

2013 年镇江文化旅游产业集团有限责任公司企业债券

## 跟踪评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100706】

**评级对象:** 2013年镇江文化旅游产业集团有限责任公司企业债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
<b>本次跟踪</b>	AA	稳定	AA	2018年6月28日
<b>前次跟踪:</b>	AA	稳定	AA	2017年6月27日
<b>首次评级:</b>	AA	稳定	AA	2012年4月11日

### 主要财务数据

项 目	2015年	2016年	2017年
<b>金额单位:人民币亿元</b>			
<b>发行人母公司数据:</b>			
货币资金	39.38	69.21	51.34
刚性债务	159.86	256.98	266.43
所有者权益	155.39	155.53	165.63
经营性现金净流入量	-0.80	-9.36	-0.23
<b>发行人合并数据及指标:</b>			
总资产	381.14	469.84	485.77
总负债	225.54	313.50	319.26
刚性债务	176.46	289.25	305.67
所有者权益	155.60	156.35	166.51
营业收入	15.46	24.34	31.77
净利润	3.46	3.45	3.61
经营性现金净流入量	0.62	-7.84	0.41
EBITDA	3.61	3.78	4.01
资产负债率[%]	59.18	66.72	65.72
长短期债务比[%]	92.61	216.45	227.38
权益资本与刚性债务比率[%]	88.18	54.05	54.47
流动比率[%]	323.00	457.45	480.78
现金比率[%]	40.96	89.44	64.83
利息保障倍数[倍]	0.29	0.22	0.20
EBITDA/利息支出[倍]	0.30	0.22	0.21
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.01

注:发行人数据根据镇江文旅集团经审计的2015-2017年度财务数据整理、计算。

### 分析师

谢宝宇 xby@shxsj.com  
 郭羽佳 wyj@shxsj.com  
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F  
<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对镇江文化旅游产业集团有限责任公司(简称镇江文旅集团、发行人、该公司或公司)及其发行的2013年企业债券的跟踪评级反映了2017年镇江文旅集团在地区经济、外部支持等方面保持优势,同时也反映了公司在偿债压力、或有风险、资产流动性及业务转型等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **地区经济持续发展。**镇江市地区经济实力持续增长,为镇江文旅集团的业务开展提供较好的外部环境。
- **外部支持力度较大。**镇江文旅集团作为镇江市政府主要投融资主体之一和北部滨水区的开发建设主体,2017年获得一定规模的财政注资和补贴。

#### 主要风险:

- **偿债压力较大。**镇江文旅集团债务规模持续扩大,偿债压力上升。随着在建项目陆续推进,公司将面临较大投融资压力。
- **或有负债风险。**镇江文旅集团对外担保规模很大,且担保集中度相对较高,存在很大的或有风险。
- **资产流动性不佳。**镇江文旅集团土地资产及货币资金部分用于抵、质押融资,资产变现能力不佳。
- **业务存在转型风险。**中短期内镇江文旅集团将处于转型期,政府旅游资源注入进程及注入旅游资源的开发运营效益均存在不确定性。

➤ 未来展望

通过对镇江文旅集团及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 2013 年镇江文化旅游产业集团有限责任公司企业债券

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照 2013 年镇江文化旅游产业集团有限责任公司企业债券（简称“13 镇水投”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据镇江文旅集团提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对镇江文旅集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2013 年 1 月 30 日发行了总额为 14 亿元、期限为 7 年、利率为 6.60% 的 13 镇水投，该债券每年付息一次，在 2016 年至 2020 年的每年 1 月 30 日，分别偿付债券本金的 20%。2016 年 1、2017 年 1 月和 2018 年 1 月已分别按期偿还该期债券本金 2.8 亿元。截至本评级报告出具日，该期债券代偿本金余额为 5.60 亿元。13 镇水投募投项目为镇江市城市防洪内江清淤一期工程，镇江市城市防洪清淤工程二期，焦南闸建设工程，运粮河节制闸（御桥港东闸）工程，引航道水利枢纽工程，金山湖退渔还湖及防洪工程和镇江市滨江旅游风光带东、西段工程七个固定资产投资项目的建设。截至 2017 年末，本期债券募集资金已按募集用途全部投入使用。

