信用等级公告

联合〔2019〕2021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^+，并维持“16苏盐业MTN001”和“16苏盐业MTN002”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月十八日

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

评级结果

本次评级结果：AA+
上次评级结果：AA+

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+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 18 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产（亿元）	24.46	31.34	30.85	29.04
资产总额（亿元）	99.62	108.93	108.93	113.24
所有者权益（亿元）	42.83	58.01	59.35	63.45
短期债务（亿元）	23.53	20.67	22.23	22.80
长期债务（亿元）	11.88	10.26	6.26	5.75
全部债务（亿元）	35.41	30.93	28.49	28.55
营业收入（亿元）	47.36	50.99	47.07	12.95
利润总额（亿元）	1.83	1.90	2.05	1.56
EBITDA（亿元）	7.78	7.78	8.01	--
经营性净现金流（亿元）	9.51	7.21	5.71	2.51
营业利润率（%）	36.65	34.34	31.32	32.94
净资产收益率（%）	2.92	2.73	2.58	--
资产负债率（%）	57.01	46.75	45.52	43.97
全部债务资本化比率（%）	45.26	34.77	32.43	31.03
流动比率（%）	112.92	134.64	121.16	134.89
经营现金流动负债比（%）	25.38	21.05	15.71	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.55	3.97	3.56	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.63	5.38	5.61	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；将 2019 年一季度长期借款和应付债券中一年内到期部分调整至短期债务测算

分析师：黄 露 李博恒
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、销售渠道建设等方面具备的综合竞争优势。跟踪期内，公司整体经营较为稳定，受益于资产减值的减少，公司利润水平有所增长。同时，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、盐化产品产销量及价格受环保限产等政策影响而波动较大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、EBITDA 及现金类资产对存续期内债券的保障程度好。

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+，并维持“16苏盐业MTN001”和“16苏盐业MTN002”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

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，公司经营较为稳定，收现能力较强，货币资金充足，债务负担较轻，公司经营活动现金流量、EBITDA及现金类资产对存续期内债券的保障程度好。

关注

1. 伴随盐业体制改革推进，市场化竞争激烈，食盐产品价格下降，导致公司食盐板块盈利能力有所下降。
2. 公司其他应收款账龄较长，已计提坏账占比高，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（以下简称“联合资信”）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（以下简称“公司”）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 2019 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、省市场监督管理局、省卫生计生委、省农委、省公安厅等行政机关承担。

公司业务主要为食盐、工业盐及盐化工产品的生产销售。

截至 2019 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 7 家，控股子公司 6 家（含 1 家 A 股上市公司，苏盐井神，股票代码，“603299.SH”）；公司本部设有投资发展部、人力资源部、计划财务部、食盐专营事业部、企业管理和审计部（信息化管理中心）等 18 个职能部门（含多部门合署办公）。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额为 108.93 亿元，所有者权益合计为 59.35 亿元（含少数股东权益 13.15 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 47.07 亿元，利润总额 2.05 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 113.24 亿元，所有者权益合计为 63.45 亿元（含少数股东权益 16.85 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 12.95 亿元，利润总额 1.56 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，期限为 5 年；于 2016 年 7 月发行 2 亿元“16 苏盐业 MTN002”，用于偿还银行借款，期限为 3 年。截至 2019 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”分别于 2017 年 6 月 24 日、2018 年 6 月 24 日和 2019 年 6 月 24 日付息 2350 万元；“16 苏盐业 MTN002”分别于 2017 年 7 月 26 日和 2018 年 7 月 26 日付息 736 万元。

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，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减

弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。

具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占比中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方

面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 食盐行业

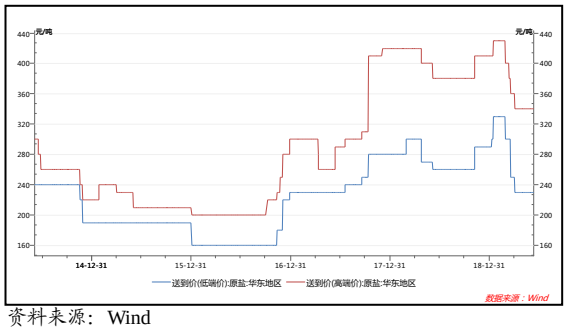
（1）行业概况

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 Wind 数据，2018 年中国原盐累计产量达 5836.2 万吨，同比下降 6.9%。2018 年，中国原盐累计进口 918.34 万吨，同比下降 0.8%；同期累计出口量 109.29 万吨，同比大幅增长 21.6%。

送到价方面，华东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，2017 年以来原盐送到价快速提升并于 2018 年高位保持相对稳定，至 2019 年初高位触顶后回落，截至 2019 年 6 月中旬，华东地区原盐送到价（高端价）为 340 元/吨，华东地区原盐送到价（低端价）维持在 230 元/吨。

图 1 华东地区原盐送到价（单位：元/吨）



资料来源：Wind

（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。

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材料，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。据统计，目前中国纯碱生产联碱法最多，氨碱法其次。

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 2　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，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。受价格影响，全行业实施去产能，2015 年纯碱行业产能 2907 万吨/年，同比减少 253 万吨，出口 220 万吨，全行业实现盈利 3.7 亿元，4 年来首次扭亏为盈，去产能成效初显。截至 2018 年底，中国纯碱产能约 3039 万吨/年，同比小幅下降，实际产量 2611 万吨，产能利用率 85.92%。

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。

从纯碱表观消费量情况看，2014—2017 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，2016 年纯碱表观消费量为 2403.95 万吨，同比仅增长 1.31%。2017 年，中国宏观经济增速为 6.9%，增速较 2016 年上升 0.2 个百分点；纯碱表观消费量 2539.29 万吨，同比增长 5.63%，增速有所回升。2018 年，中国纯碱产量和表观消费量均呈现下降趋势，分别为 2620.50 万吨和 2512.03 万吨。同期，中国纯碱进口 29.36 万吨，同比大幅增长 103.5%；纯碱出口 137.88 万吨，同比下降 23.1%。

表 3　近年中国纯碱产销情况（万吨、%）

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
产量	2514.70	2591.80	2588.30	2677.11	2620.50
表观消费量	2340.60	2372.17	2403.95	2539.29	2512.03
产销比	93.08	91.53	92.85	94.85	95.86

