

信用等级公告

联合[2016] 2323 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2017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
2017 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
二零一六年九月二十八日



江苏省盐业集团有限责任公司 2017 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: 3 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 按年付息, 在第5个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息)赎回本期中期票据

募集资金用途: 偿还银行借款

评级时间: 2016 年 9 月 28 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 6 月
现金类资产(亿元)	20.79	15.50	20.99	23.54
资产总额(亿元)	114.13	97.63	97.85	101.13
所有者权益(亿元)	32.11	37.64	41.85	43.36
短期债务(亿元)	36.07	20.54	26.65	24.64
长期债务(亿元)	20.72	18.90	9.27	12.47
全部债务(亿元)	56.79	39.43	35.93	37.11
营业收入(亿元)	80.86	54.61	45.92	23.95
利润总额(亿元)	1.01	1.09	1.82	2.21
EBITDA(亿元)	8.56	8.11	8.24	--
经营性净现金流(亿元)	12.82	10.51	10.32	3.10
营业利润率(%)	21.57	33.24	37.39	35.82
净资产收益率(%)	0.18	1.56	3.64	--
资产负债率(%)	71.86	61.45	57.23	57.12
全部债务资本化比率(%)	63.88	51.16	46.19	46.11
流动比率(%)	67.53	102.10	100.16	114.25
经营现金流流动负债比(%)	23.92	32.14	26.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.63	4.86	4.41	--

注: 2016 年半年报财务数据未经审计。

分析师

黄露 王冰 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,反映了公司作为江苏省内主要的食盐生产及唯一批发专营的盐业公司,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。同时,联合资信也关注到盐业体制改革对公司食盐业务影响的不确定性、期间费用占比高、子公司破产清算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,近年来凭借良好的区位优势使食盐业务成为公司稳定的利润来源。2014 年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”)因经营不善而进入破产清算程序,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。

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。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,联合资信通过对相关条款的分析,认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

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。

3. 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。

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，良好的区位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，拥有遍布全省市县20万元平方米、85家现代仓储设施，产销一体化形成，物流及销售渠道建设完善。
4. 2013年以来，公司逐步关停部分低效非盐产品生产，并剥离长期亏损的两家公司，公司盐产品及化工产品等主营业务盈利能力有所提升。
5. 子公司井神股份已完成首发上市，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。
6. 公司财务状况良好，EBITDA和经营活动现金流对本期中期票据保障程度强。

关注

1. 中国盐业体制改革逐步推进，坚持食盐专营制度基础上推进供给侧结构性改革，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，目前公司对两家公司的间接投资也面临减值风险。联合资信将持续关注两家公司破产清算进度情况。

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 2017 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。

江苏省盐业集团有限责任公司 2017 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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 2016 年 6 月底，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 2016 年 6 月底，公司纳入合并范围的子公司 10 家，其中全资子公司 6 家，控股子公司 4 家（含 1 家 A 股上市公司，井神股份，“603299”）；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 2015 年底，公司资产总额 97.85 亿元，所有者权益（其中少数股东权益 11.52 亿元）合计 41.85 亿元。2015 年，公司实现营业收入 45.92 亿元，利润总额 1.82 亿元。

截至 2016 年 6 月底，公司资产总额 101.13 亿元，所有者权益（其中少数股东权益 11.43 亿元）合计 43.36 亿元。2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 23.95 亿元，利润总额 2.21 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

公司已 2016 年注册 10 亿元中期票据额度，并拟发行 2017 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），额度为 3 亿元，全部用于偿还银行借款。本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据发行第 5 年及之后的每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，须于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息，前 5 个计息年度利率保持不变，自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率。其中前 5 个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差¹，如公司在第 5 年不行使赎回权，从第 6~10 个计息年度票面利率调整为当期基准利率加初始利差加 300 个基点，此后每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再

¹初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

加 300 个基点。如因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。如公司决定付息，每个付息日前 5 个工作日，公司需按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作；如公司决定递延支付利息，公司及相关中介机构在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司向普通股股东分红或减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。公司存在递延支付利息情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向普通股股东分红或减少注册资本行为。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

(1) 本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 本期中期票据如不赎回，从第 6 个计息年开始每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（按照目前市场

定价，300 个基点高于 AAA 企业与 AA-企业发行 5 年期债券利率的利差）。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

(3) 本期中期票据在除公司发生向股东分红和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。2013 年~2015 年，公司分别上缴国有资本金收益 644 万元、170 万元和 774 万元。公司递延利息支付可能性较小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%。整体看，2015 年中国基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。2016 年 1~6 月，中国产业结构调整持续推进，其中，第一产业发展稳定；第二产业虽然面临着去产能和产业结构调整的双重压力，但出现企稳迹象；第三产业同比增速有所放缓，但仍是稳定经济增长的主要动力。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3

万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体较为平稳。同期，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9% 和 14.2%；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。2016 年 1~6 月，中国社会消费品零售总额 15.6 万亿元，同比增长 10.3%，其中生活必需品、休闲娱乐类消费和餐饮消费保持稳定快速增长，房地产市场的回暖带动了居住类相关产品消费增速的加快；同时中国消费结构继续呈向以“互联网+”为核心特征的新型消费业态发展的趋势，全国网上零售额占社会消费品零售总额的比例进一步增长。贸易方面，2016 年 1~6 月，中国进出口总值 1.7 万亿美元，同比下降 8.8%，但在世界经济低增长、国内外需求疲软的大背景下，中国外贸增长乏力；贸易顺差 2571 亿美元。此外，英国脱欧、国际贸易保护主义抬头等因素对外贸构成负面影响，外贸面临诸多不稳定因素。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、

