镇江城市建设产业集团有限公司

及其发行的 10 镇城投、13 镇城投 01 与 13 镇城投 02

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[2020]100885】

评级对象： **镇江城市建设产业集团有限公司及其发行的 10 镇城投、13 镇城投 01 与 13 镇城投 02**

	10 镇城投	13 镇城投 01	13 镇城投 02
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪：	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 29 日	AA+/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日	AA+/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日
前次跟踪：	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AAA/2019 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AAA/2019 年 6 月 28 日
首次评级：	AA+/稳定/AA+/2010 年 6 月 12 日	AA+/稳定/AAA/2013 年 7 月 31 日	AA+/稳定/AAA/2014 年 1 月 6 日

主要财务数据

项　　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
金额单位：人民币亿元				
发行人母公司数据：				
货币资金	62.90	59.54	78.60	117.87
刚性债务	535.86	542.86	608.79	652.04
所有者权益	414.29	403.29	550.01	551.21
经营性现金净流入量	35.30	-4.57	3.41	3.30
发行人合并数据及指标：				
总资产	1464.43	1481.06	1799.71	1810.33
总负债	929.02	961.30	1165.75	1170.00
刚性债务	818.19	851.50	964.87	988.23
所有者权益	535.40	519.77	633.95	640.32
营业收入	60.25	62.27	70.60	19.95
净利润	7.70	7.11	7.27	1.15
经营性现金净流入量	0.11	17.39	12.56	7.91
EBITDA	11.03	12.35	11.46	—
资产负债率[%]	63.44	64.91	64.77	64.63
长短期债务比[%]	152.40	115.21	76.32	87.55
营业利润率[%]	15.28	12.24	10.56	6.03
短期刚性债务现金覆盖率[%]	44.60	39.65	37.33	41.30
营业收入现金率[%]	76.41	112.92	105.29	125.83
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-1.95	2.97	-0.71	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.23	0.23	0.21	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.01	0.01	0.01	—
担保方瀚瑞控股数据：				
所有者权益	557.97	550.29	561.46	561.93
权益资本与刚性债务余额比率[%]	64.85	70.17	70.05	69.34
担保比率[%]	55.56	59.01	65.62	59.63
担保方中合担保数据：				
总资产	122.48	116.50	101.94	-
所有者权益	86.33	83.60	80.79	-
担保余额	1088.79	1004.98	837.04	-
担保放大倍数[倍]	12.61	12.02	-	-

注：根据镇江城建经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。担保方数据根据瀚瑞控股及中合担保经审计的 2017-2019 年及瀚瑞控股未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

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“新世纪评级”或“本评级机构”）对镇江城市建设产业集团有限公司（简称“镇江城建”、“该公司”或“公司”）及其发行的 10 镇城投、13 镇城投 01 与 13 镇城投 02 的跟踪评级反映了 2019 年以来镇江城建在外部支持、水务区域专营、业务拓展等方面保持优势，同时反映了公司在债务规模、流动性、资产质量、业务管控及运营和担保代偿等方面继续面临压力。

主要优势：

- **国资体系中地位突出。**作为镇江市重要的城市基础设施建设投资主体，镇江城建能够在项目、资金等方面获得上级单位支持。
- **棚改、安置房项目受政策支持。**棚改、安置房项目受到国家政策的支持，相关项目融资渠道较多且享受利率优惠。同时，作为镇江市棚改、安置房建设的重要主体，镇江城建相关项目区位较好，完工后收益有保障。
- **水务业务区域专营优势。**镇江城建拥有的自来水销售和污水处理等业务经营规模基本保持稳定，具有区域专营优势。
- **经营业务拓展。**镇江城建已于 2019 年底完成索普集团并表事项，化工业务板块的并入，拓展了业务范围，加之公司存续经营业务扩张，公司未来收入规模将有一定提升。
- **担保增信。**瀚瑞控股为 10 镇城投提供无条件不可撤销连带责任担保，中合担保为 13 镇城投 01 与 13 镇城投 02 提供无条件不可撤销连带责任担保，有助于提高债券偿付安全性。

主要风险：

- **债务压力不断加大。**镇江城建已积聚很大的债务规模。随着未来承建项目的持续推进，公司

分析师

周晓庆 zxq@shxsj.com
张　静 zhangjing@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

承担了较重的投融资压力和利息负担。

- 流动性压力进一步加剧。跟踪期内，镇江城建新增了较大规模的短期性融资以及前期融入的债券及金融机构借款逐步到期，短期债务规模显著增大，集中偿债规模加大，流动性压力上升。
- 资产质量偏弱。镇江城建资产中基建项目投入、项目应收款及土地资产占比较大，且土地资产大多受限，资产质量偏弱。
- 经营性业务管控及运营风险。镇江城建通过并购新增的化工业务面临安全生产及环保监督压力，加之物流贸易等业务拓展，增大了相关板块的管控及运营压力。
- 代偿风险。镇江城建对外担保余额大，存在较大的代偿风险。

➢ 未来展望

通过对镇江城建及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，新世纪评级维持公司 AA^+主体信用等级，评级展望为稳定；认为 10 镇城投还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA^+信用等级；认为 13 镇城投 01、13 镇城投 02 还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

镇江城市建设产业集团有限公司

及其发行的 10 镇城投、13 镇城投 01 与 13 镇城投 02

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2010 年镇江市城市建设投资集团有限公司公司债券、2013 年第一期镇江市城市建设投资集团有限公司公司债券及 2013 年第二期镇江市城市建设投资集团有限公司公司债券（分别简称“10 镇城投”、“13 镇城投 01”及“13 镇城投 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据镇江城建提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对镇江城建的财务状况、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。

经国家发展和改革委员会发改财金[2010]2934 号文件批准，该公司于 2010 年 12 月公开发行了 20 亿元人民币的公司债券，由江苏瀚瑞投资控股有限公司（简称“瀚瑞控股”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，期限为 10 年，存续期内的前 7 年票面年利率 6.76%，后 3 年票面年利率为存续期前 7 年票面年利率加上上调基点。本期企业债券募集资金 20 亿元，其中 4.50 亿元用于长江路北侧棚户区改造项目，8.00 亿元用于城东路网建设工程，3.50 亿元用于五洲山路建设工程项目，其余 4.00 亿元用于补充公司流动资金。目前所募资金已全部投入使用。

经国家发展和改革委员会发改财金[2013]2482 号文件批准，该公司分别于 2013 年 12 月和 2014 年 1 月公开发行了 12 亿元人民币和 10 亿元人民币的两期公司债券，均由中合担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，期限均为 7 年，均采用附息式固定利率形式，票面年利率分别为 7.90%和 8.20%，存续期后 5 年每年偿付债券本金的 20%。两期债券募集资金共 22 亿元，用于镇江市象山花园二期 1 号地块保障性住房项目、新城花园四期保障性住房项目、金山水城三期东地块保障性住房项目、金山水城三期西地块保障性住房项目、御带河花园保障性住房项目、象山花园一期一号地块拆迁安置房项目、九华山庄二期拆迁安置房项目等七个保障性住房项目。目前所募资金已全部投入使用。

截至 2020 年 6 月 9 日，该公司已发行存续债券待偿金额为 275.49 亿元，未发生违约，详见附表三。

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再

贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但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，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，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 年至 2018 年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018 年下半年以来，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。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

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》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，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。2019 年末，我国城镇化率为 60.60%，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，是我国城镇化建设的重要力量。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了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《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。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，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，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，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 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。

2018 年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。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。2019 年 3 月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要，核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时，城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、

减税减费等造成财政收入增长承压，以及防疫等基本支出需求增加，政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓，对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

跟踪期内，镇江市继续推动新兴产业发展，新动能拉动持续增强，2019年经济增速有所回升，但受外部环境以及自身结构性矛盾影响，工业经济存在下行压力，整体经济体量在江苏省排名仍相对靠后；且2020年初疫情短期内将对经济活动造成一定压力。

2019 年，镇江市经济平稳增长，但经济体量处于江苏省中下游。当年镇江市实现地区生产总值 4127.32 亿元，在江苏省 13 个地级市中排名第 10，排名与上年持平；按可比价格计算，同比增长 5.8%，较上年上升 2.7 个百分点；其中第一产业增加值 140.20 亿元，减少 0.6%；第二产业增加值 2004.79 亿元，增长 4.9%；第三产业增加值 1982.33 亿元，增长 7.2%，三次产业比重由 2017 年的 3.5:49.4:47.1 调整为 2019 年的 3.4:48.6:48.0，第二产业仍是主导产业。截至 2019 年末，全市常住人口 320.35 万人，比上年增加 0.71 万人，其中城镇人口 231.23 万人，城镇化率 72.2%。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，镇江市经济下行压力增大。经初步测算，2020 年第一季度，镇江市主要经济指标均呈现不同幅度的下滑，全市实现地区生产总值 978.10 亿元，同比下降 9.4%，全市规模以上工业增加值下降 11.2%，固定资产投资下降 27.1%，社会消费品零售额下降 18.8%，进出口总额下降 12.9%。

图表 1.　2017 年以来镇江市国民经济和社会发展主要指标

指　标	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值	4105.36	7.2	4050.00	3.1	4127.32	5.8	978.10	-9.4
其中：第一产业增加值	142.42	1.4	138.40	-4.2	140.20	-0.6	15.76	-1.8
第二产业增加值	2031.10	6.0	1976.60	3.0	2004.79	4.9	444.29	-12.5
第三产业增加值	1931.84	8.8	1935.00	3.7	1982.33	7.2	518.05	-6.6
规模以上工业总产值	7392.64	10.5	-	3.2	-	1.3	-	-
固定资产投资	2694.36	3.8	-	-26.5	-	2.0	-	-27.1
社会消费品零售总额	1366.03	10.5	1360.92	5.0	1433.72	5.4	235.57	-18.8
进出口总额（亿美元）	105.36	2.1	118.39	12.4	112.03	-5.4	22.91	-12.9
实际利用外资（亿美元）	13.53	0.2	8.68	-	6.60	-24.0	-	-
三次产业比例	3.5:49.4:47.1		3.4:48.8:47.8		3.4:48.6:48.0		-	