截至 2018 年 5 月末，该公司累计发行了 2 期企业债、2 期非公开定向融资工具、2 期中期票据、4 期非公开发行公司债券和 1 期美元境外债券，发行总额 105.50 亿元人民币和 2.30 亿美元，并按时兑付了规模合计 33.55 亿元的到期债券。2018 年 5 月末公司待偿债券本金余额为 73.40 亿元人民币和 2.30 亿美元，付息情况正常。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
10 镇江水投债	20.00	7	5.86	2010.05.06	已到期兑付
13 镇水投	14.00	7	6.60	2013.01.30	已兑付 8.40 亿元
13 镇江水投 PPN001	5.00	3	6.30	2013.05.14	已兑付
14 镇水投 MTN001	6.00	5	6.38	2014.10.10	未到期
15 镇江文旅 MTN001	5.00	5	6.30	2015.03.20	未到期
15 文旅债	20.00	3	7.50	2015.09.11	已回购 2.95 亿元
16 镇江文旅 PPN001	10.00	3	6.50	2016.03.17	未到期
16 镇文旅债 01	5.50	4	5.80	2016.08.25	未到期
16 文旅 02	20.00	5	5.20	2016.09.09	未到期
17 镇文旅 01	4.25	5	6.90	2017.07.21	未到期
联交所企业债	2.30 亿美元	3	4.95	2016.12.01	未到期

资料来源：WIND

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，

金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

## (2) 行业环境

**城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。**

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017年我国基础设施投资完成14.00万亿元，增长19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为32.1%。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量

严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017年末，我国城镇化率为58.52%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017年以来，行业监管力度进一步加大。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行加强跨部门联合惩戒。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年2月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看

则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

### (3) 区域经济环境

跟踪期内，镇江市经济仍呈平稳较快的发展态势，积极推进战略性新兴产业发展战略，不过经济规模在江苏省排名仍相对靠后。

跟踪期内，镇江市经济仍呈平稳较快的发展态势，经济体量处于江苏省中下游，但增速与全省平均水平一致。2017年，镇江市实现地区生产总值4105.36亿元，按可比价格计算，同比增长7.2%；其中第一产业增加值142.42亿元，增长1.4%；第二产业增加值2031.10亿元，增长6.0%；第三产业增加值1931.84亿元，增长8.8%，第二产业仍占主导，第三产业则较快增长。

图表 2. 2015-2017 年镇江市国民经济和社会发展主要指标

指 标	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增幅 (%)	金额	增幅 (%)	金额	增幅 (%)
地区生产总值 (亿元)	3502.48	9.6	3833.84	9.3	4105.36	7.2
其中：第一产业增加值 (亿元)	132.89	3.6	137.78	0.1	142.42	1.4
第二产业增加值 (亿元)	1726.96	9.5	1870.40	8.6	2031.10	6.0
第三产业增加值 (亿元)	1642.63	10.2	1825.66	10.7	1931.84	8.8
规模以上工业总产值 (亿元)	8781.90	7.8	9066.19	7.2	7392.64	10.5 <sup>1</sup>
固定资产投资 (亿元)	2541.07	18.6	2783.43	15.1	2694.36	3.8 <sup>2</sup>
社会消费品零售总额(亿元)	1113.71	11.0	1236.78	11.1	1366.03	10.5
进出口总额 (亿美元)	100.64	-2.4	103.17	2.5	105.36	2.1
实际利用外资 (亿美元)	13.06	0.8	13.51	3.51	13.53	0.2
三次产业比例	3.8:49.3:46.9		3.6:48.8:47.6		3.5:49.4:47.1	

资料来源：2015-2017 年镇江市国民经济和社会发展统计公报

图表 3. 2017 年江苏省各市地主要经济和财政指标情况 (单位：亿元，%)

地区	地区生产总值		固定资产投资	
	金额	增幅	金额	增幅
江苏省	85900.94	7.2	53000.21	7.5
其中：南京市	11715.10	8.1	6215.20	12.3
无锡市	10511.80	7.4	4967.51	4.7
徐州市	6605.95	7.7	5277.03	10.0
常州市	6622.28	8.1	3896.30	8.1
苏州市	17319.51	7.1	5629.59	-0.3

