

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[2019]100844】

**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	2019年6月28日
<b>前次跟踪:</b>	AA	稳定	AA	2018年6月28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	2016年	2017年	2018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	69.21	51.34	20.45
刚性债务	256.98	266.43	250.68
所有者权益	155.53	165.63	166.86
经营性现金净流入量	-9.36	-0.23	3.23
<b>发行人合并数据及指标:</b>			
总资产	469.84	485.77	497.85
总负债	313.50	319.26	330.45
刚性债务	289.25	305.67	296.21
所有者权益	156.35	166.51	167.39
营业收入	24.34	31.77	41.31
净利润	3.45	3.61	3.62
经营性现金净流入量	-7.84	0.41	1.45
EBITDA	3.78	4.01	4.13
资产负债率[%]	66.72	65.72	66.38
长短期债务比[%]	216.45	227.38	101.41
权益资本与刚性债务比率[%]	54.05	54.47	56.51
流动比率[%]	457.45	480.78	292.98
现金比率[%]	89.44	64.83	23.72
利息保障倍数[倍]	0.22	0.20	0.15
EBITDA/利息支出[倍]	0.22	0.21	0.16
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.01	0.01

注:发行人数据根据镇江文旅集团经审计的2016-2018年度财务数据整理、计算。

### 分析师

谢宝宇 xby@shxsj.com  
邹媛 zouyuan@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2018年以来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强,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主要的投融资主体之一和北部滨水区的开发建设主体,可得到较大的外部支持力度,2018年获得一定规模的财政补贴。

#### 主要风险:

- **即期偿付压力上升。**镇江文旅集团债务负担积聚,近期短期刚性债务快速增大,即期偿付压力上升。
- **或有负债风险。**镇江文旅集团对外担保规模大,且担保集中度相对较高,存在较大的或有风险。
- **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尚存在不确定性。



### ➤ 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 2018 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 2018 年末，本期债券募集资金已按募集用途全部投入使用。

2010 年以来，该公司累计发行了 2 期企业债、2 期非公开定向融资工具、3 期中期票据、4 期非公开发行公司债券、2 期公司债券融资计划和 1 期美元境外债券。截至本报告日，公司待偿债券本金余额为 60.3 亿元人民币和 2.30 亿美元。需注意到，公司 2016-2017 年间发行了大量 3 年期有息债券，本金合计 40.8 亿元人民币和 2.30 亿美元的债券将于 2019 年下半年至 2020 年到期，面临较大的集中性偿付压力。

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 11.20 亿元
13 镇江水投 PPN001	5.00	3	6.30	2013.05.14	已到期兑付
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	已到期兑付
16 镇江文旅 PPN001	10.00	3	6.50	2016.03.17	已到期兑付
16 镇文旅债 01	5.50	4	5.80	2016.08.25	已全部回售
16 文旅 02	20.00	5	5.20	2016.09.09	未到期
联交所企业债	2.30 亿美元	3	4.95	2016.12.01	未到期
17 镇文旅 01	4.25	5	6.90	2017.07.21	已全部回售
17 苏镇江文旅 ZR001	7.00	3	6.30	2017.11.27	未到期

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
18 苏镇江文旅 ZR001	3.00	3	6.90	2018.10.30	未到期
江苏银行债权融资计划 (2018 年第二期)	3.00	1	6.80	2018.11.16	未到期
19 镇江文旅 ZR001	2.50	3	7.00	2019.01.11	未到期
19 镇江文旅 ZR002	4.00	2+1	7.00	2019.01.21	未到期
19 镇江文旅 MTN001	10.00	3+N	7.50	2019.05.07	未到期

资料来源: wind (截至本报告日)

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2019 年一季度, 全球经济增长进一步放缓, 制造业景气度快速下滑, 美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实, 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; 在这样的情况下, 主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻, 短期内经济增长下行压力较大, 但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行; 中长期内, 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并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度, 全球经济增长进一步放缓, 制造业景气度快速下滑, 美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实, 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, 主要央行货币政策开始转向, 我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中, 美国经济表现仍相对较强, 而增长动能自高位回落明显, 经济增长预期下降, 美联储货币政策正常化已接近完成, 预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表; 欧盟经济增长乏力, 制造业疲软, 欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划, 包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素; 日本经济复苏不稳, 通胀水平快速回落, 制造业景气度亦不佳, 货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中, 货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解, 货币政策刺激经济复苏空间扩大; 印度经济仍保持较快增长, 印度央行降息一次, 而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾; 油价回升有利于俄罗斯经济复苏, 但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大; 巴西和南非经济景气度企稳回升, 可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内, 消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升, 经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快, 汽车消费负增长继续拖累整体消费, 个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长; 地产投资增长依然较快, 制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降

而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

## （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，2018年下半年，随着保持基础

设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍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。2018年末，我国城镇化率为59.58%，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，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。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。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 年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。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。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018 年 7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10 月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），对 7 月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

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，部分企业面临集中偿付压力。

### （3）区域经济环境

**跟踪期内，镇江市继续推进产业存量升级与增量优化，但经济规模在江苏省排名仍相对靠后，且经济增速波动明显。**

镇江市地处江苏省西南部，东南接常州市，西邻南京市，北与扬州市、泰州市隔江相望。全市下辖 4 区（丹徒区、京口区、润州区、镇江新区）、3 个县级市（丹阳市、



句容市、扬中市)，总面积 3840 平方公里，其中水域面积为 635 平方公里，占总面积的 16.5%，城市建成区面积 214.4 平方公里。截至 2018 年末，镇江市常住人口 319.64 万人，比上年增加 1.01 万人，其中城镇人口 227.72 万人，城镇化率 71.2%。

