信用等级公告

联合[2018] 1876 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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江苏省盐业集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA+，“16 苏盐业 MTN001”和“16 苏盐业 MTN002”信用等级为 AA^{+}，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十四日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

江苏省盐业集团有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+	评级展望：稳定
上次评级结果：AA^+	评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 苏盐业 MTN001	5 亿元	2021/06/24	AA^+	AA^+
16 苏盐业 MTN002	2 亿元	2019/07/26	AA^+	AA^+

评级时间：2018 年 7 月 24 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产（亿元）	20.99	24.46	31.34	31.97
资产总额(亿元)	97.85	99.62	108.93	113.87
所有者权益(亿元)	41.85	42.83	58.01	61.59
短期债务（亿元）	26.65	23.53	20.67	21.32
长期债务（亿元）	9.27	11.88	10.26	10.66
全部债务(亿元)	35.93	35.41	30.93	31.98
营业收入 (亿元)	45.92	47.36	50.99	12.88
利润总额 (亿元)	1.82	1.83	1.90	1.27
EBITDA(亿元)	8.24	7.78	7.78	--
经营性净现金流（亿元）	10.32	9.51	7.21	1.73
营业利润率(%)	37.39	36.65	34.34	30.64
净资产收益率(%)	3.64	2.92	2.73	--
资产负债率(%)	57.23	57.01	46.75	45.91
全部债务资本化比率(%)	46.19	45.26	34.77	34.18
流动比率(%)	100.16	112.92	134.64	149.72
经营现金流动负债比(%)	26.39	25.38	21.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.36	4.55	3.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.67	4.63	5.38	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师
黄 露 潘云峰

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

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资源禀赋、生产规模效应、销售渠道建设等方面具备的综合竞争优势。跟踪期内，公司获得 10 亿元现金增资，资本实力有所提升，同时，受益于盐化工产品价格的大幅回升，公司收入利润持续增长。但联合资信也关注到 2017 年以来盐业体制改革，食盐销售区域和价格自由化，市场竞争压力加剧、食盐产品价格下降较快、公司期间费用占比高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，公司经营活动现金流量和 EBITDA 对存续期内债券保障能力较强。

综合评估，联合资信确定维持江苏省盐业集团有限责任公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“16苏盐业MTN001”和“16苏盐业MTN002”的信用等级为AA^+。

优势

1. 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。
2. 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，物流及销售渠道建设完善，提升了市场竞争力。
3. 跟踪期内，盐化工产品价格大幅回升，带动公司收入、利润水平稳步提升。
4. 跟踪期内，公司获股东增资，资本实力有所增强，债务负担有所减轻。
5. 跟踪期内，公司经营较为稳定，收现能力较强，货币资金充足，经营活动现金流量和EBITDA对存续期内债券保障能力较强。

关注

1. 盐业体制改革推进，市场化竞争激烈，食盐产品价格下降，导致食盐板块盈利能力

有所下降。

2. 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，盈利能力一般。
3. 公司其他应收款账龄较长，且计提坏账占比高，回收风险较大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由江苏省盐业集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

江苏省盐业集团有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

江苏省盐业集团有限责任公司（以下称“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，截至 2018 年 3 月底，注册资本达到 156000 万元，江苏省人民政府持有公司 100%股权，为公司实际控制人。

公司原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。根据《江苏省盐业监管体制改革方案》（苏政办发〔2018〕27 号，2018 年 3 月 27 日印发）“实行政企分开和市场化运营，撤销各级盐业公司加挂的盐务管理局牌子”精神，公司原承担的行政管理职能，现由省经济和信息化委、省食品药品监管局、省质监局、省工商局等 8 家相关行政机关承担。

公司经营范围为：原盐、加工盐的销售。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。交通运输、广告经营业务（限分支机构经营）。

截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司 13 家，其中全资子公司 8 家，控股子公司 5 家（含 1 家 A 股上市公司，井神股份，股票代码：603299）；公司本部设有人力资源部、食盐专营事业部、企业管理部、计划财务部、投资发展部、监察审计部等 15 个职能部门。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额为 108.93 亿元，所有者权益合计为 58.01 亿元（其中少数股东权益 12.64 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 50.99 亿元，利润总额 1.90 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 113.87 亿元，所有者权益合计为 61.59 亿元（其中少数股东权益 12.78 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.88 亿元，利润总额 1.27 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2016 年 6 月发行 5 亿元“16 苏盐业 MTN001”，用于补充流动资金和偿还银行借款；于 2016 年 7 月发行 2 亿元“16 苏盐业 MTN002”，用于偿还银行借款。截至 2018 年 3 月底，上述两期中期票据所募集资金已全部按募集资金用途使用完毕。其中，“16 苏盐业 MTN001”于 2017 年 6 月 24 日付息 2350 万元；于 2018 年 6 月 24 日付息 2350 万元；“16 苏盐业 MTN002”于 2017 年 7 月 26 日付息 736 万元；2018 年未到付息日。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16 苏盐业 MTN001	5.00	5.00	2016/06/24	2021/06/24
16 苏盐业 MTN002	2.00	2.00	2016/07/26	2019/07/26

资料来源：Wind资讯，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 盐业概况

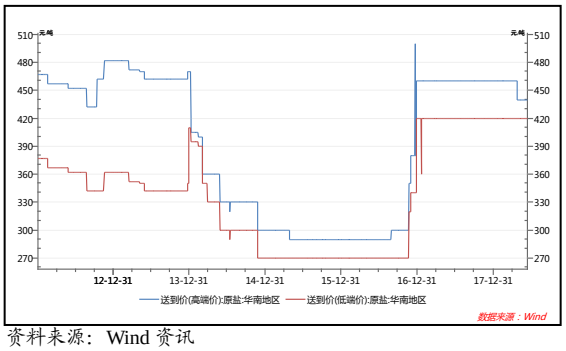
盐业是关系国计民生的重要产业，盐既是日常生活的必需品，又是不可缺少的化工原料。制盐工业兼有消费品工业和基础原材料工业的两重性，在国民经济中占有特殊重要的地位。盐产品可分为食盐、小工业盐和两碱用盐，与盐有关的产品达 1.4 万种之多，食品、化工、冶炼、陶瓷、玻璃、医药等工业均与制盐工业密切相关，纯碱行业和氯碱行业是制盐行业主要的下游行业。根据中国盐业协会预测，盐的总消费量预计平均每年将增加 200 万吨，增幅速度约为平均每年 5~8%。对于工业盐，自 1999 年起工业盐订货转入盐碱企业间的正常订货，目前工业盐市场已全部放开，属于市场竞争行业。