<sup>1</sup> 2016 年末镇江市拥有规模以上工业企业 2710 家，2017 年年末拥有规模以上工业企业 2640 家；由于年度间统计口径不同，因此 2017 年规模以上工业总产值绝对值小于 2016 年，但同比仍增长。

<sup>2</sup> 据解释，2017 年镇江市固定资产投资绝对数低于 2016 年，但当年投资仍呈正增长，系统口径差异造成。



地区	地区生产总值		固定资产投资	
	金额	增幅	金额	增幅
南通市	7734.64	7.8	4959.20	8.9
连云港市	2640.31	7.4	2603.63	9.2
淮安市	3387.43	7.4	2839.55	12.0
盐城市	5082.69	6.8	4278.49	10.2
扬州市	5064.92	8.0	3690.09	12.2
镇江市	4105.36	7.2	2694.36	3.8
泰州市	4744.53	8.2	3623.33	14.5
宿迁市	2610.94	7.5	2194.23	8.5
<b>镇江市位次</b>	<b>10/13</b>	<b>11/13</b>	<b>11/13</b>	<b>12/13</b>

资料来源：公开资料整理

自《关于实施“千百亿工程”的若干意见》出台以来，镇江市以产业基础和产业园区为载体，逐步形成了机械、化工、造纸三大主导产业，新材料、高端装备制造、新能源、航空航天、生物技术与新医药、新一代信息技术等六大战略性新兴产业。2017年，镇江市规模以上工业总产值7392.64亿元，比上年增长10.5%；企业效益逐步改善，全年规模以上工业主营业务收入7265.27亿元，比上年增长9.7%；利润总额698.0亿元，增长7.3%；净利润468.81亿元，增长9.7%。此外，新材料、高端装备制造、新能源、生物技术与新医药、新一代信息技术收入分别同比增长10.6%、12.2%、13.9%、12.2%、15.7%，新兴产业发展势头良好。

镇江市投资保持平稳增长，增速显著放缓，2017年完成固定资产投资2694.36亿元，增长3.8%。分三次产业看，第一产业投资7.79亿元；第二产业投资1522.03亿元，增长5.9%；第三产业投资1164.55亿元，增长2.0%。投资领域方面，工业投资1494.52亿元，增长6.2%，比上年回落5.3个百分点；服务业完成投资1164.55亿元，增长2.0%。工业技改投入增长较快，完成投资824.88亿元，增长11.6%，占工业投资比重的55.2%，比上年提高2.7个百分点。房地产开发投资放缓，全年完成投资343.52亿元，下降23.4%，较上年回落49.5个百分点。

2017年上半年起，镇江市政府出台了一系列房地产调控政策，当地房地产投资额大幅下滑，商品房成交面积显著减少，但价格仍有所上涨。当年镇江房地产开发企业房屋施工面积3226.03万平方米，同比增长1.5%，其中住宅施工面积2467.75万平方米，增长1.1%。商品房竣工面积341.97万平方米，同比下降23.4%，其中住宅竣工面积274.04万平方米，下降23.7%。商品房销售面积705.27万平方米，同比下降29.2%，其中住宅销售面积650.12万平方米，下降31.4%。商品房销售额601.75亿元，同比下降4.6%，其中住宅销售额541.38亿元，下降7.4%。当年镇江市土地出让面积0.71万亩，均价260.54万元/亩。

2017年，镇江市基础设施建设继续推进，312国道城区段改线南移工程通过交工验收，镇澄路中段工程建成通车，镇丹高速公路路基桥梁施工全部完成。市区完成棚户区改造93.5万平方米、建成基本保障性住房4405套，改造老旧小区32万平方米，完成10个老旧小区物业提升。海绵城市建设三年试点任务基本完成，建成海绵项目104个。开工建设村庄生活污水处理设施项目271个，完工213个。从中长期看，镇江市经济发展仍将保持一定的增速，基础设施建设投资力度将加大。

## 2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍主要负责镇江市古运河整治、北部滨水区的开发建设，同时商品销售业务快速扩大，拉动营业收入持续大幅增长。公司已明确向文化旅游产业转型，但城市基础设施投融资任务仍较重，存在一定转型风险。