资料来源：Wind

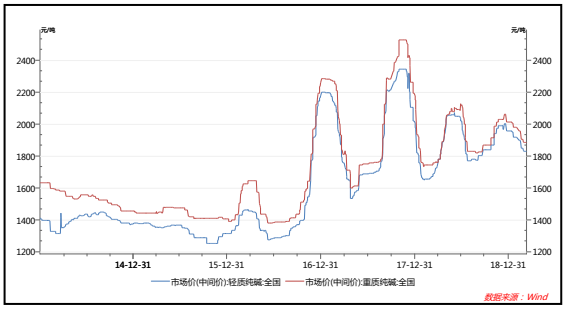
价格走势

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。经历了 2011—2015 年市场下滑周期，2016 年纯碱价格进入上行周期，2016 年 7 月，纯碱价格触底回升并快速增长，创下 2011 年以来的新高，行业整体盈利情况得到改善。具体以全国轻质纯碱市场中间价为例：2015 年纯碱价格波动下滑，且波动幅度较大，截至 2015 年 12 月 31 日轻质纯碱市场平均价为 1313 元/吨。2016 年年初至 2016 年 10 月，纯碱价格低位震荡，随后纯碱价格呈现井喷式增长，一直持续到 2017 年初。2017 年 1 月初，轻质纯碱价格达到 2286 元/吨的近年高点，随后企业增产，供需失衡，价格开始走低，至 5 月底开始有所反弹，截至 2017 年 8 月 1 日，轻质纯碱价格为 1761 元/吨，较年初高位回落 22.97%，同比上升 35.88%。后在环保限产和工厂生产线检修的影响下，纯碱价格快速走高，轻质纯碱价格在 11 月份达到 2346 元/吨的年内高点，后因为企业开工增加叠加下游需求萎缩，纯碱价格开始快速下滑。2018 年以来，纯碱价格波动较大，并于年底出现价格次高峰后持续下降，截至 2019 年 6 月中旬，轻质纯碱价格为 1846 元/吨，重质纯碱价格为 1907 元/吨，分别较 2019 年年初下降 5.67%和 5.31%。

图 2　近年国内纯碱价格走势图



资料来源：Wind

总体看，2016 年以来中国纯碱行业已走出前期低迷阶段，价格中枢较前期明显抬升，但由于行业产能总体仍过剩，供需处于不平衡状态，导致价格波动较大；未来，随着供给侧改革的推进和环保治理常态化，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，而具备规模、技术优势以及资源优势的大型纯碱企业或将通过兼并重组进一步提升自身竞争优势，行业供需格局有望得到优化，有利于行业健康稳步发展。

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 2018 年国民经济和社会发展统计公报》资料显示，2018 年，江苏省全年实现地区生产总值 92595.4 亿元，比上年增长 6.7%。其中，第一产业增加值 4141.7 亿元，增长 1.8%；第二产业增加值 41248.5 亿元，增长 5.8%；第三产业增加值 47205.2 亿元，增长 7.9%。全省人均地区生产总值 115168 元，比上年增长 6.3%。同期，消费品市场增势稳定。全年社会消费品零售总额比上年增长 7.9%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额增长 7.8%；农村消费品零售额增长 9%。

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

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 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。

2、企业规模

公司业务主要为食盐、工业盐及盐化工产品的生产销售。原盐采集方面，截至 2019 年 3 月底，一级子公司江苏苏盐井神股份有限公司（以下简称“苏盐井神”）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。

产品加工方面，截至 2019 年 3 月底，公司具备盐产品约 400 万吨/年的产能（不含卤水）。2018 年，公司盐产品合计 427.03 万吨，同比下降 4.90%。

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，盐业体制改革有条件放开市场后，公司仍具有江苏省内地域垄断优势；此外，受益于淮盐品牌优势，公司产品省内市场占有率高。

生产工艺方面，苏盐井神技术创新成果显著，牵头成立了井矿盐地下空间资源综合利用联合研发中心和罗平亚院士工作站，开展盐腔综合利用新技术研究，在老腔井组改造、溶腔检测和连通井采卤造腔等方面取得了丰硕的研究成果。2018 年，苏盐井神全年申报市级以上成果 5 项，申报并被受理专利 11 项，备案企业标准 6 件；研发出天然钙盐、天然硒盐、天然锶盐等 5 个食用盐新品，开发了冠军动能盐丸、洗碗机专用盐等 4 个特种产品，进一步促进了公司的产品升级。截至 2018 年底，苏盐井神拥有 42 项专利。其中，23 项发明专利，10 项实用新型专利，9 项外观设计专利。

总体看，公司是中国大型盐产品产销一体化企业之一，具有“循环经济、资源、运输、区位、技术创新、品牌”六大核心竞争优势；且产品质量较好，市场需求稳定，市场认知程度较高。

七、管理分析

跟踪期内，公司原副总经理郑海龙先生调任其他省属企业任职，原总会计师袁庆昆先生退休离职（目前总会计师暂时空缺）。

新任副总经理、党委委员濮兴生先生，本科学历、中共党员。濮先生曾任省粮食集团办公室副科长、主任科员、办公室主任，副总经理、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。

2018 年，苏盐井神向公司发行股份购买其持有的注入食盐相关业务后的江苏省苏盐连锁有限公司 100%股权和江苏省盐业集团南通有限公司 51%股权。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苏盐井神的实际控制力，苏盐井神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。本次重组于 2019 年 1 月 8 日完成，截至 2019 年 3 月底，公司持有苏盐井神 63.41%股份。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主要从事盐产品的生产，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。2016—2018 年，公司营业收入规模有所波动，分别为 47.36 亿元、50.99 亿元和 47.07 亿元；主营业务占比均保持 80%以上。

表 4　近年公司营业收入及构成（单位：亿元、%）

	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	39.77	83.98	43.98	42.34	83.04	41.03	39.84	84.64	35.85	10.72	82.78	38.32
其他业务	7.59	16.02	9.50	8.65	16.96	11.11	7.23	15.36	17.55	2.23	17.22	18.83
合计	**47.36**	**100.00**	**38.45**	**50.99**	**100.00**	**35.96**	**47.07**	**100.00**	**33.04**	**12.95**	**100.00**	**34.96**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司营业收入有所下降，2018 年实现营业收入 47.07 亿元，同比下降 7.67%。其中，主营业务收入 39.84 亿元，占 84.64%，其他业务收入 7.23 元，占 15.36%。同期，由于主营业务毛利率进一步下降且占比较高，公司整体毛利率同比下降 2.92 个百分点至 33.04%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 12.95 亿元，同比变化不大，为 2018 年全年的 27.51%，毛利率小幅回升至 34.96%。