根据国家统计局数据，中国共有采盐企业 127 家。2017 年，中国原盐产量为 6226.60 万吨，同比保持稳定；2018 年 1~3 月，中国原盐产量为 983.60 万吨，同比下降 3.57%。

送到价方面，华南地区原盐送到价整体呈现高位运行的趋势，根据 Wind 资讯数据，2016 年 11 月后，原盐送到价（高端价）快速提升，于 2016 年 12 月底后保持稳定，2017 年，华南地区原盐送到价（高端价）平均为 460.00 元/吨，华南地区原盐送到价（低端价）平均为 419.75 元/吨；截至 2018 年 6 月 11 日，华南地区原盐送到价（高端价）为 440 元/吨，华南地

区原盐送到价（低端价）维持在 420 元/吨。

图 1　华南地区原盐送到价（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

2.　盐业政策

中国原实行食盐专营制度，主要有国务院《食盐专营办法》（国务院令第 197 号，2013 年修正）和《食盐专营许可证管理办法》（2006 年 4 月 28 日公布，国家发改委令第 45 号）两个框架性文件。

2016 年 5 月 5 日，国务院印发《盐业体制改革方案》（国发【2016】25 号）（以下简称“方案”），方案指出，在坚持食盐专营制度基础上推进供给侧结构性改革，坚持依法治盐，创新管理方式，健全食盐储备，严格市场监管，建立公平竞争、监管到位的市场环境，培育一批具有核心竞争力的企业，逐步形成符合中国国情的盐业管理体制。从 2017 年 1 月 1 日开始，放开所有盐产品价格，取消食盐准运证，允许现有食盐定点生产企业进入流通销售领域，食盐批发企业可开展跨区域经营。

方案强化食盐专业化监管，完善食盐专营制度。不再核准新增食盐定点生产企业，确保企业数量只减不增；坚持批发专营制度，以现有食盐定点生产企业和食盐批发企业为基数，不再核准新增食盐批发企业；保持现有专业化食盐监管体制不变，由盐业主管机构依法负责食盐管理与监督。

方案推进盐业管理综合改革，完善食盐储备制度。改革食盐生产批发区域限制，取消食盐定点生产企业只能销售给指定批发企业的规定，取消食盐批发企业只能在指定范围销售的规定；改革食盐政府定价机制，放开食盐出厂、批发和零售价格，由企业根据生产经营成本、食盐品质、市场供求状况等因素自主确定。各级价格管理部门要加强对食盐零售价格的市场监测，配合盐业主管机构采取措施，保持价格基本稳定，特殊情况下可依法采取价格干预或其他紧急措施，防止普通食盐价格异常波动；取消工业盐运销管理，取消各地自行设立的两碱工业盐备案制和准运证制度，取消对小工业盐及盐产品计入市场的各类限制，放开小工业盐及盐产品市场和价格；改革食盐储备体系，建立由政府储备和企业社会责任储备组成的全社会食盐储备体系，各省（区、市）根据本地食盐供需情况建立政府食盐储备，储备量不得低于本省（区、市）1 个月食盐消费量。

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、安徽共同构建成长江三角洲城市群，是世界级城市群之一。目前，盐业体制改革推进，打破食盐原有区域性垄断经营模式，但公司主要市场仍布局于江苏省。根据《江苏省 2017 年国民经济和社会发展统计公报》资料显示，2017 年，江苏省全年实现地区生产总值 85900.9 亿元，比上年增长 7.2%。其中，第一产业增加值 4076.7 亿元，增长 2.2%；第二产业增加值 38654.8 亿元，增长 6.6%；第三产业增加值 43169.4 亿元，增长 8.2%。全省人均地区生产总值 107189 元，比上年增长 6.8%。同期，消费品市场增势稳定。全年实现社会消费品零售总额 31737.4 亿元，比上年增长 10.6%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 28385.3 亿元，增长 10.2%；乡村消费品零售额 3352.1 亿元，增长 14.1%。

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。

六、基础素质分析

1.　产权状况

公司为国有独资企业，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．企业规模及竞争力

公司盐矿储量丰富，原盐生产具备规模效应。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”）目前共拥有淮安市淮安区黄码矿区、下关矿区、谢碾矿区、蒋南矿区、张兴矿区、石塘矿区，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8个大中型井盐盐矿，保有资源储量矿石量29.74亿吨，NaCl量15.33亿吨，伴生Na_2SO_4量3.20亿吨，所有采矿权的许可生产规模合计1194万吨/年。优质的盐矿资源充分保障公司生产盐及盐化工产品所需卤水供给。2017年，公司实际生产盐产品409.87万吨，实现盐产品销量449.05万吨，其中食盐产品销量105.97万吨。

江苏省是全国人口密度最高的省份之一，且食品工业发达，对食盐需求量高。公司原为江苏省唯一的食盐批发专营企业，具有地域垄断优势，此外，受益于淮盐品牌优势，公司产品省内市场占有率高。2017年，随着盐业体制改革的逐步推进，食盐市场竞争压力有所增强，但公司利用产销一体化优势，提早布局销售网络，为省外市场扩张奠定了良好的基础。

此外，公司注重产品研发，截至2017年底，井神股份拥有39项专利，其中22项发明专利、10项实用新型专利、7项外观设计专利。

总体看，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。

七、管理分析

2017年12月，陈小强先生新任公司副总经理和党委委员。除此之外，跟踪期内，公司高级管理人员、管理体制及管理制度等方面无其他重大变化。

陈小强，现任省盐业集团公司副总经理、党委委员，苏州盐业公司总经理、党委书记，苏州市盐务局局长、党支部书记。历任省盐业集团宜兴支公司副经理、党支部书记、经理，常熟分公司经理、党支部书记，常熟市盐务局局长，省苏南盐业公司办公室主任，淮安盐业公司党委书记、副总经理，淮安盐业公司总经理、党委副书记，淮安市盐务局副局长，苏州盐业公司总经理、党委副书记、党委书记，苏州市盐务局局长、党支部书记。