农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0% 的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

在国内外需求疲软、传统产业调整带来的经济下行压力的背景下，2016 年上半年，我国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上，我国着力推进供给侧改革，通过减税降费和化解落后产能等方式推动产业升级。货币政策上，继续加强金融对实体经济的支持力度，完善宏观审慎管理框架，更多使用定向和创新型货币工具保证流动性的合理充裕。

2016 年下半年，预计固定资产投资或将在政府和政策的支持下出现改善；社会消费品零售总额仍会保持稳定增长，消费结构的升级也有助于推动相关产业的优化升级；虽然短期内对外贸易状况仍难有明显改善，但对外贸易结构将进一步优化，有望培养出新的外贸增长点。

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。2015年，中国原盐产量为5975万吨，纯碱及烧碱产量分别为2591.8万吨和3028.2万吨。

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。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。2016年4月22日，国务院出台《盐业体制改革方案》（国发【2016】25号），明确从2017年1月1日开始，放开所有盐产品价格，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；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。未来，盐业产品价格将逐步实现市场化。

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。中国原实行食盐专营制度，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。

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，最近一期名单截至于2015年底，全

国共有 98 家符合条件的食盐定点生产企业。

2016 年 4 月 22 日，国务院出台《盐业体制改革方案》（国发【2016】25 号），指出“完善食盐批发环节专营制度。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，鼓励食盐批发企业与定点生产企业兼并重组，其他各类商品流通企业不得从事食盐批发。鼓励国有食盐批发企业在保持国有控股基础上，通过投资入股、联合投资、企业重组等方式引入社会资本，开展战略合作和资源整合。同时，《方案》还指出，2017 年 1 月 1 日始，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。

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

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”。食盐专营的深化改革已在行政层面开展前期尝试。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到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，其中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。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。

2016 年 4 月 22 日，国务院出台《盐业体制改革方案》，是在坚持食盐专营制度基础上推进供给侧结构性改革，明确要完善食盐专营制度，放开所有盐产品价格，取消食盐产销区域限制，鼓励食盐产销一体化。

（4）未来发展

伴随盐业体制改革逐步推进，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短期内仍将存在；中长期

看，食盐市场化必将打破盐业公司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，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 年纯碱行业产能减少

275 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。

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 2015 年同比仅增长 1.35%，为 2372.17 万吨。

表 2 近年中国纯碱产销情况（万吨、%）

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
产量	2303.20	2403.90	2429.36	2514.70	2591.80
表观消费量	2153.00	2235.54	2281.42	2340.60	2372.17
产销比	93.48	93.00	93.91	93.08	91.53

资料来源：Wind 资讯

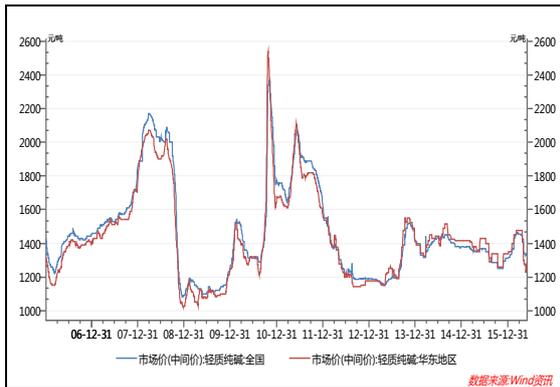
价格走势

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12月31日华东地区轻质纯碱市场平均价为1335元/吨。

图1 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

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。

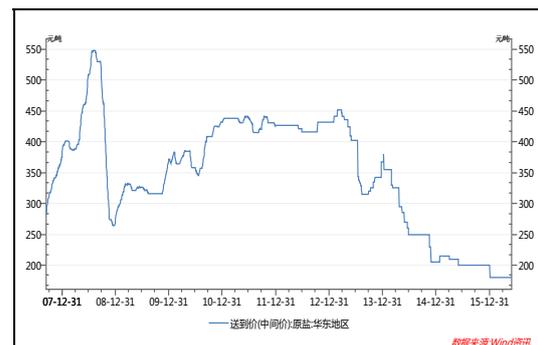
与上下游企业的相关性

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，2015年产量达到5975万吨。

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180元/吨的较低价格，期间波动幅度较小。

图2 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。2013年~2015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19.4%、9.9%和0.99%，投资完成额分别为86013亿元、95036亿元和95979亿元，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2015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，2015年江苏省全年实现地区生产总值70116.4亿元，比上年增长8.5%。其中，第一产业增加值3988.0亿元，增长3.2%；第二产业增加值32043.6亿元，增长8.4%；第三产业增加值34084.8亿元，增长9.3%。全省人均生产总值87995.0元，比上年增长8.3%。全年实现社会消费品零售总额25876.8亿元，比上年增长10.3%。在限额以上企业商品零售额中，粮油、食品、饮料、烟酒类增长9.5%。

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，保有资源储量矿石量25.64亿吨，NaCl量12.98亿吨，伴生Na₂SO₄量2.68亿吨，所有采矿权的许可生产规模合计894万吨/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。

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2015年底，江苏省常住人口7976.3万人，同比增加16.24万人。同时，江苏省食品工业发达，也有大量食盐需求，因此，目前公司作为江苏省境内唯一食盐专营企业，所经营区域内食盐消费规模大且相对稳定。

