

信用等级公告

联合[2016] 360 号

联合资信评估有限公司通过对江苏省盐业集团有限责任公司及其拟发行的2016年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

江苏省盐业集团有限责任公司
主体长期信用等级为

AA

江苏省盐业集团有限责任公司
2016 年度第一期中期票据的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年三月十日



江苏省盐业集团有限责任公司

2016 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 5 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 补充流动资金和偿还银行借款

评级时间: 2016 年 3 月 10 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	113.57	114.13	97.63	94.79
所有者权益(亿元)	32.36	32.11	37.64	39.39
长期债务(亿元)	23.13	20.72	18.90	12.69
全部债务(亿元)	58.09	56.79	39.43	36.59
营业收入(亿元)	89.40	80.86	54.61	35.01
利润总额(亿元)	2.15	1.01	1.09	2.90
EBITDA(亿元)	8.85	8.56	8.11	--
营业利润率(%)	20.53	21.57	33.24	35.58
经营性净现金流(亿元)	6.21	12.82	10.51	7.38
净资产收益率(%)	3.15	0.18	1.56	--
资产负债率(%)	71.51	71.86	61.45	58.45
全部债务资本化比率(%)	64.23	63.88	51.16	48.16
流动比率(%)	75.59	67.53	102.10	92.76
全部债务/EBITDA(倍)	6.57	6.63	4.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.32	2.26	3.25	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.77	1.71	1.62	--

注: 1. 2015 年 3 季度财务数据未经审计;

2. 已将列入其他流动负债的短期融资券调整至全部债务核算。

分析师

王 冰 潘云峰

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

江苏省盐业集团有限责任公司(以下简称“公司”)主要从事盐矿开采、食盐及工业盐加工、销售以及下游盐化工等业务。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级,反映了公司在江苏省内食盐批发专营区域垄断、资源禀赋优异、盐类产品生产规模效应、销售渠道宽泛等方面具备的综合竞争优势。同时,联合资信也关注到中国食盐专营改革的不确定性、公司期间费用占比高、子公司破产清算造成的损失等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司拥有食盐批发专营资质,江苏省人口规模庞大,近年来凭借良好的地缘优势使食盐业务成为公司稳定的利润来源。2014 年初,公司下属两家二级子公司江苏省格林艾普化工股份有限公司(以下简称“格林艾普”)和江苏省东泰化工有限责任公司(以下简称“东泰化工”)因发生信贷违约事件,导致破产清算,给公司资产造成一定损失。截至目前,公司对上述两家公司负有担保义务的逾期贷款已基本代偿完毕,债务负担有所下降,盈利能力有所回升,公司各板块业务保持正常运营。

此外,子公司江苏井神盐化股份有限公司(以下简称“井神股份”)已于 2015 年 12 月 31 日在上海证券交易所完成首次公开发行股票,将会对公司经营规模、财务杠杆调节以及内部管理的规范性产生积极作用。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险低,安全性高。

优势

1. 公司是江苏省唯一的食盐批发专营企业,

具备区域垄断优势；江苏省人口规模庞大，良好的地缘优势使食盐业务成为公司稳定的利润来源。

2. 公司盐矿储量丰富，原盐生产具备规模效应，具有较强的技术研发实力。
3. 公司已建成苏南、淮安、泰州、连云港、丰县、盐城六大食盐配送中心，并在江苏省内设有超过300家连锁直营门店，物流及销售渠道建设完善。
4. 子公司井神股份已于2015年12月31日完成首发上市，将会对公司经营规模、财务杠杆调节以及内部管理的规范性产生积极作用。
5. 公司经营活动现金流量对本期中期票据保障程度强。

关注

1. 中国食盐专营体制在未来几年存在改革迹象，市场化竞争对公司食盐业务的影响具有一定不确定性。
2. 二级子公司格林艾普和东泰化工被法院判决进入破产清算程序，并退出公司合并范围，给公司资产造成一定损失。
3. 公司及下属子公司为格林艾普和东泰化工担保金额较大，存在或有负债风险；同时，过往累计对两家公司的投资面临减值风险。联合资信将持续关注两家公司破产清算进度情况。
4. 公司期间费用占营业收入比重高，对期间费用控制有待加强。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与江苏省盐业集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与江苏省盐业集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因江苏省盐业集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由江苏省盐业集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、江苏省盐业集团有限责任公司 2016 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

江苏省盐业集团有限责任公司（以下简称“公司”或“江苏盐业”）前身为江苏省盐业公司，于 1987 年 6 月在江苏省连云港市成立。1997 年 12 月，根据苏政复[1997]164 号文批准，公司改制为国有独资有限责任公司，并授权为国有资产投资主体。1998 年至今，公司历经多次增资，注册资本达到 156000 万元。

公司与江苏省盐务管理局合署办公，同时行使江苏省范围内的盐行业管理和盐政执法等职能，由江苏省人民政府直接管理，并受省国资委监管。江苏盐业与江苏省盐务管理局实行内部部门分设、职责分开。江苏省盐务管理局是江苏省人民政府的盐业行政主管部门，副厅级建制，主管全省盐业工作。

公司经营范围为：原盐、加工盐的销售。交通运输、广告经营业务（限分支机构经营）。实业投资，化工产品、机械、电力、种植、养殖产品的开发、制造、加工、销售，建筑勘察设计，国内外贸易，经营本企业自产产品及相关技术的出口业务；经营本企业生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务。

截至 2015 年 9 月底，公司纳入合并范围的子公司 11 家，其中全资子公司 5 家，控股子公司 6 家（含 1 家 A 股上市公司，“603299”，井神股份）；公司本部设有人力资源部、食盐专营部、企业管理部、计划财务部、发展规划部、审计监察部等主要职能部门。

截至 2014 年底，公司资产总额 97.63 亿元，所有者权益合计 37.64 亿元（其中少数股东权益 9.21 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 54.61 亿元，利润总额 1.09 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司资产总额 94.79 亿元，所有者权益合计 39.39 亿元（其中少数股东权益 9.27 亿元）。2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 35.01 亿元，利润总额 2.90 亿元。

公司注册地址：江苏省南京市鼓楼区江东北路 386 号；法定代表人：童玉祥。

二、本期中期票据概况

公司计划于 2016 年注册并发行第一期额度为 5 亿元的中期票据（以下简称“本期中期票据”），期限为 5 年。本期中期票据采用单利按年计息，到期一次还本。

本期中期票据募集资金 5 亿元将用于补充流动资金和偿还银行借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出

口总额 264335 亿元人民币,比上年增长 2.3%。

2014 年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元,比上年增长 11140 亿元,增长 8.6%。其中,中央一般公共预算收入 64490 亿元,比上年增长 4292 亿元,增长 7.1%;地方一般公共预算收入(本级) 75860 亿元,比上年增长 6849 亿元,增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元,同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元,比上年增长 11449 亿元,增长 8.2%。其中,中央本级支出 22570 亿元,比上年增长 2098 亿元,增长 10.2%;地方财政支出 129092 亿元,比上年增长 9351 亿元,增长 7.8%。

2014 年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具,创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末,广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%;人民币贷款余额同比增长 13.6%,比年初增加 9.78 万亿元,同比多增 8900 亿元;全年社会融资规模为 16.46 万亿元;12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%,比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年,是全面深化改革的关键之年,中国经济下行压力依然较大,稳增长为 2015 年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础设施建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 食盐行业

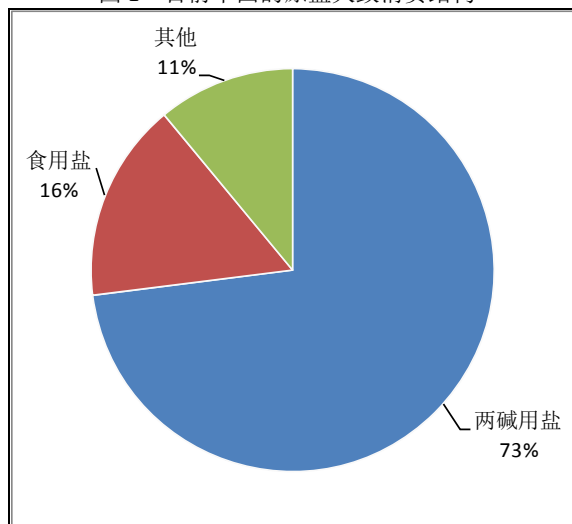
(1) 行业概况

盐业是关系国计民生的重要产业,盐既是人民生活的必需品,又是不可缺少的化工原料,在农业和其他工业中也有广泛的用途。盐的原料来源可分为 4 类:海盐、湖盐、井盐和矿盐。以海水为原料晒制而得的盐叫作“海盐”;开采现代盐湖矿加工制得的盐叫作“湖盐”;运用凿井法汲取地表浅部或地下天然卤水加工制得的盐叫作“井盐”;开采古代岩盐矿床加工制得的盐则称“矿盐”。

中国的盐产量中一直是以海盐为主,其次是湖盐、井盐和矿盐。由于海盐的生产受气候影响较大,加之海盐场多分布于东部沿海地区,为了盐业生产的均衡协调,近十余年来内地的湖盐、井盐和矿盐生产得到较快的发展,因此海盐在盐产量中所占的比例有所减小。

根据用途,中国原盐可分为食用盐、两碱(烧碱、纯碱)用盐和其他工业用盐三大类别;中国原盐消费结构与世界原盐消费结构存在一定差异。其中工业用盐(两碱用盐和小工业盐)占比较高,其次为食用盐。截至 2014 年底,中国纯碱及烧碱产量分别为 2514.70 万吨和 3180.10 万吨,较 2010 年底分别增长 23.92%和 52.40%,下游需求的快速增长直接带动了中国原盐产品消费总量的上升。2014 年,中国原盐产量为 6433.96 万吨,自 2010 年以来中国原盐产量一直保持在 6000 万吨以上,2015 年原盐产量将超过 6500 万吨。

图1 目前中国的原盐大致消费结构



资料来源：联合资信整理

制盐工业兼有消费品工业和基础原材料工业的两重性，在国民经济中占有特殊重要的地位。与盐有关的产品达1.4万种之多，食品、化工、冶炼、陶瓷、玻璃、医药等工业均与制盐工业密切相关。由于食盐加碘是消除碘缺乏病的根本性措施，在提高民族素质方面发挥着至关重要的作用，因此国家对食盐实行生产和销售的专营制度，由各省市的盐业公司承担定地批发的职能，各省市的盐务管理局负责质量监管，盐业公司和盐务管理局通常合署办公。此外，食盐是维持人们正常生活和身体健康不可缺少的调味品，不存在有效的替代品，需求弹性相对较小。

价格方面，食盐价格实行政府定价，按照食盐生产、经销环节分别制定食盐的出厂价格、批发价格和零售价格。国务院价格主管部门负责制定或调整食盐的出厂价格、批发价格；省、自治区、直辖市价格主管部门制定或调整食盐零售价格和小包装费用标准。目前，全国食盐出厂价格大概在600~1200元/吨，不同品种食盐生产成本有所差异。2014年，全国食盐平均销售价格达到3.8元/公斤，较10年前的2.0元/公斤增长了近一倍。虽然食盐零售价格相比其出厂价格要高出许多，但终端产品包装、运输、人员工资（盐务管理局）以及其