表 5　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			2019 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
盐销售	25.08	63.07	55.95	24.42	57.69	48.77	21.22	53.25	44.23	5.76	53.73	42.51
化工品销售	13.47	33.87	22.00	17.31	40.89	29.50	18.06	45.33	25.05	4.56	42.54	33.48
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	0.36	0.90	82.09	0.07	0.65	77.97
其他	0.33	0.84	36.72	0.21	0.50	39.26	0.21	0.52	39.51	0.33	3.08	24.01
合计	**39.77**	**100.00**	**43.98**	**42.33**	**100.00**	**41.03**	**39.84**	**100.00**	**35.85**	**10.72**	**100**	**38.32**

注：小数位差异系四舍五入导致
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。受盐改影响，食盐生产企业介入流通领域，导致市场竞争加剧，公司食盐销量较为稳定，但受产品价格下降影响，盐销售板块收入有所下降，2018 年为 21.22 亿元，同比下降 13.10%；同期，化工品销售同比增长 4.33%，主要由于产品价格较高的纯碱销量的增长。2018 年以来，公司无房地产开发及销售收入；酒店餐饮服务及其他业务分别实现收入 0.36 亿元和 0.21 亿元。主营业务中非盐业务收入占比小，对公司收入利润影响很小。

毛利率方面，2018 年，公司主营业务综合毛利率为 35.85%，同比下降 5.18 个百分点。受盐业体制改革推进影响，食盐方面市场竞争压力加剧，导致食盐产品价格大幅下降；同期，两碱用盐价格有所回升，但增幅不及食盐产品价格降幅；且主要外采原材料煤炭价格持续高位盘整，综合因素导致盐销售板块毛利率同比下降 4.54 个百分点至 44.23%；2018 年，化工产品市场供需相对稳定，产品价格波动不大，但受煤炭成本提升影响，该板块毛利率同比下降 4.45 个百分点至 25.05%。

2019 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 10.72 亿元，同比变化不大。其中，盐销售和化工品销售收入分别占主营业务收入的 53.73%和 42.54%。毛利率方面，食盐市场竞争逐步回归理性，产品价格较 2018 年保持相对稳定，食盐业务盈利能力企稳；同时，化工产品受环保安全整治影响，部分企业停产限产导致化工产品价格较 2018 年增幅较大，带动该板块毛利率回升 8.43 个百分点至 33.48%。2019 年一季度，公司主营业务综合毛利率为 38.32%，较 2018 年有所回升。

整体看，由于 2017 年以来实行盐业体制改革，打破原有区域垄断的专营体制，公司提前布局销售渠道，食盐销量保持较好水平，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，跟踪期内，公司主营业务盈利水平及盈利能力有所下降。

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苏盐井神负责。截至 2019 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 6　近年公司盐产品产销情况（万吨）

	2016 年	2017 年	2018 年
盐产品总产量	428.60	409.87	416.12
盐产品总销量	441.60	449.05	427.03

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
资料来源：公司提供

近三年，公司盐产品产销量整体保持较好水平，2018 年盐产品产销量分别为 416.12 万吨和 427.03 万吨。

盐产品生产成本方面，苏盐井神盐矿资源均为岩盐，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。苏盐井神拥有自备电厂，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。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；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。2018 年，公司实现小包装食盐销量 36.25 万吨，同比下降 3.92%；同期，实现大包装食盐销售 71.45 万吨，同比增长 4.70%。

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，2018 年公司小包装食盐价格同比下降 25.69%，大包装价格同比下降 5.24%，受此影响，公司食盐销售毛利率有所下降。2019 年一季度，食盐市场竞争趋于理性回归，产品价格较 2018 年变化不大。

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、螺旋藻低钠盐以及零添加、零加碘、零加抗结剂的天然三零食用盐等食盐新品种，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。

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。2018 年，公司两碱用盐产销量同比有所下降，分别为 269.88 万吨和 265.92 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

截至目前，公司盐化工业务主要由苏盐井神和江苏省盐海化工有限公司（以下简称“盐海化工”）两家子公司负责。

表 7　苏盐井神主要盐化工产品情况

盐化工主要产品		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
纯碱	产能（万吨/年）	30.00	60.00	60.00	60.00
	产量（万吨）	52.10	54.66	55.13	15.93
	销量（万吨）	51.00	48.65	56.85	16.86
	平均售价（元/吨）	1165.03	1584.07	1582.54	1719.88
	销售额（万元）	59422.57	77064.99	89967.34	29005.27
元明粉	产能（万吨/年）	41.80	41.80	41.80	41.80
	产量（万吨）	45.98	41.33	36.94	3.60
	销量（万吨）	44.48	45.18	34.27	3.92
	平均售价（元/吨）	286.81	394.75	425.81	514.63
	销售额（万元）	12756.36	17834.99	14592.41	2015.17

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；近年来苏盐井神陆续开展“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
资料来源：公司提供

苏盐井神盐化工产品主要为纯碱和元明粉，截至 2019 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。2018 年，纯碱产销量较为稳定，分别为 55.13 万吨和 56.85 万吨；同期，产品价格小幅波动，为 1582.54 元/吨。2018 年，元明粉产销量均有所下降，分别为 36.94 万吨和 34.27 万吨，平均售价同比增长 7.87%至 425.81 元/吨。但由于煤炭成本提高且价格保持高位盘整，2018 年，苏盐井神盐化产品毛利率均有所下降。2019 年一季度，纯碱产销量均同比小幅提升，产品平均售价较 2018 年增长 8.68%，带动该板块毛利率的提升；同期，元明粉受原料结构变化影响，产销量同比明显下降，仅为 3.60 万吨和 3.92 万吨，但产品平均售价受产品供不应求影响较 2018 年进一步增长 20.86%，带动该板块毛利率的回升。

表 8　烧碱产品情况

盐化工主要产品		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
烧碱	产能（万吨）	12.50	12.50	12.50	12.50
	产量（万吨）	10.12	10.70	10.94	2.51
	销量（万吨）	10.06	10.68	10.96	2.75
	平均售价（元/吨）	2021.57	2920.85	2593.30	2371.13
	销售额（万元）	20346.00	31185.14	28458.30	6533.30