资料来源：镇江市统计局网站

受到外部环境不稳定不确定因素较多及自身结构性矛盾凸显等叠加影响，全市工业经济存在下行压力。从工业总产值方面来看，2019 年度重点行业之间冷热不均，工业总产值前十大行业增速“六升四降”，其中黑色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业以两位数增减，分别同比增长 17.2%和减少 12.1%，其他行业均以一位数增减。同时，新动能拉动持续增强，2019 年高技术产业增加值增长 7.5%，对全市规上工业增加值增长贡献率达 64.5%，高技术产业中电子及通信设备、航空、航天器及设备制造业同比分别增长 10.3%、37.2%；战略性新兴产业中集成电路增长 37.6%、光电子器件增长 136.4%，液晶显示屏增长 556.4 倍、移动通信手持机增长 24.1%。但受中美经贸摩擦、需求疲软、订货不足等问题影响，2019 年全市销售百强工业企业产值同比下降 1.2%，低于全市平均水平 2.5 个百分点，其中，奇美化工、金东纸业、索普集团、中海粮油等累计产值均呈现不同程度的下滑，分别下滑 13.4%、3.5%、30%和 26.6%。

图表 2.　2019 年及 2020 年第一季度全市规上工业总产值前十行业情况（单位：%）

行业名称	2019 年		2020 年第一季度	
	产值占比	增速	产值占比	增速
化学原料和化学制品制业	13.1	-12.1	13.7	-20.9
电气机械和器材制造业	12.6	3.5	11.9	-13.7
黑色金属冶炼和压延加工业	7.0	17.2	5.5	-26.0
有色金属冶炼和压延加工业	6.7	6.0	7.7	0.9
专用设备制造业	6.5	5.3	6.6	3.6
汽车制造业	6.2	-2.0	6.0	-21.2
非金属矿物制品业	5.8	3.0	4.8	-28.6
金属制品业	5.4	-1.8	6.2	-8.8
计算机、通信和其他电子设备制造业	5.2	6.6	4.3	-24.0
造纸和纸制品业	4.2	-4.7	5.1	0.4

资料来源：镇江市统计局

2019 年，镇江市固定资产投资同比增长 2.0%，分三次产业看，第二产业投资增长 1.7%，其中工业投资增长 1.7%；第三产业投资增长 3.2%。全年新签约亿元以上产业项目 172 个，制造业项目占比达 85%，总投资 50 亿元的国药（丹阳）器械产业园、30 亿元的润祥 LNG 油气物流园等优质项目落地。重点产业项目孚能科技制造基地一期投产、北汽麦格纳新能源汽车项目一期竣工、蜂巢易创汽车零部件项目进入动力设备调试阶段、好未来镇江教育基地运营中心投入运营。

2019 年，镇江市房地产市场较为平稳，随着宁镇一体化的带动，行情有所回温，当年房地产开发投资为 403.37 亿元，同比增长 13.3%，商品房销售面积为 584.12 万平方米，同比增长 13.9%，商品房销售额为 575.22 亿元，同比增长 13.1%。同期末，镇江市商品房待售面积为 311.67 万平方米，同比增

长 6.8%，去化周期为 13 个月，存在一定的去库存压力。镇江市土地市场在经历降温后，逐渐回复理性，出让面积有所增长，但出让均价有所下滑，2019 年全年土地出让总价、出让面积，出让均价，分别为 89.20 亿元、350.03 万平方米、2548.45 元/平方米，同比增速分别为 16.49%、-5.93%和-19.24%。总体来看，由于镇江市房地产市场对相关政策变动较为敏感，后续镇江市房地产市场的走势存在较大的不确定性。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍是镇江市城市基础设施建设的建设主体，承接了基建、安置房建设等任务，2019 年以来结算规模有限，但前期垫资规模很大；同时公司经营的自来水及污水处理等公用事业维持较为稳定态势。随着并购索普集团事项完成，公司新增化工业务板块拓展了公司业务范围，但也将加重公司未来经营管控及资金平衡压力。

跟踪期内，该公司继续负责镇江市市政基础设施建设，并参与镇江市新老城区的综合开发等。同时，公司还从事自来水、污水处理等公用事业，以及房产销售、商品混凝土销售、物流贸易等市场化业务，随着并购索普集团的完成，公司新增化工板块业务，进一步拓展经营性业务。2019 年，公司营业收入为 70.60 亿元，同比增长 13.39%，主要系化工产品销售的带动。在镇江市基建趋于完善及区域债务严控背景下，公司安置房及城建项目建设需求减少，2019 年上述两项业务收入规模有不同程度下滑；自来水、污水处理相关业务仍较为稳定；化工业务板块于 10 月末并入，实现 11-12 月的营业收入 5.18 亿元。从毛利空间来看，2019 年公司综合毛利率为 7.08%，较上年提升 2.28 个百分点，主要系污水处理在上年一次性追溯计提的累计折旧后，2019 年折旧正常计提计入成本，毛利率回升以及当期新增的化工产品板块的毛利率相对较高影响。

2020 年第一季度，该公司实现营业收入 19.95 亿元，主要构成为化工产品和物流贸易，分别占当期营业收入的 47.86%和 28.62%；此外物流贸易、旅游、建材销售和房屋租赁等业务收入受疫情影响同比均呈现不同幅度下滑，当期剔除化工产品外的业务收入合计较上年同期减少 16.73%，后续将逐步恢复正常运营。同期，公司实现综合毛利率 10.16%，因毛利相对较高的化工产品收入比重增大而较上年同期同比提升 1.06 个百分点。

图表 3.　2017 年以来公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**60.25**	**100.00**	**62.27**	**100.00**	**70.60**	**100.00**	**19.95**	**100.00**
物流及贸易	30.69	50.93	26.32	42.27	37.96	53.77	5.71	28.62
房屋销售	10.75	17.84	15.42	24.77	6.81	9.64	0.97	4.84

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
城建施工	10.57	17.54	8.00	12.84	5.59	7.92	1.87	9.35
自来水	2.30	3.81	2.16	3.47	2.25	3.19	0.66	3.32
污水处理	1.33	2.21	1.74	2.79	1.79	2.54	0.27	1.33
给水管道施工	0.63	1.04	1.54	2.47	1.66	2.34	-	-
污水处理设施建设	-	-	2.11	3.38	-	-	-	-
商品混凝土	1.03	1.71	1.72	2.76	1.61	2.28	0.17	0.87
化工产品	-	-	-	-	5.18	7.33	9.55	47.86
其他	2.97	4.92	3.27	5.25	7.76	10.99	0.76	3.80
毛利率	**7.37**		**4.80**		**7.08**		**10.16**	
物流及贸易	0.87		1.56		1.71		2.91	
房屋销售	4.02		8.06		5.63		17.47	
城建施工	11.21		11.21		11.21		11.21	
自来水	53.56		58.42		52.65		39.53	
污水处理	22.28		-99.01		-7.25		-38.61	
给水管道施工	25.22		15.30		26.92		-	
污水处理设施建设	-		-3.00		-		-	
商品混凝土	0.48		10.24		5.86		0.28	
化工产品	-		-		15.00		13.12	
其他	29.31		16.67		12.42		9.19	

资料来源：镇江城建

注：表格合计数与单项加总数据略有差额系尾数四舍五入所致，下同

（1）政府性项目

该公司作为镇江市城市基础设施建设的主要投融资主体，承接了施工、基建代建、土地整理、安置房建设等任务，开发投入规模已很大。根据镇办发〔2020〕5 号下发的市重点产业投资计划，2020 年公司需承担市区城建项目 14 项，计划总投资 115.42 亿元，其中 2020 年度计划投资 28.16 亿元。随着投资建设的推进，公司面临沉重的资金平衡压力。

该公司自 2011 年第四季度起，对于直接承建的政府城市基础设施建设工程，公司与城建主管部门（镇江市城乡住房和建设局，简称“住建局”）签订施工合同，自 2015 年起城建工程施工收入调整为城建工程成本加成 16%的承建施工收益。2017 年起，公司新增项目均与镇江市建设工程代建中心（简称“代建中心”）签订的建设工程施工合同，城建工程施工收入为成本加成 16%的承建施工收益（最终以审计数为准）。目前公司城建施工项目主要分布在镇江市润州区、京口区等主城区地段，多为城区路网改造、拓宽、延伸工程。截至 2020 年 3 月末，公司城建施工板块主要建设项目累计承接工程已完工 9 个项目，实际总投资 46.22 亿元，拟回款 50.72 亿元，已回笼 32.96 亿元；