他期间费用严重挤压了盐业公司的利润空间。

总体来看，食盐是人民生活的必需品，在国民经济中占有特殊重要的地位，目前国家对食盐实行生产和销售的专营制度，由各省市盐业公司和盐务管理局负责批发和质量监管，并由物价局制定价格。

（2）行业政策

食盐是维持人民正常生活和身体健康不可缺少的调味品。中国实行食盐专营制度，以保证人们碘元素的摄入量。1994年8月23日，国务院发布实施《食盐加碘消除碘缺乏危害管理条例》，意在保证碘盐供应，消除碘缺乏危害，保护公民身体健康。为了加强对食盐的管理，保障食盐加碘工作的有效实施，1996年5月27日，国务院发布实施《食盐专营办法》，国家对食盐实行专营管理。国家对食盐实行定点生产制度并实行指令性计划管理；对食盐批发实行批发许可证制度，食盐批发企业应按国家计划购进食盐并在规定范围内销售。食盐定点生产企业、食盐批发企业、食盐零售单位和受委托代销食盐的个体工商户、代购代销店，应当执行国家规定的食盐价格。

2003年3月，国家机构改革后，国家发展和改革委员会为国务院授权的国家盐业行政主管部门，盐业管理办公室是具体办事机构，负责管理全国食盐专营工作，确保合格碘盐供应；负责审核、确定食盐定点生产企业，发放食盐定点生产许可证；负责编制、下达并组织实施食盐年度生产计划；参与研究食盐分配调拨计划；指导各省、自治区、直辖市人民政府盐业主管机构发放食盐批发许可证并监督检查实施情况；根据食盐分配调拨计划发放食盐运输准运证并监督检查实施情况。2006年4月，国家发改委公布《食盐专营许可证管理办法》。该《办法》分总则、食盐定点生产企业证书管理、食盐批发许可证管理、食盐准运证管理、附则5章25条。

2008年，国家盐业管理职能由国家发改委调整到工信部，对食盐专营许可证管理也相应

移交,国家发改委于 2014 年 4 月公布废止《食盐专营许可证管理办法》。工信部于 2009 年 12 月开始公布全国食盐定点生产企业名单,有效期三年,最近一期名单截至 2015 年底,全国共有 98 家符合条件的食盐定点生产企业。

税收政策方面,中国碘缺乏的特殊国情决定了食盐专营政策将在中长期内延续不变,食盐受国家专营政策的保护和支持。2007 年,财政部、国家税务总局两次联合下发通知,宣布自 2007 年 2 月 1 日起调减盐业资源税适用税额标准;自 2007 年 9 月 1 日起,将盐的增值税适用税率由现行的 17%统一调整为 13%,2009 年 1 月 1 日起增值税改革转型后,食用盐增值税率仍执行 13%。

(3) 行业关注

两碱用盐实行市场定价机制

在《国家计委、国家经贸委关于改进工业盐供销和价格管理办法的通知(计价格〔1995〕1872 号)》、《国家计委办公厅关于工业盐价格管理有关问题的通知(计办价格〔2000〕929 号)》等相关政策的指引下,工业盐已经实现了由制盐企业直接自销和盐业公司组织供应相结合的供销方式。两碱工业用盐价格由供需双方根据市场供求情况自主确定。两碱以外的其他工业用盐实行政府指导价格,由省级价格主管部门制定中准供应价格和浮动幅度。中准供应价格要根据其他工业用盐经销成本,按照保本微利原则制定。

食盐专营体制改革

经国家盐业行政主管部门审核同意,中国盐业协会发布的《盐行业“十二五”发展规划(中盐协〔2011〕45 号)》明确:积极稳妥地推进盐业体制改革,加快食盐批发企业内部经营机制转变,建立现代企业制度,完善法人治理结构,优化人员配置,树立竞争意识、市场意识,提高市场竞争力,完善食盐市场监管体系,开展食盐专营体制下的市场化运作,促进食盐管理向市场化方向发展。

目前,中国食盐专营体制包括两个核心,

计划管理和食盐定价,还有三个措施,即“食盐定点生产许可证”、“食盐批发许可证”、“食盐运输准运证”。目前,食盐专营的深化改革还没有完全开展,但是行政层面已经开始了改革的前期尝试。其中,《国务院关于第六批取消和调整行政审批项目的决定》明确,将食盐准运许可审批项目从国务院盐业主管部门下放到省级人民政府盐业主管机关、《国务院关于取消和下放一批行政审批项目的决定》(国发〔2013〕44 号)明确,将食盐定点生产企业项目审批从工业和信息化部下放至省级人民政府盐业行政主管部门。

2014 年 4 月 21 日,国家发展改革委官网刊发第 10 号令,决定废止《食盐专营许可证管理办法》。食盐计划管理和食盐定价方面,《2014 年食盐计划安排意见》中载明:2014 年食盐计划编制工作本着形式从简、务实高效的原则,只编制和下达食盐销售计划及省际间调拨计划(包括直接食用、食品加工用盐;加碘和非碘食盐),畜牧盐、渔盐、肠衣盐和出口盐由食盐专营主体根据市场需求采取产销企业自主衔接方式保证供应,不再列入国家指令性计划;发改委价格司原先管理的食盐价格也正在考虑下放至各省。

2015 年 5 月 14 日,国务院决定取消 49 项非行政许可审批事项,并且今后不再保留“非行政许可审批”这一审批类别,这其中就包括食盐生产限额年度计划审批、食盐分配调拨计划和干线运输计划审批。食盐生产配额取消后,企业将根据市场供求关系生产产品,逐渐发挥市场配置资源的作用,为将来的食盐市场化改革打下基础。

(4) 未来发展

综合分析,目前食盐专营制度严格意义上尚没有实质性突破,但从近期出台的措施来看,专营体制已明显存在改革的迹象。短期内,由于上游盐矿资源控制权、食盐销售定价合理性、偏远地区运费补贴等敏感问题仍有待解决。中长期看,现存在食盐销售、监管及产品

升级换代等机制存在一定弊端，盐业体制改革是大势所趋，但是否打破盐业专营，仍存在不确定性；作为目前各省食盐批发专营的主体——省级盐业公司，食盐市场化必将冲击其现有的区域垄断优势。联合资信将对盐业体制改革最新进展及对省级盐业公司的影响进行持续关注。

2. 纯碱行业

(1) 行业概况

纯碱（碳酸钠，分子式 Na_2CO_3 ）是一种重要的基础化工原料，广泛用于玻璃、轻工、冶金等工业领域以及人们的日常生活，在国民经济中具有十分重要的地位。

目前纯碱生产工艺主要有三种：氨碱法、联碱法和天然碱法，其中氨碱法和联碱法属合成法制碱。在美国等天然碱富集的国家主要以天然碱法生产纯碱，而在中国、印度等天然碱资源匮乏国家，纯碱生产以合成法为主。根据中国氯碱工业协会的统计资料，目前联碱法、氨碱法和天然碱法产量分别占总产量的 50%、43% 和 7%。

纯碱按堆积密度可分为轻质碱和重质碱两种，重质碱具有坚实、颗粒大、密度高、不易结块等特点，产品附加值较高。

表 1 纯碱分类及用途

纯碱种类	堆积密度	用途
轻质纯碱	堆积密度为 500-600 千克/立方米	主要用煤染剂、轻泻剂、玻璃、造纸、洗涤剂、颜料填充及塑料等行业
重质纯碱	堆积密度为 1000 千克/立方米	主要用于玻璃、冶金、石油化工、纺织、医药、合成纤维、化肥、造纸和食品等行业

资料来源：中国纯碱工业协会

中国纯碱市场供需情况

近十几年来，中国纯碱产能、产量持续高速增长，2002 年中国纯碱产能只有 1100 万吨/年，而 2014 年中国纯碱总产能约 3500 万吨/年。伴随着产能不断扩大，2012 年以来中国纯

碱行业产能过剩局面逐步显现，行业平均开工率一度下降至 70% 以下，市场竞争激烈，纯碱价格不断下跌，部分纯碱生产企业出现严重亏损。进入 2014 年，采用联碱法的纯碱生产企业受制于氯化铵价格跌至历史低位、库存攀升的影响，减少了其纯碱产量，但绝大部分联碱法生产企业仍难避免亏损；而得益于市场纯碱供应量下降及价格上升的因素，氨碱法生产企业相应扩大产量，大部分企业实现扭亏为盈，但可持续性仍有待观察。

目前，中国纯碱产量的 48% 用于生产平板玻璃和日用玻璃，20% 用于生产无机盐产品，5% 用于生产合成洗衣粉，2% 用于生产氧化铝，7% 用于出口，其余 18% 用于生产其他工业产品和库存。

自 2006 年以来，化工、冶金、建材和装饰等下游行业需求增长推动了国内纯碱工业稳步发展，产量呈逐年增长的态势；产量增速自 2007 年以后有所下降，除 2011 年出现 13% 的增长外，其余年份增长率均呈下降趋势。2012 年以来，受经济增速放缓及房地产调控政策影响，下游玻璃行业需求显著下滑。

从纯碱消费量情况看，2011 年以来，中国纯碱表观消费量总体呈增长趋势，但增速逐年下降，2011 年同比增长 15.06%，到 2014 年同比仅增长 2.59%，为 2340.60 万吨。

表 2 近年中国纯碱产销情况（万吨、%）

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
产量	2303.20	2403.90	2429.36	2514.70
表观消费量	2153.00	2235.54	2281.42	2340.60
产销比	93.48	93.00	93.91	93.08

资料来源：Wind 资讯

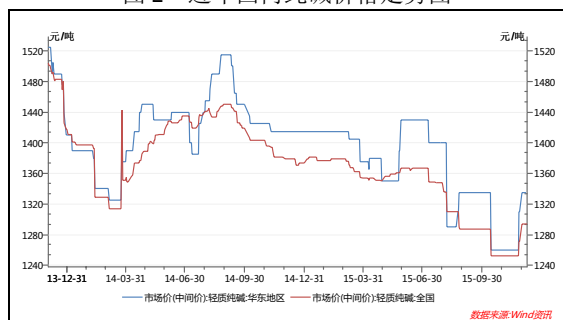
价格走势

纯碱作为基础化工产品，其产品为标准化产品，同质性较强，市场价格公开、透明，很难被少数企业操纵。

从近年来价格走势看，纯碱价格表现出了较强的波动性和周期性。以华东地区轻质纯碱市场平均价为例：2011 年下半年起，受中国宏观经济增速放缓以及房地产调控政策影响效

益持续深化的影响，下游对纯碱需求持续减弱，同时随着新增产能的逐步释放使得市场竞争程度进一步加剧，产品价格快速下行；2012年三季度以来，纯碱下游需求有所回暖，但受行业竞争激烈以及产能过剩逐步显现的因素影响，纯碱价格始终在低位徘徊；2013年四季度至今，受市场供需格局变化影响，期间纯碱价格虽有一定回升，但持续时间均不长，纯碱市场供大于求的格局并未打破；2015年纯碱价格波动下滑，且波动幅度较大，截至2015年11月30日华东地区轻质纯碱市场平均价为1335元/吨。