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2016年6月底，公司拥有高级管理人员6人。

童玉祥先生，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。

唐正东先生，研究生学历，高级工程师、中共党员，先后任江苏省滩涂开发投资有限公司职工董事、副总经理、党委委员，江苏省沿海开发集团有限公司董事、副总经理、党委委员等职务，自2016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2016年6月底，公司共有在职员工5519人。从学历分布来看，本科以上学历、本科及大专学历、高中及以下分别占比3.32%、50.97%、45.71%；从职能划分来看，管理人员、生产人员占、销售人员、研发人员、其他人员分别占比11.05%、40.82%、33.38%、8.26%和6.49%；从员工年龄来看，30岁以下、30~50岁、50岁以上的员工分别占比29.19%、55.77%和15.04%。

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 2015 年底，井神股份拥有 26 项专利，其中 18 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. 竞争优势

公司为产销一体的盐业公司，具有明显的竞争优势：一是公司“淮盐”为全国驰名商标，品牌历史悠久，品牌价值约达 28 亿元。二是公司单厂产能规模居全国首位，其中，固体盐产能为 300~400 万吨/年，食盐产能为 100 万吨/年。三是公司生产基地位于交通枢纽城市，物流运输快捷便利，未来随着盐业产品销售市场化程度提高，公司物流成本优势将逐步显现。四是公司下属子公司井神股份为上市公司，具有良好的资本平台，能够通过资本市场并购重组行业优势资源，公司综合实力将逐步增强。

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 4 名董事组成，其中内部董事 3 名（含职工董事 1 名），外部董事 1 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》，构建了《内部控制制度》，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》，同时推行了资金的集中管理，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》等质量管理体系，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品员，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。截至2016年3月末，公司合计为两家二级子公司提供担保金额为5.44亿元，已全部代偿完毕。

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1.67亿（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年底，公司对格林艾普和东泰化工两家破产子公司

的其他应收款账面余额共计 5.44 亿元，已计提减值 0.46 亿元，公司已向破产管理人申报债权 6.05 亿元（江苏江成律师事务所担任格林艾普的破产管理人，江苏中坚汇律师事务所担任东泰化工的破产管理人），其中存在反担保抵押的债权总计为 4.59 亿元，已申报反担保抵押权的设备价值合计 5.20 亿元。因正处于清算过程中，尚无法估算上述债权可能产生的损失金额及相关回收计划。截至目前，公司已锁定最大风险损失，此外，通过反担保抵押、申报税前抵扣等方式，公司有望缩减损失额度。

格林艾普和东泰化工系新世纪集团重要组成部分，两家子公司破产使新世纪集团的持续经营能力存在重大不确定性，2015 年度新世纪集团不再纳入合并报表范围。公司对新世纪集团的长期股权投资 3.46 亿元，已计提减值准

备 2.00 亿元，但仍存在减值的风险。

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贷款也已代偿完毕，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、%）

	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~6 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	51.54	63.74	32.94	38.78	71.01	45.99	37.27	81.16	46.56	19.57	81.71	43.54
其他业务收入	29.32	36.26	4.61	15.83	28.99	7.51	8.65	18.84	8.9	4.38	18.29	12.33
合计	80.86	100.00	22.67	54.61	100.00	34.84	45.92	100	39.47	23.95	100.00	37.83

资料来源：公司提供

2013 年~2015 年，公司分别实现营业收入 80.86 亿元、54.61 亿元和 45.92 亿元，整体呈快速下降趋势，其中 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；2015 年，由于非盐产品销售的减少，公司营业收入进一步减少。近三年，公司营业毛利率分别为

22.67%、34.84%和 39.47%，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，公司营业毛利率逐步快速上升。

2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 23.95 亿元，毛利率小幅下降至 37.83%。

表 5 近年公司主营业务及毛利率情况（单位：亿元、%）

行业名称	2013 年度			2014 年度			2015 年度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
盐销售	23.23	45.08	57.62	24.20	62.39	56.64	24.37	65.39	58.64
化工品销售	25.54	49.55	11.50	13.48	34.76	27.02	11.99	32.16	22.27
房地产开发及销售	0.31	0.61	27.62	0.05	0.12	12.14	0.50	1.34	21.33
酒店餐饮服务	0.39	0.75	71.35	0.34	0.87	71.64	0.33	0.87	75.27
其他	2.07	4.02	14.11	0.72	1.87	33.37	0.09	0.24	45.12
合计	51.54	100.00	32.94	38.78	100.00	45.99	37.27	100.00	46.56

资料来源：公司提供

从主营业务收入来看，2013年~2015年，公司盐产品及化工产品销售收入是公司主营业务收入的主要来源，其中盐产品销售收入较为稳定，而受子公司剥离的影响，盐化工收入有所下降，2015年分别占主营业务收入的比重为65.39%和32.16%。

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，公司食盐收入及毛利率较为稳定，带动公司盐产品毛利率维持在较高水平，波动主要受人工、电费生产成本影响。近年来，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，公司化工产品毛利率显著提升。

2016年1~6月，公司盐产品及化工产品收入分别为11.39亿元和5.54亿元，分别为2015年全年的46.73%和46.21%。同期，公司主营业务毛利率较2015年全年水平有所下降，为43.54%。

总体来看，作为江苏省内唯一的食盐批发经营主体，盐产品销售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，以及子公司部分化工产品业务因破产清算而剥离，导致公司营业收入有所下降，但毛利率水平获得较大提升。

2. 盐产品及化工产品业务

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

2016年6月底，公司盐产品生产能力近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）

	2013年	2014年	2015年
盐产品总产量	372.53	421.28	382.20
盐产品总销量	353.91	393.47	376.62

资料来源：公司提供

2013年~2015年，公司盐产品产销量均呈现波动增长趋势，其中，2015年产销量分别为382.20万吨和376.62万吨，同比分别下降9.28%和4.28%。主要是受下游化工产品需求不足影响，工业盐产销量有所波动。