主要在建项目 36 个，总投资 99.29 亿元，已投资 46.90 亿元，已回笼 20.43 亿元。

图表 4. 截至 2020 年 3 月末公司主要在建城建项目（单位：亿元）

序号	项目名称	总投资	已投资	已回笼金额	未来投资计划		
					2020 年	2021 年	2022 年
1	象山路工程	3.20	2.65	1.22	0.55	-	-
2	宗泽路二期工程	0.78	0.55	0.39	0.23	-	-
3	黄山中路西段工程	4.30	1.07	0.29	2.50	0.73	-
4	运粮河路西段工程	2.52	0.70	0.55	1.00	0.82	-
5	胜利港路工程	1.33	0.54	0.31	0.27	0.26	0.26
6	双井路北段	1.08	0.78	0.69	0.30	-	-
7	焦山路南段	2.56	0.80	0.56	1.46	0.30	-
8	丁卯桥路	0.47	0.27	0.29	0.20	-	-
9	禹象路	0.10	0.09	0.08	0.00	-	-
10	汝山路北段	1.11	0.65	0.72	0.46	-	-
11	新城花园三期山体通道	0.34	0.27	0.22	0.07	-	-
12	展示馆周边路网	0.24	0.09	0.10	0.15	-	-
13	中南世纪城路网	2.54	2.03	2.00	0.41	0.10	-
14	西出入口沿线景观改造	1.20	0.71	0.68	0.49	-	-
15	南出入口沿线景观改造	1.00	0.25	0.14	0.75	-	-
16	金山水城三期周边路网	4.20	3.04	2.21	0.65	0.19	-
17	二道河路	4.02	0.23	-	2.50	1.29	-
18	中山路拓宽改造	3.39	2.19	2.41	0.90	0.30	-
19	财富广场周边路网	1.67	1.00	0.85	0.57	0.10	-
20	润兴路拓宽	4.42	2.98	3.21	1.00	0.44	-
21	大西路拓宽改造(20%)	25.69	4.98	3.52	5.50	5.00	4.00
22	学府路三期	3.03	2.64	-	0.10	0.10	0.10
23	解放路	1.11	0.93	-	0.06	0.06	0.06
24	耀金路（港前路-览金桥北路）	0.54	0.36	-	0.06	0.06	0.06
25	杨家圩路(4%)	0.32	0.01	-	0.11	0.10	0.10
26	龙门港路（京江路-港前路）	0.95	0.01	-	0.48	0.28	0.18
27	桃西路北段（长江路-运粮河）	0.19	0.01	-	0.06	0.06	0.06
28	行政办公楼	0.76	0.68	-	0.03	0.03	0.02
29	解放湾路（润州路-桃西路）	0.51	0.23	-	0.10	0.10	0.08
30	禹山东路	9.88	9.48	-	0.20	0.20	0.20
31	京岘山南路二期	0.57	0.22	-	0.15	0.05	0.05
32	茶砚山	1.50	0.30	-	0.20	0.40	0.40
33	九华山庄站前路北路	0.32	0.24	-	0.03	0.02	0.01

序号	项目名称	总投资	已投资	已回笼金额	未来投资计划		
					2020 年	2021 年	2022 年
34	云台山周边路网	1.12	0.54	-	0.20	0.15	0.10
35	太古山路网	11.51	4.98	-	1.68	2.35	2.50
36	九华山路拓宽	0.82	0.41	-	0.14	0.10	0.10
合计		**99.29**	**46.90**	**20.43**	**23.56**	**13.59**	**8.28**

资料来源：镇江城建

除上述城建施工项目外，该公司自成立以来还每年根据市政府规划以及资金安排，承担镇江市范围内基础设施建设代建任务，计入“其他应收款”，2019 年末仍有 300 余亿元余额（含历年资本化利息额）。公司每年收到政府的项目建设拨款，2019 年收到 39.22 亿元的项目建设拨款，可部分冲销代建投入的资金，但相对于大额项目成本而言，规模仍偏小，加之多年资本化利息累积，公司挂账代建项目资金巨大。

土地整理方面，政府按照该公司所整理土地实际出让价格扣除相关税费后全部返还给公司，用于冲销公司前期投入的土地相关成本。2019 年及 2020 年第一季度公司整理的土地共出让 14 宗，总面积 977.47 亩，出让总价 28.31 亿元，应回款 24.61 亿元，同期实际已返还 10.53 亿元。

图表 5. 公司土地出让情况（单位：亩、亿元）

年份	出让宗数	上市面积	成交总价	应回款金额	已返还金额
2017 年	6	441.02	30.80	16.55	15.45
2018 年	4	112.75	13.67	5.89	5.08
2019 年	12	690.24	19.96	16.27	10.53
2020 年第一季度	2	287.23	8.35	8.34	-
合计	**24**	**1531.24**	**72.78**	**47.05**	**31.06**

资料来源：镇江城建

截至 2020 年 3 月末，该公司主要在整理土地 14 块，面积为 3079.83 亩，总投资 138.81 亿元，已投资 116.97 亿元，仍需投资 21.34 亿元；公司暂无拟整理土地。公司在整土地大多计划于 2021 年及 2022 年出让，但实际出让进度仍受区域土地市场行情及政府统筹影响，存在不确定性。

图表 6. 2020 年 3 月末公司主要在整理土地（单位：亿元、亩）

序号	地块名称	总投资额	已投资额	面积	未来投资计划		计划出让年份
					2020 年	2021 年	
1	太古山片区改造项目 1 号地块（一期）	49.47	49.26	531.78	0.15	0.05	2022
2	太古山片区改造项目 1 号地块（二期）	15.00	14.00	204.27	0.95	0.05	2022
3	西出入口综合整治鲇鱼套村北侧剩余地块	13.55	12.92	908.33	0.50	0.13	2022
4	会莲庵南一期	7.99	2.98	94.20	5.01	-	2021
5	会莲庵北二期	3.85	2.83	44.85	1.02	-	2021

序号	地块名称	总投资额	已投资额	面积	未来投资计划		计划出让年份
					2020 年	2021 年	
6	赛博电子周边地块	5.58	5.58	337.33	0.01	0.01	2021
7	和平路西片区旧城改造（中山北路东侧民主街片区）	4.00	3.86	59.78	0.10	0.04	2022
8	和平路西片区旧城改造（琴园巷）	3.00	2.16	150.00	0.68	0.16	2022
9	山巷路东西两侧棚户区改造项目一期（小街西）	5.00	4.82	54.39	0.12	0.06	2022
10	润州路西鲇鱼套南改造项目	4.40	1.12	106.50	3.28	-	2021
11	太平圩润州路东西改造项目	6.60	6.63	150.00	0.01	-	2021
12	大西路南北两侧会莲庵街北地块一期改造项目	10.47	8.88	68.28	1.00	0.59	2022
13	金山圩区跃进河水系整治项目（大五东村、大五西村地块）	1.40	1.32	145.12	0.07	0.02	2022
14	山巷路东西两侧棚户区改造二期	8.00	0.61	225.00	-	-	-
合计		**138.31**	**116.97**	**3079.83**	**12.9**	**1.11**	-

资料来源：镇江城建

该公司公共住房开发主要由本部和镇江市公共住房投资建设有限公司负责，自 2006 年开始承担镇江市保障性住房建设，包括拆迁安置房、公租房以及经济适用房等，其中保障性住房、拆迁安置房为直接销售（毛利率约 10%），而公租房完工后将移交给政府（毛利率在 3%以内）。公司承担了镇江市区 50%以上的保障房建设任务，前期投入了较大的房屋建设资金，成本计入“存货”科目。此外，公司拟建保障房项目 3 个，计划总投资 31.86 亿元，均计划于 2020 年内开工。

图表 7. 截至 2020 年 3 月末公司主要拟建保障房情况（单位：亿元、万平方米）

拟建项目	计划总投资	建筑面积	拟开工时间
清河湾二期项目	6.60	10.44	2020 年
金山水城五期项目	15.46	27.44	2020 年
金山水城五期项目	9.80	9.95	2020 年
合计	**31.86**	**47.83**	-

资料来源：镇江城建

在保障房的销售模式方面，一般为项目竣工后，由拆迁项目的主体（主要为拆迁事务所）支付安置房购房预付款，直接用于安置拆迁户，房屋验收合格具备产权登记条件后为安置居民办理产权过户手续，该公司预收房款结转为房屋销售收入。2019 年房屋销售以保障房销售为主，受当年度保障房安置需求有所减少的影响，年度房屋销售同比减少 55.84%至 6.81 亿元。

（2）水务业务

该公司自来水销售业务主要由全资子公司镇江市自来水公司（简称“自来水公司”）运营，2020 年 1 月新增大港水厂，增加日制水能力 20 万立方米和平均日供水量 6.30 万立方米。截至 2020 年 3 月末，自来水公司拥有金山水

厂、金西水厂和大港水厂 3 座地面水厂，14 座增压站，供水管网总长约 1150 公里，日供水能力 70 万立方米，供水人口约 150 万人，供水区域为镇江京口、润州、新区、丹徒四大区域。不考虑区域内少量企业自备水厂，自来水公司供水量占镇江市城区供水量的近 100%，在区域内居自然垄断经营地位。近年来公司供水价格基本无变化，自来水业务营业收入主要取决于供水量。2019 年及 2020 年第一季度，自来水公司完成自来水销售 12890 万立方米和 2809.8 万立方米。

图表 8. 2017 年以来公司自来水销售业务运营情况表

项目		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
自来水供应量（万立方米）		14699	14330	14303	3130.9
自来水销售量（万立方米）		12719	12797	12890	2809.8
管网长度（公里）		1903	1980	1120[1]	1150
销售价格（元/吨）	居民生活	1.51	1.51	1.51	1.51
	工商服务	1.87	1.87	1.87	1.87
	建筑用水	2.16	2.16	2.16	2.16
	特种用水	2.71	2.71	2.71	2.71

资料来源：镇江城建

该公司污水处理业务由镇江市水业总公司（简称“水业总公司”）经营，处于区域内的垄断地位，现下辖润州、丹徒、丁卯、谏壁、大港（两个污水处理厂）、高资、宝堰及东污 9 个污水处理厂。截至 2020 年 3 月末，水业总公司污水处理规模达 36.5 万吨/日，污水输送主管道 1100 公里、污水泵站 74 座，日提升总量为 41 万吨/日，污水排放标准为国内一级 A。镇江市污水处理费标准于 2009 年由 1.10 元/立方米调整至居民 1.30 元/立方米、工业 1.50 元/立方米，之后未有变动。2019 年及 2020 年第一季度，水业总公司完成污水处理量分别为 10193.85 万吨和 2514.25 万吨。此外，2019 年公司获得 882 万元污水处理专项补贴（不含海绵城市补贴）。