图2 近年国内纯碱价格走势



资料来源：Wind 资讯

总体看，中国纯碱行业目前已呈现产能过剩的局面。近年来产能不断扩张，产品价格整体价格下跌明显。2011年下半年以来，下游需求持续减弱并逐步向上游传导，新增产能的释放加剧了行业竞争格局，企业利润空间不断受到挤压，特别是联碱法生产企业，面临较大的经营压力。

（2）行业关注

产能过剩严重

2008年以前，纯碱行业的开工率一直保持在90%以上。2008年之后，受金融危机和产能高速扩张的双重影响，行业开工率一度下探到70%以下，已具备产能过剩的迹象。目前，国内仍有大量在建和规划纯碱产能，预计未来几年内纯碱产能将达到4000万吨/年甚至更多。由于纯碱出口占比较小，缓解行业产能过剩只能依赖提振下游需求，但主要下游房地产、基建等行业受宏观经济增速放缓因素影响较大，

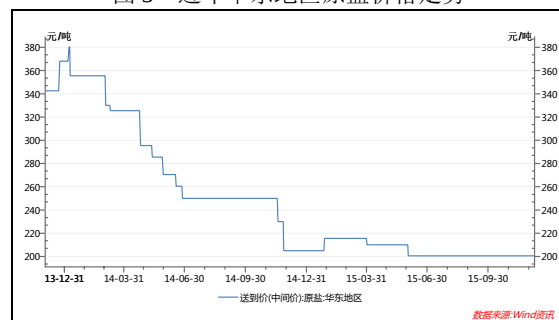
短期内纯碱行业仍将处于深度调整当中。

与上下游企业的相关性

与上游企业的相关性方面：纯碱的主要原材料是原盐。氨碱法每生产1吨的纯碱约需消耗1.50吨的原盐，原盐占纯碱生产成本的比重约在50%左右，因此原盐市场价格及其运费是影响纯碱生产成本的重要因素。中国原盐资源丰富，2014年产量达到6433.96万吨。

从原盐价格走势看，以华东地区原盐（送到价）价格为例，2014年初至今，原盐价格下跌幅度较大，由380元/吨的高位快速下滑至目前200元/吨的较低价格，期间波动幅度较小。

图3 近年华东地区原盐价格走势



资料来源：Wind 资讯

与下游企业的相关性方面，纯碱最大的下游应用为玻璃行业（每吨玻璃消耗纯碱约0.2吨，玻璃对纯碱的消费量约占纯碱产量的50%左右），其最终的下游为房地产行业。

从房地产行业投资增速情况看，2010年6月份后，随着国家对房地产调控政策的逐步加码，中国房地产开发投资完成额增幅波动下降。2012~2014年，中国房地产开发投资完成额（扣除价格因素）分别同比增长14.9%、19.4%和9.9%，投资完成额分别为71804亿元、86013亿元和95036亿元，投资增速明显趋缓。

总体看，2011年以来，下游玻璃行业随房地产调控政策持续深化影响需求减弱，导致纯碱价格震荡下行。与此同时，原盐价格变动亦呈相似态势，整体震荡下行。近年来，中国纯碱产能过剩现象不断显现。

（3）行业政策

2009年10月，环保部公布了《纯碱行业

清洁生产标准》，标准分为三级，一级代表国际清洁生产先进水平，二级代表国内清洁生产先进水平，三级代表国内清洁生产基本水平。同时，标准将纯碱行业清洁生产指标分成五类，即装备要求、资源能源利用指标、污染物产生指标（末端处理前）、废物回收利用指标和环境管理要求。标准规定了在达到国家和地方污染物排放标准的基础上，根据当前的行业技术、装备水平和管理水平，为纯碱生产企业开展清洁生产提供技术支持和导向。

2010年5月，工信部发布了《纯碱行业准入条件》，从生产企业布局、规模与技术装备、节能降耗、环境保护、产品质量以及监督、管理等方面对纯碱行业的进入标准进行了规定。根据发改委颁布的《产业结构调整指导目录（2011年本）》（发改令令第9号）的规定，新建纯碱项目属于限制发展类，该政策提高了行业的政策壁垒，对于限制行业过度扩张、加强节能减排和淘汰落后产能具有积极意义，有利于行业的健康发展。

2014年4月24日，全国人大常委会第八次会议修订通过了新《环境保护法》（以下简称“新《环保法》”），定于2015年1月1日起正式实施。同时国家环境保护部自2014年12月19日陆续发布《环境保护主管部门实施按日连续处罚办法》（环境保护部令第28号）、《环境保护主管部门实施查封、扣押办法》（环境保护部令第29号）、《环境保护主管部门实施限制生产、停产整治办法》（环境保护部令第30号）、《企业事业单位环境信息公开办法》（环境保护部令第31号）和《行政主管部门移送适用行政拘留环境违法案件暂行办法》，且以上5个配套办法于2015年1月1日一并实施。新《环保法》在监管力度、监管手段、处罚措施等方面均有较大突破，将对前期环保投入不足的纯碱生产企业形成较大压力，部分企业可能面临关停风险。

总体看，中国政府为纯碱企业制订了清洁排放的标准，同时提高了行业准入门槛，严格

控制新增产能。行业政策将促进内部整合，不符合节能减排和环保要求的中小纯碱企业将逐渐被淘汰。

（4）未来发展

从目前的下游需求来看，未来几年全国纯碱产量还会继续增加，但增长幅度会小于2014年，特别是氯化铵市场行情好转将会进一步推动纯碱的供应量。若想改善目前产能过剩的局面，一方面纯碱生产企业仍需在工艺技术上有所突破，提升产品质量，参与到国际市场竞争当中扩大外需；另一方面，需要加速行业深度整合、淘汰落后产能、加大环保监察力度，使具备规模、技术优势以及资源优势的纯碱企业得到进一步发展，从而改变市场供需格局。

3. 区域经济环境

江苏省属于中国经济发达地区，位于中国大陆东部沿海区域，与上海、浙江、安徽共同构成长江三角洲城市群，是世界级城市群之一。根据江苏省统计局统计，2014年江苏省全年实现地区生产总值65088.3亿元，比上年增长8.7%。其中，第一产业增加值3634.3亿元，增长2.9%；第二产业增加值31057.5亿元，增长8.8%；第三产业增加值30396.5亿元，增长9.3%。全省人均生产总值81874元，比上年增长8.4%。全年实现社会消费品零售总额23209亿元，比上年增长12.4%。粮油、食品、饮料、烟酒类零售额1540.8亿元，增长8.5%。

总体看，江苏省优越的区域经济环境为公司发展提供了良好的基础。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司系国有独资企业，江苏省人民政府为公司出资人和实际控制人，出资比例占公司实收资本的100%。

2. 企业规模

公司是江苏省唯一的食盐批发专营企业，具有区域垄断性优势。原盐采集方面，一级子公司江苏井神盐化股份有限公司（以下简称“井神股份”）目前共拥有淮城镇公园村下关矿区、谢碾矿区、蒋南矿区、黄码矿区、张兴矿区，二级子公司江苏省瑞丰盐业有限公司（以下简称“瑞丰公司”）拥有瑞丰矿区，二级子公司江苏省盐业集团淮盐矿业有限公司（以下简称“淮盐矿业”）拥有淮阴矿区，合计共7个大中型井盐盐矿，公司所属盐矿可采储量约25亿吨，公司原盐生产能力超过500万吨/年，位居全国前列。2014年公司实际生产原盐646.27万吨。

江苏省是全国人口密度最高的省份之一，根据江苏省统计局发布的数据显示，截至2014年底，江苏省常住人口7960.06万人，同比增加20.57万人。同时，江苏省食品工业发达，也有大量食盐需求，因此公司作为江苏省境内唯一的食盐专营企业，所经营区域内食盐消费规模大且相对稳定。2014年，公司食盐产品销量68.46万吨。

公司严格按照《江苏省盐务管理局盐产品质量监督管理办法》对盐产品进行质量控制。2012年4月，公司“淮”牌食盐商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”。井神股份连续两年获得中国盐业协会发布的“中国轻工业制盐行业十强企业”称号。

总体上，公司是中国大型的原盐生产企业之一，具有较为明显的规模优势；公司产品质量较好，市场认知程度较高。

3. 人员素质

截至2015年9月底，公司拥有高级管理人员8人。

童玉祥先生，1966年1月出生，研究生学历，高级经济师，中共党员。先后任淮阴市节能中心科长、副主任，淮阴市热电公司副经理、

经理，淮安市资产经营有限公司董事长、党委书记，淮安市经信委主任、党组书记，淮安市中小（乡镇）企业局局长，淮安市盐务管理局局长，江苏省海外企业集团有限公司董事、副总裁、党委委员；现任公司董事长、党委书记，兼任江苏省盐务管理局局长。

周明勇先生，1970年4月出生，研究生学历，工程师、中共党员，先后任江苏省盐业集团公司人力资源部副部长、部长、党委委员，江苏省盐务管理局副局长，江苏省苏盐连锁有限公司董事长、党委书记，自2013年3月起任公司总经理、董事、党委副书记，兼任江苏省盐务管理局副局长。

截至2015年9月底，公司共有在职员工5236人。从学历分布来看，本科以上学历占3.02%，本科及大专学历占49.58%，高中及以下占47.40%；从职能划分来看，管理人员占12.66%，生产人员占41.50%，销售人员占32.35%，研发人员占7.39%，其他人员占6.09%；从员工年龄来看，30岁以下的员工占28.21%，30~50岁的员工占55.50%，50岁以上的员工占16.29%。

总体看，公司高级管理人员在行业内从事工作多年，相关管理经验丰富。公司员工年龄结构合理，综合素质较好，能够满足公司正常生产经营的需要。

4. 技术水平

在生产技术方面，目前公司原盐生产所采用的两类井矿制盐技术：岩盐卤水滩晒法和多效真空蒸发法，均是国内外成熟先进技术，生产过程中无废水、废气、废渣排放，耗能较少，绿色环保。特别是公司岩盐卤水滩晒工程，利用太阳能滩晒卤水制盐，填补了国内同行业空白，达到世界领先水平。此外，下属子公司井神股份还掌握盐碱钙联产工艺、管道防结垢技术及纯碱蒸馏废渣液注入地下溶腔技术等先进技术，拥有较强的研发水平。