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用品、酒水和化工类商品等非盐产品的贸易销售收入。

表2　近年公司营业收入及构成（单位：亿元、%）

	2015年			2016年			2017年			2018年1~3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	37.27	81.16	46.56	39.77	83.98	43.98	42.34	83.04	41.03	10.66	82.74	35.64
其他业务	8.65	18.84	8.90	7.59	16.02	9.50	8.65	16.96	11.11	2.22	17.26	15.40
合计	**45.92**	**100.00**	**39.47**	**47.36**	**100.00**	**38.45**	**50.99**	**100.00**	**35.96**	**12.88**	**100.00**	**32.15**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司营业收入稳步增长，2017年实现营业收入50.99亿元，同比增长7.66%。其中，主营业务收入42.34亿元，占比83.04%，其他业务收入8.65元，占比16.96%。同期，

由于主营业务毛利率下降且占比较高，公司整体毛利率同比下降 2.49 个百分点至 35.96%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.88 亿元，为 2017 年全年的 25.26%，毛利率进一步下降至 32.15%。

表 3　近年公司主营业务及毛利率情况（单位：亿元、%）

行业名称	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
盐销售	25.08	63.07	55.95	24.42	57.69	48.77	6.69	62.76	41.55
化工品销售	13.47	33.87	22.00	17.31	40.89	29.50	3.84	36.02	24.22
房地产开发及销售	0.58	1.45	23.14	0.01	0.02	19.39	--	--	--
酒店餐饮服务	0.31	0.78	76.58	0.38	0.90	70.53	0.07	0.66	71.43
其他	0.33	0.84	36.72	0.21	0.50	39.26	0.06	0.56	38.97
合计	**39.77**	**100.00**	**43.98**	**42.33**	**100.00**	**41.03**	**10.66**	**100.00**	**35.64**

资料来源：公司提供

从主营业务收入来看，盐销售及化工品销售收入是公司主营业务收入的主要来源。其中，跟踪期内，受盐改影响，食盐生产企业可介入流通领域，公司不断扩大市场布局，食盐销量有所提升，但同时食盐价格呈下降趋势，综上盐销售板块实现收入 24.42 亿元，同比小幅下降；同期，盐化工产品销量较为稳定，但价格大幅上涨，导致化工品销售板块实现收入 17.31 亿元，同比大幅增长 28.51%。主营业务中非盐业务收入占比小，对公司收入利润影响小。

毛利率方面，2017 年初开始实行盐业体制改革，受此影响，食盐方面市场开拓及竞争压力加剧，食盐价格呈下降趋势，导致盐销售板块毛利率同比下降 7.18 个百分点至 48.77%；同期，受盐化工落后产能退出、环保要求提升以及下游市场需求增加影响，跟踪期内，化工品产品价格大幅提升，带动化工品销售板块毛利率同比提升 7.50 个百分点至 29.50%。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 10.66 亿元，其中盐销售和化工品销售收入分别占主营业务收入的 62.76%和 36.02%。毛利率方面，受市场竞争加剧导致产品价格有所下降以及燃料成本较高影响，盐销售和化工品销售毛利率均较 2017 年有所下降，分别为 41.55%和 24.22%。

整体看，由于 2017 年实行盐业体制改革，打破原有区域垄断的专营体制，公司提前布局销售渠道，食盐销量有所增长，但价格受竞争加剧影响有所下降；此外，盐化工产品价格受市场需求及燃料成本影响而有所波动。受上述因素影响，公司主营业务收入有所提升，但毛利率呈下降趋势。

2. 主营业务—盐产品及化工产品业务

盐产品生产

目前，公司盐产品生产全部由子公司井神股份负责。截至 2018 年 3 月底，公司盐产品生产能力达 400 万吨/年，具有较强的规模优势。

表 4　近年公司盐产品产销情况（万吨）

	2015 年	2016 年	2017 年
盐产品总产量	382.20	428.60	409.87
盐产品总销量	376.62	441.60	449.05

资料来源：公司提供
注：公司盐产品销量统计中含金桥制盐公司、银宝盐业公司等企业采购的盐产品销售，故销量高于产量；2017 年，公司从金桥制盐公司和银宝盐业公司 2 家公司采购盐产品约 30 万吨。

近三年，公司盐产品产销量整体均呈现增长趋势；2017 年产销量分别为 409.87 万吨和 449.05 万吨。

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，发电量可满足自身 80%

用电需求；盐矿注水主要来自于盐矿周边的河水，可循环利用，公司仅需支付清洁费用等。

食盐经营

随着盐业体制改革政策落地，食盐定点生产企业进入流通领域，省级盐业单位跨区域经营，导致行业竞争格局发生变化。资源配置向产销一体、跨区域经营、拥有资源、品牌、技术、人才等综合优势的规模企业集聚，产业集中度逐步提高。盐改以来，公司作为盐业产销一体化企业，在继续发挥省内食盐供应主渠道作用的同时，一方面深入推进供给侧结构性改革及盐业体制改革，淘汰落后产能、技术改造、节能降耗、优化产品结构、提高产品质量，着力降低产品成本；另一方面坚持以市场为导向，以品牌为核心，实施“走出去”战略，创造品牌溢价，提高产品品牌影响力，大力开拓更加高效的省外、海外销售渠道，提升公司市场竞争力。

目前，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，主要用于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。

运营模式及结算方式方面，公司食盐经营业务推行统一采购、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。2017 年，公司小包装食盐产销量分别为 32.30 万吨和 37.73 万吨；大包装食盐产销量分别为 61.58 万吨和 68.24 万吨；小包装食盐销量同比增长 5.78%，大包装食盐销量同比提升 25.79%。

定价方面，2017 年 1 月 1 日起实行盐业改制，放开市场区域限制和价格管控，由于市场竞争加剧，2017 年公司小包装食盐价格同比下降 31.37%，大包装价格同比下降 12.92%，受此影响，公司食盐销售毛利率有所下降。2018 年一季度，小包装食盐价格均呈现进一步下降趋势；大包装食盐价格趋于稳定。

产品研发方面，食盐消费具有稳定性，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、绿标盐及螺旋藻低钠盐等食盐新品种，提升了食盐产品品质和产品附加值。