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

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，且大包装便于长途运输，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价格主管部门制定，小包装食盐则由各省物价主管部门制定。

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。

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 2016 年 6 月底，公司共有门店 325 家，全部为直营门店。

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、制冷冷藏、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。

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，并于 2015 年开始不再纳入公司合并报表。

表 7 近年井神股份主要盐化工产品情况

盐化工主要产品	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月	
纯碱	产能（万吨）	30.00	30.00	30.00	30.00
	产量（万吨）	47.88	49.82	48.34	26.91
	销量（万吨）	46.53	47.83	46.28	26.37
	平均售价（元/吨）	1156.87	1249.25	1140.23	1134.52
	销售额（万元）	53828.26	59749.08	52766.48	29914.41
	毛利率（%）	20.56	29.82	24.69	32.14

元明粉	产能(万吨)	41.80	41.80	41.80	41.80
	产量(万吨)	50.08	46.44	42.14	22.83
	销量(万吨)	50.08	45.30	43.78	22.57
	平均售价(元/吨)	376.97	331.56	265.34	266.30
	销售额(万元)	18877.90	15020.09	11616.64	6009.06
	毛利率(%)	32.42	24.11	16.02	14.79

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。

井神股份盐化工产品主要为纯碱和元明粉,产能分别为30万吨和41.80万吨。2015年,井神股份纯碱产量48.34万吨,并实现销量46.28万吨,平均销售价格较2014年降低109.02元/吨,为1140.23元/吨,主要系受宏观经济形势持续不景气、下游行业需求疲软影

响。同期,元明粉产量及销量分别为42.14万吨和43.78万吨,平均销售价格较2014年下降66.22元/吨,为265.34元/吨。2016年1~6月,井神股份纯碱产销量分别为26.91万吨和26.37万吨;元明粉产销量分别为22.83万吨和22.57万吨;平均售价基本保持稳定。

表8 近年烧碱产品情况(单位:万吨)

盐化工主要产品		2013年	2014年	2015年	2016年1~6月
烧碱	产能(万吨)	30.00	10.00	10.00	10.00
	产量(万吨)	24.02	9.37	10.34	4.93
	销量(万吨)	24.05	9.20	10.24	5.03
	平均售价(元/吨)	1819.85	1753.09	1779.26	1694.76
	销售额(万元)	43760.02	16135.88	18227.00	8518.36
	毛利率(%)	32.11	35.80	40.00	38.36

资料来源:公司提供

注:上表中价格均为不含税价格。

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年起,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;2015年,公司烧碱产量为10.34万吨,实现销量10.24万吨;平均售价呈现波动下降趋势。毛利率方面,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,2015年为40.00%。

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,受新世纪集团子公司进入破产程序影响,2014年起,公司盐化工业务规模大幅缩减。

3. 非盐板块经营

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。2015年，公司实现非盐商品销售收入8.06亿元，较2014年下降45.39%。

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。

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，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。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

2013年~2015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整体呈现下降趋势，三年均值分别为7.13次、4.53次和0.53次，2015年分别为7.16次、3.71次和0.47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1.51亿元，截至2016年6月底已完成投资0.90亿元，公司短期内投资支出压力不大。

表9 截至2016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2016年6月底累计投入	2016年7-12月计划投资	2017年计划投资
银河激光公司搬迁改造项目	建设年产40亿枚激光全息防伪标签和材料生产线;新增方正二维码喷码装置一套、500型和宽幅模压版辊型模压机3台、质量视觉检测设备3台、1800型分切机1台和模切机4台;其他部分电力、土建和水电改造等相关配套工程。	2092.00	1200.00	892.00	0.00
园区首次征地及配套基础工程项目	主要内容有:征地,围墙建设,再场四通一平(通水、通电、通讯、敷设临时道路、场地平整),地质勘探及其他。	880.00	316.20	0.00	563.80
盐海化工公司2.5万吨/年烧碱技改项目	增加整流、电解及氯气液压机组等设备,扩建2.5万吨/年烧碱装置。	1915.00	1000.00	915.00	0.00
无锡分公司物流中心迁建项目	项目占地38672.9m ² (约58亩),现有总建筑面积24031.87m ² 。	5834.00	5044.00	790.00	0.00
淮盐文化建设项目	租用淮安市清浦区清江浦1415街区6号楼(建筑面积为2846m ²)建设淮盐历史文化博物馆838m ² 和淮盐盐疗生活馆1004m ² 。	1072.00	30.00	1042.00	0.00
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9584.37m ² 。	2650.00	1060.00	1590.00	0.00
智慧苏盐“6+1”系统项目	建设仓储配送管理系统、外勤365系统、NC系统升级、O2O一体化系统等。	415.00	92.00	323.00	0.00
Na生活产品研发及生产车间改造项目	改造洗护类GMP生产厂房350m ² 、新增液洗、膏霜类罐装、贴标、喷码等设备生产线各1条和真空均质乳化机组等生产设备以及电力增容等	218.00	210.00	8.00	0.00
合计	--	15076.00	8952.20	5560.00	563.80