2012年8月，公司生产的低锌雕白块（产

品编号 12110G0045N) 和纳米氧化锌(产品编号 12110G0046N), 被江苏省科学技术厅认定为“高新技术产品”。

2013 年 3 月, 公司“超大反应器生产高纯度氯乙酸绿色工艺研究”项目被列入 2013 年江苏省科技支撑计划(工业)项目。

公司热电分厂、二分公司获评江苏省 2013 年度环保信用评价绿色企业。

2014 年 1 月, 经省科技厅、省财政厅、省国家税务局、省地方税务局联合审定, 井神股份被正式认定为“高新技术企业”。

2014 年 5 月, 井神股份“矿盐资源延伸加工技术改造项目”被列为江苏省节能环保低碳型唯一入选项目。

2014 年 6 月, 井神股份经省科技厅确认为江苏省第二批技术创新方法试点企业。

2014 年, 公司被江苏省质量管理协会、江苏省总工会、江苏省科学技术协会、江苏省妇女联合会等四部门联合评定淮安碱厂“重碱”QC 小组的“提高取出液结合氨浓度”成果荣获“江苏省质量管理小组成果交流会”一等奖。

截至 2014 年底, 井神股份拥有 21 项专利, 其中 13 项发明专利、5 项实用新型专利、3 项外观设计专利。

总体看, 公司具有较强的技术研发实力, 为未来可持续发展打下良好的基础。

5. 环境保护

公司已建立一整套环境保护相关制度并严格执行。近年来, 公司引进了一系列先进的环保设备, 经技术处理后的“三废”排放均符合国家和地方环境排放标准。目前, 公司现有生产装置项目均符合国家产业政策对产业布局、装置规模与工艺、能源消耗、环境保护等方面的要求。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是国有独资公司, 不设股东会, 设董事会, 由董事会行使股东会的一部分职权, 决定公司的重大事项。根据公司章程, 董事会对江苏省政府负责。

公司董事会由 5 名董事组成, 其中内部董事 3 名(含职工董事 1 名), 外部董事 2 名。公司设董事长 1 名, 董事长由出资人在董事会成员中指定。公司设董事会秘书, 由董事长提名, 董事会决定聘任或解聘。

公司设总经理 1 名, 副总经理若干名。总经理、副总经理和其他高级管理人员按规定程序由董事会聘任或解聘。

公司监事会由监事会主席、专职监事和职工监事共 5 名成员组成。监事会主席和专职监事均由江苏省国资委委派。

2. 管理水平

企业管理方面, 公司制订了《股权管理办法实施细则》、《不良资产责任追究办法》、《经营者年薪制实施办法》、《基本建设投资和项目管理办法》等管理制度, 通过对重点建设项目的监督和下属企业经营层的考核保证下属企业的正常运行, 并达到实现公司发展目标的目的。

近三年, 公司对下属企业进行了业务重组, 为保障核心子公司的良好运行, 公司专门在计划财务、内部审计、人力资源、党群组织等四大方面做出了详细的事权划分, 赋予核心子公司对其下属企业更多的管理权责, 公司本部倾向于总体经营计划、责任目标和经营责任人的考核。

财务管理方面, 公司制订并于 2008 年重新发布了财务管理制度, 逐步试点实施《全面预算管理办法》, 保障了公司财务工作的规范运行。资金管理方面, 公司为加强安全生产资金的专项管理制订了《安生全产“三项资金”管理暂行办法》、《集团公司总部资金审批暂行

办法》，同时正逐步推行资金的集中管理，保障了资金使用的安全性和经济性。

质量管理方面，下属食盐定点生产企业和分装企业按照《食盐定点生产企业质量管理技术规范》的要求设立了质量管理机构，配备相关质管（检）人员，并制订、修改和完善了《质量验收办法》、《质量考核办法》、《不合格品管理规定》等质量管理制度，并强制要求食盐、工业盐生产加工企业和食盐分装配送企业建立化验室，以保障产品质量的合格达标。

安全管理方面，下属各企业根据要求设置了安全生产职能部门，配备了专职安全生产人员，并建立了《安全生产教育培训制度》、《安全生产事故报告和处理制度》等管理制度。部分企业建立了安全隐患预警机制，并顺利通过OHSAS18000职业健康安全管理体系认证，初步建立起了全员参与的安全生产管理体系。

总体看，公司治理结构较为完善；公司管理制度基本完善，可以满足公司正常运营的需要。

七、重大事项

2014年4月8日，公司于公开市场发布《关于江苏省盐业集团有限责任公司子公司停产及贷款逾期的公告》，该公告指出，公司控股子公司江苏省新世纪盐化集团有限责任公司（以下简称“新世纪集团”）的控股子公司江苏省格林艾普化工股份有限公司（以下简称“格林艾普”）和江苏省东泰化工有限责任公司（以下简称“东泰化工”）因停产，资金周转出现困难，导致部分贷款本息出现逾期，业务无法正常开展。

同日，公司还发布了《江苏省盐业集团有限责任公司关于诉讼事项的公告》，该公告指出，由于公司为格林艾普和东泰化工提供担保的银行借款出现了逾期，因此中信银行、中国建设银行等银行分别向无锡、镇江和南京法院提起了诉讼，要求公司履行担保代偿义务，支付银行借款本息合计1.76亿元。

根据公司提供资料，截至公司发布公告日期，格林艾普贷款总额为11.09亿元；东泰化工贷款总额3.05亿元。截至2014年7月21日，格林艾普贷款中的64297万元已逾期；东泰化工贷款中的21687万元已逾期。公司合计为两家二级子公司提供最高额担保金额为55097万元，公司已直接偿还45859万元，其余担保部分已与债权人达成一致解决意见采用其他方式偿还。

因债权人已向法院提出申请，法院已裁定受理格林艾普及东泰化工两家二级子公司破产清算案，并为两家子公司指定了破产管理人。目前正处于破产程序中，两家公司已退出公司合并范围。

新世纪集团主要产品为烧碱、氯乙酸、二氯苯、脂肪醇和雕白块等；其中格林艾普以烧碱、氯乙酸和二氯苯为主，东泰化工主要生产脂肪醇和雕白块。2012年及2013年两家子公司的合计收入占新世纪集团营业收入的比例分别为81.73%和80.45%；2014年一季度，两家子公司停产后，两家子公司合计收入占新世纪集团比例为26.17%；但两家子公司为新世纪集团亏损的重要来源，亏损总额占比维持在85%以上。

表3 新世纪集团及其子公司收入及利润情况

（单位：亿元、%）

	2012年		2013年		2014年1~3月	
	营业收入	利润总额	营业收入	利润总额	营业收入	利润总额
新世纪集团	33.83	-1.29	25.01	-2.29	1.07	-0.88
格林艾普	19.31	-0.72	12.36	-1.66	0.14	-0.49
东泰化工	8.34	-0.51	7.76	-0.22	0.14	-0.21
两家子公司合计占比	81.73	95.35	80.45	82.10	26.17	79.55

资料来源：公司提供

2014年6月19日，根据《江苏省盐城市中级人民法院执行裁定书》（[2014]盐执字第0083-1号）文件，新世纪集团持有的江苏省盐

海化工有限公司(以下简称“盐海化工”)15500万元法人股股权,归公司所有,以抵偿新世纪集团总债务中的16742.41万元(经盐城山川资产评估有限公司评估鉴定,并出具盐山川鉴评字[2014]第2号司法评估鉴定报告)。截至2015年9月底,公司应收格林艾普及东泰化工两家破产子公司金额合计为67669.56万元,主要系担保代偿款等;公司支付给两个破产子公司管理人的用于垫付职工薪酬、经济补偿金为4880.50万元,上述款项全部体现在公司“其他应收款”科目中,公司已相应计提了17253.90万元坏账准备。

截至2015年9月底,新世纪集团累计对格林艾普及东泰化工投资金额分别为31768.12万元和10767.32万元,由于两家二级子公司已退出公司合并范围,公司将上述投资额调整至“长期股权投资”科目。

综上所述,截至目前格林艾普及东泰化工

两家二级子公司已进入破产清算程序,公司对两家公司负有担保义务的逾期贷款也已基本代偿完毕,未来可能面临的损失包括过往累计对其投资金额和所代偿金额。联合资信将持续关注格林艾普及东泰化工两家公司破产清算进度情况。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主要从事盐产品的生产,其中主营业务包括食盐生产、小工业盐、两碱用盐以及盐化工等产品生产,而其他业务收入主要是厨房食品、酒水和化工类商品等非盐产品的贸易销售收入。

表4 近年公司营业收入及构成(单位:亿元、%)

	2012年			2013年			2014年			2015年1~9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务收入	53.75	60.13	33.65	51.54	63.74	32.94	38.78	71.01	45.99	27.61	78.86	45.09
其他业务收入	35.65	39.87	3.22	29.32	36.26	4.61	15.83	28.99	7.51	7.40	21.14	9.46
营业收入合计	89.40	100.00	21.51	80.86	100.00	22.67	54.61	100.00	34.84	35.01	100.00	37.56

资料来源:公司提供

2012~2014年,公司分别实现营业收入89.40亿元、80.86亿元和54.61亿元,整体呈快速下降趋势,其中2013年公司营业收入同比有所下降主要是公司减少了厨房食品、洗涤用品、日用百货等毛利较低的产品贸易销售额所致;2014年营业收入大幅下降主要系公司部分盐化工业务因破产清算而剥离,同时进一步减少贸易业务量所致。同期,公司营业毛利率

分别为21.51%、22.67%和34.84%,受益于部分毛利率较低的盐化工业务剥离和毛利率较高的食盐业务占比提高,公司2014年营业毛利率大幅提升。

2015年1~9月,公司实现营业收入35.01亿元,同比下降13.86%,系受非盐业务收入减少的影响。同期,公司营业毛利率提升至37.56%。

表5 近年公司主营业务及毛利率情况(单位:亿元、%)

	2012年			2013年			2014年			2015年1~9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率

食盐	14.14	26.31	75.39	14.78	28.67	68.21	15.80	40.74	72.41	12.82	46.43	72.85
小工业盐	2.23	4.15	39.56	2.05	3.97	45.55	1.74	4.49	34.48	1.06	3.84	30.19
两碱用盐	7.89	14.68	43.22	6.99	13.55	37.47	6.46	16.66	30.80	4.20	15.21	20.95
盐化工	25.51	47.46	9.49	24.06	46.68	10.32	10.62	27.39	24.29	7.50	27.16	19.60
其他	3.98	7.40	17.84	3.67	7.13	23.51	4.16	10.73	29.33	2.03	7.35	21.67
主营业务收入合计	53.75	100.00	33.65	51.54	100.00	32.94	38.78	100.00	45.99	27.61	100.00	45.09

资料来源：公司提供

从主营业务收入来看，2012~2014 年，公司食盐及盐化工产品销售收入是公司主营业务收入的主要来源，其中食盐收入较为稳定，而受子公司剥离的影响，盐化工收入有所下降，2014 年分别占主营业务收入的比重为 40.74%和 27.39%。

毛利率方面，由于公司是江苏省内唯一的食盐批发经营主体，区域垄断性优势明显，且食盐价格由江苏省物价局制订，因此近年来公司食盐毛利率基本稳定在 70%上下的水平，波动主要受人工、电费等生产成本影响。2012 年以来，受液氯、氯化苯及二氯苯等氯产品行情低迷，公司氯碱业务始终处于亏损状态，进而拖累盐化工板块整体表现；2014 年负责氯碱业务的两家子公司剥离后，公司盐化工毛利率显著提升。