工业盐经营

工业盐分为纯碱、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。

跟踪期内，因煤电油运、人工等成本高企，进口盐大量涌入，以及海盐及湖盐生产方面的限定影响，中国原盐产能逐年递减。随着两碱产业刚需逐步趋稳，国内原盐市场需求趋于稳定。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。2017 年，公司两碱用盐产销量同比有所下降，分别为 271.58 万吨和 280.44 万吨。同期，受供给侧改革、落后产能调整以及下游需求回升影响，两碱用盐销售均价稳步提升。

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

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”）。2014 年上半年，新世纪集团两家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”）进入破产程序，并退出

合并范围，其另一子公司江苏省盐海化工有限公司（以下简称“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，并于 2015 年开始不再纳入公司合并报表。

表 5　近年井神股份主要盐化工产品情况

盐化工主要产品		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
纯碱	产能（万吨/年）	30.00	30.00	60.00	60.00
	产量（万吨）	48.34	52.10	54.66	12.71
	销量（万吨）	46.28	51.00	48.65	14.15
	平均售价（元/吨）	1140.23	1165.03	1584.07	1480.78
	销售额（万元）	52766.48	59422.57	77064.99	20959.65
元明粉	产能（万吨/年）	41.80	41.80	41.80	41.80
	产量（万吨）	42.14	45.98	41.33	9.53
	销量（万吨）	43.78	44.48	45.18	6.80
	平均售价（元/吨）	265.34	286.81	394.75	442.52
	销售额（万元）	11616.64	12756.36	17834.99	3010.49

资料来源：公司提供

注：上表中价格均为不含税价格；元明粉产量大于产能主要系其生产设备经技改后实际产能高于设备预计产能所致，公司未更改其产能标准；近年来井神股份陆续开展“填平补齐”工程建设，纯碱产品的实际产能逐步扩大并高于设备预计产能，2017 年 4 月项目竣工，设计产能变更为 60 万吨/年。

井神股份盐化工产品主要为纯碱和元明粉，截至 2018 年 3 月底，产能分别为 60 万吨/年和 41.80 万吨/年。2017 年，前期技改等工程竣工，纯碱设计产能由 30 万吨/年提升至 60 万吨/年，产销量较为稳定，分别为 54.66 万吨和 48.65 万吨。同期，受益于下游需求增长以及供给侧改革和环保要求提升导致纯碱落后产能逐步退出，纯碱平均售价同比增长 35.97%至 1584.07 元/吨，带动产品毛利率提升至 33.40%，同比增长 5.16 个百分点。2017 年，元明粉产销量分别为 41.33 万吨和 45.18 万吨，平均售价同比增长 37.63%至 394.75 元/吨，带动产品毛利率同比提升 11.38 个百分点至 36.45%。2018 年一季度，纯碱产量同比小幅下降，但销量同比增长 29.58%至 14.15 万吨；销售均价有所回落；同期，元明粉产量同比较为稳定，销量同比下降 35.36%至 6.80 万吨，销售均价进一步提升至 442.52 元/吨。

表 6　近年烧碱产品情况（单位：万吨）

盐化工主要产品		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
烧碱	产能（万吨）	10.00	12.50	12.50	12.50
	产量（万吨）	10.34	10.12	10.70	2.65
	销量（万吨）	10.24	10.06	10.68	2.56
	平均售价（元/吨）	1779.26	2021.57	2920.85	2584.18
	销售额（万元）	18227.00	20346.00	31185.14	6622.68

资料来源：公司提供

注：上表中价格均为不含税价格。

盐海化工的主要产品为烧碱，跟踪期内，烧碱产销量较为稳定，2017 年分别为 10.70 万吨和 10.68 万吨；同期，烧碱平均售价受市场回暖影响而快速增长，2017 年为 2920.85 元/吨，同比增长 44.48%，带动烧碱毛利率同比提升 16.39 个百分点至 63.39%。2018 年一季度，

公司产品产销量分别为 2.65 万吨和 2.56 万吨，同比小幅提升，但产品价格较 2017 年有所下降，为 2584.18 元/吨，导致烧碱毛利率有所下降。

跟踪期内，公司食盐经营体系较为成熟，在行业内处于领先水平，但由于食盐市场竞争加剧，产品价格下降较快。同期，一方面原油、煤炭等价格回升带动化工产品成本提升，推高了盐化工终端产品价格；另一方面，由于供给侧改革及环保督查造成市场供不应求，也推动盐化工产品价格的提高，导致盐化工产品成为公司收入和利润的增长点。

3. 其他业务—非盐板块经营

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，整体毛利水平较低，因此公司逐步减少了毛利较低的商品的贸易量。2017 年，公司实现非盐产品销售收入 8.65 亿元，同比增长 13.97%；同期，毛利率同比提升 1.61 个百分点至 11.11%。

此外，公司成立了“苏盐生活家”，倡导“绿色、健康、安全”的消费理念，全面引入“互联网+”全新思维倾力打造“O2O+会员制+直销”的零售 4.0 新商业模式，整合江苏省 300 多家门店，将传统连锁经营蜕变成为线下体验、线上消费互动融合的全渠道现代连锁经营模式。通过融合网络营销模式、直销模式和传统的连锁模式，公司将主打产品从盐扩大到整个厨房、浴室等盐生活品，并从卖产品拓展到“卖健康理念”“卖生活方式”。

总体看，跟踪期内公司经营的非盐商品主要包括除盐之外的厨房用品、洗涤用品、日用百货、酒水及化工类商品等，公司有意识的减少毛利率较低的商品的贸易量，但该板块盈利能力有所提升。

4. 经营效率

2015~2017年，公司销售债权周转次数呈波动下降趋势，三年加权均值为7.03次，2017年为7.00次；同期，公司存货周转次数和总资产周转次数均呈上升趋势，三年加权均值分别为4.31次和0.48次，2017年分别为4.59次和0.49次。

总体看，跟踪期内公司经营效率有所提高。

5. 在建项目

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建项目总投资为 4.32 亿元，已完成投资 3.38 亿元，短期内投资支出压力不大。