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。

伴随着盐业供给侧改革的逐步落实，公司提前谋划全省盐业体制改革实施细则，着力构建现代化食盐供应体系：一是建立全国首家食盐安全电子追溯体系，通过“智慧苏盐”电子化系统，实现食盐产销的全过程质量监控。二是创新“互联网+零售 4.0”的新型商业模式，在传统食盐批发企业连锁经营的基础上，全面引入“互联网+”，成立“苏盐生活家”公司，搭建网上商城、微商城以及移动电商等零售服务平台和供应链平台，有效整合生产厂家和经销商资源。三是构建健康食盐产品体系，通过技术创新，不断优化产品结构，丰富公司旗下各类食盐产品。四是强化专业化与多部门联合执法相结合的高效监管体系，保障食盐质量安全。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2013年财务报告经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2014年财务报告经大华会计师事务所（特殊普通合伙）²审计，并出具了带有强调事项的无保留意见的审计结论；公司提供的2015年财务报告经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了带有强调事项的无保留意见的审计结论；公司提供的2016年半年报财务数据未经审计。

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，纳入公司本年合并范围；同期子公司江苏省新世纪盐化集团有限责任公司因经营停止，即将清算，盐业集团对其无实质控制，故移除公司本年合并范围。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2015年底，公司资产总额97.85亿元，所有者权益（其中少数股东权益11.52亿元）合计41.85亿元。2015年，公司实现营业收入45.92亿元，利润总额1.82亿元。

截至2016年6月底，公司资产总额101.13亿元，所有者权益（其中少数股东权益11.43亿元）合计43.36亿元。2016年1~6月，公司实现营业收入23.95亿元，利润总额2.21亿元。

2. 资产质量

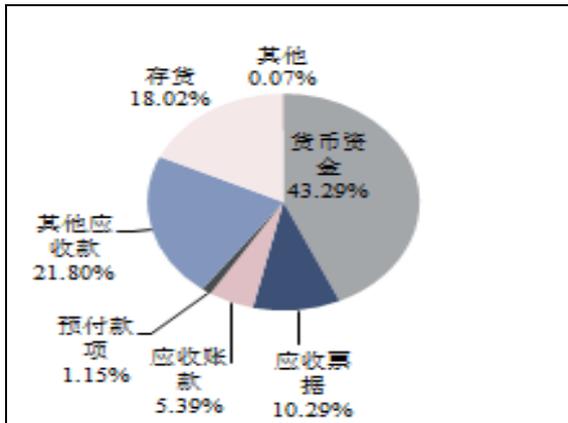
2013年~2015年，受子公司进入破产清算并剥离的影响，公司资产总额年均复合下降7.40%。近三年，公司资产构成基本保持稳定，均以非流动资产为主，但流动资产占比有所上升。截至2015年底，公司资产总额为97.85亿元，其中流动资产和非流动资产分别占40.03%和59.97%。

流动资产

2013年~2015年，公司流动资产呈上升趋势，年均复合上升4.02%。截至2015年底，公司流动资产合计39.17亿元，同比增长17.36%。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43.29%、10.29%、21.80%和18.02%。

¹2016年5月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。

图3 2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司货币资金16.96亿元，构成以银行存款为主，占比92.69%。公司受限货币资金为0.11亿元，占比0.65%，受限资金占比小。

2013年~2015年，公司应收票据快速下降，年均复合下降22.92%，截至2015年底，公司应收票据合计4.03亿元，同比下降3.91%，主要系公司收入有所下降所致。公司应收票据由银行承兑汇票（占比90.57%）和商业承兑汇票（占比9.43）构成。

2013年~2015年，公司应收账款快速下降，年均复合下降21.53%，截至2015年底，公司应收账款账面价值2.11亿元，其中按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款的账面余额共计2.00亿元，其中1年以内应收账款占81.80%，1~2年的占4.35%，2~3年的占1.71%，3年以上的占12.24%，3年以上应收账款占比偏高。公司共计提坏账准备0.46亿元，计提比例18.05%，计提比例较为合理。公司应收账款金额前5名共计占应收账款的29.76%。

表10 截至2015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	4754.10	货款	18.47
广东省盐业集团有限公司	1029.54	货款	4.00
平湖旗滨玻璃有限公司	916.39	货款	3.56
连云港隆通国际贸易有限公司	625.19	货款	2.43
中国石化集团南京化	335.95	货款	1.30

学工业有限公司连云港碱厂			
合计	7661.17	--	29.76

资料来源：公司审计报告

2013年~2015年，公司其他应收款年均复合增长127.47%。截至2015年底，公司其他应收款8.54亿元，同比增长30.17%，主要系由于江苏省新世纪盐化集团有限责任公司被移除公司合并范围，公司将已为江苏省新世纪盐化集团有限责任公司履行担保义务的1.60亿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21.46%、1~2年占66.80%、2~3年占3.42%、3年以上占8.32%，整体账龄较长。公司计提坏账准备1.15亿元，计提比例为11.85%，考虑到格林艾普和东泰化工已进入破产清算程序，公司履行担保义务的其他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。

2013年~2015年，公司存货年复合下降10.00%。截至2015年底，公司存货账面净额为7.06亿元，同比下降10.89%。从存货构成情况看，主要为库存商品（占55.95%）、原材料（占16.01%）、在产品（占14.16%）和开发成本（占12.18%）。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。2015年，公司共计提存货跌价准备1796.69万元，占比2.49%。

非流动资产

2013年~2015年，公司非流动资产年均复合下降13.22%，截至2015年底为58.68亿元。公司非流动资产主要由固定资产（占比65.72%）、无形资产（占比15.47%）、长期股权投资（占比2.54%）、在建工程（占比4.17%）和可供出售金融资产（占比6.80%）构成。

截至2015年底，公司拥有可供出售金融资产3.99亿元，其中股票投资公允价值为2.84亿元，主要为公司持有的南京银行和海通证券的股票；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。