跟踪期内，该公司仍负责镇江市古运河整治、北部滨水区的开发建设和投融资，业务涵盖片区内未开发土地的整理和开发，市政基础设施及水利设施建设，此外还开展商品销售、工程施工等经营性业务。2017年，公司营业收入同比持续大幅增长30.51%至31.67亿元，其中商品销售业务快速增长，工程施工收入略有增加，土地整理收入有所减少。

**图表 4. 公司营业收入及毛利构成（单位：万元）**

	2015年		2016年		2017年	
	收入	毛利	收入	毛利	收入	毛利
土地整理	15129.39	1120.70	76090.74	10599.01	60722.16	7920.28
工程施工	11193.81	417.67	6682.75	894.11	8055.41	1,256.30
商品销售	12274.35	261.13	135069.99	2144.02	237045.58	3331.08
公共建设项目	107195.31	12823.19	16534.15	1836.81	—	—
其他	8841.63	2122.96	9038.02	3141.77	11850.31	5377.38
<b>合计</b>	<b>154634.5</b>	<b>16745.65</b>	<b>243415.65</b>	<b>18615.73</b>	<b>317673.46</b>	<b>17885.04</b>

注：根据镇江文旅集团提供的数据整理

2016年1月，镇江市政府与该公司签订了《土地一级开发委托协议》，将金山文化园旧城改造项目等地块委托给公司实施开发整理，由镇江市财政局根据审核确认的土地开发总成本加计15%的综合开发收益支付给公司。2017年，公司实现土地整理收入6.07亿元，同比下降20.20%，主要仍来自金山文化园旧城改造地块，但未有资金回笼。当年公司在土地整理方面投入资金4.50亿元，存在一定资金平衡压力。由于土地整理业务对房地产市场、土地出让政策和区域招商引资依赖较大，公司未来土地整理收入仍可能出现一定波动。

该公司与镇江市政府及镇江市建设工程代建中心（简称“代建中心”）签订了委托投资建设协议书，根据协议内容，镇江市政府和代建中心按年度向公司代建的项目支付回购款<sup>3</sup>。至2017年末，公司承担的公共建设项目共67项，总概算投资额329.10亿元，已完成投资186.14亿元，投资项目多且规模大。近年来公司承担的城建任务远超预期，针对公司承建委托代建协议以外的基础设施项目，镇江市政府将根据公司实际经营状况拟定相关回购计划及方案。2017年，由于未有完工项目结转，公司未实现公共建设收

<sup>3</sup> 2009年4月该公司与镇江市政府签订《投资建设与转让收购协议书》，镇江市政府自2011年至2019年分9年向公司支付代建的七个项目回购款，七个项目总投资额30.54亿元，偿还期内镇江市政府还会按尚未偿还代建投资额的6%向公司支付代建投资利息12.17亿元。2012年4月公司再次与镇江市政府签订《委托投资建设协议书》，镇江市政府将向公司代建的另外七个项目支付回购款29.95亿元，镇江市政府自2013年至2021年分9年向公司支付。2017年公司与镇江市建设工程代建中心签订《建设工程委托代建协议》，涉及12个项目的委托代建，具体金额待项目审计决算后确认。

入。当年，镇江市政府支付回购款 2.95 亿元，仍与委托代建协议中约定的偿付计划相差甚大，未来项目回购情况存在不确定性。

**图表 5. 2011-2021 年公司代建项目回购情况**

年度	投资建设与转让收购协议书 (2009 年) 计划	委托投资建设协议书 (2012 年) 计划	当年回购款 总计	实际回款
2011	1.83	—	1.83	1.83
2012	1.83	—	1.83	1.83
2013	1.83	1.67	3.50	3.50
2014	1.83	1.67	3.50	3.23
2015	7.03	5.27	12.30	3.20
2016	9.32	4.98	14.30	3.45
2017	14.05	4.69	18.74	2.95
2018	1.80	4.40	6.20	—
2019	3.19	4.12	7.31	—
2020	—	2.08	2.08	—
2021	—	1.08	1.08	—
<b>合计</b>	<b>42.71</b>	<b>29.95</b>	<b>72.66</b>	<b>19.99</b>

资料来源：镇江文旅集团

该公司建设北部滨水区资金的最终来源是区域城市资源即土地运作。截至 2017 年末，公司拥有土地储备 912.30 万平方米，账面价值 120.59 亿元，其中价值 18.37 亿元的土地储备已用于借款抵押。