2015 年 1~9 月，公司食盐和盐化工收入分别为 12.82 亿元和 7.50 亿元，分别为 2014 年全年的 81.14%和 70.62%。同期，公司主营业务毛利率较 2014 年全年水平基本保持稳定，为 45.09%。

总体来看，作为江苏省内唯一的食盐批发经营主体，食盐业务一直是公司收入和利润的主要贡献来源，业务经营较为稳健。2013 年以来，公司减少了厨房食品、洗涤用品、日用百货等毛利较低且存在经营亏损的产品贸易销售额，以及子公司部分盐化工业务因破产清算而剥离，导致公司营业收入大幅下降，但毛利率水平获得较大提升。

2. 盐产品及盐化工业务

盐产品生产

2011 年以来，公司筹划下属子公司井神股份公开发行上市工作，为了避免公司下属子公司之间的同业竞争，公司对盐产品生产业务进行了整合，将公司持有的洪泽盐化 37%的股权、淮盐矿业 75%的股权和东泰公司的主要资产按评估价协议转让给井神股份。目前，公司盐产品生产全部由子公司井神股份负责。截至 2015 年 9 月底，公司原盐总产能超过 500 万吨/年，具有较强的规模优势。

表 6 近年公司盐产品产销情况（万吨）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
盐总产量	460.03	495.40	646.27	341.83
工业盐	383.19	421.15	572.81	292.05
食盐	76.84	74.25	73.46	49.78
盐总销量	460.38	488.00	611.08	337.46
工业盐	382.28	416.60	542.62	288.23
食盐	78.11	71.40	68.46	49.23

资料来源：公司提供

注：工业盐及食盐销量大于产量主要为公司有部分对外采购并通过自身渠道销售。

盐产品产销方面，2012~2014 年，公司年食盐产销量基本可维持在 70 万吨的水平，产销率较高。2013 年以来，公司食盐销售量有所下降，主要是由于公司根据国家食品添加剂要求，停止供应加锌、加硒、加钙、加铁等品种盐，导致省内外销量有所下降。2012~2014 年，公司加大工业盐销售力度，拓宽销售渠道，产销量呈不断上升趋势，进而带动公司盐总产量及销量的增长，2014 年工业盐产量及销量分别为 572.81 万吨和 542.62 万吨，较上年增长 36.01%和 30.25%。2015 年前三季度，公司工

业盐产销量同比有所下降，主要系下游市场需求减弱所致。

盐产品生产成本方面，井神股份盐矿资源均为岩盐，制盐工艺主要为真空制盐蒸发方式，电、水及设备折旧是主要的生产成本。井

神股份拥有自备电厂，煤炭采购量约 80 万吨/年，自备电厂发电量可满足自身 80%用电需求，其余 20%用电则从外部购买；盐矿注水主要来自盐矿周边的河水，可循环利用，公司仅需支付清洁费用等。

表 7 近年公司主要盐产品产销情况(单位: 万吨、元/吨、万元)

盐及盐类产品		2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
小包装食盐	产量	27.09	23.20	24.37	17.78
	销量	35.01	32.77	33.82	25.40
	平均售价	3344.18	3725.94	3957.56	4412.53
	销售额	117081.69	122109.69	133833.05	112095.81
大包装食盐	产量	49.75	51.05	49.09	32.00
	销量	43.10	38.63	34.64	23.83
	平均售价	564.74	664.62	696.85	677.67
	销售额	24340.52	25674.24	24141.58	16147.21
两碱用盐 (含液体盐)	产量	317.19	333.01	409.93	258.11
	销量	315.80	320.06	390.54	251.69
	平均售价	249.95	218.25	165.50	166.81
	销售额	78934.73	69853.60	64632.64	41984.64

资料来源：公司提供

食盐经营

公司食盐产品可依据包装重量分为两大类，即小包装食盐和大包装食盐。包装重量在 50 公斤以下的食盐称为小包装食盐，主要要用分包成居民日常食用的碘盐、低钠盐、绿色食盐等不同品种食用盐；而包装重量在 50 公斤以上（含 50 公斤）的食盐称为大包装食盐，主要用于含盐酱料、调味品等生产，且大包装便于远途运输，通常运往省外地区。

公司是江苏省境内唯一的食盐批发经营主体。运营模式及结算方式方面，公司食盐经营业务自 2005 年开始逐步推行统一采购、统一配送、统一结算、统一价格和统一营销的“五统一”运营模式。公司按月制定食盐采购计划，并逐月向食盐定点生产企业下达采购订单。公司与下属批发子公司（包括其分公司）进行内部结算，结算的调拨价格根据采购品种、成本、运费等综合因素制定。各类食盐的批发、销售价格严格按照国家政策执行。

定价方面，全国大包装食盐统一由国家物价局制订，小包装食盐则由各省物价局制订。

公司大、小包装食盐价格差异主要系包装、运输、销售等费用不同导致。

产品研发方面，食盐消费具有稳定性，公司食盐销售具有一定的总量限制。为满足不同消费层次的食盐产品需求以及板块效益的提升，公司积极推进食盐产品的升级换代和品种结构调整。近年来，公司成功开发了海藻碘盐、绿标盐及低钠盐等食盐新品种，提升了食盐产品品质和产品附加值。

为了进一步巩固食盐专营，公司按照国家发改委实施食盐流通现代化的要求，根据国家发改委 2005 年颁布的《关于印发推进食盐流通现代化实施方案的通知》，自 2006 年起全面实施食盐流通再造战略，致力于销售网络的建设，进行物流配送、直达终端，节约了中间环节费用。目前公司已建成苏南、淮安、泰州、连云港、丰县、盐城六大食盐配送中心。

按照配送要求，50 公里范围内，食盐由配送中心直接配送到零售终端；除此之外，主要采取配送中心配送至市或县公司（负责各市县食盐专营的子公司），再由市或县公司配送至

零售终端；后者是配送中心的主要运营模式。根据公司的发展要求，配送中心还承担着小工业盐和非盐食品的仓储和配送职责。

在建立区域配送中心的同时，公司积极探索并构建由直营店、专卖店和特许加盟店组成的“苏盐连锁”经营体系，向食盐市场终端贴近。2008年4月，江苏省苏盐连锁有限公司（以下简称“苏盐连锁”）在原全资子公司江苏省盐业集团南京有限公司的基础上成立，并将公司原负责各地级市食盐专营的子公司整体变更为苏盐连锁的分公司。2013年以来，公司为控制运营成本，进一步优化各直营门店销售半径，关闭全部加盟门店，并减少直营门店的保有量，截至2015年9月底，公司共有苏盐连锁门店325家，全部为直营门店，较2012年减少320家。

工业盐经营

盐产品按用途可分为工业盐、食用盐、农牧盐和渔盐。其中，工业盐又分为纯碱、烧碱工业用盐，俗称“两碱工业盐”；漂染、制革、冶金、制冰冷藏、陶瓷玻璃、医药等行业用盐，俗称“小工业盐”。公司两碱用工业盐的销售全部由下属生产企业自主决定。

公司工业盐销售主要集中于江苏省境内，另有部分销往上海、山东、浙江、安徽等外省地区以及出口日本、韩国和其他东南亚国家。近年来，受氯碱行业景气度低迷影响，两碱用盐价格持续下滑，2012~2014年复合变动率为-18.63%，2014年平均销售价格为165.50元/吨。

公司工业盐销售以先货后款的结算方式为主，账期通常为1~2个月，占销售比重95%左右；剩余部分以预付款加售后结清货款的方式进行结算，预付款比例一般为50%，剩余货款账期为1~2个月。

盐化工

2014年以前，公司盐化工业务的经营实体为下属子公司新世纪集团以及井神股份。公司在2008年收购无锡二十一世纪集团有限责任公司，并重组成立新世纪集团。2014年上半年，新世纪集团两家子公司格林艾普和东泰化工进入破产程序，并退出合并范围，其另一子公司盐海化工则转变为公司一级子公司。目前，公司盐化工业务全部由井神股份和盐海化工两家子公司负责，新世纪集团已无任何经营业务。

表8 近年井神股份主要盐化工产品情况（单位：万吨）

盐化工主要产品		2012年	2013年	2014年	2015年1~9月
纯碱	产能（万吨）	30.00	30.00	30.00	30.00
	产量（万吨）	44.40	47.88	49.82	35.03
	销量（万吨）	44.87	46.53	47.83	33.81
	平均售价（元/吨）	1132.21	1156.87	1249.25	1174.85
	销售额（万元）	50807.53	53828.26	59749.08	39725.54
	毛利率（%）	11.20	20.56	29.82	25.65
元明粉	产能（万吨）	43.40	41.80	41.80	41.80
	产量（万吨）	49.73	50.08	46.44	30.78
	销量（万吨）	44.87	50.08	45.30	33.08
	平均售价（元/吨）	399.54	376.97	331.56	265.75
	销售额（万元）	19945.15	18877.90	15020.09	8791.89
	毛利率（%）	27.70	32.42	24.11	7.99

资料来源：公司提供

注：上表中价格均为不含税价格；纯碱及元明粉产量大于产能主要系其生产设备实际产能高于设备预计产能所致，设备投产后公司未更改其产能标准。

井神股份盐化工业务主要为纯碱、元明粉等，纯碱和元明粉产能分别为 30 万吨和 41.80 万吨。2014 年，井神股份纯碱产量 49.82 万吨，并实现销量 47.83 万吨，平均销售价格较 2013 年提高 92.38 元/吨，为 1249.25 元/吨，主要系部分纯碱企业减产，导致纯碱市

场供应不足所致；元明粉产量及销量分别为 46.44 万吨和 45.30 万吨，平均销售价格较 2013 年下降 45.41 元/吨，为 331.56 元/吨。2015 年 1~9 月，井神股份纯碱产量 35.03 万吨，实现销量 33.81 万吨；元明粉产销量分别为 30.78 万吨和 33.08 万吨。

表 9 近年烧碱产品情况（单位：万吨）

盐化工主要产品		2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
烧碱	产能（万吨）	30.00	30.00	10.00	10.00
	产量（万吨）	25.30	24.02	9.37	7.59
	销量（万吨）	24.70	24.05	9.20	7.49
	平均售价（元/吨）	2381.67	1819.85	1753.09	1741.37
	销售额（万元）	58827.24	43760.02	16135.88	13038.27
	毛利率（%）	50.12	32.11	35.80	39.39

资料来源：公司提供

注：上表中价格均为不含税价格。

2012~2013 年，新世纪集团主要产品为烧碱、聚氯乙烯、雕白块和脂肪醇等，具有 30 万吨烧碱、10 万吨聚氯乙烯、2 万吨脂肪醇和 1.2 万吨雕白块的年生产能力。2013 年，新世纪集团烧碱产量 24.02 万吨，并实现销量 24.05 万吨；雕白块产销量分别为 0.97 万吨和 1.20 万吨，新世纪集团主要产品产销率均达到 97%以上。2014 年，公司烧碱生产线只剩下盐海化工拥有的 10 万吨产能，产量为 9.37 万吨，实现销量 9.20 万吨。毛利率方面，2013 年受烧碱价格下跌的影响，公司烧碱毛利率出现较大幅度的下滑；2014 年，受益于格林艾普和东泰化工资产剥离，烧碱生产成本相对低廉的盐海化工带动烧碱毛利率有所回升。