跟踪期内，镇江市经济规模在江苏省排名仍相对靠后，且经济增速波动明显。2018 年，全市实现地区生产总值 4050.00 亿元，按可比价格计算，同比增长 3.1%，增速较上年减缓 4.1 个百分点。其中第一产业增加值 138.40 亿元，下降 4.2%；第二产业增加值 1976.60 亿元，增长 3.0%；第三产业增加值 1935.00 亿元，增长 3.7%；三次产业增速分别较上年下滑 5.6 个百分点、3.0 个百分点和 5.1 个百分点。人均地区生产总值 12.69 万元，增长 2.9%。2019 年 1-3 月，镇江市经济运行企稳，全市实现地区生产总值 1152.12 亿元，同比增长 5.5%，增幅同比提高 1.5 个百分点，比上年全年提高 2.4 个百分点。

**图表 2. 2016 年以来镇江市国民经济和社会发展主要指标**

指 标	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-3 月	
	金额	增幅 (%)	金额	增幅 (%)	金额	增幅 (%)	金额	增幅 (%)
地区生产总值 (亿元)	3833.84	9.3	4105.36	7.2	4050.00	3.1	1152.12	5.5
其中：第一产业增加值 (亿元)	137.78	0.1	142.42	1.4	138.40	-4.2	20.92	0.6
第二产业增加值 (亿元)	1870.40	8.6	2031.10	6.0	1976.60	3.0	583.69	3.6
第三产业增加值 (亿元)	1825.66	10.7	1931.84	8.8	1935.00	3.7	547.51	8.0
规模以上工业总产值 (亿元)	9066.19	7.2	7392.64	10.5 <sup>1</sup>	—	3.2	—	—
固定资产投资 (亿元)	2783.43	15.1	2694.36	3.8 <sup>2</sup>	—	-26.5	—	—
社会消费品零售总额 (亿元)	1236.78	11.1	1366.03	10.5	1360.92	5.0	359.51	5.4
进出口总额 (亿美元)	103.17	2.5	105.36	2.1	118.39	12.4	26.34	-6.9
实际利用外资 (亿美元)	13.51	3.51	13.53	0.2	8.68	—	1.34	-63.6
三次产业比例	3.6:48.8:47.6		3.5:49.4:47.1		3.4:48.8:47.8		—	

资料来源：2016-2018 年镇江市国民经济和社会发展统计公报及镇江市统计局网站

**图表 3. 2018 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		社会消费品零售总额		规模以上工业增加值	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
江苏省	92595.40	6.7	—	5.5	33230.35	7.9	—	5.1
其中：南京市	12820.40	8.0	—	9.4	5832.46	8.4	3091.83	7.8
无锡市	11438.62	7.4	—	5.8	3672.70	9.0	3618.71	9.0
徐州市	6755.23	4.2	—	2.0	3102.00	7.5	—	-9.9
常州市	7050.30	7.0	—	7.5	2613.19	9.1	—	6.6
苏州市	18597.47	6.8	4555.70	4.5	5746.90	7.4	7472.39	5.4
南通市	8427.00	7.2	—	8.8	3088.77	9.0	—	7.7
连云港市	2771.70	4.7	1859.28	6.7	1121.31	8.3	—	-6.7
淮安市	3601.30	6.5	—	9.0	1239.66	7.8	—	4.8
盐城市	5487.10	5.5	—	9.4	1778.74	6.8	—	4.0

<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，系统统计口径差异造成。

地区	地区生产总值		固定资产投资		社会消费品零售总额		规模以上工业增加值	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
扬州市	5466.17	6.7	—	11.0	1557.03	9.2	—	5.1
镇江市	4050.00	3.1	—	-26.5	1360.92	5.0	—	-3.5
泰州市	5107.63	6.7	—	9.2	1282.87	5.8	—	5.5
宿迁市	2750.72	6.8	—	7.0	833.82	7.0	746.95	7.8
<b>镇江市位次</b>	<b>10/13</b>	<b>13/13</b>	<b>—</b>	<b>13/13</b>	<b>9/13</b>	<b>13/13</b>	<b>—</b>	<b>11/13</b>

资料来源：公开资料整理

近年来，镇江市着力推进产业存量升级与增量优化，以“主导产业高端化、新兴产业规模化、传统产业高新化品牌化”为发展目标，重点打造高端装备制造、新材料两大支柱产业，加快发展新能源、新一代信息技术、生物技术与新医药三大新兴产业，传承发展眼镜、香醋等历史经典产业。2018年，镇江市推进供给侧结构性改革<sup>3</sup>，一定程度影响工业经济增速。年末全市规模以上工业企业2044个，实现总产值比上年增长3.2%；规模以上工业企业实现主营业务收入增长0.4%，利润总额下降1.3%；企业亏损面18.9%，亏损企业亏损额38.37亿元，增长64.3%。2019年第一季度，镇江市工业生产低位回升，结构略有所优化。当期全市规模以上工业完成增加值223.60亿元，同比增长3.1%；高端装备制造、新材料等两大支柱产业占比33.8%，同比提高0.9个百分点；战略性新兴产业销售占比46.3%，同比提高1.2个百分点。