该公司业务还涉及工程施工、商品销售及文化旅游、餐饮服务、咨询、广告等领域，其中工程施工及商品销售业务规模较大。公司工程施工业务主要由子公司江苏三汇建设工程有限公司（以下简称“三汇建设”）负责，拥有市政公用工程施工总承包二级资质，通过招投标获取项目，施工区域主要集中在镇江市范围内。2017 年三汇建设无新增业务，收入主要系按施工进度结转，当年工程施工收入同比增加 20.54% 至 0.81 亿元。

该公司商品销售业务形成于以铝材为主的贸易购销，自 2015 年公司合并镇江龙顺金属科技有限公司（以下简称“龙顺金属”）以来，公司商品销售业务迅速扩张，已成为公司最主要的板块收入。不过低毛利的贸易业务对公司整体业绩贡献不大，2017 年公司商品销售收入 23.70 亿元，较上年增长 75.50%，但毛利仅为 0.33 亿元。结算模式方面，公司对上下游均采取货到付款，账期一般在 3 个月以内，资金压力整体可控。

该公司于 2014 年明确提出将在城市基础设施投融资平台及建设主体的基础上向文化旅游产业转型。根据转型战略定位，跟踪期内公司加大了相关项目投入。公司与大连圣亚旅游控股股份有限公司（证券代码：600593）共同投建的大白鲸魔幻海洋世界已获得江苏省发改委核准，并被列为 2016 年度江苏省重大产业项目，建成运营后年游客接待量预计 150 万人次以上，预计项目年收入 4.34 亿元，净利润 1.62 亿元。截至 2017 年末，该项目已投资 2.24 亿元，极地馆地下全部完成，地上一层全部完成，地上二层完成 80%；海洋馆地下全部完成，地上一层完成 60%。此外，镇江市政府将三山南山风景区交由公司经营管理，并承担景区资源保护利用、项目开发建设、市场营销推广和旅游设施提升等职能。文化旅游项目的开展有望扩充公司业务规模、增加经营性收入，使得

公司依靠土地出让收入和政府补贴保障债务偿还的格局得到改善，但相关项目前期资金投入大、收益回收期长，且公司运营经验不足，能否成功转型尚存在较大不确定性。

## 管理

**跟踪期内，该公司获得镇江市国资委较大规模货币增资。**

跟踪期内，该公司获得镇江市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“镇江市国资委”）货币增资 10.00 亿元，截至 2017 年末公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，仍由镇江市国资委 100% 控股。跟踪期内，公司法人治理结构及管理制度、机构设置等方面未发生重大变化。

跟踪期内，该公司董事长和总经理人员有所变动。现任董事长为陈兵，1972 年生，曾在扬中市三茅镇、扬中市人事局、扬中市西来桥镇、镇江市国资委、镇江国控集团任职，2018 年 2 月由镇江国控集团董事兼总经理调至公司任董事长。现任总经理杨益斌，1969 年生，曾在镇江液压家总厂、丹徒县房屋建设开发公司、丹徒区上党镇、镇江市国土局丹徒分局、镇江市世业洲旅游发展总公司和丹徒区任职，2017 年 12 月由丹徒区副区长调至公司任总经理。

根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台信息查询结果，该公司不存在异常情况。根据公司 2018 年 3 月 20 日的《企业基本信用信息报告》，公司本部无不良信贷记录。

## 财务

**该公司主业经营效益不佳，盈利对财政补贴的依赖程度高。随着在建项目投入增加，公司刚性债务规模持续扩张，偿债压力持续加大。公司资产主要集中于应收款项和建设投资成本，资产流动性一般。但公司货币资金存量尚可，能够为即期偿债提供一定支撑。**

### 1. 公司财务质量

江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

财政部于 2017 年 4 月 28 日、2017 年 5 月 10 日分别发布了《企业会计准则第 42 号-持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号-政府补助》（修订），并定于 2017 年 5 月 28 日、2017 年 6 月 12 日分别施行。该公司根据上述会计准则变更条款，对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理。

2017 年 5 月，该公司以 58.29 万元取得北京途游国际旅行社有限公司（简称“北京途游”）71% 的股权，合并日北京途游可辨认净资产-17.14 万元。同年公司注销子公司镇江