在生产烧碱过程中，会副产一定量的液氯、氯化苯及二氯苯等氯产品。近年来，虽然烧碱产品可维持一定利润水平，但受制于氯产品行情低迷，新世纪集团氯碱业务始终处于亏损状态。

总体来看，公司食盐经营体系较为成熟，在行业内处于领先水平，其较高的盈利能力是公司利润来源的保障。近年来，中国氯碱行业

景气度不佳，公司盐化工业务存在一定经营压力。此外，2014 年受新世纪集团子公司进入破产程序影响，公司盐化工业务规模大幅缩减。

3. 非盐板块经营

公司其他业务主要为非盐商品销售业务。2013 年以前，公司非盐商品销售业务发展迅速，2009~2012 年，非盐商品销售收入由 6.84 亿元迅速上升至 30.92 亿元，是公司其他业务收入的主要来源。2013 年以来，由于公司非盐商品采用的是贸易批发的形式，商品均来自外部采购，整体毛利水平很低，因此公司逐步减少了毛利较低的商品的贸易量。2014 年，公司实现非盐商品销售收入为 14.75 亿元，较 2013 年下降 23.66%。

近年来，公司在积极打造食盐流通体系的同时，为寻求配送设施和分销渠道的增值效果，公司加强了非盐商品销售的运营力度。目前，公司建设的食盐配送中心同时承担着非盐商品的配送任务，苏盐连锁下属连锁公司的各类店面也承担着非盐商品的批发销售，公司经营的非盐商品主要包括除盐之

外的厨房食品、洗涤用品、日用百货、酒水及化工类商品等。

总体看，2013 年以来，公司逐步减少了低毛利率的非盐商品销售量，从而导致公司营业收入下降较快，但公司整体利润水平影响很小。

4. 经营效率

2012~2014年，公司销售债权周转次数、

存货周转次数和总资产周转次数持续下降，三年均值分别为7.46次、5.73次和0.63次，2014年分别为6.47、4.28次和0.52次。

总体看，公司经营效率一般。

5. 在建项目

公司主要在建项目总投资为 2.93 亿元，截至 2015 年 9 月底已完成投资 1.83 亿元，公司短期内投资支出压力不大。

表 10 截至 2015 年 9 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	主要建设内容	总投资	截至 2015 年 9 月底累计投入	2015 年 10~12 月计划投资	2016 年计划投资
淮盐矿业公司 H29-H30 盐井组项目	钻凿一对水平对接连通盐井组，并敷设相应的采集卤管网。	900	161	639	100
园区首次征地及配套基础工程项目	征地，围墙建设，四通一平（通水、通电、通讯、敷设临时道路、场地平整），地质勘探及其他。	880	310	370	200
淮安碱厂 4 号石灰窑及其配套设施工程项目	土建工程、主体工艺设备、电气、仪表系统等。	2062	254	1408	400
无锡分公司物流中心迁建项目	项目占地 38672.9 平方米(约 58 亩)，现有总建筑面积 24031.87 平方米。	5834	4619.20	914.80	300
南通公司海安仓储中心项目	征用土地 45 亩，新建仓库 6700m ² 、办公辅助用房 5800m ² 以及码头、道路、绿化等相关配套设施和室外工程。	2400	1450	700	250
江苏公司如东盐化物流中心	新建和改造仓库及办公用房总建筑面积为 9584.37 平方米。	2650	773	877	1000
丰县公司配送中心	仓库、办公及配套项目：征地 3866.86 平方米，建筑面积 2400 平方米，其中配送中心业务楼 1000 平方米，仓储用房 1400 平方米。	744	99.70	524.30	120
苏盐连锁软件研发中心	办公楼、研发中心建筑面积 29840 平方米（含地下车库 11775 平方米）。	12946	9961	1000	1800
研发中心信息智能化	软件研发中心内部信息智能化建设。	930	720	110	100
合计	--	29346	18347.90	6543.10	4270

资料来源：公司提供

6. 未来发展

公司的发展目标是成为全国省级盐业公司中资产规模、经营规模和效益规模全面领先，具有较强核心竞争力，跨行业、跨区域的综合性企业集团。

公司积极制定“增长转型、创新驱动、体系再造和品牌制胜”的四大战略：在进一步巩固制盐、盐化工核心主业主导地位的基础上，充分利用苏盐连锁的网络和配送体系，不断提升推进非盐产品业务的贡献率；加强制度创新、技术创新和产品创新，提升企业运营效率和劳动生产效率，并推动产业链向下游延伸，

提升全产业链附加值；不断推进业务流程再造、管理体制再造和人力资源体系再造，努力发挥业务流程集成的优势，调整和优化组织结构、减少管理层次，建立灵活、高效的人力资源运行机制；制定和完善品牌建设规划和品牌策略，全力打造以“苏盐”和“淮”牌为主的企业品牌和产品品牌，不断提升企业知名度。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012年财务报告经江苏富华

会计师事务所有限公司审计，2013年财务报告经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；2014年财务报告经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了带有强调事项的标准无保留意见的审计结论。公司提供的2015年三季度财务报表未经审计。

合并范围变化：2013年公司合并范围未发生变化；2014年，新世纪集团为偿还欠公司债务，将所持盐海化工100%的股权抵偿给公司，公司随即将原二级子公司盐海化工变更为一级子公司。原二级子公司江苏省兴淮盐业公司和南京恒欣达房地产开发有限公司由于已关闭停产，处于清算阶段，因此不再纳入合并范围。2015年公司新设立江苏省苏盐生活家股份有限公司。近年来，合并范围变化对公司近年财务数据可比性存在一定影响。

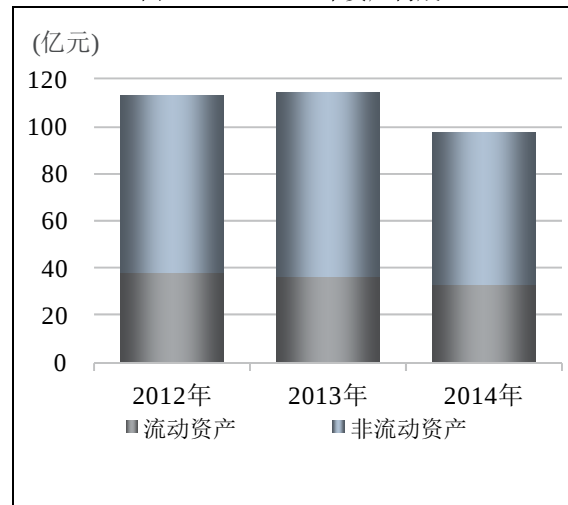
截至2014年底，公司资产总额97.63亿元，所有者权益合计37.64亿元（其中少数股东权益9.21亿元）。2014年，公司实现营业收入54.61亿元，利润总额1.09亿元。

截至2015年9月底，公司资产总额94.79亿元，所有者权益合计39.39亿元（其中少数股东权益9.27亿元）。2015年1~9月，公司实现营业收入35.01亿元，利润总额2.90亿元。

2. 资产质量

2012~2014年，受子公司进入破产清算并剥离的影响，公司资产总额年均复合下降7.28%。近三年，公司资产构成基本保持稳定，均以非流动资产为主。截至2014年底，公司资产总额为97.63亿元，其中流动资产和非流动资产分别占34.19%和65.81%。

图4 2012~2014年资产构成



资料来源：公司审计报告

流动资产

2012~2014年，公司流动资产亦呈下降趋势，年均复合下降6.58%。截至2014年底，公司流动资产合计33.38亿元，同比下降7.80%。公司流动资产主要由货币资金、应收票据、其他应收款和存货构成，分别占比33.88%、12.57%、19.66%和23.73%。

截至2014年底，公司货币资金11.31亿元，构成以银行存款为主，占比57.63%。公司受限货币资金为4.78亿元，占比42.26%，受限资金占比较高。

2012~2014年，公司应收票据持续减少，应收账款则有所波动。截至2014年底，公司应收票据合计4.20亿元，同比下降38.16%，主要系公司收入减少所致。公司应收票据由银行承兑汇票（占比89.07%）和商业承兑汇票（占比10.93）构成。截至2014年底，公司应收账款账面价值2.48亿元，其中1年以内应收账款占81.11%，1~2年的占4.42%，2~3年的占1.61%，3年以上的占12.86%，3年以上应收账款占比偏高。公司共计提坏账准备0.43亿元，计提比例14.70%。公司应收账款金额前5名共计占应收账款的35.61%。

表11 截至2014年底公司应收账款前5名明细

单位名称	所欠金额 (万元)	款项性质	占应收账款 比例(%)
------	--------------	------	----------------

江苏大和氯碱化工有限公司	5048.64	贷款	17.33
江苏省金桥盐业集团日晒制盐有限公司	3363.93	贷款	11.55
平湖旗滨玻璃有限公司	1521.72	贷款	5.22
中国石化集团南京化工工业有限公司连云港碱厂	335.95	贷款	1.15
盐城金豪化工有限公司	101.93	贷款	0.35
合计	10372.17	--	35.61

资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司其他应收款年均复合增长39.11%。截至2014年底，公司其他应收款6.56亿元，同比增长297.48%，主要系公司将已为格林艾普和东泰化工履行担保义务的4.59亿元计入其他应收款所致。从账龄来看，1年以内占其他应收款账面余额86.08%、1~2年占1.66%、2~3年占5.53%、3年以上占6.73%，整体账龄较为合理。公司计提坏账准备2.45亿元，其中1.73亿元为针对格林艾普和东泰化工代偿金额计提，考虑到两家公司已进入破产清算程序，公司履行担保义务的款项坏账可能性很高，公司其他应收款坏账准备计提不充分。

2012~2014年，公司存货年复合变动率为-7.75%。截至2014年底，公司存货账面余额8.19亿元，同比下降7.90%。从存货构成情况看，主要为库存商品（占57.15%）、原材料（占12.99%）和开发成本（占20.71%）。公司采用单项比较法对存货成本与可变现净值进行比较，按可变现净值低于成本的差额计提跌价准备。2014年，公司共计提存货跌价准备2708.71万元，占比3.31%。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产年均下降7.64%，截至2014年底为64.26亿元。公司非流动资产主要由固定资产（占比61.32%）、无形资产（占比14.88%）、长期股权投资（占比7.60%）、在建工程（占比6.50%）和可供出售金融资产（占比6.15%）构成。

截至2014年底，公司拥有可供出售金融资产3.95亿元，其中股票投资公允价值为2.80亿

元，初始投资成本为2.08亿元；其他主要系公司对江苏省信用再担保公司、湖南盐业股份有限公司等单位投资款项。

2012~2014年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长81.82%。截至2014年底，公司长期股权投资4.88亿元，同比增长277.14%，主要系格林艾普和东泰化工两家子公司因破产清算而剥离，公司将对上述公司投资款项调整计入长期股权投资所致，公司极有可能面临减值风险。