固定资产投资方面，2018年镇江市固定资产投资下降26.5%。分产业看，第二产业投资下降28.9%，其中：工业投资下降27.9%；第三产业投资下降24.3%。全市新签约亿元以上项目167个，其中制造业项目占比76.6%，北汽麦格纳高端智能纯电动汽车、长城汽车零部件生产基地、孚能科技制造基地、协鑫电动生态科技产业园、蝙蝠飞机制造厂等制造业项目落地。房地产开发投资仍维持在一定规模，全年完成房地产开发投资356亿元，比上年增长3.6%，增速较上年提升27个百分点。

**图表 4. 2016-2018 年镇江市固定资产投资情况（单位：亿元，%）**

	2016年		2017年		2018年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
第一产业	5.34	92.0	7.79	—	—	—
第二产业	1515.95	12.1	1522.03	5.9	—	-28.9
第三产业	1352.14	17.9	1164.55	2.0	—	-24.3

资料来源：2016-2018年镇江市国民经济和社会发展统计公报

自2017年镇江市政府出台了一系列房地产调控政策以来，地区内房企普遍处于去库存阶段，通过加快施工进度以实现销售并尽快回笼资金。2018年镇江市商品住宅竣工面积432.98万平方米，增长58.0%，然而施工面积仅同比增长0.8%。受楼市景气度波动的影响，2018年镇江市商品住宅成交量跌价稳。2018年全市商品住宅销售面积471.75万平方米，下降27.4%；商品住宅销售额462.29亿元，下降14.6%。2019年1-4月，镇江市房地产开发投资同比下滑，但销售状态有所改善，期末商品房去化周期为12个月。

<sup>3</sup> 具体包括：完成去产能项目60个，化解水泥产能180万吨；开展化工企业“四个一批”专项行动，关停化工企业38家

**图表 5. 2016-2018 年镇江市房屋建设、销售情况（单位：%）**

	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-4 月	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
房地产开发投资（亿元）	448.64	26.1	343.52	-23.4	356.00	3.6	133.73	-8.3
其中：住宅（亿元）	341.45	26.6	262.49	-23.1	281.22	7.1	—	—
房屋施工面积（万平方米）	3177.73	-0.6	3326.03	1.5	3262.41	1.1	2782.28	-5.4
房屋竣工面积（万平方米）	446.66	-32.4	341.97	-23.4	575.35	68.2	151.44	-25.6
房屋销售面积（万平方米）	996.50	66.7	705.27	-29.2	512.74	-27.3	151.80	2.3
其中：住宅（万平方米）	947.93	75.4	650.12	-31.4	471.75	-27.4	139.98	-0.5
房屋销售额（亿元）	631.05	91.8	601.75	-4.6	508.77	15.5	146.68	8.0
其中：住宅（亿元）	584.70	107.6	541.38	-7.4	462.29	14.6	207.02	10.4

资料来源：镇江市统计局

土地市场方面，2018 年镇江市住宅用地出让单价小幅上涨至 0.88 万元/平方米，但出让面积快速减少，由 2017 年的 168.52 万平方米降至 2018 年的 101.85 万平方米，拖累住宅用地出让总价同比减少 33.14% 至 85.96 亿元，下拉全市土地出让金额至 94.82 亿元。2019 年 1-4 月，镇江市住宅和工业用地成交均较上年同期有所增加，但住宅用地出让单价下滑明显，全市出让土地 169.68 万平方米，出让总价为 42.23 亿元，同比增速分别为 110.26% 和 -30.52%。

**图表 6. 2016 年以来镇江市土地市场交易情况**

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-4 月
<b>土地出让总面积（万平方米）</b>	<b>352.14</b>	<b>426.70</b>	<b>300.47</b>	<b>169.68</b>
其中：住宅用地出让面积（万平方米）	35.41	168.50	101.85	46.62
商服用地出让面积（万平方米）	34.85	37.78	6.21	0.49
工业用地出让面积（万平方米）	267.26	122.91	191.07	112.38
其他用地出让面积（万平方米）	14.62	97.51	1.33	10.19
<b>土地出让总价（亿元）</b>	<b>26.16</b>	<b>149.41</b>	<b>94.82</b>	<b>42.33</b>
其中：住宅用地出让总价（亿元）	11.38	128.56	85.96	36.97
商服用地出让总价（亿元）	6.76	12.05	1.99	0.13
工业用地出让总价（亿元）	7.61	4.12	6.81	4.12
其他用地出让总价（亿元）	0.41	4.68	0.06	1.11
<b>土地出让均价（元/平方米）</b>	<b>742.80</b>	<b>3501.54</b>	<b>3155.72</b>	<b>2494.83</b>
其中：住宅用地出让单价（元/平方米）	3214.40	7629.90	8840.18	7930.22
商服用地出让单价（元/平方米）	1938.62	3188.75	3202.25	2653.06
工业用地出让单价（元/平方米）	284.75	335.46	356.30	366.75
其他用地出让单价（元/平方米）	279.41	479.62	451.88	1089.40

资料来源：Wind

## 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，但投资力度有所放缓。因商品销售业务快速扩大和公共建设项目集中结转，2018 年营业收入持续大幅增长。公司已明确向文化旅游产业转型，转型进度仍缓慢。

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、开发、出让，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。2018 年，公司营业收入同比大幅增长 30.04% 至 41.31 亿元，其中商品销售业务持续快速增长，公共建设项目集中结转，土地整理收入减少明显。