三山名特旅游品展销中心有限公司，并以 53.00 万元对价转让镇江朱方印品文化产业有限公司 100% 股权。截至 2017 年末，公司合并范围子公司 25 家。跟踪期内上述合并范围的调整对公司财务数据影响小。

## 2. 公司偿债能力

### (1) 债务分析

2017 年该公司获得资金注入，所有者权益较上年末增加 6.50% 至 166.51 亿元，增量主要来自 10.00 亿元的货币增资，计入实收资本。当年公司资本公积有所减少，年末余额为 110.73 亿元，较上年末下降 3.34 亿元，主要由于注入的土地上市交易，相应价值转出资本公积所致。

随着镇江市北部滨水区开发进程的推进，该公司在水利工程、拆迁安置房建设和土地开发整理等方面的资本性支出仍较大，积聚了一定的债务规模。2017 年，公司负债总额为 319.26 亿元，同比微增 1.84 %。受益于资本注入，公司负债经营程度有所下降，年末资产负债率较上年末下降 1.00 个百分点至 65.72%。

该公司负债主要集中于刚性债务，2017 年末为 305.67 亿元，较上年末增长 5.68 %，占负债总额的 95.74 %。公司偏重于长期融资，年末中长期刚性债务 221.12 亿元，在刚性债务中占比为 72.34 %。总体而言，公司刚性债务规模持续上升，债务偿付压力持续加大。除刚性债务外，年末公司其他应付款 7.57 亿元，同比下降 49.49 %，主要系公司与镇江市风景旅游发展有限责任公司往来款结算所致。

金融机构借款和债券是该公司刚性债务的主要构成部分。2017 年末公司金融机构借款余额较上年末增加 28.82 亿元至 184.82 亿元，以保证借款和质押借款为主，年利率主要集中在 5%-8% 区间。此外，公司当年发行了 2 期债务融资工具，金额合计 11.25 亿元，归还了 21.25 亿元到期债务；获得地方政府债务置换 5.50 亿元，年末应付债券（含一年内到期的应付债券）余额较上年末下降 5.45 亿元至 104.79 亿元<sup>4</sup>。

**图表 6. 公司 2017 年末金融机构借款情况（单位：亿元）**

	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
抵押借款	0.00	5.06	10.00	15.06
质押借款	4.19	10.80	35.46	50.44
保证借款	14.95	13.06	80.57	108.59
信用借款	0.20	0.00	10.54	10.74
<b>合计</b>	<b>19.34</b>	<b>28.92</b>	<b>136.57</b>	<b>184.82</b>

注：根据镇江文旅集团所提供资料整理、绘制

2017 年末，该公司对合并报表范围外的企业担保金额为 197.14 亿元，担保比率为 118.39 %，虽较上年有所下降但仍较高，担保规模已超过公司净资产。公司所担保企业主要为镇江交通产业集团有限公司及镇江城市建设产业集团有限公司等市属国有企业，对外担保金额大，且与被担保单位之间存在形成互保，公司面临较高的或有风险。

<sup>4</sup> 2017 年末汇率调整，应付美元债余额较上年末下降 0.88 亿元。

## (2) 现金流分析

由于该公司 2017 年商品销售业务大幅增长，当年“销售商品、提供劳务收到的现金”和“购买商品、接受劳务支付的现金”持续大幅增加。2017 年公司主业资金回笼情况有所好转，主业收支仍有缺口，缺口为 3.50 亿元；但由于往来款净流入 4.86 亿元，当年经营现金净流入 0.41 亿元。当年公司因项目投入、购买理财产品等，投资性现金净流出 16.57 亿元。公司非筹资性资金缺口较大，主要通过外部融资来弥补，当年公司筹资活动现金净流入 24.32 亿元，其中 10 亿元为股东增资。