2012~2014年，公司固定资产年均下降7.75%。截至2014年底，固定资产账面价值为39.40亿元，同比下降24.56%。公司固定资产原值57.76亿元，其中机器设备占49.90%、房屋及建筑物占43.01%、电子设备占2.89%。公司累计计提折旧18.32亿元，计提减值准备414.89万元，公司固定资产平均成新率为72.33%，成新率较高。

2012~2014年，公司在建工程年均下降41.07%。截至2014年底，公司在建工程4.18亿元，同比下降53.66%，主要系两家破产子公司剥离所致。

2012~2014年，公司无形资产年均复合下降8.66%。截至2014年底，公司无形资产为9.56亿元，构成以土地使用权（占91.56%）和采矿权（占7.47%）为主。

截至2015年9月底，公司资产总额合计94.79亿元，较2014年底下降2.91%，其中公司应收票据较2014年底有所下降主要系当期货款回笼较多所致；从资产构成看，流动资产占比34.19%，非流动资产占比65.81%，资产结构保持稳定。

总体看，近几年公司资产以非流动资产为主，资产结构符合公司所在行业特征。2014年以来，受子公司进入破产程序而不再纳入合并范围的影响，公司资产规模大幅下降。此外，由于公司利用自有资金履行对子公司的担保义务，导致其他应收款大幅增长，其坏账可能性很高，对公司流动资金占用及资产流动性存

在较大影响。公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益波动中有所增长，年复合增长7.86%，截至2014年底为37.64亿元（含少数股东权益9.21亿元）。公司所有者权益中实收资本和资本公积分别占54.88%和4.90%，盈余公积和未分配利润分别占8.43%和29.90%，少数股东权益占比24.48%。公司所有者权益稳定性较好。

截至2015年9月底，公司所有者权益合计39.39亿元，较2014年底增长4.63%，主要是未分配利润增加所致。

总体看，近年来公司未分配利润占比有所增加，所有者权益稳定性一般。

负债

受子公司剥离的影响，2012~2014年，公司负债总额波动中有所下降，年复合下降14.06%，2014年底为59.99亿元，同比下降26.85%。从负债结构看，公司负债中流动负债占比稍高，为54.49%。

截至2014年底，公司流动负债合计32.69亿元，主要由短期借款（占49.69%）、应付票据（占3.78%）、应付账款（占20.01%）、预收款项（占3.10%）、其他应付款（占11.16%）和一年内到期的非流动负债（占9.35%）构成。

2012~2014年，应付票据年均下降58.26%，2014年底为1.24亿元，全部为银行承兑汇票；一年内到期的非流动负债年均增长46.63%，2014年底为3.06亿元，主要是一年内到期的长期借款，占比92.46%。

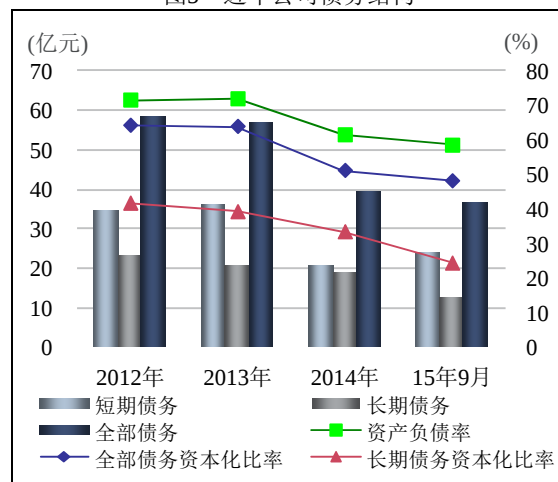
截至2014年底，公司非流动负债合计27.30亿元，主要为长期借款（占32.70%）、应付债券（占36.51%）和递延收益（占26.29%）。

截至2014年底，公司应付债券9.97亿元，包含公司于2012年发行的5亿元中期票据，以及井神股份分别于2013年和2014年发行的两期中期票据，合计金额5亿元。

有息债务方面，2012~2014年，公司全部有息债务逐年降低，年均下降17.61%。截至2014年底，公司有息债务39.43亿元，其中长、短期债务占比分别为47.92%和52.08%，短期债务占比较2013年底有所下降。

债务指标方面，公司资产负债率波动中有所降低，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率逐年下降，近三年均值分别为66.58%、57.59%和36.81%，2014年底上述指标分别为61.45%、51.16%和33.42%。公司整体债务负担有所下降。

图5 近年公司债务结构



资料来源：公司审计报告

截至2015年9月底，公司负债总额55.41亿元，较2014年底减少7.64%，其中流动负债占63.06%，非流动负债占36.94%，流动负债占比较2014年底增长8.57个百分点。同期，公司有息债务规模36.59亿元，较2014年底减少2.84亿元，短期债务占全部债务比重为65.33%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为58.45%、48.16%和24.36%。

总体看，2014年以来，受子公司破产剥离影响，公司债务负担有所减轻，债务结构有所优化。

4. 盈利能力

近年来，公司不断缩小贸易业务规模，使营业收入逐年减少，2012~2014年分别为89.40

亿元、80.86 亿元和 54.61 亿元，年均下降 21.84%。同期，公司营业成本也相应逐年降低，年均下降 28.78%，高于营业收入下降幅度。受此影响，2012~2014 年，公司整体营业利润率有所上升，分别为 20.53%、21.57%和 33.24%。

从期间费用来看，由于盐产品销售的流通成本较高、人员负担较重，公司销售费用和管理费用占比较高，2014年二者分别占比36.28%和48.28%。2012~2014年，公司期间费用分别为16.55亿元、16.70亿元和15.16亿元，占营业收入比重分别为18.51%、20.65%和27.75%。公司对期间费用控制有待加强。

2014年，公司资产减值损失2.38亿元，其中2.15亿元为应收类款项计提的坏账准备，剩余为存货跌价准备和商誉减值准备。

2012~2014 年，公司分别实现投资收益 0.07 亿元、0.19 亿元和 0.13 亿元，呈波动上升趋势，2013 年的增长主要来自子公司淮海盐化处置资产利得，以及公司参股企业分红所得；2014 年则全部为持有可供出售金融资产期间取得的投资收益。

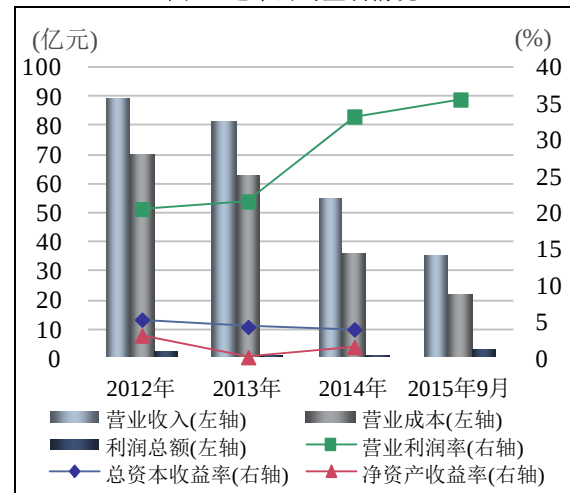
2012~2014 年，公司营业外收入分别为 0.67 亿元、0.72 亿元和 0.55 亿元，主要来自政府补助。

2012~2014 年，公司利润总额和净利润均呈波动下降趋势，年均下降分别为 28.93%和 24.03%，2014 年公司实现利润总额 1.09 亿元，净利润 0.59 亿元。

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司总资产收益率呈下降趋势，净资产收益率波动下降，三年均值分别为 4.37%和 1.46%，2014 年分别为 4.00%和 1.56%。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 35.01 亿元，同比下降 13.86%，系受非盐业务收入减少的影响。同期，由于期间费用有所下降，公司实现利润总额 2.90 亿元，同比增长 45%；公司营业利润率为 35.58%，较 2014 年全年水平上升 2.34 个百分点。

图6 近年公司盈利情况



资料来源：公司财务数据

总体看，2014 年以来，公司减少了商品贸易销售，加之两家二级子公司因破产而剥离，导致公司营业收入和营业成本有所下降。但受益于减少的贸易业务毛利率较低，且两家已剥离子公司长期亏损，公司整体盈利能力有所回升。由于两家二级子公司破产清算程序尚未完结，跟踪期内公司对其他应收款仅计提了部分坏账准备，如果未来继续计提坏账准备，将会对公司利润水平造成较大影响。

5. 现金流分析

经营活动方面，2012~2014年受营业收入下降的影响，公司经营活动现金流入量逐年降低，年均下降15.68%，2014年为64.39亿元；同期，公司现金收入比分别为97.43%、97.72%和107.64%，公司收入实现质量一般。近三年，公司经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金，2014年为53.88亿元。2012~2014年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为6.21亿元、12.82亿元和10.51亿元。

投资活动方面，2012~2014年，公司投资活动现金流入大部分为处置固定资产和其他长期资产收回的现金，主要为子公司江苏省新世纪盐化集团有限责任公司搬迁后处置固定资产利得和江苏省苏盐连锁有限公司拆迁补偿款；投资活动现金流出主要系对在建项目的

投资,体现为购建固定资产、无形资产等支付的现金。2012~2014年,投资活动产生的现金流量净额分别为7.57亿元、7.56亿元和-2.19亿元。

从筹资活动前现金流量净额情况看,2012年公司经营活动产生的现金流量净额无法满足公司投资活动的需要,公司有较大的外部筹资需求;2013年以来,公司经营活动产生的现金流规模大幅改善,公司对外融资压力有所减小。2012~2014年,公司筹资活动前现金流量净额分别为-1.36亿元、5.27亿元和8.32亿元。

从筹资活动来看,2012~2014年,公司筹资活动现金流入以银行借款为主。2013年,子公司发行债券收到1.98亿元,筹资活动现金流入34.97亿元;2014年子公司发行债券收到2.97亿元,筹资活动现金流入28.39亿元。公司筹资活动现金流出以偿还债务、支付银行利息为主。2012~2014年,公司筹资活动产生的现金流量净额分别为2.65亿元、-6.48亿元和-9.77亿元。

2015年1~9月,公司经营性现金流入量和净流量分别为38.93亿元和7.38亿元;随着公司在建项目的继续推进,公司投资活动现金流出1.16亿元,投资活动产生的现金流量净额为-0.89亿元;筹资活动产生的现金流量净额为-4.57亿元。

总体看,公司经营活动产生的现金流入规模逐年下降,但经营性净现金流有所提升;公司投资规模波动下降,考虑到未来投资规模不大,公司对外融资压力有所减小。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2012~2014年公司流动比率和速动比率均值分别为86.43%和65.76%,截至2014年底分别为102.10%和77.87%,较2013年底分别增加34.57个百分点和26.59个百分点;截至2015年9月底,公司上述比率分别为92.76%和74.19%。2014年,公司经营活动净现金流10.51亿元,经营活动