图 7. 公司营业收入及毛利构成（单位：万元）

	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	毛利	收入	毛利	收入	毛利
土地整理	76090.74	10599.01	60722.16	7920.28	11127.51	1451.41
工程施工	6682.75	894.11	8055.41	1,256.30	83040.66	10831.39
商品销售	135069.99	2144.02	237045.58	3331.08	2112.5	418.45
公共建设项目	16534.15	1836.81	—	—	303057.09	2620.69
其他	9038.02	3141.77	11850.31	5377.38	13771.41	4386.66
合计	243415.65	18615.73	317673.46	17885.04	413109.17	19708.6

注：根据镇江文旅集团提供的数据整理

### (1) 土地整理业务

为满足该公司基础设施投资项目的资金需求，镇江市政府向公司配置土地资产，并授予公司土地的前期开发权和土地出让后的收益权。除土地资产抵押融资外，公司通过土地开发出让收益来弥补项目建设资金缺口，实现投资项目的资金平衡。

2015 年及以前，该公司完成土地整理并实现出让后，由国土及财政部门核算并返还给公司，针对公司前期支出的土地开发成本在加成一定比例（一般为 8%）后作为营业收入入账，土地溢价（即超出营业收入部分）由财政部门根据公司资金情况作为补贴收入入账。2016 年 1 月，镇江市政府与公司签订了《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<sup>4</sup>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。此后，公司部分土地整理结算方式发生变化，使得土地整理收入和盈利空间有所增大，但相关业务仍采用举债开发模式。

<sup>4</sup> 具体包括征润州地块、江心花园地块、大东造纸厂地块、谷阳路地块、水上储木场地块、镇扬汽渡东侧地块、北湖内环线两侧地块、金山寺周边地块、征润州（焦西滩 7900 亩）地块、江南化工有限公司土地、金地置业金山湖环湖西路地块、长江新天地地块、新河西岸东侧土地、征润州（引航道北侧）地块、煤石公司砂石码头整治土地、金江水产养殖场地块、征润州（国有江滩）、征润州（镇江市征地事务所）、征润州（润州综合开发中心）、北湖内环线两侧（292 亩）地块、征润州（金山滩）、中山北路延伸段东侧景观及配套工程地块、煤石公司象山油库地块、文化艺术中心及配套工程地块、金山湖边角地块、松盛公司土地、大东纸业公司地块、江南化工厂东北侧地块（金山文化园用地）、金山湖 1393 亩、正茂亚美达地块、安置房二期边角地块、金山文化园旧城改造项目地块、一泉村土地 317.554 亩、金山湖旅游商业配套设施工程地块、金山湖西片区旧城改造项目地块、古运河整治工程委托收储地块、禹山滨江生态居住区、安置房三期地块、运粮河整治工程用地、一泉宾馆地块、焦西滩科技产业园地块、华龙管业地块、古运河道路边角地、迎宾馆地块、新河街棚户区改造项目地块、三山风景区旅游服务基地地块、铁瓮城旧城改造项目地块、丹阳火车站片区地块。

目前，该公司负责片区土地已完成大部分开发整理工作，2018 年公司在土地整理方面投入 1.61 亿元（较上期减少 2.89 亿元）。当年，公司土地整理收入同比减少 81.68% 至 1.11 亿元，主要来自金山湖一期、征润州旧城改造项目地块、三山服务基地地块和滨江地块，均未有资金回笼。鉴于公司目前土地整理工作量不大，后续投资支出有限。

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 2018 年末，公司拥有土地储备 884.44 万平方米，账面价值 117.94 亿元，其中价值 14.66 亿元的土地储备已用于借款抵押。

## (2) 公共建设项目

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》，根据协议内容，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<sup>5</sup>回购款；七个项目总代建额 30.54 亿元<sup>6</sup>，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》，根据协议内容，镇江市政府将向公司代建的另外七个项目<sup>7</sup>支付回购款 29.95 亿元<sup>8</sup>，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>9</sup>。

由于完工项目长江滩涂整治及生态修复工程、金山文化园和征润州片区道路工程、象山公园景观工程移交回购，2018 年该公司实现公共建设收入 8.30 亿元。当年，镇江市代建中心未有款项拨付，镇江市财政局利用政府专项债券资金<sup>10</sup>针对历年已完工项目支付代建回款近 15 亿元，明显高于上年的 2.95 亿元，但仍有大量公共建设代建款未回笼。2018 年末公司应收代建款（含未结算工程及已结算待回收）合计 199.60 亿元，未来回款情况存在不确定性。

项目建设方面，2018 年该公司重点推进项目有金山湖景观及配套设施工程、三山风景区旅游服务基地项目和金山湖旅游商业配套设施工程，合计当年投入 13.13 亿元，投资支出较上年少约 10 亿元。当年末，公司承担的公共建设项目共 12 项，总概算投资额 286.71 亿元，已完成投资 42.71 亿元。因镇江市政府城建规划变化，在建项目中古运河综合整治工程（上段&下段）、铁瓮城棚户区改造项目将重新调整，暂不继续推进<sup>11</sup>。剔除此三处项目，公司在建工程还将投入 47.52 亿元，将在 2023 年前陆续完工。总体

<sup>5</sup> 包括滨江旅游专线东、西段道路工程，金山湖退渔还湖及防洪工程，金山湖景观及配套设施工程（一期）工程，环湖路建设工程，滨江外环路道路工程，中山北路延伸道路（滨江内环线西段）工程，征润州村旧城改造基础设施建设项目。