注：上表中价格均为不含税价格
资料来源：公司提供

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，2018 年分别为 10.94 万吨和 10.96 万吨；同期，烧碱平均售价同比下降 11.21%至 2593.30 元/吨。2019 年一季度，烧碱产销量同比变化不大，但产品平均售价进一步下降，导致该板块毛利率持续下降。

总体看，公司食盐经营体系较为成熟，在行业内处于领先水平，但由于跟踪期内食盐市场竞争剧烈，食盐产品价格下降较快；同期，化工产品经营相对稳定，且主要产品价格于 2019 年一季度明显增长，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。2018 年，公司实现非盐产品销售收入 7.23 亿元，同比下降 16.42%；同期，毛利率同比提升 6.44 个百分点至 17.55%。

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”和“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，该板块盈利能力有所提升。

4. 经营效率

2016—2018年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数呈波动下降趋势，三年加权均值分别为6.55次和0.46次，2018年分别为6.11次和0.43次；2016—2018年，公司存货周转次数呈波动增长趋势，三年均值为4.37次，2018年为4.30次。

总体看，跟踪期内公司经营效率有所下降。

5. 在建项目

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建项目总投资为 2.99 亿元，已完成投资 0.27 亿元，短期内投资支出压力不大。

表 9 截至 2019 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 2019 年 3 月底累计投入	2019 年 4—12 月计划投资	2020 年计划投资
苏盐井神淮盐健康生活体验项目	利用第二分公司原制盐 1 号线、2 号线、制盐办公楼及闲置库房，按空间布局“一廊一核四区”改扩建为淮盐健康生活体验项目。	3530.00	50.00	3480.00	0.00
高淳盐业公司现代物流仓储项目	项目用地面积 4651 平方米，拟建仓储及综合办公建筑面积 4052.61 平方米，用于高淳盐业经营批发及仓储物流配送	1300.00	0.00	700.00	600.00
苏盐井神一分公司实施液体钙加工升级技改项目	新建 1 套二水氯化钙两效蒸发系统、1 套片钙干燥和包装系统，配套建设配电、水、蒸汽等公用系统及基础设施	6661.54	230.00	4270.00	2161.54
苏盐井神实施高端盐及盐生活品研发展示体验中心基地项目	新建 1 栋高端食盐研发中试楼及 1 条高端食盐研发中试生产线、1 栋高端盐生活品研发中试楼及 2 条高端盐生活品研发中试生产线、1 间产品展示厅，配套建设道路、绿化及智能化系统	3983.00	828.58	3154.42	0.00
杨槐块段石盐资源勘探项目	杨槐块段石盐资源勘探项目，包括普查阶段与详查阶段	2971.62	815.00	800.00	1356.62
盐海化工 5000 吨/年高纯氯化氢项目	盐海化工公司合作建设5000吨/年高纯氯化氢项目。为盐海化工公司与盐城宇杨化学有限公司合作项目，由盐海化工公司提供 10 亩建设	3500.00	0.00	0.00	3500.00

	用地及公用工程配套，盐城宇杨化学有限公司全额出资建设				
苏盐连锁有限公司盱眙分公司仓储物流中心项目	建设一期工程 2000 平米仓储物流中心及 500 平米办公楼	781.00	50.00	331.00	400.00
无锡盐业公司盐品战略储备仓库及营业用房技术改造项目	1335.53m²的旧仓库及现 5 层办公楼一层（1632m²）改造；按照丙二类标准，新建 5065m²的标准钢结构仓库；将院内闲置建筑合规改造作为员工食堂及异地交流干部宿舍等辅助用房；配套改造安装 10KV 变电所设备，对码头 3800m 地面进行硬化；配套建设仓库及办公用房信息化系统，建设道路、绿化、排水系统等配套设施	2794.87	20.00	1774.87	1000.00
苏州盐业公司太仓（食盐）现代物流仓储项目	项目按照总建筑面积 13724.12m²，其中仓库建筑面积 12724.86m²（一层混凝土框架结构、二层钢结构）的方案实施	3884.91	246.10	1638.81	2000.00
宜兴分公司配送中心仓库改造项目	改扩建幢仓库及辅助用房、改造维修等	535.00	455.47	79.53	0.00
合计	--	**29941.94**	**2695.15**	**16228.63**	**11018.16**

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供了 2016—2018 年财务报告，众华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年一季度财务数据未经审计。

2017 年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。2018 年，公司合并范围新增 1 家一级子公司，为新设的江苏苏盐医疗科技有限公司。2019 年一季度，公司合并范围新增 1 家一级子公司，为四川自贡百味斋食品股份有限公司；同时剔除 2 家原一级子公司，分别为苏盐连锁和南通盐业。整体看，公司合并范围变化不大，财务数据连续性及可比性强。

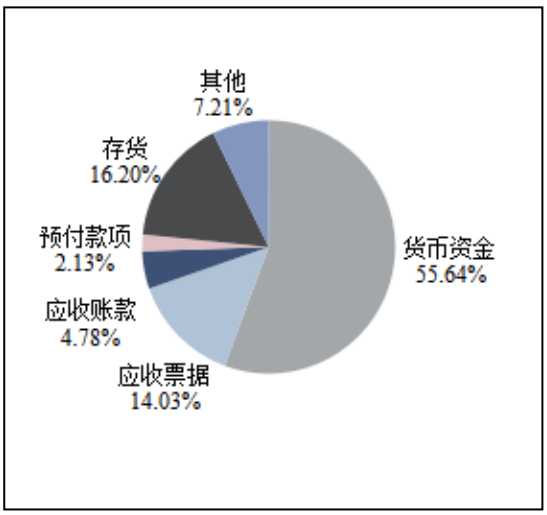
截至 2018 年底，公司（合并）资产总额为 108.93 亿元，所有者权益合计为 59.35 亿元（含少数股东权益 13.15 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 47.07 亿元，利润总额 2.05 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 113.24 亿元，所有者权益合计为 63.45 亿元（含少数股东权益 16.85 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 12.95 亿元，利润总额 1.56 亿元。

1. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模较为稳定，年均复合增长 4.57%。截至 2018 年底，公司资产总额 108.93 亿元，流动资产占 40.44%，非流动资产占 59.56%，公司资产以非流动资产为主。