现金流动负债比上升至32.14%,较2013年上升8.22个百分点。总体看,公司短期偿债能力有所提升,但整体仍处于一般水平。

从长期偿债能力指标看,2012~2014年公司EBITDA分别为8.85亿元、8.56亿元和8.11亿元。同期,公司全部债务/EBITDA分别为6.57倍、6.63倍和4.86倍;EBITDA利息保障倍数分别为2.32倍、2.26倍和3.25倍。总体看,公司整体偿债能力尚可。

或有事项方面,截至2015年9月底,公司本部对格林艾普担保金额0.92亿元,下属子公司新世纪集团对格林艾普和东泰化工提供担保金额16.08亿元。公司担保比率43.16%,担保比率较高,存在一定或有负债风险。

截至2015年9月底,公司已获得52.84亿元的银行授信额度,其中,尚未使用授信余额21.80亿元,公司间接融资渠道畅通。2015年12月22日,子公司井神股份在上海证券交易所完成首次公开发行股票,公司融资渠道得到进一步拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据在中国人民银行征信中心查询的《企业信用报告》,截至2016年2月19日,公司无已结清的不良信贷信息记录;未结清的信贷记录中存在1笔合计2.10亿元关注类贷款,系子公司发生信贷违约,相关银行将上述贷款列为关注类所致;公司对外担保信息记录中,存在0.35亿元不良类保证担保,公司对外担保信息记录全部为对子公司的担保(含格林艾普和东泰化工)。

自2008年以来,公司已在资本市场上成功发行七期短期融资券、两期中期票据,均如期支付本金和利息,未发生债券市场违约事件。

8. 抗风险能力

公司是江苏省唯一的食盐批发专营企业,江苏省庞大的人口数量决定了食盐消费规模,并为公司带来稳定的现金流和利润来源。公司

是中国最大的原盐生产企业之一，具有明显的规模优势。整体看，公司具有较强的抗风险能力。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度 5 亿元，占 2015 年 9 月底公司全部债务和长期债务的比例分别为 13.66% 和 39.40%，本期中期票据的发行对公司债务结构影响较大。

截至 2015 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.45%、48.16% 和 24.36%，以公司 2015 年 9 月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 60.53%、51.36% 和 30.99%，公司债务负担有所加重，考虑到公司本期中期票据募集资金部分将用于偿还银行借款，公司实际债务比率将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014 年，公司经营活动流入量分别是本期中期票据发行额度的 18.11 倍、17.41 倍和 12.88 倍；经营活动净现金流分别是本期中期票据发行额度的 1.24 倍、2.56 倍和 2.10 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖能力强。

2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 8.85 亿元、8.56 亿元和 8.11 亿元，是本期中期票据的 1.77 倍、1.71 倍和 1.62 倍，对本期中期票据保障程度适宜。

总体看，公司经营活动现金流量对本期中期票据偿还保障能力较强。

十一、结论

公司主要从事盐矿开采、食盐及工业盐加工销售以及下游盐化工等业务，是江苏省唯一

的食盐批发专营企业，具有区域垄断性优势。公司拥有 7 个大中型井盐盐矿，可采储量合计约 25 亿吨，目前公司原盐年生产能力超过 500 万吨，在行业内位于领先地位。2013 年以来，公司逐步减少非盐商品贸易额和子公司部分盐化工业务停产，导致公司营业收入大幅下降，但受益于毛利率较低且存在经营亏损的业务量减少，公司盈利能力有所回升。

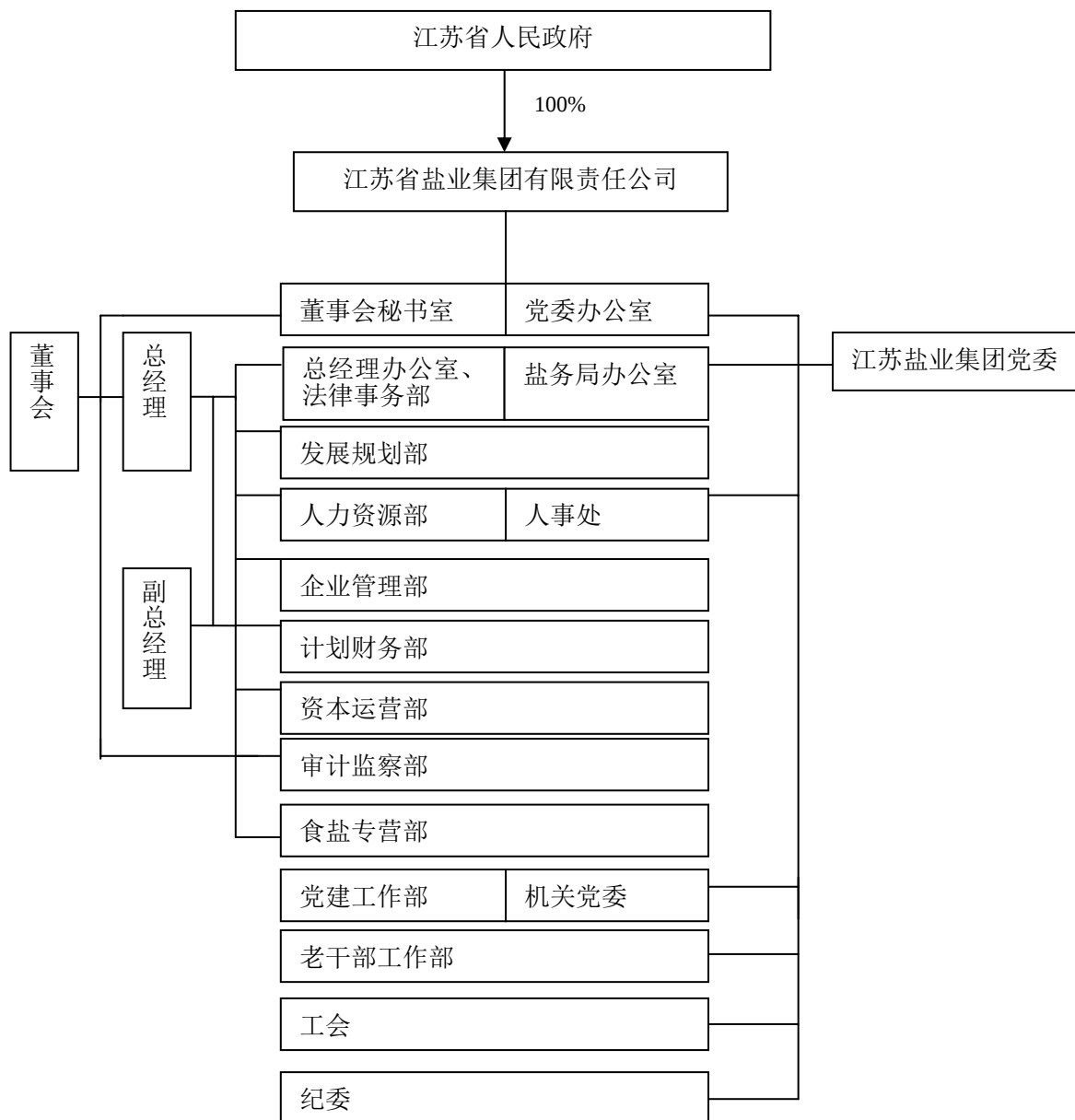
2014 年初，公司下属两家二级子公司格林艾普和东泰化工被法院判决进入破产清算程序，并退出公司合并范围，给公司资产造成一定损失。公司对两家公司负有担保义务的逾期贷款已基本代偿完毕，未来可能面临的损失包括过往累计对其投资金额和所代偿金额。

公司资产质量与所有者权益稳定性一般，随着井神股份成功上市，公司资本实力有所增强；公司期间费用占营业收入比重较高，对利润侵蚀严重，公司整体盈利能力一般。

总体看，公司主体长期信用风险低。

本期中期票据发行额度对公司现有债务影响较大，公司经营活动现金流量对本期中期票据保障程度较强，公司本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1-1 公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 截至 2015 年 9 月底公司纳入合并报表范围子公司基本情况

序号	公司名称	注册资本（万元）	投资比例（%）
1	江苏省淮海盐化有限公司	6600.00	100.00
2	江苏省盐业集团苏盐置业有限公司	3400.00	100.00
3	江苏晶元大酒店有限公司	500.00	100.00
4	江苏省苏盐连锁有限公司	36879.14	100.00
5	江苏省盐业集团南通有限公司	5000.00	46.00
6	江苏省东泰盐业投资管理有限公司	5000.00	80.00
7	江苏井神盐化股份有限公司	46944.00	59.68
8	连云港苏泰房地产开发有限公司	800.00	75.76
9	江苏省新世纪盐化集团有限责任公司	26520.07	72.00
10	江苏省盐海化工有限公司	15500.00	100.00
11	江苏省苏盐生活家股份有限公司	5000.00	55.00

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.12	14.91	10.72	14.64
资产总额(亿元)	113.57	114.13	97.63	94.79
所有者权益(亿元)	32.36	32.11	37.64	39.39
短期债务(亿元)	34.96	36.07	20.54	23.91
长期债务(亿元)	23.13	20.72	18.90	12.69
全部债务(亿元)	58.09	56.79	39.43	36.59
营业收入(亿元)	89.40	80.86	54.61	35.01
利润总额(亿元)	2.15	1.01	1.09	2.90
EBITDA(亿元)	8.85	8.56	8.11	--
经营性净现金流(亿元)	6.21	12.82	10.51	7.38
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.06	8.05	6.47	--
存货周转次数(次)	7.54	6.94	4.28	--
总资产周转次数(次)	0.79	0.71	0.52	--
现金收入比(%)	97.43	97.72	107.64	106.12
营业利润率(%)	20.53	21.57	33.24	35.58
总资本收益率(%)	5.34	4.33	4.00	--
净资产收益率(%)	3.15	0.18	1.56	--
长期债务资本化比率(%)	41.69	39.22	33.42	24.36
全部债务资本化比率(%)	64.23	63.88	51.16	48.16
资产负债率(%)	71.51	71.86	61.45	58.45
流动比率(%)	75.59	67.53	102.10	92.76
速动比率(%)	57.19	51.28	77.87	74.19
经营现金流动负债比(%)	12.28	23.92	32.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.32	2.26	3.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.57	6.63	4.86	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	18.11	17.41	12.88	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.24	2.56	2.10	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.77	1.71	1.62	--

注：1. 2015 年三季度财务数据未经审计；

2. 现金类资产扣除公司受限资金；

3. 已将列入其他流动负债的短期融资券调整至短期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注： 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期（非流动）负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

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

联合资信评估有限公司关于 江苏省盐业集团有限责任公司 2016 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在江苏省盐业集团有限责任公司主体长期信用等级有效期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

江苏省盐业集团有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。江苏省盐业集团有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注江苏省盐业有限责任公司的经营管理状况及相关信息，如发现江苏省盐业集团有限责任公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如江苏省盐业集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送江苏省盐业集团有限责任公司、主管部门、交易机构等。


联合资信评估有限公司
二零一六年三月十日