<sup>6</sup> 鉴于投资额较大，该公司已经协商实际控制人镇江市政府对收入进行追加确认。

<sup>7</sup> 包括镇江市城市防洪一期清淤工程、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、镇江市滨江旅游风光带东、西段工程项目。

<sup>8</sup> 其中委托投资建设项目总投资额 20.85 亿元，此外为委托建设管理费。

<sup>9</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。2018 年，公司未签订新协议。

2017 年新签订协议中，对于部分与往年协议重复项目，以新签订协议为准。往年存续项目（不含与 2017 年协议重复部分），则仍按照以往协议执行。会计处理方面，公司 2017 年签订协议与往年协议重复项目的应收财政局款项，项目成本从其他应收款——镇江市财政局调整至其他应收款——镇江市建设工程代建中心，已结转收入未回款部分则不再计入应收账款——镇江市财政局，而是计入应收账款——镇江市建设工程代建中心。

<sup>10</sup> 江苏省下放至镇江市财政、再由镇江市财政局拨付给该公司的江苏省地方政府专项债资金 15 亿元

<sup>11</sup> 仅发生前期支付，主要系设计、勘探、危房改造、文物保护方案等策划引起

上，公司在公共建设项目上开发投资额大，且回款时间长，存在较突出的垫资情况；在地方融资平台融资收紧和业务转型的背景下，上述公共建设项目是否能按预期进度推进存在不确定性。

**图表 8. 截至 2018 年末公司在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	计划建设期间 <sup>12</sup>	总投资额	已投资额	自有资金比例	资本金到位情况
金山文化园和征润州片区水系工程	2011年-2017年	2.23	0.11	20%	已到位
内江清淤二期	2013年-2018年	6.69	1.82	20%	已到位
征润州村旧城改造	2009年-2018年	12.30	13.27	20%	已到位
古运河综合整治工程（上段）	2014年-2019年	70.30	0.65	20%	已到位
古运河综合整治工程（下段）	2014年-2019年	72.77	3.56	20%	已到位
中山北路北段（征润州路北延）	2016年-2016年	2.95	5.67	20%	已到位
新河街棚户区改造	2016年-2021年	13.70	5.01	20%	已到位
铁瓮城棚户区	2017年-2022年	60.41	2.80	20%	已到位
三山旅游服务基地项目	2016年-2021年	34.30	5.94	20%	已到位
一泉宾馆	2017年-2022年	7.93	3.11	20%	已到位
原江南化工厂退役厂区土壤和地下水修复项目	2018年-2019年	2.60	0.33	20%	已到位
西口门码头整治（一期）	2018年-2023年	0.53	0.46	20%	已到位
<b>合计</b>		<b>286.71</b>	<b>42.71</b>	—	—

资料来源：镇江文旅集团

### （3）其他业务及发展战略

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。由于专业资质等级较低导致业务拓展能力弱，加之施工行业竞争激烈，三汇建设经营规模持续缩减，2018年工程施工收入同比减少73.78%至0.21亿元。截至2018年末，三汇建设在手未完工合同额0.79亿元。

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，以铝材为主的贸易购销业务规模快速增长，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，2018年公司商品销售收入30.31亿元，较上年增长27.85%，但毛利仅为0.26亿元。公司商品销售供应商和下游客户在江苏省内，2018年前五大客户销售金额占销售总额的比例为78.49%，前五大供应商占采购金额的比重为55.53%，购销渠道集中度偏高。结算模式方面，公司对上下游均采用货到付款，账期一般在3个月以内，资金压力整体可控。

<sup>12</sup> 大部分项目建设进度发生延期

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，跟踪期内公司持续推进三山风景名胜区旅游服务基地项目建设，包括大白鲸魔幻海洋世界、水上飞机功能园区及景观配套工程、闸涵及配套工程、临时道路配套工程及游客服务中心等子项目，总建筑面积 10.11 万平方米，计划投资 34.30 亿元，截至 2018 年末，已投资 5.97 亿元。其中，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 2018 年末，大白鲸魔幻海洋世界已投资 3.59 亿元，海洋馆、极地馆主体结构完成并通过主体验收，计划于 2019 年底投入运营。此外，根据 2018 年 9 月镇江市旅游发展委员会与镇江旅游发展有限公司<sup>13</sup>签署的《镇江市旅游发展委员会与镇江旅游发展有限公司关于三山南山风景区经营权转让项目之合作协议》<sup>14</sup>，镇江市政府将三山南山风景区交由公司经营管理，商业经营期限为 2019 年 1 月 1 日至 2039 年 1 月 1 日<sup>15</sup>。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，该公司产权结构和内控管理基本稳定。

跟踪期内，该公司产权状况、管理制度等方面无重大变化。截至 2018 年末，公司注册资本仍为 20 亿元，镇江市国资委为唯一出资人。

据该公司 2019 年 5 月 31 日的《企业信用报告》所载，公司本部无不良未结清信贷记录。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台 2019 年 6 月 11 日信息查询结果，公司本部不存在异常情况。

该公司关联交易规模大，2018 年主要体现为对镇江源龙铝业有限责任公司、镇江龙源铝业有限公司<sup>16</sup>销售铝卷等产品获得收入 10.71 亿元。此外，公司还与关联方存在大额借款互保，2018 年末包括为镇江市风景旅游发展有限责任公司、镇江市绿城园林建设有限公司、镇江市古典园林绿化工程有限公司和镇江南山新市镇建设有限公司<sup>17</sup>等提供担保 13.02 亿元，同时以上单位为公司担保 36.53 亿元。