表 7 截至 2018 年 3 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 2018 年 3 月底累计投入	2018 年 4~12 月计划投资
井神股份公司第二分公司产业升级改造项目	（1）卤水净化车间 270 万方/年；（2）五效深井岩盐车间 60 万吨/年；（3）深井岩盐包装仓储车间；（4）食盐加工车间；（5）自然晶盐及低钠盐生产车间（15 万吨/年+4 万吨/年）；（6）自然晶盐生产原料区；（7）多品种盐仓储车间；（8）集中供热供电工程；（9）取水工程；（10）给水处理站；（11）总图工程。	36068.00	33152.62	2915.38
杨槐块段石盐资源勘探项目	包括：资料收集与二维物探，六口勘探井工程，地质报告编制工作、地质普查报告符合省国土资源厅要求，提交并通过评审、套管管材及固测井、采矿许可证办理。	2971.62	562.66	2408.96
盐海化工 5000 吨/年高纯氯化氢项目	利用现有土地和公用工程，与盐城宇杨化学有限公司合作建设 5000 吨/年高纯氯化氢项目，由宇杨化学全额出资 3500 万元在盐海化工生产区内新建生产装置。一期产能 2000 吨/年，投资 1000 万元。	3500.00	0.00	3500.00
宜兴分公司配送中心仓库改造项目	拆除原 1 号仓库，改扩建一幢仓库（局部二层），建筑面积 1786 ㎡。在 3 号、4 号仓库之间增设彩钢棚，建筑面积 842 ㎡。对原有 2 号、3 号、4 号仓库进行改造维修，新建室内地坪 3000 ㎡，对墙面做防水处理等。新建道路、室外管网等辅助工程。	535.00	40.47	494.53

无锡盐业公司锋尚文创中心办公用房装修项目	对锋尚文创中心办公用房共计 10 间进行装修，建筑面积 1004.7 平方米,其中：17 楼 8 间，建筑面积 860.68 平方米；12 楼 2 间，建筑面积 144.02 平方米。	150.00	0.00	150.00
合计	--	**43224.62**	**33755.75**	**9468.87**

资料来源：公司提供

6. 重大事项

根据公司 2018 年 2 月 9 日公告，井神股份于 2017 年 11 月 15 日发行公告《江苏井神盐化股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易预案（修订稿）》，拟向公司发行股份购买其持有的注入公司食盐经营相关业务后的江苏省苏盐连锁有限公司（以下简称“苏盐连锁”）100%股权以及江苏省盐业集团南通有限公司（以下简称“南通盐业”）51%股权。

2018 年 1 月 16 日，公司取得江苏省国资委出具的《江苏省国资委关于同意江苏井神盐化股份有限公司资产重组暨非公开发行股票有关事项的批复》，同月 22 日，井神股份 2018 年第一次临时股东大会通过《江苏井神盐化股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）》等相关议案。2018 年 1 月 26 日，本次交易事项申请，已经中国证监会正式受理。

截至公告日，2017 年 9 月底的标的资产审计、评估工作已经完成。公司与井神股份已分别于 2017 年 10 月 6 日和 2018 年 1 月 5 日分别签订《江苏井神盐化股份有限公司与江苏省盐业集团有限责任公司之发行股份购买资产协议》和《江苏井神盐化股份有限公司与江苏省盐业集团有限责任公司之发行股份购买资产协议补充协议》。此次交易完成后，公司对井神股份的持股比例将由 48.83%上升至 63.00%。

本次重组是公司响应国务院《盐业体制改革方案》和省政府《关于促进盐业健康发展的意见》的要求，进一步优化公司内部资源配置，将食盐批发经营相关业务注入上市公司。通过本次重组，公司将进一步加强对井神股份的实际控制力，井神股份也将成为食盐行业产销一体化新兴企业，有利于提升公司核心竞争力。

本次重大重组事项已于 2018 年 7 月 4 日获得中国证监会的有条件通过。联合资信将持续关注上述事项进展及对公司的影响。

九、财务分析

公司提供了 2016~2017 年财务报告，众华会计师事务所（特殊普通合伙）该报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务数据未经审计。

2017 年以来公司合并范围无变化，但因股权划转影响，江苏省苏盐生活家股份有限公司从一级子公司划为二级子公司，江苏苏盐资产管理有限公司、江苏省苏盐健康厨房商贸有限公司、徐州苏盐生活家酒店管理有限公司、苏州银河激光科技股份有限公司从二级子公司划为一级子公司。截至 2018 年 3 月底，公司合并范围内子公司 13 家，较 2017 年无变化，公司财务数据连续性及可比性强。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额为 108.93 亿元，所有者权益合计为 58.01 亿元（其中少数股东权益 12.64 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 50.99 亿元，利润总额 1.90 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 113.87 亿元，所有者权益合计为 61.59 亿元（其中少数股东权益 12.78 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.88 亿元，利润总额 1.27 亿元。

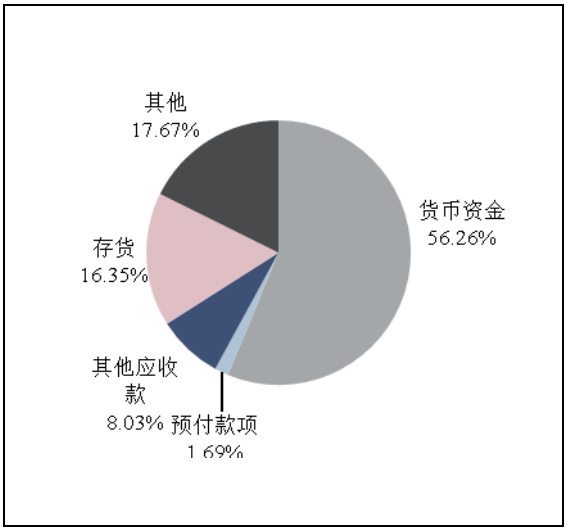
1. 资产质量

跟踪期内，公司经营较为稳定，截至 2017 年底，公司资产合计 108.93 亿元，同比增长 9.35%，主要由于货币资金和无形资产的快速增长。截至 2017 年底，公司流动资产占比 42.32%，公司资产结构较为稳定。

截至 2017 年底，公司流动资产 46.10 亿元，同比增长 8.96%，其中，货币资金（占比 52.26%）、应收票据（占比 11.15%）、存货（占

比 16.35%）。

图 2　2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2017 年底，公司货币资金 25.93 亿元，同比增长 38.85%，主要由于省政府为支持公司发展，要求江苏省国信资产管理集团有限公司、江苏交通控股有限公司和江苏省沿海开发集团有限公司对公司合计增资 10.00 亿元导致其他货币资金的增长。公司货币资金中，银行存款占比 63.40%；同期，公司受限资金 47.83 万元，为应付票据保证金，受限资金占比低。