（3）化工产品

为拓展经营性业务，该公司收购镇江市国资委名下江苏索普（集团）有限公司（简称“索普集团”）100%股权，于 2019 年 3 月完成股权转入，并购款项 46.47 亿元；同时向索普集团增资 32 亿元（分别增加索普集团注册资本金和资本公积 18.63 亿元和 13.37 亿元）。截至 2020 年 4 月末，公司将索普集团纳入合并范围[2]，并间接持有当地上市企业江苏索普化工股份有限公司（简称“江苏索普”，股票代码 600746.SH）82.71%股权。

索普集团为国内醋酸行业龙头企业，其中，醋酸乙酯和 ADC 发泡剂生产

[1] 由于统计管道口径有变化，不再包含原来 DN100 以下口径的管道，所以管道统计数值比去年下降。

[2] 公司于 2019 年 10 月 31 日开始实际控制索普集团，公司 2019 年审计报告并入索普集团 2019 年 11-12 月的营业收入和成本。

规模位居国内同行业前列，冰醋酸规模国内第一、世界第三。目前索普集团拥有 120 万吨醋酸、54 万吨甲醇、30 万吨醋酸乙酯、110 万吨硫酸、4 万吨 ADC 发泡剂等产品的年生产能力，同时自备热电厂、水厂，以及具备 3000 吨级涉外资质的长江泊位码头和具有危化品运输资质的铁路专用线。2019 年，索普集团醋酸和醋酸乙酯的产量分别为 105.67 万吨和 20.48 万吨，销量分别为 91.97 万吨和 20.45 万吨；受 2019 年醋酸行业低迷，销售价格大幅下滑的影响，2019 年度索普集团营业收入同比下滑 28.83%至 43.97 亿元，其中醋酸、醋酸乙酯 ADC 发泡剂分别实现收入 23.79 亿元、9.95 亿元和 2.61 亿元，占比分别为 54.13%、22.62%和 5.93%。2019 年，索普集团实现营业毛利率 20.81%，较上年降低 17.45 个百分点，主要系化工产品产量持续增长，而下游受环保、安监及出口收缩影响，需求缩减，行业供需失衡压力较大所致。由于索普集团并表时间较短，该公司 2019 年仅体现其 11-12 月的营业收入和成本，当期索普集团实现营业收入 6.41 亿元、营业成本 5.45 亿元，毛利率为 13.12%。

经过多年经营运作，索普集团已建立起成熟的供销渠道，与上下游客户保持长期稳定的合作关系。销售方面，醋酸销售采用直售和贸易商经销相结合的方式，其中直售占比约为 55%；醋酸乙酯内销以直销为主，外销为指定代理商销售。从销售区域上看，公司醋酸和醋酸乙酯约 70%销往上海和江苏等华东地区，下游客户主要是化工产品代理销售商。采购方面，醋酸的原材料主要为一氧化碳、甲醇；甲醇主要原料为合成有效气，合成有效气的主要原材料为化工煤和氧气；醋酸乙酯的原材料主要为乙醇，原料供应商主要是能源及电力公司等。

2020 年以来，索普集团进行内部资产重组，将本部重要的醋酸乙酯的生产以及销售转移至上市子公司江苏索普[3]。目前，江苏索普已获得主要生产性资产，其业务规模及资本实力均有得到扩充，未来不排除通过资本运作进一步提升体量。从合并角度看，该项内部调整对本公司资产规模及化工板块业务未有重大影响，但需关注上市主体后续资本运作的情况。

索普集团并表时日尚短，管控能力有待加强。此外，考虑到化工行业环保压力加剧以及醋酸行业景气度下行，索普集团经营持续承压，需关注未来公司对其管控以及化工业务运作情况。

（4）其他

该公司物流贸易业务集中于镇江海纳川物流产业发展有限责任公司（简称“海纳川公司”）及江苏和通进出口有限公司（简称“和通进出口”），包括化学品、危化品、煤炭及其他散货的仓储和运输，主要作业品种有甲醇、乙醇、醋酸、醋酸乙酯、醋酸丁酯等 15 余种。2019 年及 2020 年第一季度，海纳川

[3] 2020 年 4 月江苏索普以定向索普集团发行 691925810 股份（37.16 亿元）及支付现金 1.50 亿元购买其下辖醋酸及其衍生品业务相关经营性资产和负债，采用支付 1.86 亿元现金方式购买索普集团子公司镇江索普化工新发展有限公司持有的经营性资产和负债。2019 年，江苏索普营业收入为 5.91 亿元，占索普集团营业收入的比重为 13.44%，随着生产线的转移，后续江苏索普营收占比将有望提升。

公司营业收入分别为 27.41 亿元和 5.44 亿元，毛利率分别为 2.18%和 2.68%；同期，和通进出口营业收入分别为 15.29 亿元和 0.70 亿元，毛利率分别为 0.43%和 0.65%，上述子公司收入包含部分并表内关联交易收入。公司物流贸易业务规模大，但由于市场竞争激烈，毛利率在 3%以内。随着物流贸易的持续发展，该板块营业收入仍将维持在较大规模，但难以有效提升整体经营效益。

该公司依托项目建设经验优势，开展商品房开发业务，主要在开发项目包括“财富广场”、“如意江南皇华庭”、“新城尚府”和“朱方大厦”等，目前均已完工，至 2020 年 3 月末累计投资 16.88 亿元。上述项目均已处于尾盘销售阶段，可售面积合计 29.13 万平方米，完成合同销售 25.62 万平方米。

1998 年该公司受镇江市委、市政府委托对西津渡历史文化街区实施保护更新，公司将该部分业务交由子公司镇江市西津渡文化旅游有限责任公司（简称“西津渡公司”）经营。西津渡历史文化街区在 2011 年被评为国家 4A 级旅游景区，近年来游客数量逐年增长，2019 年西津渡景区当年接待游客数量突破 380 万人次，实现运营收入 3500 万元。目前西津渡街区相关景观及配套工程建设基本完成，未来将通过街区招商引资、政府补贴和景点门票来收回投资。

随着承担的城市建设项目增多，该公司对商品混凝土、商品砂浆等建材产品的需求量持续增加。由子公司镇江城科新型建材有限公司（简称“城科建材”）负责，先后为体育会展中心、高铁、行政商务中心、城市干道工程以及安置小区等多个市重点工程建设项目提供商品混凝土。2019 年和 2020 年第一季度城科建材销售收入分别为 1.61 亿元和 0.17 亿元，主要供应美的城、鸿润家园、景天花园等项目，城科建材收入包含部分并表内关联交易收入。

管理

该公司产权状况保持稳定，内控制度和管理水平未有重大变化。

2019 年 10 月，镇江市国资委以货币资金 31 亿元追加该公司注册资本金，跟踪期内，公司仍为镇江市国资委直属企业。同期，公司治理结构及管理水平等方面无显著变化。

根据该公司提供的 2020 年 4 月 22 日企业信用报告，公司本部未结清信贷中不存在不良信贷情况，已结清信贷中存在 23 笔关注类贷款和 15 笔垫款，此外不存在其他不良信贷情况。根据中国邮政储蓄银行股份有限公司提供的说明，公司贷款为关注类贷款主要系邮储银行对城投公司贷款基于谨慎性原则，贷款分类时将该笔贷款调整为关注类贷款进行管理，目前该项目贷款还本付息正常。根据中国光大银行股份有限公司镇江分行提供的情况说明，公司垫款系因系统未自动解付至银票还款账款等原因形成的银票垫款，非公司主观原因垫款，对公司经营和融资未产生重要影响；根据江苏银行镇江分行提供的说明，

公司在此行开具的银行承兑汇票，在此行系统为正常一档且已结清，无逾期欠息情况；其余垫款，根据公司提供的说明，均是公司办理电子银行承兑汇票时担保方式为保证金质押或者存单质押，票据到期时银行系统未自动解付至银票还款帐户，导致银票的垫款，非公司原因发生垫款，并无实质性风险。

根据 2020 年 6 月 9 日的国家企业信用信息系统、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，该公司本部存在 5 起行政处罚事件[4]，此外不存在其他异常情况。

财务

跟踪期内，该公司发行大规模的短期性债务工具，整体债务规模迅速攀升，同时期限结构偏向于短期，集中偿债负担加重。由于土地评估增值以及索普集团并入，公司资产规模也呈现较大增幅，但资产仍以项目建设投入、项目回购款和已抵押土地为主，变现能力较弱。公司主业毛利有限，主要依赖政府补助实现盈利。考虑到公司是镇江市主要的投融资主体之一，近年来公司持续获得财政补贴、项目建设拨款和资金注入，能够得到一定偿债支持。

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 2019 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及其补充规定。

2019 年，该公司新设立 6 家子公司、划入镇江京口饭店 1 家子公司、因并购索普集团合并 12 家子公司，划出 1 家子公司、清算注销 1 家子公司。2020 年以来合并范围无变动，截至 3 月末，公司合并范围共 70 家子公司，其中一级子公司 14 家。

截至 2019 年末，索普集团合并口径资产总额为 61.66 亿元，所有者权益为 37.73 亿元（其中归属于母公司股东权益合计为 34.47 亿元）；2019 年实现营业收入 43.97 亿元，净利润 0.44 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 5.14 亿元。索普集团的并入在一定程度上壮大公司资产规模，同时对未来整体营收将有较大贡献。