<sup>13</sup> 2018 年末，镇江旅游发展有限公司注册资本 8800 万元，该公司本部和三江建设持股比例分别为 99.43% 和 0.57%，实缴资本均为 50 万元

<sup>14</sup> 协议约定商业服务性项目范畴为三山及南山风景区内香烛销售及《风景名胜区条例》允许开展的其他商业经营服务项目，如景区内游客运输、服务等，商业服务项目所在区域包括金山景点：金山公园、塔影湖周边，焦山景点：焦山公园及东大门周边，北固山景点：北固山公园及周边，南山风景区：文苑景点、竹林景点、招隐景点等。

<sup>15</sup> 20 年资源有偿使用费共计 4256 万元，支付方式为：第 1-3 年每年缴纳 0 万元、第 4-10 年每年缴纳 158 万元、第 11-20 年每年缴纳 315 万元。据该公司自行测算，公司对三山南山风景区实施经营管理后，每年可实现收入和现金流入约 5000 万元。

<sup>16</sup> 镇江源龙铝业有限责任公司、镇江龙源铝业有限公司与该公司子公司龙顺金属之间无股权关系，关联关系为同一关键管理人员（法定代表人均为同一人）。

<sup>17</sup> 镇江市风景旅游发展有限责任公司、镇江市绿城园林建设有限公司、镇江市古典园林绿化工程有限公司和镇江南山新市镇建设有限公司与该公司本部关联关系为同一关键管理人员

## 财务

该公司前期在土地开发整理和公共建设项目上开发投资额大，且回款时间长，存在较大的垫资，造成公司有息债务积聚。为控制存量债务规模，2018 年以来公司主要利用自有资金、财政拨款和非经营性往来流入偿付到期债务，负债总额和在持现金量均明显减少；由于前期融资款逐步进入偿付期，短期刚性债务快速增大，流动性风险骤升。公司主业经营效益不佳，盈利对财政补贴的依赖程度高。此外，公司对外担保余额偏大，存在或有损失风险。

### 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 2018 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。

2018 年 6 月 15 日，财政部发布《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）要求对尚未执行新金融准则和新收入准则的企业按编制财务报表。公司按照规定，相应对财务报表格式进行修改。

2018 年 8 月，该公司新设成立子公司镇江金山湾旅游管理有限公司（注册资本 800 万元，公司持股 100%），定位于三山风景名胜区旅游服务基地项目后期运营，尚未正式开业。截至 2018 年末，公司合并范围子公司 26 家、较上年末增加 1 家。

### 2. 公司偿债能力

#### （1）债务分析

跟踪期内，该公司净资产规模稳定，结构未发生重大变化。2018 年末公司所有者权益为 167.39 亿元，实收资本 20 亿元、资本公积 108.74 亿元、未分配利润 34.19 亿元。其中资本公积较上年末下降 1.99 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；未分配利润增加 3.09 亿元，形成于经营积累。

由于镇江市北部滨水区开发建设，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较大，积累了一定的债务规模。2018 年末，公司负债总额为 330.45 亿元，较上年末增长 3.51%，资产负债率相应略升 0.65 个百分点至 66.38%。

该公司负债仍主要集中于刚性债务，2018 年末为 296.21 亿元，较上年末减少 3.10%，占负债总额的 89.64%。公司偏重于长期融资，但随着前期融入款项临近偿付期，2018 年一年内到期的非流动负债快速增大，短期刚性债务在刚性债务中占比 43.92%，高于上年 16.26 个百分点。除刚性债务外，其他应付款占比较高且快速增大，年末余额增长 215.99%至 23.93 亿元，主要系新增与镇江市南山新市镇建设有限公司、镇江市绿城园林建设有限公司和镇江国泰资产经营管理有限公司往来款，不计息，无明确偿付期限。

该公司外部融资结构较为多元化，2018 年末刚性债务主要包括 184.01 亿元金融机构借款（含短期借款 13.87 亿元、一年内到期的长期借款 59.30 亿元和长期借款 110.84



亿元)、14.25 亿元应付票据、75.16 亿元有息债券(含一年内到期的应付债券 34.42 亿元、其他流动负债 3 亿元)和 20.63 亿元融资租赁款(含一年内到期的融资租赁款 3.10 亿元)等。对外借款方面,公司本部承担了主要的融资职能,2018 年末公司借款余额较上年末减少 21.59 亿元至 184.01 亿元,包括银行借款 160.17 亿元、信托/资管借款 23.84 亿元,银行借款成本在 4%-7%区间,信托借款成本集中在 7%-9%区间,资金成本较高。公司金融机构借款主要为质押借款和保证借款,质押物主要系银行存单和应收账款等,担保方主要系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。应付票据均为全额保证金的银行承兑汇票,主要为支付的项目建设工程款。债券融资方面,公司 2018 年发行了 2 期债权融资计划(1 年期计入其他流动负债、3 年期计入应付债券),金额合计 6 亿元,归还了 19.85 亿元到期债券(包括 13 镇水投 2.8 亿元本金和 15 文旅债 17.05 亿元本金),回售 17 镇文旅 01 全部本金 4.25 亿元,同时冲减地方债余额 7 亿元<sup>18</sup>;年末有息债券余额较上年末下降 25.1 亿元至 75.16 亿元<sup>19</sup>。在融资渠道收紧的情况下,2018 年公司新增大量融资租赁款,年末余额为 20.63 亿元,借款期限以 4 年以上为主,合同利率在 4.57%-8.25%之间。公司 2019-2021 年需偿还债务分别为 122.48 亿元、66.58 亿元和 97.58 亿元。