截至 2017 年底，公司存货账面原值 7.59 亿元，同比增长 9.26%，主要由于库存商品和开发成本的增长。2017 年，公司对原材料和库存商品合计计提跌价准备 0.05 亿元。截至 2017 年底，公司存货账面净值 7.54 亿元，同比增长 12.45%。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面余额 10.02 亿元，同比有所增长；累计计提坏账准备 6.32 亿，计提比例 63.05%，主要系对原关联公司江苏省格林艾普化工股份有限公司（4.82 亿元其他应收款）和江苏省新世纪盐化集团有限责任公司（1.59 亿元其他应收款）的全部往来款计提坏账准备。按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款 9.42 亿元（计提坏账准备 6.30 亿元），1 年以内占比 22.95%；1~2 年占比 5.13%；2~3 年占比 16.18%；3 年以上占比 55.74%，整体看，公司其他应收款账龄较长，且由于关联公司已破产清算，公司坏账占比较高。

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 62.83 亿元，同比增长 9.63%，其中，可供出售金融资产占比 8.42%、固定资产占比 54.74%、无形资产占比 20.74%。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 5.29 亿元，全部为可供出售权益工具。2017 年，公司新增对北京汇恒环保工程股份有限公司投资 0.42 亿元以及增加对江苏淮安农村商业银行股份有限公司投资 0.27 亿元，受此影响，公司可供出售金融资产同比增长 12.01%。

截至 2017 年底，公司固定资产原值 62.00 亿元，同比有所增长，主要由于井神股份其他工程、纯碱填平补齐项目和连锁项目等在建工程转入。截至 2017 年底，固定资产累计折旧 27.57 亿元，2017 年，固定资产减值准备 0.04 亿元。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 34.39 亿元，同比下降 7.27%，主要由机器设备和房屋建筑物构成。

截至 2017 年底，公司无形资产 13.03 亿元，同比增长 44.59%，主要由于公司计划将食盐批发业务及苏盐连锁公司、南通盐业公司注入井神股份公司，将其部分划拨土地变更为出让土地，土地使用权账面价值增加 3.84 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产合计 113.87 亿元，较 2017 年底增长 4.54%，其中流动资产占比 45.41%，非流动资产占比 54.59%，资产结构变化不大。截至 2017 年底，公司流动资产 51.71 亿元，较 2017 年底增长 12.17%，主要由于货币资金和其他应收款分别增长 6.40%和 101.91%至 27.59 亿元和 7.48 亿元。同期，公司非流动资产较为稳定，为 62.17 亿元，其中固定资产较 2017 年底增长 5.31%至 36.22 亿元；递延所得税资产较 2017 年底下降 36.58%至 1.91 亿元。

总体看，公司资产中非流动资产占比较高，

资产结构符合公司所在行业特征。公司流动资产中，货币资金占比较高，但其他应收款账龄偏长，且回收风险大，公司整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计58.01亿元，其中归属于母公司权益合计45.37亿元，同比增长44.56%，主要由于资本公积的快速增长。截至2017年底，公司资本公积15.45亿元，同比增长754.65%，一方面由于国有资本投入增加10.00亿元（江苏省政府为支持公司发展，批准江苏省国信资产管理集团有限公司、江苏交通控股有限公司和江苏省沿海开发集团有限公司对公司增资10亿元，截至2017年底实收10.00亿元，尚未完成工商变更，计入资本公积）；另一方面由于子公司江苏省苏盐连锁有限公司国有资本投入增加3.33亿元。截至2017年底，归属于母公司所有者权益中，实收资本占比34.38%、资本公积占比34.06%、未分配利润占比24.57%。同期，公司少数股东权益12.64亿元，同比增长10.43%。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计61.59亿元，较2017年底增长6.17%，主要由于未分配利润的增长，结构较2017年底变化不大。

总体看，公司所有者权益规模稳步提升，实收资本和资本公积占比高，权益稳定性较好。

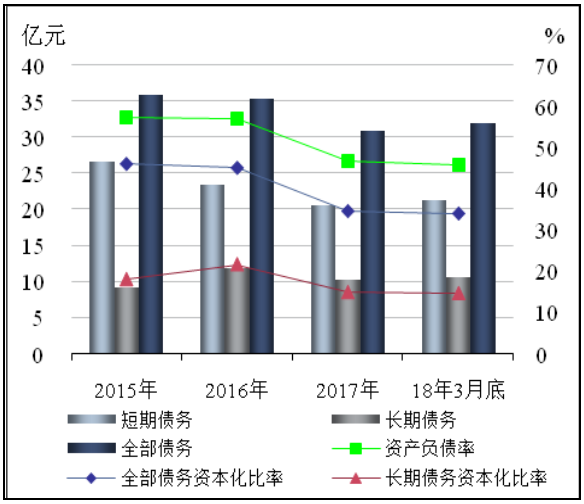
负债

截至 2017 年底，公司负债合计 50.92 亿元，同比下降 10.34%，主要由于一年内到期的非流动负债和长期借款的减少。

截至 2017 年底，公司短期借款 18.33 亿元，同比增长 27.21%，主要为信用借款的增长；同期，长期借款同比下降 33.20%至 3.26 亿元。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 1.72 亿元，同比下降 76.67%，主要由于公司偿还了一年内到期的长期借款和应付债券。

有息债务方面，主要由于长期借款和一年内到期的非流动负债的下降，截至 2017 年底，公司全部债务规模同比下降 12.65%至 30.93 亿元，其中短期债务占比 66.83%，债务结构较为稳定。同期，所有者权益快速增长，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均呈下降趋势，分别为 46.75%、34.77%和 15.03%。公司债务负担有所减弱。

图 3 公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 52.28 亿元，较 2017 年底变化不大。同期，公司全部债务 31.98 亿元，仍以短期债务为主（占比 66.67%）。受益于公司所有者权益的增长，截至 2018 年 3 月底，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小幅下降至 45.91%、34.18%和 14.75%。

跟踪期内，公司负债结构较为稳定，债务规模有所下降，受益于所有者权益增长，债务负担持续下降，债务负担较轻。

3. 盈利能力

公司整体经营较为稳定，2017 年，公司实现营业收入 50.99 亿元，同比增长 7.66%，主要由于盐化工产品价格大幅提升；同期，公司营业成本 32.65 亿元，同比增长 12.02%，增幅高于营业收入增幅，导致公司 2017 年营业利润率同比下降 2.31 个百分点至 34.34%。