[4] 根据镇住建罚字[2017]第 28 号，2016 年 8 月开工的赛珍珠文化公园项目建安及配套工程，存在未取得施工许可证，擅自施工，2017 年 10 月由镇江市住房和城乡建设局给予 19.04 万元的行政处罚；根据镇国土资监润处[2018]005 号，镇江城建存在因未经申请使用国有土地的情况，2018 年 7 月由镇江市国土资源局给予罚款 4331 元的行政处罚；根据镇城执罚字[2018]第 210019 号，镇江城建部分工程建设因未能提供《建设工程规划许可证》，2018 年 7 月镇江市城市管理行政执法局给予罚款 19.79 万元的行政处罚；根据镇地税三简罚[2017] 517 号、地税三简罚[2017] 406 号，因镇江城建未按期申报缴纳土地增值税，镇江市地方税务局第三税务局给予罚款共 800 元的行政处罚。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

跟踪期内，该公司以购买股权的方式并购索普集团，加之公司项目建设的推进，负债规模扩张较快，2019 年末负债规模较上年末增长 21.27%至 1165.75 亿元，但与此同时，当年所有者权益在土地评估溢价带动下亦有实现 21.97%的较高增幅，期末财务杠杆基本持平，较上年末微降 0.14 个百分点至 64.77%，但仍处于较高水平。

从债务构成看，该公司负债主要由刚性债务、预收账款和其他应付款构成，分别占 2019 年末负债总额的 82.77%、3.27%和 7.50%。2019 年末刚性债务余额为 964.87 亿元，由于 2019 年以来公司持续发行大量短期融资券、非公开发行的短期公司债券以及前期借款的逐步到期，致使期末短期债务占总刚性债务的比重较上年末提升 11.84 个百分点至 2019 年末的 53.86%，即期偿债压力继续加重；预收账款主要房屋销售预收款，规模较为稳定，年末预收账款为 38.08 亿元；其他应付款主要为公司与本地区其他企业之间及财税等政府职能部门间临时性的往来款项，2019 年末较上年末增长 89.84%至 87.45 亿元，主要是应付镇江市国资委应付股权转让款和往来款 27.48 亿元增加所致，此外，还包括应付镇江国控、财政局和镇江金港产业投资发展有限公司往来款 12.42 亿元、7.17 亿元和 2.64 亿元。2019 年公司将自有房地产转为投资性房地产，因房地产评估价值增值产生 37.66 亿元的递延所得税负债，期末递延所得税负债为 39.39 亿元。应付股利系索普集团尚未支付的市国资委股利 2.21 亿元。

2020 年 3 月末，该公司负债规模为 1170.00 亿元，较上年末基本持平，其中，其他应付款减少 19.31%至 70.56 亿元，其余科目变动不大。

该公司偿债压力主要来源于由金融机构借款、应付债券、融资租赁、应付票据和应付利息组成的刚性债务，2019 年末分别占刚性债务的比重为 64.47%、21.69%、2.97%、10.01%和 0.86%。同期末，公司金融机构借款余额为 622.06 亿元，其中银行借款利率主要集中在 4%-6%区间，信托及资管等借款利率集中在 7%-12%区间；借款方式以保证借款和抵押借款为主，2019 年末保证借款和抵押借款分别占金融机构借款的比重为 46.53%和 21.84%，担保方主要为本部及其他镇江市属国有企业，抵押物以土地使用权、房产所有权为主。随着公司融资租赁到期偿还，2019 年末余额为 28.63 亿元，利率集中在 5%-11%，期限多为 4-5 年，主要是公司本部、西津渡公司和索普集团的融资租赁款。

图表 9. 公司 2019 年末金融机构借款情况（单位：亿元）

借款类别	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
信用借款	2.33	32.50	8.24	43.07
保证借款	33.69	82.00	173.76	289.46
抵押借款	8.45	32.52	94.87	135.83

借款类别	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
质押借款	27.89	10.09	29.23	67.22
商业承兑贴现	0.20	-	-	0.20
抵押、保证借款	-	23.81	44.95	68.76
质押、保证借款	-	5.52	4.02	9.53
抵押、质押和保证借款	-	1.30	6.70	8.00
合计	**72.56**	**187.74**	**361.76**	**622.06**

资料来源：镇江城建

除间接融资外，该公司还通过债券市场筹措大量资金。2019 年末公司有息债券合计 209.29 亿元，包括短期应付债券 117.00 亿元、一年内到期的应付债券 26.29 亿元、一年期以上的应付债券 66.00 亿元。考虑到资金成本，2020 年以来公司以发行短期债务融资工具为主，近年来，公司的债券融资规模显著扩大，已成为资金筹集的重要来源，截至 2020 年 5 月 28 日，公司已发行待偿还债券本金余额共计 284.49 亿元，目前公司对已发行债券均能够按时还本付息，未有延迟支付本息情况。

从承债主体来看，该公司刚性债务分布于本部，2019 年末本部刚性债务占合并口径刚性债务的 63.10%。根据 2019 年末公司有息债务余额 859.98 亿元测算，公司于 2020-2022 年分别需偿还 415.39 亿元、188.98 亿元和 75.18 亿元，即期偿债压力较重。

作为镇江市重要的国有独资企业，该公司为镇江市国有企业及市属其他企业提供担保。截至 2020 年 3 月末，公司合并口径对外担保余额为 232.79 亿元，占净资产的比重为 36.36%，主要为公司本部对外担保。公司主要对象有镇江文旅、镇江交通、江苏瀚瑞投资控股有限公司（简称“瀚瑞控股”）等单位，与其中大部分单位形成大量互保。公司本部对外担保均为连带责任保证担保，且均未设置反担保措施。总体来看，公司对外担保余额较大，且主要被担保对象债务负担较重，面临一定的代偿风险。

图表 10. 公司 2020 年 3 月末合并口径对外担保情况（单位：万元）

序号	担保方	被担保单位	担保余额
1	公司本部、索普集团	江苏恒顺集团有限公司	54000.00
2	公司本部	镇江大路通用机场建设有限公司	17000.00
3	公司本部	镇江新区城市建设投资有限公司	97735.00
4	公司本部	江苏瀚瑞投资控股有限公司	361300.00
5	公司本部	镇江交通产业集团有限公司	691460.00
6	公司本部	镇江文化旅游产业集团有限责任公司	290240.00
7	公司本部	镇江市风景旅游发展有限责任公司	51500.00
8	公司本部	镇江市绿城园林建设有限公司	10000.00
9	公司本部	镇江市水务投资有限公司	11900.00

序号	担保方	被担保单位	担保余额
10	公司本部	镇江金山焦山北固山旅游发展股份有限公司	47994.77
11	公司本部、索普集团	镇江国有投资控股集团有限公司	130000.00
12	公司本部	镇江文化广电产业集团有限公司	34407.16
13	公司本部	镇江市广播电视台	20000.00
14	公司本部	江苏文广朱雀进出口贸易有限公司	4000.00
15	公司本部	江苏北固产业投资有限公司	112000.00
16	公司本部、索普集团	镇江金港产业投资发展有限公司	96627.05
17	公司本部	江苏恒神股份有限公司	53125.00
18	公司本部	镇江市汽车产业投资有限公司	27900.00
19	公司本部	镇江东投建设发展有限公司	15407.16
20	公司本部	镇江铁路投资发展有限公司	21500.00
21	公司本部	江苏瀚通物贸有限公司	9500.00
22	公司本部	江苏镇江路桥工程有限公司	8000.00
23	公司本部	镇江城际资产管理有限公司	6500.00
24	公司本部	江苏瀚瑞金港融资租赁有限公司	20000.00
25	公司本部	镇江市高校投资建设发展（集团）有限公司	96645.00
26	公司本部	镇江红星置业有限公司	18650.00
27	索普集团	江苏东普新材料科技有限公司	19720.00
28	索普集团	镇江市华达物资总公司	800.00
—	**合计**	—	**2327911.13**

资料来源：镇江城建

（2）现金流分析

该公司经营活动现金流主要核算公司水务、自营工程建设、安置房和商品房建设、商贸业务以及往来款等的现金流入与支出。2019 年公司营业收入现金回笼率较好，且当期收到较多的市国资委往来款，经营性现金仍表现为净流入，净流入规模为 12.56 亿元。

该公司投资性现金流主要反映承担的城建项目、市政基础设施投资项目相关的现金流。2019 年公司收到 39.22 亿元的项目建设款，但当年因支付索普集团并购款以及增资款，当期投资性现金流表现为大额净流出，净流出规模达 18.99 亿元。

为弥补经营活动和投资活动的资金缺口，该公司主要通过金融机构借款、发行债券等方式进行融资，2019 年公司加大融资力度，且当年收到股东注资 31 亿元，当期筹资性现金净流入 23.01 亿元。但由于公司债务负担沉重，每年公司仍有大规模利息支付，未来对外融资压力仍很大。

2020 年第一季度，该公司增加的化工产品板块带动经营活动产生的现金

流增加，当期营业现金回笼率较好，为 125.83%，且当期收到较多的往来款，经营性现金净流入 7.91 亿元；当期收到部分项目建设款用于补充项目建设支出，投资性现金净流入 7.59 亿元；2020 年以来，受债市行情向好，为降低融资成本及调整债务结构，第一季度公司加大发行债券的融资力度，同时银行融资也保持很大力度，当期筹资性现金净流入 53.62 亿元。