**图 9. 公司金融机构借款情况(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	—	4.49	22.28	<b>26.77</b>
质押借款	9.10	24.32	14.12	<b>47.55</b>
保证借款	3.77	29.48	65.43	<b>98.69</b>
信用借款	1.00	1.00	9.00	<b>11.00</b>
<b>合计</b>	<b>13.88</b>	<b>59.30</b>	<b>110.84</b>	<b>184.01</b>

注:根据镇江文旅集团所提供资料整理、绘制(截至 2018 年末)

2018 年末,该公司对合并报表范围外的企业担保金额为 158.58 亿元,担保比率为 94.74%,虽较上年有所下降但仍较高<sup>20</sup>。公司所担保企业主要为镇江市属国有企业,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。

## (2) 现金流分析

2018 年该公司商品销售业务大幅增长,“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。由于土地开发和公共代建支出下降,且获得大量财政拨付作为项目回购款,主业收支缺口收窄,为 12.46 亿元;扣除往来流出和税费支出,经营活动产生现金净流入 1.45 亿元。投资活动现金流方面,公司理财产品申赎规模减少,2018 年投资活动产生的现金流量净额为 2.48 亿元。当年利用自有资金偿还大量到期融资款,筹资性现金净流入 24.98 亿元。

<sup>18</sup> 2018 年,该公司将年初余额为 1.5 亿元的 2016 年地方债和 5.5 亿元的 2017 年地方债(实际不承担还本付息职责)与应收镇江市财政局往来款进行同时冲减。

<sup>19</sup> 2018 年末汇率调整,应付美元债余额较上年末增加 0.91 亿元。

<sup>20</sup> 2017 年末担保金额和担保比率分别为 197.14 亿元和 118.39%

### (3) 资产质量分析

2018 年末，该公司资产总额较上年末增长 2.49% 至 497.85 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 7.82%、8.95%、48.65% 和 30.58%。因收到财政局拨付 15 亿元加之与应付债券中 5 亿元的地方政府债对冲，2018 年末应收账款余额下降 19.56% 至 44.53 亿元。项目建设持续推进及非经营性往来款流出，年末其他应收款增长 30.06% 至 242.22 亿元，主要是应收镇江市财政局代建及往来款合计 158.21 亿元（其中含应收财政局代建回购款 142.65 亿元）、应收镇江市建设工程代建中心回购款 41.39 亿元。存货余额同比微降 3.57% 至 152.26 亿元，包括土地使用权 117.66 亿元和工程建设成本 28.15 亿元。由于债务本息偿付加之新增融资力度减弱，货币资金余额较上年末减少 38.44% 至 38.92 亿元，且质押借款及票据保证金有所增加，未受限的在持现金量减少 57.88% 至 18.24 亿元，相对于即期债务偿付保证能力明显不足。

### (4) 流动性/短期因素

由于一年内到期的非流动负债快速增大，跟踪期内该公司流动性指标明显弱化。从账面看，公司目前流动性指标仍尚处较好水平，但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。2018 年末，公司可动用货币资金仅 18.24 亿元，短期刚性债务达 130.10 亿元（剔除存单质押的短期借款，则短期刚性债务为 39.07 亿元），流动性压力大。

图表 10. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率 (%)	457.45	480.78	292.98
速动比率 (%)	297.01	317.89	199.50
现金比率 (%)	89.44	64.83	23.72

注：根据镇江文旅集团所提供资料整理、绘制

截至 2018 年末，该公司资产总额中受限资产账面价值合计为 74.37 亿元，占总资产比例为 14.94%，主要包括质押存单和保证金 20.68 亿元、质押的应收票据 0.20 亿元、质押的其他应收款 37.62 亿元、存货中抵押的土地 14.66 亿元、质押的可供出售金融资产 0.40 亿元和投资性房地产中抵押的房产 0.80 亿元。

图表 11. 公司所有权或使用权受到限制的资产

项目	年末账面价值	受限资产账面价值占该科目的比例	受限原因
货币资金	20.68	53.14	质押借款及票据保证金
应收票据	0.20	100.00	质押借款
其他应收款	37.62	15.53	质押借款
存货	14.66	9.63	抵押借款
可供出售金融资产	0.40	75.90	质押借款
投资性房地产	0.80	26.03	抵押借款
合计	74.37	14.94	

注：根据镇江文旅集团所提供资料整理、绘制（截至 2018 年末）

### 3. 公司盈利能力

公共建设业务是该公司 2018 年营业毛利主要构成和增量来源，当年公共建设项目实现 1.08 亿元，带动营业毛利同比增长 10.20% 至 1.97 亿元。公司利息大部分资本化处理，期间费用以销售费用和管理费用为主，当期部分土地售出引起折旧下降，加之控制运营支出，期间费用同比减少 11.42% 至 1.28 亿元。公司利润对政府补贴依赖较大，当年获得补贴收入 3.56 亿元（计入其他收益）与上年基本一致；受益于此，公司实现净利润 3.62 亿元。

## 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，加之部分公共建设结转，拉动营业收入持续大幅增长。依托财政拨款以及工程投入放缓，公司非筹资性现金流有所好转。

### 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。2018 年，镇江市财政给予 3.56 亿元的财政补贴。截至 2018 年末，公司获得银行授信 360.73 亿元，其中未使用授信 163.18 亿元，具有一定财务弹性。