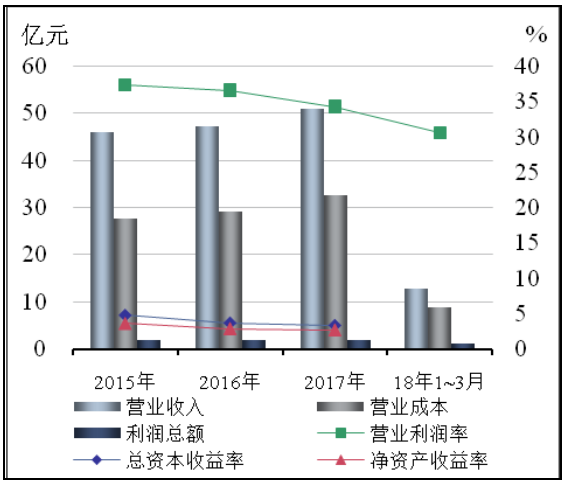
期间费用方面，随着盐业体制改革的推进，盐业市场逐步放开，公司在市场扩张等方面投

入加大，2017 年期间费用合计 12.78 亿元，其中销售费用和管理费用分别为 5.38 亿元和 6.11 亿元，分别同比增长 4.66%和下降 11.38%；同期，由于公司债务规模下降，财务费用同比下降 21.47%至 1.29 亿元。2017 年期间费用率同比下降 3.82 个百分点至 25.07%，公司成本费用控制能力有所提升，但仍有待加强。

非经常性损益方面，2017 年，公司资产减值损失 4.81 亿元，同比增长 115.95%，主要由于坏账准备大幅增长；同期，公司实现投资收益 0.19 亿元；收到各项补助及补贴款合计 0.80 亿元；由于政府补助的增长，公司营业外收入同比增长 209.77%至 1.16 亿元。整体看，公司非经常性损益对利润影响较大。

受上述因素影响，2017 年公司实现利润总额 1.90 亿元，同比有所增长；但由于同期公司所有者权益增长，导致净资产收益率和总资本收益率均有所下降，2017 年分别为 2.73%和 3.41%。

图 4　公司盈利能力指标情况



资料来源：公司财务报告

2018 年 1~3 月，公司实现收入 12.88 亿元，为 2017 年全年的 25.27%；同期，实现营业利润及利润总额分别为 0.85 亿元和 1.27 亿元；公司营业利润率有所下降，为 30.64%。

整体看，跟踪期内公司整体经营较为稳定，收入利润规模有所增长，受市场竞争压力加剧，食盐产品价格下降影响，盈利能力一般。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入量 62.19 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金 58.19 亿元。同期，公司经营活动现金流出量同比增长 22.69%至 54.98 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金 32.78 亿元。2017 年，公司经营活动产生的净现金流为 7.21 亿元，同比下降 24.19%。同期，现金收入比同增长 5.04 个百分点至 114.13%。整体看，公司经营活动收现能力有所增强。

投资活动方面，2017 年公司投资活动现金流入量受收回投资收到的现金（主要为银行理财产品 4.80 亿元）快速增长而大幅增长，为 5.39 亿元。同期，公司投资活动现金流出量同比增长 144.33%至 10.92 亿元，主要由于购建固定资产、无形资产等支付的现金 5.18 亿元和投资支付的现金 5.74 亿元（主要为银行理财产品 4.30 亿元）。2017 年，公司投资活动现金净流出 5.53 亿元，投资规模较 2016 年有所扩张。

2017年，筹资活动前公司现金活动表现为净流入1.68亿元，经营活动产生的现金足以覆盖投资活动的现金需求，公司对外筹资压力较小。

银行借款为公司的主要筹资方式，2017年公司筹资活动现金流入量为28.22亿元，其中取得借款收到的现金17.82亿元，同比下降13.05%，同期，公司吸收投资收到现金10.10亿元）。2017年公司筹资活动现金流出合计22.36亿元，同比下降29.50%，主要为偿还债务的现金（占90.30%）。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额为5.86亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流入量和净流量分别为15.07亿元和1.73亿元；2017年一季度，公司购买北京汇恒环保股权4200万元、购买理财产品1.00亿元以及获得省政府增资5.00亿元，相比于2017年的大额现金收支波动，2018年一季度公司投资活动和筹资活动现金流收支规模同比大幅下降，分别净流出0.58亿元和净流入0.45亿元。

2017 年，公司整体经营较为稳定，结算模式未发生改变，现金流量规模较 2016 年有所增长，收现能力有所提升。

5. 偿债能力

截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率别为 134.64%和 112.63%，同比分别上升 21.73 和 17.60 个百分点；同期，经营现金流动负债比保持在较好水平，为 21.05%。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别提升至 149.72%和 127.10%。整体看，公司短期偿债能力有所提升。

从长期偿债指标来看，2017 年公司 EBITDA 为 7.78 亿元，同比变化不大。同期，由于公司整体债务规模有所下降，利息支出减少，EBITDA 利息保障倍数上升至 5.38 倍，全部债务/EBITDA 下降至 3.97 倍，公司整体偿债能力有所提高。

公司对新世纪集团投资成本为 3.46 亿元，债权余额为 1.58 亿元，因新世纪集团停止经营、即将清算，不再并入公司合并范围，公司对其股权投资计提 3.46 亿元减值准备，对其债权计提 1.27 亿元坏账准备。此外，公司对新世纪集团子公司东泰化工和格林艾普的债权余额合计 5.45 亿元（不含东泰化工破产管理人借款 0.20 亿元）。上述公司均以进入破产清算程序，公司已向其破产管理人申报债权 6.05 亿元，其中存在反担保抵押权的债权合计 4.59 亿元，已申报反担保抵押权的设备价值合计 5.20 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司已收回部分破产分配财产合计 0.12 亿元，对其债权提取了 4.39 亿元坏账准备。

截至 2018 年 3 月底，公司合并范围无对外担保。

截至 2018 年 3 月底，公司获得银行授信人民币 43.48 亿元，尚未使用额度为人民币 19.98 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；此外，公司子公司井神股份为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10440306001166004），截至 2018 年 7 月 8 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司是江苏省内主要的食盐生产销售公司，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，公司综合抗风险能力强。