2013年~2015年，公司长期股权投资波动

下降，年均复合下降7.38%。截至2015年底，公司长期股权投资1.49亿元，同比下降69.43%，主要系新世纪集团因破产清算而剥离，公司对上述投资款项计提资产减值准备所致。截至2015年底，公司对新世纪集团长期股权投资3.46亿元，其中计提减值准备2.00亿元。

2013年~2015年，公司固定资产年均下降14.07%。截至2015年底，固定资产账面价值为38.57亿元，同比下降2.12%。公司固定资产原值60.02亿元，其中机器设备占48.28%、房屋及建筑物占44.12%、电子设备占4.13%。公司累计计提折旧21.41亿元，计提减值准备412.91万元，公司固定资产平均成新率为64.33%，成新率较高。

2013年~2015年，公司在建工程年均下降47.91%。截至2015年底，公司在建工程2.45亿元，同比下降41.43%，主要系部分在建项目竣工转入固定资产所致。

2013年~2015年，公司无形资产年均复合下降10.10%。截至2015年底，公司无形资产为9.08亿元，构成以土地使用权（占91.85%）和采矿权（占7.27%）为主。

截至2016年6月底，公司资产总额合计101.13亿元，较2015年底增长3.35%，主要由于货币资金的增长。从资产构成看，流动资产占比42.64%，非流动资产占比57.36%，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，公司流动资产中，货币资金占比较高，资产流动性有所增强，公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013年~2015年，公司所有者权益波动中有所增长，年复合增长14.17%，截至2015年底为41.85亿元（含少数股东权益11.52亿元），同比增长11.19%，增长主要系公司2014年净利润年末结转导致未分配利润上升和少数股东权益增长所致。公司所有者权益中实收资本和资本公积分别占37.28%和4.32%，盈余公积和未分配利润分别占5.83%和23.66%，少数股东权益占比27.53%。公司所有者权益稳定性较好。

截至2016年6月底，公司所有者权益合计43.36亿元，较2015年底增长3.61%，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，所有者权益稳定性较好。

负债

受子公司剥离的影响，2013年~2015年，公司负债总额波动中有所下降，年复合下降17.37%，2015年底为56.00亿元，同比下降6.65%。从负债结构看，公司负债中流动负债占比稍高，为69.84%。

截至2015年底，公司流动负债合计39.11亿元，主要由短期借款（占51.55%）、应付账款（占17.31%）、预收款项（占3.55%）、其他应付款（占8.36%）和一年内到期的非流动负债（占15.42%）构成。

2013年~2015年，公司短期借款波动下降，年均复合下降11.67%，截至2015年底，公司短期借款为20.16亿元，较2014年底增长24.07%。

2013年~2015年，应付票据年均下降75.75%，2015年底为0.47亿元，全部为银行承兑汇票；2013年~2015年，公司其他应付款不断下降，年均复合下降12.80%，截至2015年底，公司其他应付款为3.27亿元，主要为公司的项目保证金和往来款。同期一年内到期的非流动负债年均增长64.21%，2015年底为6.03亿元，主要是一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券，占比分别是62.69%和33.17%。

截至2015年底，公司非流动负债合计16.89亿元，主要为长期借款（占37.24%）、应付债券（占17.70%）和递延收益（占40.26%）。

2013年~2015年公司长期借款快速下降，年均复合下降32.35%，截至2015年底，公司长期借款为6.29亿元，同比2014年底下降29.59%，公司长期借款主要为担保借款（占比94.59%），其余为信用借款。

截至2015年底，公司应付债券2.99亿元，同比下降70.04%，下降主要系公司已偿还2012年发行的5亿元中期票据所致，公司应付债券主要是公司2014年发行的三年期中期票据，合计金额3亿元。

有息债务方面，长期债务下降幅度较大影响，公司全部债务规模快速下降，年均复合下降20.47%，截至2015年底为35.93亿元，其中短期债务占比快速增长至74.19%。若将长期应付款中的有息债务调整至长期债务，截至2015年底，公司调整后全部债务36.37亿元，其中长、短期债务占比分别为26.72%和73.28%。

债务指标方面，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均逐年下降，近三年均值分别为61.42%、51.22%和26.94%，2015年底上述指标分别为57.23%、46.19%和18.14%。公司整体债务负担有所下降。

图4 近年公司债务结构



资料来源：公司财务数据

截至2016年6月底，公司负债总额57.77亿元，较2015年底增长3.15%，其中流动负债占65.34%，非流动负债占34.66%，流动负债占比有所回落。同期，公司有息债务规模37.11亿元，较2015年底增长3.29%，短期债务占全部债务比重为66.39%；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57.12%、46.11%和22.33%。

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，但短期债务较重，债务结构有待改善。

4. 盈利能力

近年来，由于公司不断缩小低效无效贸易业务规模以及部分盐化工业务退出，公司营业收入逐年减少，2013年~2015年分别为80.86亿元、54.61亿元和49.52亿元，年均复合下降24.64%。同期，公司营业成本也相应逐年降低，年均下降33.33%，高于营业收入下降幅度。受此影响，2013年~2015年，公司整体营业利润率有所上升，分别为21.57%、33.24%和37.39%。

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。2013年~2015年，公司期间费用分别为16.70亿元、15.16亿元和13.84亿元，占营业收入比重分别为20.65%、27.75%和30.14%。公司对期间费用控制有待加强。

2015年，公司资产减值损失2.06亿元，其中2.00亿元为长期股权投资计提的坏账准备，剩余为存货跌价准备和坏账损失准备。

2013年~2015年，公司分别实现投资收益0.19亿元、0.13亿元和0.22亿元，呈波动上升趋势，2014年全部为持有可供出售金融资产期间取得的投资收益；2015年主要为公司持有至到期投资期间取得的收益。