## (3) 资产质量分析

随着往来流出增加以及各类项目建设推进，2017 年末该公司资产总额较上年末增长 3.39% 至 485.7 亿元，仍以流动资产为主，包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货，分别占年末资产总额的 13.01%、11.40%、38.34% 和 32.50%，其中应收账款和其他应收款是流动资产的主要增量部分。应收账款主要形成于应收镇江市财政局土地整理业务款项，2017 年末余额同比增长 8.07% 至 55.36 亿元；年末其他应收款 186.24 亿元，同比增长 22.56%，主要是镇江市财政局委托建设项目的回购款及往来款；存货余额同比微增 0.65% 至 157.90 亿元，主要仍为土地使用权和工程建设成本。年末公司货币资金余额较上年末下降 28.65% 至 63.22 亿元，其中质押借款及票据保证金大幅减少，未受限的货币资金增加 20.55% 至 44.12 亿元，能够对即期债务偿付提供一定保障。此外，年末公司其他非流动资产余额为 8.32 亿元，主要仍为公司成立的富安达-江苏银行-安达 51 号专项资产管理计划以及镇江文旅产业私募基金<sup>5</sup>。总体来看，公司大量资产沉淀于对市财政局的应收款项以及建设投资，流动性偏弱。

## (4) 流动性/短期因素

2017 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 480.78% 和 317.89%，账面流动性指标表现较好。但公司大量资产沉淀于对市财政局的应收款项以及建设投资，流动性一般。公司债务主要集中于中长期，且现金存量尚可，可动用货币资金 44.12 亿元，短期偿债风险尚可控。

截至 2017 年末，该公司资产总额中受限资产账面价值合计为 112.09 亿元，占总资产比例为 23.07%，主要包括质押存单和保证金 19.10 亿元、质押的应收票据 1.98 亿元、质押的应收账款 6.16 亿元、质押的其他应收款 64.19 亿元、存货中抵押的土地 18.37 亿元、质押的理财产品 1.00 亿元、质押的可供出售金融资产 0.40 亿元、固定资产中抵押的房产 0.85 亿元和无形资产中抵押的土地 0.04 亿元。

## 3. 公司盈利能力

该公司商品销售规模增加，拉动营业收入规模持续扩大，但相关业务呈微利状态，土地整理和公共建设项目收入减少使得公司营业毛利有所下降，2017 年营业毛利为 1.71 亿元，较上年下降 7.65%。当年公司获得补贴收入 3.62 亿元计入其他收益，营业利润实现 3.82 亿元。受益于此，当年公司实现净利润 3.61 亿元。

<sup>5</sup> 以 1:3 的杠杆配资，该公司作为劣后级投入 5 亿元，约定 5 年后回购。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍主要负责镇江市古运河整治、北部滨水区的开发建设，同时商品销售业务快速扩大，拉动营业收入持续大幅增长。2017年末公司货币资金存量尚可，能够为即期偿债提供缓冲一定支撑。

### 2. 外部支持因素

该公司为镇江市国资委下属主要的基础设施和土地开发主体，能够获得较大力度支持。2017年镇江市国资委对公司进行注资，且镇江市财政给予一定规模的财政补贴。截至2017年末，公司获得银行授信331.25亿元，其中未使用授信162.85亿元，具有一定财务弹性。

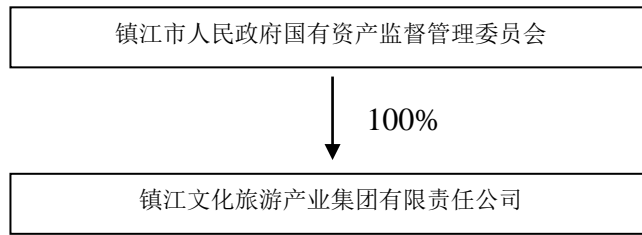
## 跟踪评级结论

综上所述，跟踪期内，镇江市经济仍平稳发展。该公司商品销售扩大拉高收入规模，但营业毛利有所下降，经营效益对财政补贴的依赖程度仍高。公司已明确向文化旅游产业转型，经营性业务的开展或将使公司依靠土地出让收入和政府补贴支撑债务的格局得到改善，但中短期存在一定转型风险。随着北部滨水区基建、主业转型项目开发推进以及对镇江市财政局往来流出增加，公司刚性债务规模持续上升，偿债压力有所增大。同时公司资产集中于应收款项和建设投资成本，资产变现能力不佳。但公司在持货币资金尚可，能够为即期偿付提供一定支撑。

本评级机构仍将持续关注：（1）镇江市经济发展状况；（2）该公司提供对外担保规模及代偿风险；（3）房地产政策变化对镇江市土地市场的影响；（4）公司债务偿付压力及后续投资资金安排；（5）政府旅游资源注入进程及注入旅游资源的运营效益；（6）公司被财政资金占用的回收情况。