十、存续债券偿还能力分析

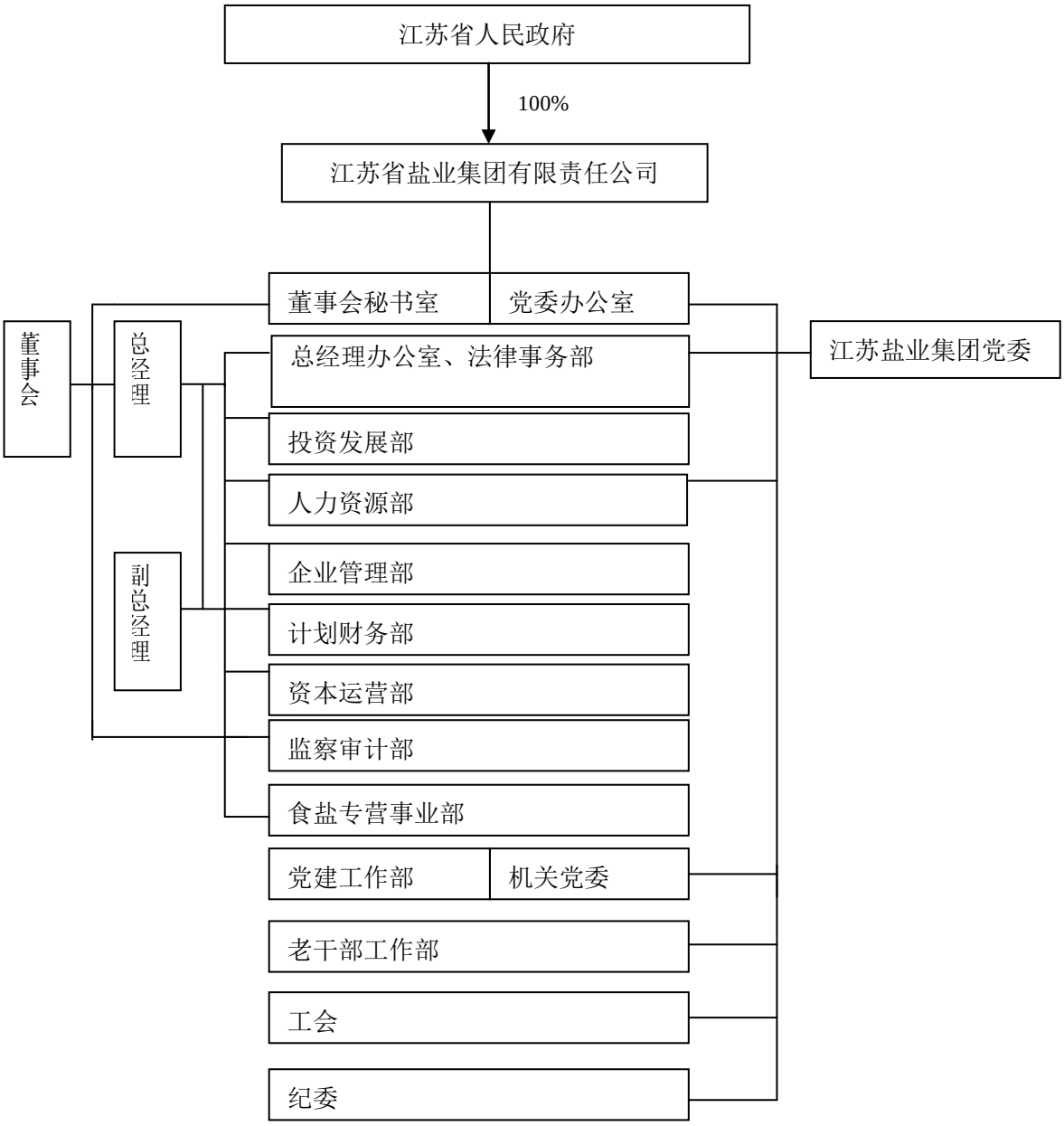
截至目前，公司存续期内债券分别为 5 亿元“16 苏盐业 MTN001”和 2 亿元“16 苏盐业 MTN002”，将分别于 2021 年和 2019 年到期兑付，即公司单年度最高偿付金额（以下简称“测算额度”）为 5 亿元。

2017 年，公司经营活动现金流入量和净流量分别为 62.19 亿元和 7.21 亿元，分别为测算额度的 12.44 倍和 1.44 倍；同期，公司 EBITDA 为 7.78 亿元，为测算额度的 1.56 倍，公司经营活动现金流量和 EBITDA 对存续期内债券的保障程度较好。

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持江苏省盐业集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，并维持“16 苏盐业 MTN001”和“16 苏盐业 MTN002”的信用等级为 AA^+。

附件 1　截至 2018 年 3 月底公司股权及组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.99	24.46	31.34	31.97
资产总额(亿元)	97.85	99.62	108.93	113.87
所有者权益(亿元)	41.85	42.83	58.01	61.59
短期债务(亿元)	26.65	23.53	20.67	21.32
长期债务(亿元)	9.27	11.88	10.26	10.66
全部债务(亿元)	35.93	35.41	30.93	31.98
营业收入(亿元)	45.92	47.36	50.99	12.88
利润总额(亿元)	1.82	1.83	1.90	1.27
EBITDA(亿元)	8.24	7.78	7.78	--
经营性净现金流(亿元)	10.32	9.51	7.21	1.73
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.16	6.97	7.00	--
存货周转次数(次)	3.71	4.24	4.59	--
总资产周转次数(次)	0.47	0.48	0.49	--
现金收入比(%)	112.65	108.19	114.13	104.95
营业利润率(%)	37.39	36.65	34.34	30.64
总资本收益率(%)	4.84	3.74	3.41	--
净资产收益率(%)	3.64	2.92	2.73	--
长期债务资本化比率(%)	18.14	21.71	15.03	14.75
全部债务资本化比率(%)	46.19	45.26	34.77	34.18
资产负债率(%)	57.23	57.01	46.75	45.91
流动比率(%)	100.16	112.92	134.64	149.72
速动比率(%)	82.12	95.03	112.63	127.10
经营现金流动负债比(%)	26.39	25.38	21.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.67	4.63	5.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.36	4.55	3.97	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。