（3）资产质量分析

跟踪期内，该公司净资产有所增加，2019 年末所有者权益为 633.95 亿元，当年镇江市国资委以货币资金追增公司注册资本 31 亿元，期末实收资本增至 41.00 亿元；当年度政府划入价值 244.09 万元的自来水公司宝塔路 167 号房产，当年度因部分土地等资产上市交易转出其价值 4.40 亿元的资本公积，因并购索普集团和市国资划入所有者权益为负的镇江京口饭店全部股权，减少资本公积 31.73 亿元，期末资本公积较上年末减少 8.73%至 399.36 亿元。其他综合收益主要系 2019 年公司将自用房地产转为投资性房地产、会计政策调整为公允价值计价而增加，期末其他综合收益为 113.67 亿元[5]。2019 年末净资产构成中，资本公积、未分配利润和其他综合收益合计占比 91.75%。2020 年 2 月，市国资委以实物追加公司子公司镇江长山环境有限公司注册资本金 5.21 亿元，少数股东权益增长 97.94%至 10.63 亿元，3 月末公司所有者权益较上年末增长 0.18%至 640.32 亿元。

近年来，该公司资产总额呈现递增趋势，2019 年公司部分原待开发土地使用权转为公允价值评估增值，加之当年以醋酸生产线设备等非流动资产为主的索普集团并表，致使期末资产规模较上年末增长 21.51%至 1799.71 亿元，且非流动资产比重增至 40.18%。

该公司流动资产分布在货币资金、应收账款、其他应收款和存货，2019 年末分别占资产总额的 10.63%、3.10%、24.08%和 20.55%。公司应收账款主要系城建施工业务板块所产生的城建施工以及自来水供应、污水处理业务的应收款项，随着款项逐步收回，2019 年末应收账款较上年末减少 3.06%至 55.77 亿元。其他应收款主要系城市建设重点项目的资金投入、委托拆迁款及资本化利息等，变现取决于工程建设和政府款项支付进度，2019 年末为 433.41 亿元，较上年末减少 0.99%，主要系应收财政局款项减少所致。存货主要系开发用地土地使用权、部分房地产开发支出及土地整理成本，2019 年末余额为 369.79 亿元，较上年末减少 45.05%，主要是公司将持有的大部分土地使用权的意图由原待开发转为持有并准备增值后转让，故将原在存货中核算的待开发土地使用权账面价值 338.27 亿元按公允价值计量重分类至投资性房地产，存货中大部分土地使用权已抵押给金融机构用于融资。2019 年末，公司扣除受限货币

[5] 公司以 2019 年 12 月 31 日为投资性房地产评估价值基准日，将持有土地使用权的意图由原待开发转为持有并准备增值后转让，故将原在存货中核算的待开发土地使用权账面价值 338.27 亿元重分类至投资性房地产，并按公允价值计量，公允价值 488.68 亿元高于账面价值的部分 150.41 亿元（税前，税后为 112.81 亿元）计入其他综合收益。

资金后的可动用货币资金为 56.49 亿元，受限资金占当期末货币资金余额的70.47%，受限程度很高。

该公司非流动资产以投资性房地产、固定资产、在建工程和其他非流动资产为主。公司投资性房地产较上年末增加 489.15 亿元，主要系土地使用权由存货重调整至投资性房地产及公允价值评估溢价所致。目前，公司账面上自有土地也较多，截至 2019 年末，公司共拥有土地面积约 853.87 万平方米，账面价值 590.60 亿元（其中，101.92 亿元土地计入存货；338.27 亿元的土地由存货因公允价值评估计量而计入投资性房地产，同年还评估增值 150.41 亿元），以住宅、商业性质用地为主，均是通过出让方式取得，并已全额缴纳出让金，其中账面价值合计 232.90 亿元土地用于抵押借款，占公司账面土地的 39.43%。此。在建工程主要系西津渡历史街区保护工程以及污水处理工程等，2019 年末为 63.02 亿元，较上年末增长 28.53%，主要是并入索普集团在建化工产品生产线所致。其他非流动资产主要系镇江市国资委注入的主城区内已建成的部分道路及车站广场等，近年来规模随着投资信托及资管产品的增加而增长，2019 年末为 61.80 亿元，其中主城区道路广场以及公司进行信托及资管产品融资产生的劣后级资金投付，分别为 42.72 亿元和 16.34 亿元。此外，因并表索普集团致使期末固定资产和商誉规模分别较上年末分别大幅增加至 56.25 亿元和 6.03 亿元。

2020 年以来，该公司资产规模略有增长，3 月末资产合计 1810.33 亿元，其中，其他应收款较上年末减少 3.13%至 419.85 亿元，其他科目变动不大。

（4）流动性/短期因素

该公司账面流动性指标处于良好水平，2019 年末和 2020 年 3 月末流动比率分别为 162.82%和 173.52%；但流动资产主要沉淀在难以变现的项目回购款和土地，资产质量和流动性较差，难以对巨额负债形成有力保障。2019 年末，公司账面可动用货币资金存量为 56.49 亿元，对短期负债覆盖程度仍不足，日常资金周转对于债务融资依赖较大。

截至 2019 年末，该公司受限资产合计 602.66 亿元，占总资产的比重为 33.49%，占净资产比重为 95.06%，受限资产规模较大。所有权/使用权受到限制的资产主要包括：货币资金中因银票、借款、保证函等形成的保证金受限 134.79 亿元，存货和投资性房地产中用于抵押融资的土地使用权，其他应收款中主要是因为中期票据及信托产品的质押，此外还有少量房产及股权用于融资抵押或质押等。

图表 11. 截至 2019 年末公司受限资产情况

名称	受限金额（亿元）	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
货币资金	134.79	70.47	保证金
交易性金融资产	0.24	30.36	质押

名称	受限金额（亿元）	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
应收票据	0.08	10.51	质押
应收账款	22.96	41.17	质押
其他应收款	21.61	4.99	质押
存货	93.00	25.15	抵押
无形资产	0.08	0.71	抵押
长期股权投资	2.49	46.86	质押
投资性房地产	305.25	61.78	抵押、抵押融资
固定资产	10.06	17.88	抵押
其他非流动资产	12.10	19.58	售后回租融资
合计	**602.66**	—	—

资料来源：镇江城建

3. 公司盈利能力

2019 年，该公司营业毛利 5.00 亿元，同比增长 62.28%，主要是污水处理自 2019 年起正常计提折旧及新增化工产品板块所致。从构成上看，主要由自来水销售、化工产品、物流贸易及城建施工构成，分别占营业毛利的比重为 23.74%、15.54%、13.02%和 12.55%。2019 年公司期间费用为 6.44 亿元，主要系工资酬劳支出，期间费率为 9.11%，同比增加 1.17 个百分点；由于公司利息支出仍主要资本化处理（2019 年资本化利息支出为 53.21 亿元），财务费用规模相对较小，规模为 0.64 亿元。公司主业盈利能力较弱，政府补贴对利润贡献较大，当年公司收到政府补助 8.84 亿元（全部计入其他收益），实现净利润 7.27 亿元。当期实现总资产报酬率和净资产收益率分别为 0.48%和 1.26%，资产获利能力较低。

2020 年第一季度，该公司实现营业毛利 2.03 亿元，同比增长 42.96%，主要来源于化工产品毛利，当期化工产品实现毛利 1.25 亿元，占综合毛利的比重为 61.82%。同期，期间费用为 2.00 亿元，公司盈利仍主要依赖于政府补贴收入，2020 年第一季度公司获得财政补贴为 1.02 亿元，当期实现净利润 1.15 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司主要负责镇江市市政基础设施建设，并参与镇江市新老城区的综合开发以及棚户区改造、保障房建设等，在镇江市城市基础设施建设领域的主导地位；跟踪期内，随着并购索普集团事项完成，公司新增化工业务板块规模将迅速增大，公司作为镇江市部分公用事业的经营主体，经营的自来水及污水处

理等业务具有区域专营优势。

2. 外部支持因素

作为镇江市城市基础设施建设的主要投融资主体，该公司长期以来得到上级单位的大力支持，2019 年公司获得政府补贴 8.84 亿元。公司与多家银行保持了良好合作，截至 2020 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 813.51 亿元，未使用额度为 259.03 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 外部担保

A. “10 镇城投”

“10 镇城投”由瀚瑞控股提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

瀚瑞控股为镇江市重要的基础设施建设及投融资主体，主要担负着镇江新区内基础设施和安置房建设职能，并承担新区内生态环境修复、改善投资环境、提升新区社会公共服务功能等任务。瀚瑞控股拥有多家全资或控股子公司，包括江苏大港股份有限公司（简称“大港股份”，SZ.002077）等主要经营主体。截至 2019 年末，瀚瑞控股经审计的合并口径资产总额为 1504.99 亿元，所有者权益为 561.46 亿元；2019 年度实现营业总收入 5.84 亿元，实现净利润 1.89 亿元。

瀚瑞控股主要承担新区内基础设施建设及保障性住房的投融资职能，随着新区基础设施不断完善，瀚瑞控股公益性基建业务投资规模较前期有所下降，但大量资金未有回笼，未来将加大市场化业务力度；同时瀚瑞控股不断拓展商贸和类金融业务，此两项业务规模快速增大，但也带来了较高的运营风险和风控压力；瀚瑞控股近年来依据市场需求对外出售房产，并向镇江经济技术开发区土地储备中心大规模转让以前年度政府注入土地获得投资性房地产收入，投资性房地产收入成为瀚瑞控股营业收入主要来源，但收入稳定性较弱。此外上市子公司大港股份逐步退出房地产行业，业务将集中于集成电路相关产业，同时为了降低退市风险，拟通过债权置换瀚瑞金控租赁和瀚瑞金港租赁 30%股权，以提升经营业绩，需持续关注其业务经营及盈利情况。

瀚瑞控股主要通过举债推进项目建设，已积聚了较大规模的刚性债务，债务负担沉重。依托大额的权益资本，瀚瑞控股负债经营程度维持在一定水平。瀚瑞控股资产质量不佳，大量流动资产沉淀于新区管委会及下属国企占款，可动用货币资金相对于短期刚性债务明显不足，流动性风险较大。瀚瑞控股主业盈利仍偏弱，整体盈利对政府补贴依赖度高。此外，瀚瑞控股对外担保规模较大，或有风险偏高。