图 3　2018 年底公司流动资产构成



注：小数位差异由四舍五入导致
资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司流动资产年均复合增长 2.04%，截至 2018 年底为 44.05 亿元，同比下降 4.43%，主要由货币资金（占 55.64%）、应收票据（占 14.03%）和存货（占 16.20%）构

成。

截至 2018 年底，货币资金 24.51 亿元，同比下降 5.48%，主要由于其他货币资金减少。截至 2018 年底，公司货币资金中银行存款 17.01 亿元（占 69.40%）；同期，公司受限资金 464.07 万元，为工程项目农民工工资保证金，受限资金占比低。

截至 2018 年底，公司应收票据 6.18 亿元，同比增长 20.25%，全部为银行承兑汇票。截至 2018 年底，公司应收账款 2.11 亿元，同比增长 6.80%。其中，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款 2.08 亿元，1 年以内占 84.46%，1~2 年占 4.11%，2 年以上占 11.43%；合计计提坏账准备 0.18 亿元，平均计提比例尚可，为 8.61%。

截至 2018 年底，公司存货账面原值 7.38 亿元，同比下降 2.77%，主要由于原材料和库存商品的减少。2018 年，公司对原材料和库存商品合计计提跌价准备 0.24 亿元。截至 2018 年底，公司存货账面净值 7.14 亿元，同比下降 5.31%。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面余额 9.97 亿元，同比有所下降；累计计提坏账准备 7.43 亿元，计提比例 74.57%，主要系对原关联公司江苏省格林艾普化工股份有限公司（其他应收款原值 5.26 亿元其他应收款，全部计提坏账准备）和江苏省新世纪盐化集团有限责任公司（其他应收款原值 1.59 亿元，计提坏账准备 1.27 亿元）的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 2.60 亿元（计提坏账准备 0.85 亿元），1 年以内占 17.48%；1~2 年占 24.47%；2~3 年占 15.99%；3 年以上占 42.06%，整体看，公司其他应收款账龄较长，对公司资金形成占用，且由于关联公司已破产清算，公司坏账占比高。

2016—2018 年，公司非流动资产年均复合增长 6.39%，截至 2018 年底为 63.88 亿元，同比增长 3.25%，主要由于可供出售金融资产和固定资产增长。截至 2018 年底，公司非流动资产主要由固定资产（占 57.52%）、无形资产（占 20.25%）和可供出售金融资产（占 10.02%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 6.50 亿元，全部为可供出售权益工具，同比增长 22.95%，一方面由于公司于当年新增对江苏苏盐国新发展基金（有限合伙）投资 1.00 亿元，另一方面由于公司前期投资的公允价值变动收益增长。

截至 2018 年底，公司固定资产原值 67.71 亿元，同比有所增长，主要产业升级节能技改工程项目等在建工程转入。截至 2018 年底，固定资产累计折旧 30.38 亿元，2018 年，固定资产减值准备 0.16 亿元。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 37.32 亿元，同比增长 8.51%，主要由机器设备和房屋建筑物构成。

截至 2018 年底，公司无形资产 13.13 亿元，同比变化不大，主要为土地使用权（占 93.68%）和采矿权（占 5.44%）。

截至 2018 年底，公司受限资产 0.59 亿元。其中，受限货币资金 0.05 亿元，为工程项目农民工工资保证金；受限应收票据 0.55 亿元，为票据质押。

截至 2019 年 3 月底，公司资产合计 113.24 亿元，较 2018 年底增长 3.95%，其中流动资产占 40.64%，非流动资产占 59.36%，资产结构变化不大。截至 2018 年 3 月底，公司流动资产 46.01 亿元，较 2018 年底增长 4.45%，主要由于应收账款、其他应收款和存货的增长。同期，公司非流动资产较 67.22 亿元，较 2018 年底增长 3.61%，主要由于可供出售金融资产的增长。

总体看，跟踪期内，公司资产规模及结构较为稳定。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

2016—2018年，公司所有者权益快速增长，

年均复合增长17.72%，截至2018年底为59.35亿元，同比增长2.31%，主要由于未分配利润的增长。截至2018年底，归属于母公司所有者权益合计46.20亿元，主要由实收资本（占33.77%）、资本公积（占33.45%）、未分配利润（占25.43%）构成。

截至2019年3月底，公司所有者权益合计63.45亿元，较2018年底增长6.91%，主要由于少数股东权益的增长。截至2019年3月底，归属于母公司所有者权益合计46.60亿元，较2018年底变化不大，一方面由于公司于2019年1月完成资产重组，资本公积较2018年底下降14.33%至13.24亿元；另一方面公司其他综合收益和未分配利润分别较2018年底增长65.03%和17.40%至1.45亿元和13.79亿元；归属于母公司所有者权益中实收资本和资本公积占比仍较高。同期，公司少数股东权益较2018年底增长28.13%至16.85亿元。

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

负债

2016—2018 年，公司负债规模持续下降，年均复合下降 6.56%，截至 2018 年底为 49.58 亿元，同比下降 2.63%，其中流动负债占 73.33%，非流动负债占 26.67%，公司负债以流动负债为主，且流动负债占比逐年提升。

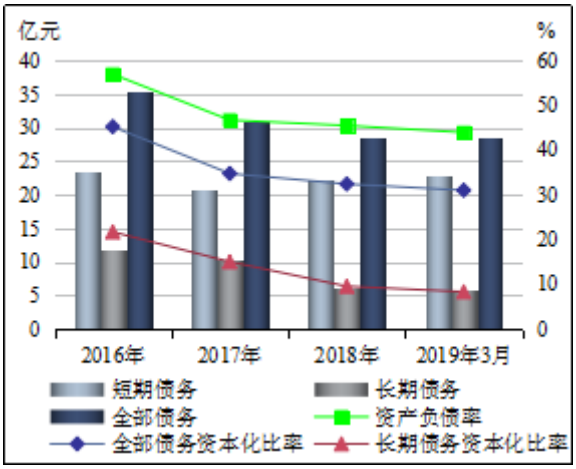
2016—2018 年，公司流动负债有所波动，年均复合下降 1.49%。截至 2018 年底，公司流动负债 36.36 亿元，同比增长 6.20%，主要由于一年内到期的非流动负债的增长。