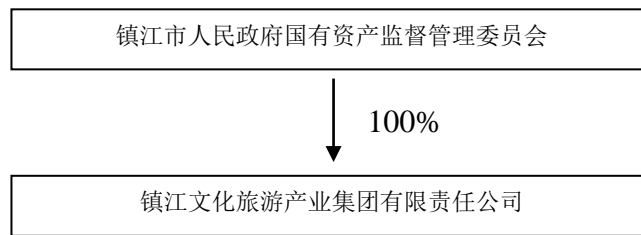
## 跟踪评级结论

综上所述，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。因商品销售业务快速扩大和公共建设项目集中结转，2018 年营业收入持续大幅增长。公司已明确向文化旅游产业转型，但转型进度缓慢。尽管公司 2018 年在土地开发整理和公共建设项目的开发力度有所减缓，但前期开发投资额大，且回款时间长，存在较大的垫资，造成有息债务积聚。为控制存量债务规模，2018 年以来公司主要利用自有资金、财政拨款和非经营性往来流入偿付到期债务，负债总额和在持现金量均明显减少；由于前期融资款逐步进入偿付期，短期刚性债务快速增大，流动性风险骤升。公司主业经营效益不佳，盈利对财政补贴的依赖程度高。此外，公司对外担保余额偏大，存在或有损失风险。

本评级机构仍将持续关注：（1）镇江市经济发展状况对该公司运营能力和偿债能力的影响；（2）房地产调控政策的未来走向及其对地方土地出让收入和公司所持有土地资产市场价值的影响；（3）公司后续基础设施建设投入、债务偿付及现金流平衡情况；（4）公司其他应收款的回收情况；（5）公司债务融资渠道和资金周转能力；（6）对外担保的代偿风险。

附录一：

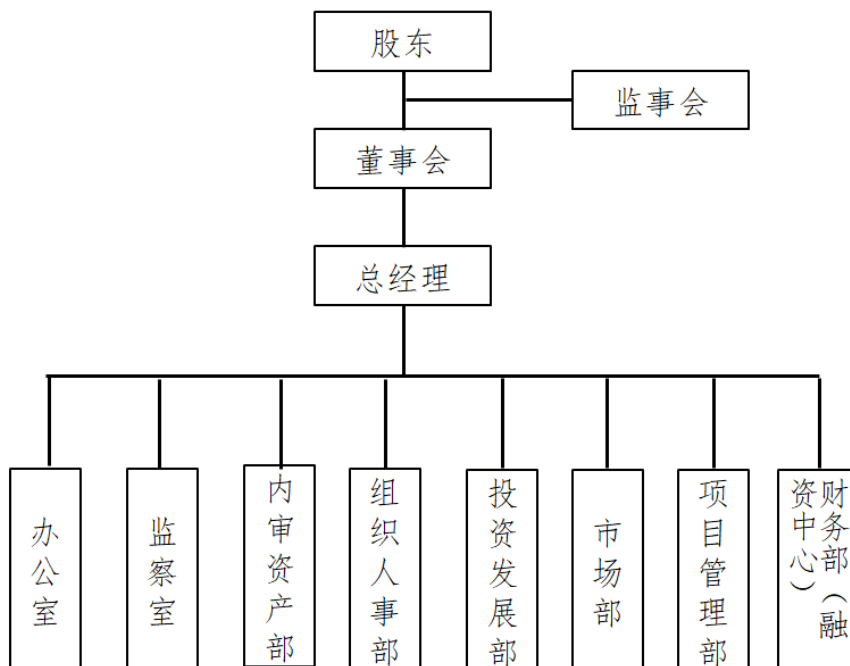
公司与实际控制人关系图



注：根据镇江文旅集团提供的资料绘制（截至 2018 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 2018 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]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	469.84	485.77	497.85
货币资金 [亿元]	88.61	63.22	38.92
刚性债务[亿元]	289.25	305.67	296.21
所有者权益 [亿元]	156.35	166.51	167.39
营业收入[亿元]	24.34	31.77	41.31
净利润 [亿元]	3.45	3.61	3.62
EBITDA[亿元]	3.78	4.01	4.13
经营性现金净流入量[亿元]	-7.84	0.41	1.45
投资性现金净流入量[亿元]	-22.42	-16.57	-2.48
资产负债率[%]	66.72	65.72	66.38
长短期债务比[%]	216.45	227.38	101.41
权益资本与刚性债务比率[%]	54.05	54.47	56.51
流动比率[%]	457.45	480.78	292.98
速动比率 [%]	297.01	317.89	199.50
现金比率[%]	89.44	64.83	23.72
利息保障倍数[倍]	0.22	0.20	0.15
有形净值债务率[%]	202.13	193.05	198.54
担保比率[%]	132.68	118.39	94.74
毛利率[%]	7.65	5.63	4.77
营业利润率[%]	0.87	12.01	9.74
总资产报酬率[%]	0.87	0.80	0.79
净资产收益率[%]	2.21	2.23	2.17
净资产收益率*[%]	2.21	2.23	2.16
营业收入现金率[%]	73.75	101.86	127.21
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-7.25	0.42	1.11
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.91	0.13	0.45
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-28.00	-16.44	-0.79
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-11.23	-5.11	-0.32
EBITDA/利息支出[倍]	0.22	0.21	0.16
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.01	0.01

注：表中数据依据镇江文旅集团经审计的 2016-2018 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。