2013年~2015年，公司营业外收入分别为0.72亿元、0.55亿元和0.49亿元，主要来自政府补助。

2013年~2015年，公司利润总额呈快速增长趋势，年均复合上升34.43%，2015年公司实现利润总额1.82亿元。

从盈利指标来看，2013年~2015年，公司总资产收益率和净资产收益率均呈上升趋势，三年均值分别为4.37%和2.33%，2015年分别为4.81%和3.64%。

2016年1~6月，公司实现营业收入23.95亿元，同比下降3.38%，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2.21亿元，同比增长4.73%；公司营业利润率为35.82%，较2015年全年水平下降1.57个百分点。

图5 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，公司对其他应收款仅计提了部分坏账准备，未来存在继续计提坏账准备的可能，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，2013年~2015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21.87%，2015年为53.15亿元；同期，公司现金收入比分别为97.72%、107.64%和112.65%，公司收入实现质量有所增加。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，2015年为42.83亿元。2013年~2015年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为12.82亿元、10.51亿元和10.32亿元。

投资活动方面，2013年~2015年，公司投资活动现金流入主要为取得投资收益收到的现金和处置固定资产和其他长期资产收回的现金；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。2013年~2015年，投资活动产生的现金流量净额分别为-7.56亿元、-2.19亿元和-1.83亿元。

从筹资活动前现金流量净额情况看，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。2013年~2015年，公司筹资活动前现金流量净额分别为5.27亿元、8.32亿元和8.49亿元。

从筹资活动来看，2013年~2015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。2015年公司筹资活动现金流入为31.79亿元，其实取得借款收到的现金为28.25亿元；公司筹资活动现金流出以偿还债务、支付银行利息为主。2013年~2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-6.48亿元、-9.77亿元和-1.61亿元。

2016年1~6月，公司经营性现金流入量和净流量分别为24.24亿元和3.10亿元；随着公司在建项目的继续推进，公司投资活动现金流出1.31亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.91亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-0.64亿元。

总体看，公司经营活动产生的现金流入规

模逐年下降，但经营性净现金流保持稳定；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下降。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013年~2015年公司流动比率和速动比率均值分别为94.22%和74.68%，截至2015年底分别为100.16%和82.12%，同比分别变动-1.94个百分点和4.25个百分点；截至2016年6月底，公司上述比率分别为114.25%和97.22%。2015年，公司经营活动净现金流下降至10.32亿元，受上述指标影响，公司经营活动现金流负债比下降至26.39%，较2014年下降5.75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，2013年~2015年公司EBITDA分别为8.56亿元、8.11亿元和8.24亿元。同期，公司全部债务/EBITDA分别为6.63倍、4.86倍和4.41倍；EBITDA利息保障倍数分别为2.26倍、3.25倍和3.67倍，长期偿债能力有所提升。总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至2016年6月底，公司无对外担保。

截至2016年6月底，公司已获得61.65亿元的银行授信额度，其中，尚未使用授信余额19.37亿元，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9月2日，公司已结清和未结清不良信贷信息记录。公司债务履约情况良好。

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

公司本期中期票据拟发行额度为3亿元，在公司赎回前长期存续，且与其他债务融资工具特征接近，发行后将在现有调整后全部债务的基础上增加3亿元有息债务，分别占2016年6月底公司长期债务和全部债务的23.42%和8.01%，本期中期票据的发行对公司现有债务水平有一定影响。

截至2016年6月底，公司调整后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57.12%、46.34%和22.81%，以公司2016年6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58.36%、48.26%和26.72%，公司债务负担有所加重，但仍处于较低水平，公司本期中期票据募集资金将全部用于置换银行借款，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

2013年~2015年，公司经营活动流入量分别为本期中期票据发行额度的29.02倍、21.46倍和17.72倍；经营活动净现金流分别为本期中期票据发行额度的4.27倍、3.50倍和3.44倍。公司经营活动现金流量对本期中期票据的覆盖能力强。

2013年~2015年，公司EBITDA分别为8.56亿元、8.11亿元和8.24亿元，分别为本期中期票据的2.85倍、2.70倍和2.75倍，对本期中期票据保障程度较高。但本期中期票据存在利息递延的可能性，累计的利息支付压力大于普通债券分期支付压力。