截至 2018 年底，公司短期借款 16.73 亿元（信用借款占 90.98%），同比下降 8.68%，主要由于保证借款和短期融资券的减少。截至 2018 年底，公司应付账款 6.44 亿元，同比下降 4.02%，付款期限集中在 1 年以内；同期，公司其他应付款 4.22 亿元，同比增长 8.58%，主要为往来款、土地补偿款以及工程款，1 年以内占 71.13%、1~2 年占 6.62%、2~3 年占 11.43%、3 年以上占 10.82%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 5.10 亿元，同比增长 196.72%。其中，一年内到期的长期借款 3.10 亿元，一年内到期的应付债券 2.00 亿元（16 苏盐业 MTN002）。

2016—2018 年，公司非流动负债快速下降，年均复合下降 17.28%，截至 2018 年底为 13.22 亿元，同比下降 20.75%，主要由于长期借款和应付债券即将到期转入一年内到期的非流动负债科目。同期，公司递延收益 5.89 亿元，同比变化不大，主要为东泰土地返还款等政府补助。

有息债务方面，主要由于长期借款和应付债券即将到期转入一年内到期的非流动负债的科目，公司短期债务有所增长，长期债务快速下降。截至 2018 年底，公司全部债务规模同比下降 7.89%至 28.49 亿元，其中短期债务占 78.03%。同期，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有所下降，分别为 45.52%、32.43%和 9.54%，公司债务负担有所减弱。

图 4　公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 49.79 亿元，较 2018 年底变化不大。其中，流动负债 34.11 亿元，较 2018 年底下降 6.18%，主要为预收款项和一年内到期的非流动负债的减少；同期，公司非流动负债 15.67 亿元，较 2018 年底增长 18.55%，由于即将兑付的 3.00 亿元长期

债务未调整至一年内到期非流动负债科目。截至 2019 年 3 月底，将一年内到期的长期债务重分类后，公司全部债务 28.55 亿元，仍以短期债务为主（占 79.84%）。受益于公司所有者权益的增长，截至 2019 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进一步下降至 43.97%、31.03%和 8.32%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模有所下降，债务结构以短期债务为主，债务水平较低。

3. 盈利能力

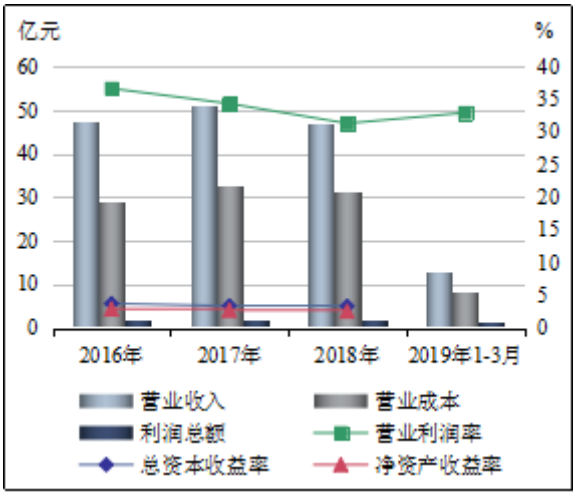
2016—2018 年，公司营业收入有所波动，分别为 47.36 亿元、50.99 亿元和 47.07 亿元；同期，营业成本波动增长，分别为 29.15 亿、32.65 亿元和 31.52 亿元。2018 年，受原材料价格和产品售价均有所回落影响，公司营业收入和营业成本分别同比下降 7.67%和 3.47%；营业收入降幅高于营业成本降幅，导致当期营业利润率同比下降 3.02 个百分点至 31.32%。

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，公司销售费用和管理费用（含研发费用）增长较快，2018 年分别为 5.70 亿元和 6.76 亿元，分别同比增长 6.03%和 10.64%；同期，公司债务规模有所下降，财务费用同比下降 32.10%。2016—2018 年，公司期间费用波动下降，期间费用率分别为 28.89%、25.07%和 28.34%，公司成本费用控制能力仍有待加强。

非经常性损益方面，2018 年，公司资产减值损失 1.25 亿元，主要由于破产清算子公司于前期计提坏账损失规模较大。2018 年，公司实现投资收益 0.30 亿元，同比增长 59.05%，主要为可供出售金融资产去的的收益有所增长；同期，公司营业外收入 0.98 亿元，同比下降 16.16%，主要由于政府补贴等所得的减少；营业外支出较为稳定，为 0.17 亿元，主要为非流动资产毁损报废损失和预计诉讼损失。整体看，公司非经常性损益对利润总额影响程度较大。

受上述因素影响，2016—2018 年，公司利润总额稳步增长，分别为 1.83 亿元、1.90 亿元和 2.05 亿元；净利润波动中有所下降，分别为 1.25 亿元、1.58 亿元和 1.53 亿元；同期，由于所有者权益的快速增长，公司总资本收益率和净资产收益率均呈现下降趋势；三年均值分别为 3.45%和 2.69%，2018 年分别为 3.37%和 2.58%。

图 5　公司盈利能力指标情况



资料来源：公司财务报告

2019 年 1—3 月，公司实现收入 12.95 亿元，为 2018 年全年的 27.52%，同比增长 0.54%；同期，实现营业利润及利润总额分别为 1.58 亿元和 1.56 亿元，同比分别增长 85.92%和 43.20%；主要由于原料价格下降以及期间费用的下降；2019 年一季度，公司营业利润率有所回升，为 32.94%。

整体看，跟踪期内公司整体经营较为稳定，收入规模下降，但由于减值损失减少，利润规模有所增长；受市场竞争压力加剧，食盐产品价格进一步下降影响，公司盈利能力一般。

4. 现金流分析

经营活动方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量波动中有所增长，分别为 54.32 亿元、62.19 亿元和 61.77 亿元，主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成。2018 年，由于产品价格有所回落，公司收入同比下降，销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 8.49%至

53.25 亿元；同期，由于收到财政拨入专项经费、以前年度挂账款等，公司收到其他与经营活动有关的现金同比增长111.02%至8.43亿元。2016—2018年，公司经营活动现金流出量不断增长，主要由于购买商品、接受劳务支付的现金快速增长。近三年，公司经营活动现金净流入量快速下降，分别为 9.51 亿元、7.21 亿元和 5.71 亿元。同期，公司现金收入比分别为 109.19%、114.13%和 113.11%，收入实现质量较好。