B. “13 镇投 01”及“13 镇城投 02”

“13 镇投 01”及“13 镇城投 02”由中合中小企业融资担保股份有限公司（简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中合担保成立于 2012 年 7 月，原名为中合中小企业担保股份有限公司，初始注册资本为人民币 51.26 亿元，由中国进出口银行（简称“进出口银行”）、JP Morgan China Investment Company Limited（简称“摩根大通”）、海航资本集团有限公司（简称“海航资本”）、宝钢集团有限公司（现用名为中国宝武钢铁集团有限公司（简称“中国宝武”）[6]、海宁宏达股权投资管理有限公司（简称“海宁宏达”）、西门子（中国）有限公司（简称“西门子”）和内蒙古鑫泰投资有限公司（简称“内蒙古鑫泰”）共同出资组建，股东均以货币资金出资。2012 年 10 月，中合担保更名为现名。

2015 年 10 月 16 日，中合担保获股东大会批准增资扩股事宜，共计募集人民币 23.58 亿元。海宁宏达、内蒙古鑫泰和天津天海投资发展股份有限公司（现用名为海航科技股份有限公司（简称“海航科技”）[7]分别认购 0.80 亿股、0.60 亿股和 19.10 亿股。截至 2019 年末，中合担保注册资本为 71.76 亿元，其中海航资本及其关联方海航科技合计持股比例为 43.34%，为中合担保第一大股东，但中合担保无实际控制人。中合担保股权结构如图表 12 所示：

图表 12. 截至 2019 年末中合担保股权结构

序号	股东名称	股份数额（万股）	持股比例（%）
1	海航科技股份有限公司	191040	26.62
2	JP Morgan China Investment Company Limited	127600	17.78
3	海航资本集团有限公司	120000	16.72
4	中国宝武钢铁集团有限公司	105000	14.63
5	海宁宏达股权投资管理有限公司	68000	9.47
6	中国进出口银行	50000	6.97
7	西门子（中国）有限公司	35000	4.88
8	内蒙古鑫泰投资有限公司	21000	2.93
合计：		**717640**	**100.00**

注：根据中合担保提供资料整理

中合担保是一家中外合资跨区域经营的融资担保机构，是根据国务院“加快推进利用外资设立中小企业担保公司”要求（国发[2010]9 号），由国家发改委牵头设立的试点项目。中合担保的经营范围包括：贷款担保；债券发行担保；票据承兑担保；贸易融资担保；项目融资担保；信用证担保；诉讼保全担保；投标担保，预付款担保，工程履约担保，尾付款如约偿付担保及其他合同

[6] 2016 年 9 月 22 日，根据国务院国有资产监督管理委员会《关于宝钢集团有限公司与武汉钢铁（集团）公司重组的通知》，宝钢集团有限公司与武汉钢铁（集团）有限公司实施资产重组，宝钢集团有限公司更名为中国宝武钢铁集团有限公司，该事项已于 2016 年 11 月 17 日完成工商登记。

[7] 2018 年 4 月 19 日，天津天海投资发展股份有限公司名称变更为海航科技股份有限公司，海航科技为海航资本关联企业。

履约担保；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问及其他中介服务；以自有资金进行投资；为其他融资性担保公司的担保责任提供再担保；以及符合法律、法规并由有关监管机构批准的其他融资性担保和其他业务。

截至 2019 年末，中合担保经审计的合并口径资产总额为 101.94 元，期末在保余额 837.04 亿元，融资担保责任余额为 681.45 亿元，融资担保责任余额的净资产放大倍数为 8.28 倍，净资产为 80.79 亿元；2019 年度中合担保实现营业收入 10.22 亿元[8]，其中担保业务净收入 7.58 亿元，已赚保费 7.40 亿元，投资收益 3.63 亿元，实现净利润 0.29 亿元。

中合担保是国家发展和改革委员会为落实《国务院关于进一步做好利用外资工作的若干意见》（国发【2010】9 号）关于“加快推进利用外资设立中小企业担保公司试点工作”的要求，由国家发改委推动，中国进出口银行、摩根大通等 7 家中外股东共同出资设立，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。2016 年增资事项完成后，中合担保注册资本增至 71.76 亿元，是国内注册资本最大的担保机构之一，具有良好的背景和雄厚的资本实力。

值得关注的是，2017 年以来，我国《融资担保公司监督管理条例》及其配套政策出台，在规范融资担保业务经营方面均做了细化要求。在强调协调避免监管套利的思路下，对信用增进行业相关监管制度的规范建立具有指导意义，中合担保增信业务结构或将受到影响。此外，在我国债券市场信用风险的逐步释放，信用违约事件频发的背景下，中合担保面临的市场风险、投资风险和流动性风险有所加大，未来对中合担保的信用风险识别能力及投资判断能力均提出更高要求。

整体来看，中合担保提供的担保进一步增强了“13 镇投 01”及“13 镇城投 02”的安全性。

跟踪评级结论

跟踪期内，镇江市继续推动新兴产业发展，新动能拉动持续增强，2019 年经济增速有所回升，但受外部环境以及自身结构性矛盾影响，工业经济存在下行压力，整体经济体量在江苏省排名仍相对靠后；且 2020 年初疫情短期内将对经济活动造成一定压力。

跟踪期内，该公司仍是镇江市城市基础设施建设主要投融资主体，承接了基建、安置房建设等任务，2019 年以来结算规模有限，但前期垫资规模很大；同时公司经营的自来水及污水处理等公用事业维持较为稳定态势。随着并购索普集团事项完成，公司新增化工业务板块拓展了公司业务范围，但也将加重公

[8] 中合担保营业收入包括已赚保费、投资收益、公允价值变动损益、汇兑损益、其他收益和其他业务收入，其中已赚保费为担保业务收入扣除分出保费和提取未到期责任准备金所得。

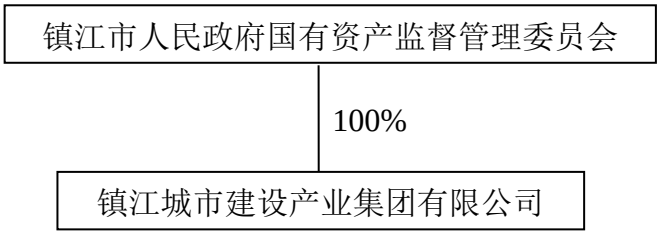
司未来经营管控及资金平衡压力。

跟踪期内，该公司发行大规模的短期性债务工具，整体债务规模迅速攀升，同时期限结构偏向于短期，集中偿债负担加重。由于土地评估增值以及索普集团并入，公司资产规模也呈现较大增幅，但资产仍以项目建设投入、项目回购款和已抵押土地为主，变现能力较弱。公司主业毛利有限，主要依赖政府补助实现盈利。考虑到公司是镇江市主要的投融资主体之一，近年来公司持续获得财政补贴、项目建设拨款和资金注入，能够得到一定偿债支持。此外，10 镇城投”由瀚瑞控股提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，“13 镇投 01”及“13 镇城投 02”由中合中小企业融资担保股份有限公司，进一步增强了“10 镇城投”、“13 镇投 01”及“13 镇城投 02”的安全性。

本评级机构仍将关注：（1）镇江市经济发展状况、当地土地及房地产市场波动风险；（2）信贷政策变化对该公司筹资能力的影响以及短期债务增长下即期偿债能力波动；（3）公司后续基础设施建设投入、资金回笼及资金平衡情况；（4）公司获得的补贴收入以及后续土地的注入情况；（5）公司其他应收款的回收情况；（6）索普集团并表后公司业务管控及化工业务后续运作情况；（7）对外担保风险；（8）担保方瀚瑞控股和中合担保的信用质量变动情况。

附录一：

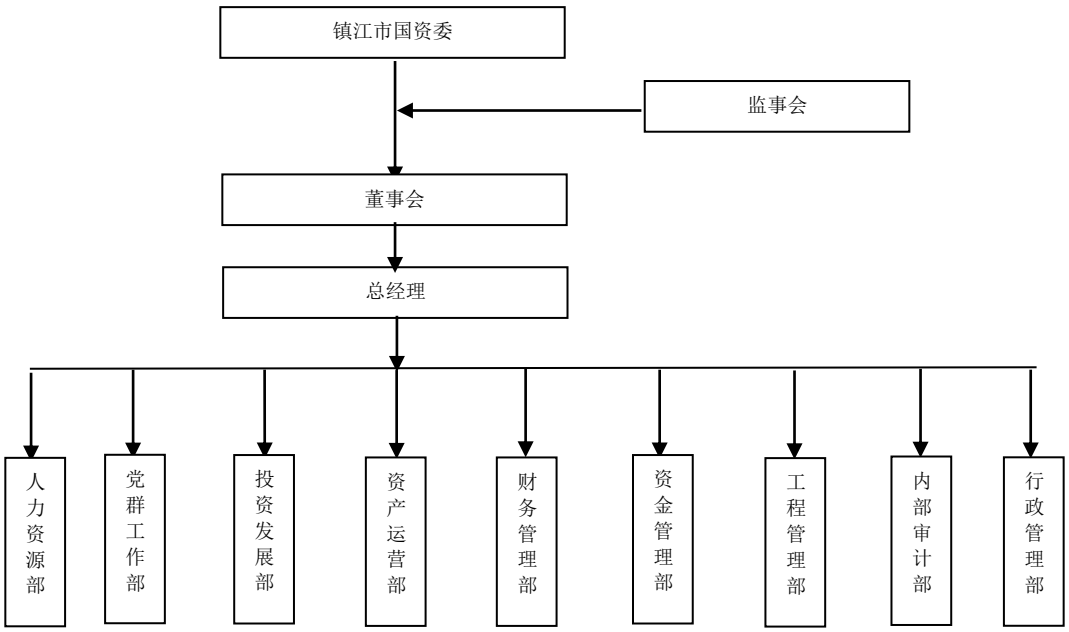
公司股权结构图



注：根据镇江城建提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据镇江城建提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录三：

