,000.00 | 2021/2/25  |
| 镇江港国际集装箱码头有限公司    | 47,360.00 | 2022/8/20  |
| 镇江红星置业有限公司        | 59,810.00 | 2021/3/29  |
| 镇江华建置业有限公司        | 13,000.00 | 2031/6/24  |
|                   | 8,600.00  | 2031/6/25  |
| 镇江交通产业集团有限公司      | 39,860.00 | 2021/8/2   |
|                   | 50,000.00 | 2028/10/21 |
|                   | 50,000.00 | 2028/10/21 |
|                   | 33,000.00 | 2021/1/3   |
| 镇江市丹徒区建宜水利投资有限公司  | 30,000.00 | 2024/1/1   |
| 镇江市丹徒区科创建设有限公司    | 29,850.00 | 2021/8/15  |
| 镇江市丹徒区新农村发展建设有限公司 | 11,070.00 | 2021/3/1   |
|                   | 3,800.00  | 2021/3/8   |
|                   | 1,080.00  | 2021/3/15  |
|                   | 21,300.00 | 2021/7/26  |
| 镇江市高校投资建设发展集团有限公司 | 1,000.00  | 2020/11/8  |
|                   | 1,000.00  | 2020/11/15 |
|                   | 8,880.00  | 2021/3/29  |
|                   | 2,160.00  | 2021/9/29  |
|                   | 6,380.00  | 2021/11/1  |
|                   | 11,580.00 | 2021/11/8  |
| 镇江市恒瑞高新产业集团       | 30,000.00 | 2034/10/29 |
|                   | 10,000.00 | 2034/10/30 |
| 镇江市西津渡文化旅游有限责任公司  | 70,000.00 | 2021/3/5   |
| 镇江市兴宜水利投资有限公司     | 23,000.00 | 2028/12/21 |
|                   | 5,260.00  | 2021/6/26  |

|            |            |           |
|------------|------------|-----------|
|            | 5,490.00   | 2021/6/28 |
|            | 2,000.00   | 2021/7/3  |
|            | 4,090.00   | 2021/7/5  |
|            | 3,950.00   | 2021/7/10 |
|            | 1,550.00   | 2021/7/12 |
|            | 3,300.00   | 2021/7/17 |
|            | 2,870.00   | 2021/7/19 |
|            | 1,310.00   | 2021/7/23 |
| 镇江文化旅游产业集团 | 26,880.00  | 2024/5/24 |
|            | 8,000.00   | 2024/7/22 |
|            | 30,880.00  | 2025/3/26 |
| 合计         | 931,547.00 |           |

资料来源：公司提供



### 附件 3-1 主要财务数据及指标（合并）

| 项目             | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 9 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 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)       | 78.91  | 90.56  | 74.01  | 110.21     |
| 全部债务(亿元)       | 193.98 | 230.70 | 249.08 | 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      |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)    | 4.66   | 4.98   | 7.41   | --         |
| 存货周转次数(次)      | 1.46   | 0.90   | 0.96   | --         |
| 总资产周转次数(次)     | 0.16   | 0.15   | 0.20   | --         |
| 现金收入比(%)       | 120.34 | 114.20 | 115.19 | 108.06     |
| 营业利润率(%)       | 17.95  | 15.47  | 11.85  | 9.25       |
| 总资本收益率(%)      | 2.58   | 2.91   | 3.07   | --         |
| 净资产收益率(%)      | 1.85   | 2.17   | 2.40   | --         |
| 长期债务资本化比率(%)   | 24.77  | 27.48  | 23.11  | 31.01      |
| 全部债务资本化比率(%)   | 44.73  | 49.11  | 50.29  | 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   | 1.41   | 1.42   | /          |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 13.41  | 13.48  | 13.10  | /          |

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（母公司/本部）

| 项目             | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 9 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 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)       | 78.42  | 67.67  | 115.69 | 105.19     |
| 长期债务(亿元)       | 45.83  | 58.36  | 47.13  | 84.98      |
| 全部债务(亿元)       | 124.24 | 126.03 | 162.82 | 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)     | /      | /      | /      | /          |
| 经营性净现金流(亿元)    | 3.21   | -1.57  | 6.00   | 16.74      |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 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(%)       | --     | --     | --     | 96.07      |
| 营业利润率(%)       | 22.70  | 18.10  | 0.72   | 1.80       |
| 总资本收益率(%)      | 1.00   | 1.07   | 1.18   | -          |
| 净资产收益率(%)      | 1.54   | 1.65   | 1.68   | --         |
| 长期债务资本化比率(%)   | 16.48  | 20.14  | 16.92  | 26.52      |
| 全部债务资本化比率(%)   | 34.86  | 35.26  | 41.30  | 44.67      |
| 资产负债率(%)       | 39.25  | 41.50  | 37.60  | 49.81      |
| 流动比率(%)        | 132.25 | 142.04 | 142.04 | 141.43     |
| 速动比率(%)        | 131.27 | 100.58 | 93.15  | 141.43     |
| 经营现金流动负债比(%)   | 3.08   | -1.48  | -1.48  | --         |
| 现金短期债务比(倍)     | 0.21   | 0.29   | 0.30   | 0.75       |
| EBITDA 利息倍数(倍) | /      | /      | /      | /          |
| 全部债务/EBITDA(倍) | /      | /      | /      | /          |

注：2020 年三季度财务数据未经审计；其他应付款及其他流动负债中有息债务已纳入短期债务指标核算；长期应付款及其他非流动负债中有息债务已纳入长期债务指标核算

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

| 指 标 名 称         | 计 算 公 式                                                                                       |
|-----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>     |                                                                                               |
| 资产总额年复合增长率      | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1] ×100% |
| 净资产年复合增长率       |                                                                                               |
| 营业收入年复合增长率      |                                                                                               |
| 利润总额年复合增长率      |                                                                                               |
| <b>经营效率指标</b>   |                                                                                               |
| 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%                                                                     |
| <b>盈利指标</b>     |                                                                                               |
| 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%                                                                |
| <b>债务结构指标</b>   |                                                                                               |
| 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%                                                                              |
| <b>长期偿债能力指标</b> |                                                                                               |
| EBITDA 利息倍数     | EBITDA/利息支出                                                                                   |
| 全部债务/ EBITDA    | 全部债务/ EBITDA                                                                                  |
| <b>短期偿债能力指标</b> |                                                                                               |
| 流动比率            | 流动资产合计/流动负债合计 ×100%                                                                           |
| 速动比率            | (流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%                                                                    |
| 经营现金流动负债比       | 经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%                                                                       |
| 现金短期债务比         | 现金类资产/短期债务                                                                                    |

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据  
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 全部债务=短期债务+长期债务  
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销  
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出  
 企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 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（第二期）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，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，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。