投资活动方面，2016—2018 年，公司投资活动现金流入量波动增长，主要受投资理财规模影响。2018 年，公司投资活动现金流入 4.28 亿元。其中，收回投资收到的现金 1.64 亿元，同比下降 66.51%，主要由于理财规模缩减；收到其他与投资活动有关的现金 2.16 亿元，同比增长 2.11 亿元，主要为苏盐置业公司为控制风险而提前收回的璟和房地产（茂华）项目投资款及其预计分红款。2018 年，公司固定资产、无形资产投资较为稳定，支付现金 5.26 亿元，同比增长 1.54%；同期，投资支付现金 2.00 亿元，同比下降 65.16%。整体看，2018 年公司投资规模有所缩减，现金流净流出 2.97 亿元。

2016—2018年，公司筹资活动前现金活动表现为净流入5.29亿元、1.68亿元和2.75亿元，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，近三年，公司筹资活动现金流入量分别为28.00亿元、28.22亿元和20.28亿元。同期，公司筹资活动现金流出分别为31.72亿元、22.36亿元和24.50亿元，主要为偿还债务的现金。2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-3.73亿元、5.86亿元和-4.21亿元。

2019年1—3月，公司经营活动现金流入量和净流量分别为14.82亿元和2.51亿元；现金收入比为102.88%，较2018年有所下降。2019年一季度，公司投资活动和筹资活动现金流收支规模同比变化不大，分别净流出1.77亿元和0.88亿元。

整体看，公司经营较为稳定，经营活动现金净流量规模同比有所缩减，但投资规模亦呈现下降趋势，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。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率波动增长，三年均值分别为 123.56%和 103.56%，截至 2018 年底分别为 121.16%和 101.54%；截至 2019 年 3 月底，上述比率分别提升至 134.89%和 111.70%。2016—2018 年，公司经营现金流动负债比分别为 25.38%、21.05%和 15.71%。整体看，公司短期偿债能力指标一般。

从长期偿债能力指标来看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为7.78亿元、7.78亿元和8.01亿元。同期，由于公司整体债务规模有所下降，利息支出减少，EBITDA 利息保障倍数呈上升趋势，近三年分别为 4.63 倍、5.38 倍和 5.61 倍；全部债务/EBITDA 呈下降趋势，近三年分别为 4.55 倍、3.97 倍和 3.56 倍，公司整体偿债能力不断提高。

截至 2019 年 3 月底，公司合并范围无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司获得银行授信人民币 60.00 亿元，尚未使用额度为人民币 39.60 亿元；此外，子公司苏盐井神为 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 2019 年 7 月 16 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很强。

十、母公司财务分析

2016—2018 年，母公司口径资产规模有所波动，年均复合增长 2.73%，截至 2018 年底为 42.57 亿元，其中流动资产占 33.86%，非流动资产占 66.14%。截至 2018 年底，母公司流动资产合计 14.41 亿元，主要由货币资金（占 78.25%）和其他应收款（占 11.87%）构成；母公司流动资产同比下降 20.89%，主要由于前期破产清算子公司应收款计提坏账增加导致其他应收款规模下降。截至 2018 年底，母公司非流动资产合计 28.15 亿元，主要由长期股权投资（占 63.62%）和可供出售金融资产（占 22.38%）构成，规模同比变化不大。

2016—2018 年，母公司口径所有者权益规模波动中有所增长，年均复合增长 13.86%，截至 2018 年底为 31.22 亿元，同比下降 4.88%，主要由于未分配利润的减少。

2016—2018 年，母公司口径负债规模快速下降，年均复合下降 16.14%，截至 2018 年底为 11.35 亿元，同比下降 7.95%，其中流动负债占 45.13%，占比有所提升。截至 2018 年底，母公司流动负债合计 5.12 亿元，同比增长 34.63%，非流动负债合计 6.23 亿元，同比下降 26.95%，主要由于长期借款及应付债券中将于一年内到期的部分转至一年内到期的非流动负债科目。近三年，母公司全部债务规模快速下降，分别为 12.51 亿元、10.50 亿元和 8.31 亿元，均以长期债务为主，债务结构较为合理；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率三年均值分别为 29.59%、24.62%和 18.36%；母公司债务负担很轻。

公司本部业务涉及食盐及碘剂的集采结算。2016—2018 年，母公司口径营业收入和成本均呈现快速下降趋势，年均复合变动率分别为-40.74%和-38.24%，主要由于为稳定省内食盐市场，母公司逐步调整食盐结算范围和价格，让利于所属批发企业。同期，由于母公司债务规模下降，财务费用呈下降趋势；子公司破产清算主要于 2017 年计提资产减值损失。近三年，母公司利润总额分别为 0.53 亿元、-2.11 亿元和-1.03 亿元。整体看，母公司实际业务规模较小，同时受子公司破产清算影响计提坏账损失规模较大，母公司出现经营亏损。

2016—2018 年，母公司口径经营活动现金流量收支均呈现下降趋势，2018 年，伴随母公司收入和成本下降，母公司经营活动现金流入/出量同比下降，净流入量同比大幅增长至 1.26 亿元。近三年，母公司投资活动现金流收支规模较小，2018 年投资活动现金净流出 0.35 亿元。2016—2018 年，母公司筹资活动现金流波动较大，2018 年为净流出 2.79 亿元。

整体看，母公司经营业务较少，债务规模缩减，债务负担很轻；整体现金流收支规模有所缩减；但受子公司破产清算影响，其他应收款计提坏账损失规模大，对母公司利润水平影响较大。

十一、 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。

2018 年，公司经营活动现金流入量和净流量分别为 61.77 亿元和 5.71 亿元，分别为测算额度的 12.35 倍和 1.14 倍；同期，公司 EBITDA 为 8.01 亿元，为测算额度的 1.60 倍。