发行人存续期内债券概况

序号	债项名称	发行金额（亿元）	当前票面利率（%）	起息日	到期日	待偿金额
1	20 镇江城建 SCP005	6.00	2.98	2020-06-03	2021-02-28	6.00
2	20 镇江城建 MTN003	10.00	4.38	2020-05-27	2023-05-27	10.00
3	20 镇江城建 CP004	6.00	3.00	2020-05-25	2021-05-25	6.00
4	20 镇江城建 SCP004	6.00	3.09	2020-04-29	2020-07-28	6.00
5	20 镇城 F3	6.20	5.40	2020-04-27	2023-04-27	6.20
6	20 镇江城建 SCP003	8.00	3.25	2020-04-22	2020-10-14	8.00
7	20 镇江城建 MTN002	10.00	4.90	2020-04-15	2023-04-15	10.00
8	20 镇江城建 CP003	6.00	3.45	2020-04-13	2021-04-13	6.00
9	20 镇江城建 SCP002	10.00	3.40	2020-04-03	2020-12-29	10.00
10	20 镇城 F1	10.00	5.50	2020-04-03	2023-04-03	10.00
11	20 镇江城建 MTN001	10.00	4.95	2020-04-02	2023-04-02	10.00
12	20 镇江城建 PPN001	6.00	5.00	2020-03-13	2022-03-13	6.00
13	20 镇江城建 CP002	8.00	3.50	2020-03-03	2021-03-03	8.00
14	20 镇城 D2	8.60	5.25	2020-03-04	2021-03-04	8.60
15	20 镇江城建 CP001	6.00	3.90	2020-01-20	2021-01-20	6.00
16	20 镇城 D1	5.40	6.30	2020-01-14	2021-01-14	5.40
17	19 镇城 D3	5.00	6.00	2019-12-10	2020-12-10	5.00
18	19 镇江城建 CP003	6.00	4.33	2019-12-03	2020-12-03	6.00
19	19 镇城 D2	6.00	6.05	2019-11-13	2020-11-13	6.00
20	19 镇江城建 SCP013	5.00	4.29	2019-10-24	2020-07-20	5.00
21	19 镇城 D1	10.00	5.99	2019-10-18	2020-10-18	10.00
22	19 镇江城建 SCP012	5.00	4.28	2019-10-14	2020-07-10	5.00
23	19 镇江城建 SCP010	8.00	4.60	2019-09-18	2020-06-14	8.00
24	19 镇江城建 MTN001	10.00	6.20	2019-09-04	2022-09-04	10.00
25	19 镇城 04	4.50	5.90	2019-08-09	2022-08-09	4.50
26	19 镇城 03	3.50	6.50	2019-07-24	2022-07-24	3.50
27	19 镇城 02	10.00	6.80	2019-06-14	2022-06-14	10.00
28	19 镇江城建 PPN002	8.00	5.80	2019-04-24	2021-04-24	8.00
29	19 镇城 01	15.00	5.50	2019-03-11	2022-03-11	15.00
30	19 镇江城建 PPN001	10.00	5.50	2019-03-06	2021-03-06	10.00
31	18 镇城 01	8.00	7.50	2018-12-04	2021-12-04	8.00
32	18 镇江城建 MTN002	6.00	7.00	2018-09-05	2021-09-05	6.00
33	18 镇江城建 MTN001	6.00	7.00	2018-01-12	2021-01-12	6.00

序号	债项名称	发行金额（亿元）	当前票面利率（%）	起息日	到期日	待偿金额
34	16 镇江城建 MTN002	7.50	4.23	2016-08-08	2021-08-08	7.50
35	16 镇江城建 MTN001	7.50	4.38	2016-03-09	2021-03-09	7.50
36	13 镇城投 02	10.00	8.20	2014-01-13	2021-01-13	2.00
37	13 镇城投 01	12.00	7.90	2013-12-18	2020-12-18	2.40
38	10 镇城投债	20.00	6.76	2010-12-17	2020-12-17	7.89
合计		**305.20**	-	-	-	**275.49**

资料来源：Wind（截至 2020 年 6 月 9 日）

附录四：

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]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
资产总额［亿元]	1,464.43	1,481.06	1,799.71	1,810.33
货币资金［亿元]	126.29	141.52	191.27	205.67
刚性债务[亿元]	818.19	851.50	964.87	988.23
所有者权益［亿元]	535.40	519.77	633.95	640.32
营业收入[亿元]	60.25	62.27	70.60	19.95
净利润［亿元]	7.70	7.11	7.27	1.15
EBITDA[亿元]	11.03	12.35	11.46	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.11	17.39	12.56	7.91
投资性现金净流入量[亿元]	-15.78	7.40	-18.99	7.59
资产负债率[%]	63.44	64.91	64.77	64.63
长短期债务比[%]	152.40	115.21	76.32	87.55
权益资本与刚性债务比率[%]	65.44	61.04	65.70	64.79
流动比率[%]	360.48	297.69	162.82	173.52
速动比率[%]	173.20	145.02	104.93	110.65
现金比率[%]	34.36	31.76	29.34	33.19
短期刚性债务现金覆盖率[%]	44.60	39.65	37.33	41.30
利息保障倍数[倍]	0.20	0.16	0.15	—
有形净值债务率[%]	174.02	185.42	189.17	188.00
担保比率[%]	34.02	39.61	38.96	36.36
毛利率[%]	7.37	4.80	7.08	10.16
营业利润率[%]	15.28	12.24	10.56	6.03
总资产报酬率[%]	0.66	0.58	0.48	—
净资产收益率[%]	1.44	1.35	1.26	—
净资产收益率*[%]	1.45	1.34	1.28	—
营业收入现金率[%]	76.41	112.92	105.29	125.83
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.03	4.27	2.27	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	0.01	2.08	1.38	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-4.39	6.08	-1.16	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-1.95	2.97	-0.71	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.23	0.23	0.21	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.01	0.01	0.01	—

注：表中数据依据镇江城建经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

瀚瑞控股主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
资产总额［亿元]	1,523.84	1,505.65	1,504.99	1,519.92
货币资金［亿元]	141.02	119.91	115.65	114.28
刚性债务[亿元]	860.46	784.20	801.52	810.41
所有者权益[亿元]	557.97	550.29	561.46	561.93
营业收入[亿元]	77.62	88.66	95.84	20.19
净利润[亿元]	4.14	1.13	1.89	0.97
EBITDA[亿元]	67.69	55.16	70.44	—
经营性现金净流入量[亿元]	15.90	53.99	47.70	6.34
投资性现金净流入量[亿元]	-80.99	25.19	-38.29	17.65
资产负债率[%]	63.38	63.45	62.69	63.03
长短期债务比[%]	126.90	69.75	117.01	123.56
权益资本与刚性债务比率[%]	64.85	70.17	70.05	69.34
流动比率[%]	225.29	170.31	210.54	216.19
速动比率[%]	206.96	159.54	201.83	207.52
现金比率[%]	33.60	21.37	26.80	26.67
短期刚性债务现金覆盖率[%]	40.81	28.70	36.39	37.06
利息保障倍数[倍]	1.10	1.04	1.03	—
有形净值债务率[%]	176.44	176.57	169.36	171.78
担保比率[%]	55.56	59.01	65.62	59.63
毛利率[%]	26.25	25.36	21.32	13.88
营业利润率[%]	8.48	2.80	2.37	6.88
总资产报酬率[%]	4.54	3.48	4.47	—
净资产收益率[%]	0.78	0.20	0.34	—
净资产收益率*[%]	0.74	0.62	0.69	—
营业收入现金率[%]	82.96	115.91	99.08	118.82
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.22	10.92	9.56	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	1.98	6.57	6.02	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-17.28	16.02	1.89	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-8.12	9.63	1.19	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.14	1.09	1.08	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.07	0.09	—

注：表中数据依据瀚瑞控股经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

附录六：

中合担保主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标	2017 年	2018 年	2019 年
实收资本（亿元）	71.76	71.76	71.76
股东权益（亿元）	86.33	83.60	80.79
总资产（亿元）	122.48	116.50	101.94
货币资金（亿元）	1.46	1.09	1.21
风险准备金（亿元）	19.74	23.57	28.69
营业收入（亿元）	14.86	10.98	10.22
担保业务收入	8.53	8.78	7.58
营业利润（亿元）	10.51	7.93	0.20
净利润（亿元）	6.11	0.71	0.29
平均资本回报率（%）	7.24	0.84	0.35
风险准备金充足率（%）	1.81	2.34	3.43
担保放大倍数（倍）	12.61	12.02	-
担保责任放大倍数（倍）	-	9.54	8.28
担保发生额（亿元）	362.99	89.26	43.46
期末担保余额(亿元)	1088.79	1004.98	837.04
融资担保责任余额（亿元）	-	810.97	681.45
累计担保代偿率（%）	2.21	2.81	5.66
累计代偿回收率（%）	19.74	26.71	22.85
累计代偿损失率（%）	6.00	3.49	0.74

注 1：根据中合担保经审计的 2017-2019 年财务数据以及相关期间业务数据整理计算；

注 2：担保放大倍数和担保责任放大倍数由中合担保计算并提供。

附录七：

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+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×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刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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刚性债务比率(%)	(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)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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

附录八：

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。