总体看，本期中期票据发行后，对公司现

有债务水平有一定影响，公司经营活动现金流量及EBITDA对本期中期票据的覆盖能力强。本期中期票据到期不能偿还的风险低。

十一、结论

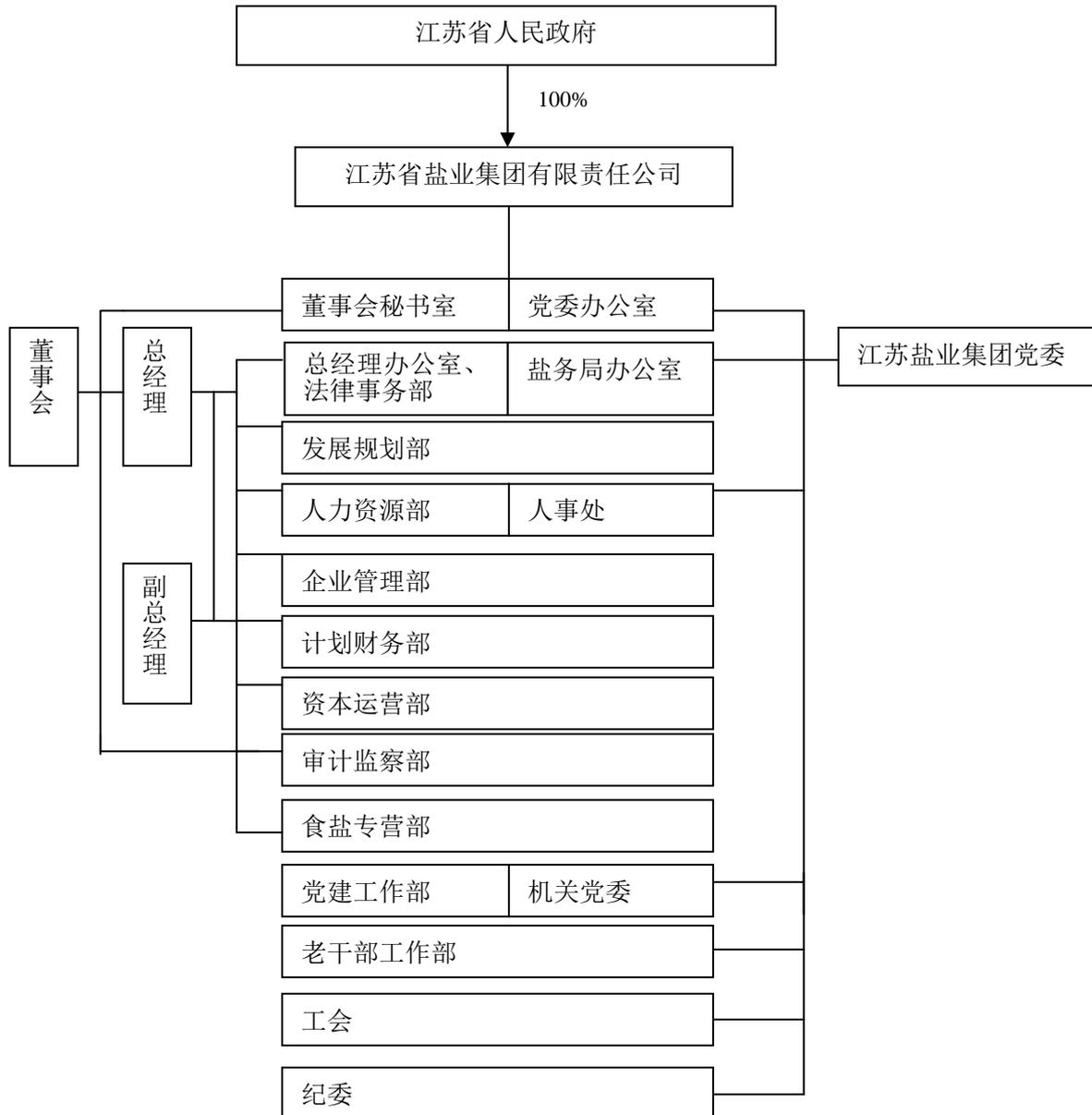
公司主要从事盐矿开采、食盐及工业盐加工销售以及下游盐化工等业务，是江苏省唯一的食盐批发专营企业，具有区域垄断性优势。公司拥有7个大中型井盐盐矿，可采储量合计约25亿吨，目前公司盐产品年生产能力近400万吨，在行业内位于领先地位。2013年以来，公司逐步减少非盐商品贸易额，同时，由于子公司部分盐化工产品业务停产，导致公司营业收入大幅下降，但受益于毛利率较低且存在经营亏损的业务量减少，公司盈利能力有所回升。

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。截至目前，公司对两家公司负有担保义务的逾期贷款已代偿完毕，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。但随着破产清算部分资金收回、损失税前抵扣等，将有望较大程度上增减公司现金流。

公司所有者权益稳定性较好，债务负担合理，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。

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及EBITDA对本期中期票据保障程度较强。本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。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，公司本期中期票据付息或赎回本息不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.79	15.50	20.99	23.54
资产总额(亿元)	114.13	97.63	97.85	101.13
所有者权益(亿元)	32.11	37.64	41.85	43.36
短期债务(亿元)	36.07	20.54	26.65	24.64
长期债务(亿元)	20.72	18.90	9.27	12.47
全部债务(亿元)	56.79	39.43	35.93	37.11
营业收入(亿元)	80.86	54.61	45.92	23.95
利润总额(亿元)	1.01	1.09	1.82	2.21
EBITDA(亿元)	8.56	8.11	8.24	--
经营性净现金流(亿元)	12.82	10.51	10.32	3.10
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.05	6.47	7.16	--
存货周转次数(次)	6.94	4.28	3.71	--
总资产周转次数(次)	0.71	0.52	0.47	--
现金收入比(%)	97.72	107.64	112.65	96.67
营业利润率(%)	21.57	33.24	37.39	35.82
总资本收益率(%)	4.33	4.00	4.81	--
净资产收益率(%)	0.18	1.56	3.64	--
长期债务资本化比率(%)	39.22	33.42	18.14	22.33
全部债务资本化比率(%)	63.88	51.16	46.19	46.11
资产负债率(%)	71.86	61.45	57.23	57.12
流动比率(%)	67.53	102.10	100.16	114.25
速动比率(%)	51.28	77.87	82.12	97.22
经营现金流动负债比(%)	23.92	32.14	26.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.26	3.25	3.67	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.63	4.86	4.41	--

注：2016 年半年报财务数据未经审计；

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 4-1 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。

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 2017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）将在本期中期票据存续期内每年进行定期跟踪评级，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
二零一六年九月二十八日