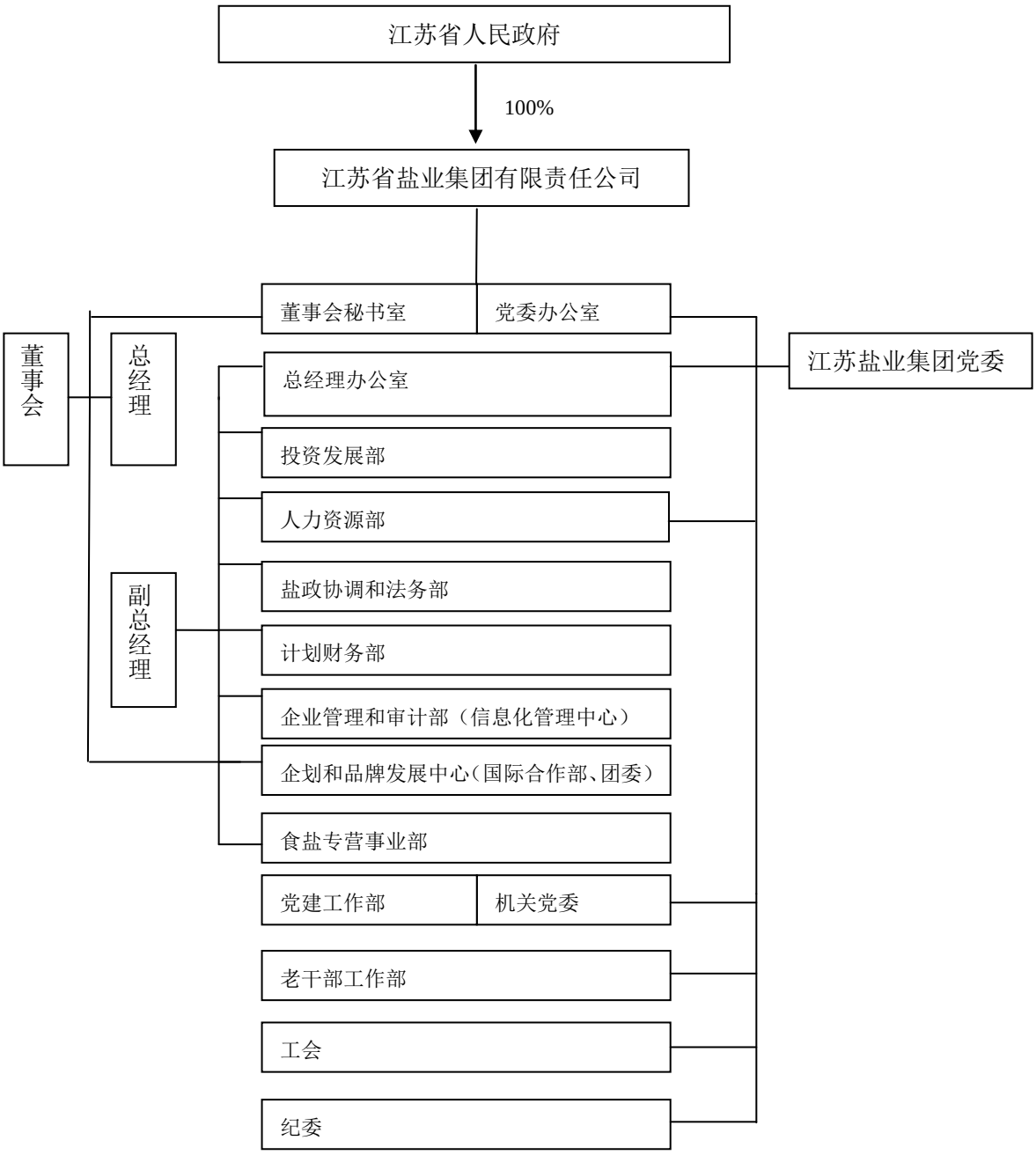
2 亿元“16 苏盐业 MTN002”将于 2019 年 7 月到期兑付。截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产为 30.85 亿元，为“16 苏盐业 MTN002”发行额度的 15.43 倍。现金类资产对即将到期的债券保障能力强。

整体看，公司经营活动现金流量和EBITDA对存续期债券保障能力强；公司现金类资产对一年内到期债券的保障程度好。

十二、 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^+，并维持“16苏盐业MTN001”和“16苏盐业MTN002”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权及组织结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底子公司列表

公司名称	主营业务	注册资本（万元）	持股比例（%）
江苏井神盐化股份有限公司	盐开采、加工、销售	77573.09	63.41
江苏省盐业集团苏盐置业有限公司	房地产开发经营	3400.00	100.00
江苏省淮海盐化有限公司	聚丙烯塑料丝制造等	6600.00	100.00
江苏晶元大酒店有限公司	酒店经营	500.00	100.00
江苏省盐海化工有限公司	化工产品生产等	15500.00	100.00
江苏省苏盐健康厨房商贸有限公司	厨房用品等销售	10000.00	100.00
徐州苏盐生活家酒店管理有限公司	酒店管理服务等	50.00	100.00
江苏苏盐资产管理有限公司	资产管理等	1000.00	100.00
江苏省东泰盐业投资管理有限公司	企业投资管理等	5000.00	80.00
连云港苏泰房地产开发有限公司	房地产开发及销售	800.00	75.7576
苏州银河激光科技股份有限公司	商标印刷销售等	2350.00	51.79
江苏苏盐医疗科技有限公司	医疗器械研发、生产和销售等	600.00	66.00
四川自贡百味斋食品股份有限公司	生产、销售淀粉及淀粉制品、调味料等	16629.82	51.00

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.46	31.34	30.85	29.04
资产总额(亿元)	99.62	108.93	108.93	113.24
所有者权益(亿元)	42.83	58.01	59.35	63.45
短期债务(亿元)	23.53	20.67	22.23	22.80
长期债务(亿元)	11.88	10.26	6.26	5.75
全部债务(亿元)	35.41	30.93	28.49	28.55
营业收入(亿元)	47.36	50.99	47.07	12.95
利润总额(亿元)	1.83	1.90	2.05	1.56
EBITDA(亿元)	7.78	7.78	8.01	--
经营性净现金流(亿元)	9.51	7.21	5.71	2.51
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.97	7.00	6.11	--
存货周转次数(次)	4.24	4.59	4.30	--
总资产周转次数(次)	0.48	0.49	0.43	--
现金收入比(%)	108.19	114.13	113.11	102.88
营业利润率(%)	36.65	34.34	31.32	32.94
总资本收益率(%)	3.74	3.41	3.37	--
净资产收益率(%)	2.92	2.73	2.58	--
长期债务资本化比率(%)	21.71	15.03	9.54	8.32
全部债务资本化比率(%)	45.26	34.77	32.43	31.03
资产负债率(%)	57.01	46.75	45.52	43.97
流动比率(%)	112.92	134.64	121.16	134.89
速动比率(%)	95.03	112.63	101.54	111.70
经营现金流动负债比(%)	25.38	21.05	15.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.63	5.38	5.61	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.55	3.97	3.56	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；将 2019 年一季度长期借款和应付债券中一年内到期部分调整至短期债务测算

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　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。

附件 4-3　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