附录一：

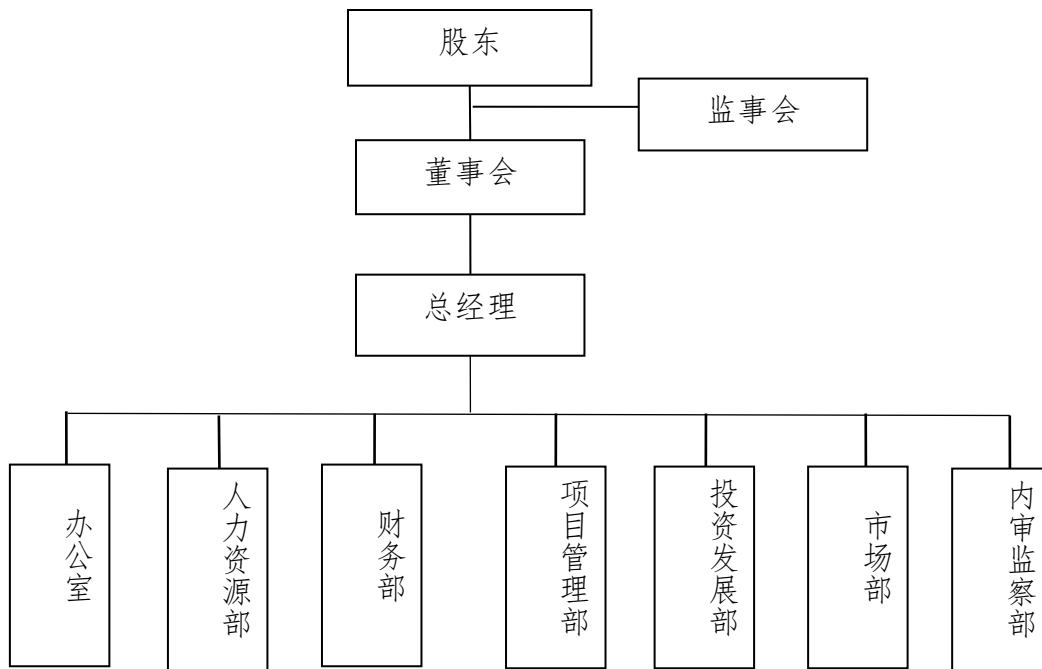
公司与实际控制人关系图



注：根据镇江文旅集团提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据镇江文旅集团提供的资料绘制（截至 2017 年末）



## 附录三：

## 发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年
资产总额 [亿元]	381.14	469.84	485.77
货币资金 [亿元]	47.96	88.61	63.22
刚性债务[亿元]	176.46	289.25	305.67
所有者权益 [亿元]	155.60	156.35	166.51
营业收入[亿元]	15.46	24.34	31.77
净利润 [亿元]	3.46	3.45	3.61
EBITDA[亿元]	3.61	3.78	4.01
经营性现金净流入量[亿元]	0.62	-7.84	0.41
投资性现金净流入量[亿元]	-11.57	-22.42	-16.57
资产负债率[%]	59.18	66.72	65.72
长短期债务比[%]	92.61	216.45	227.38
权益资本与刚性债务比率[%]	88.18	54.05	54.47
流动比率[%]	323.00	457.45	480.78
速动比率 [%]	200.21	297.01	317.89
现金比率[%]	40.96	89.44	64.83
利息保障倍数[倍]	0.29	0.22	0.20
有形净值债务率[%]	145.94	202.13	193.05
担保比率[%]	61.42	132.68	118.39
毛利率[%]	10.83	7.65	5.63
营业利润率[%]	-0.06	0.87	12.01
总资产报酬率[%]	0.98	0.87	0.80
净资产收益率[%]	2.25	2.21	2.23
净资产收益率*[%]	2.27	2.21	2.23
营业收入现金率[%]	16.10	73.75	101.86
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.60	-7.25	0.42
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.30	-2.91	0.13
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-10.63	-28.00	-16.44
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.34	-11.23	-5.11
EBITDA/利息支出[倍]	0.30	0.22	0.21
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.01

注：表中数据依据镇江文旅集团经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。