

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014]1796 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持四川省盐业总公司主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,维持“14川盐业MTN001”AA的信用等级,并维持“14川盐业CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年九月十九日



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(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

四川省盐业总公司跟踪评级报告

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 川盐业 CP001	3 亿元	2014/6/27~ 2015/6/24	A-1	A-1
14 川盐业 MTN001	1 亿元	2014/6/27~ 2017/6/27	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 9 月 19 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 6 月
现金类资产(亿元)	6.44	6.68	8.35	11.58
资产总额(亿元)	27.15	33.24	42.05	35.65
所有者权益合计(亿元)	15.76	17.14	18.22	21.90
短期债务(亿元)	1.24	3.68	10.90	5.31
全部债务(亿元)	7.01	11.15	16.02	7.95
营业收入(亿元)	19.23	19.48	20.79	12.57
利润总额(亿元)	2.37	2.20	2.00	7.93
EBITDA(亿元)	3.37	3.25	3.00	--
经营性净现金流(亿元)	2.28	2.29	3.20	3.32
营业利润率(%)	38.47	39.92	37.42	35.09
净资产收益率(%)	11.40	9.65	8.32	--
资产负债率(%)	41.95	48.44	56.68	38.56
全部债务资本化比率(%)	30.80	39.41	46.80	26.63
流动比率(%)	248.41	164.25	97.56	175.94
全部债务/EBITDA(倍)	2.08	3.43	5.35	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.23	5.38	3.80	--
经营现金流/全部债务(%)	49.77	30.72	18.55	--

注: 2014 年上半年财务数据未经审计。

分析师

王冰 唐岩

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 四川省盐业总公司(以下简称“公司”)作为四川省唯一的食盐专营企业, 主业收入及利润规模保持稳定, 2014 年转让和邦农科双甘磷项目后, 投资收益大幅增加, 债务负担有所下降。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司非盐业务盈利较弱、对外担保比例高以及未来食盐经营规模扩张有限等因素对公司信用基本面带来的负面影响。

公司食盐专营业务经营稳健, 同时随着公司市场网络的建设, 营销网络将进一步完善, 盐业收入规模有望保持稳定增长。转让和邦农科股权后, 公司盐业主业更为突出, 经营风险低。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑, 联合资信维持四川省盐业总公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“14 川盐业 MTN001” AA 的信用等级, 维持“14 川盐业 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 公司经营稳健, 盐产品业务为公司提供较为稳定的利润来源。
2. 2014 年公司转让双甘磷项目后债务负担显著下降, 并获取大额投资收益, 未来可通过持有和邦股份股权分享收益。
3. 现金类资产对存续短期融资券保障程度高, 经营活动现金流和 EBITDA 对存续中期票据保障程度较高。

关注

1. 公司食盐经营规模受制于人口数量, 扩张规模有限。
2. 公司对外担保比率高, 主要为对出表子公司和邦农科的担保。
3. 2014 年和邦农科转让后, 对公司未来收入有一定影响, 且在和邦农科实际经营成果低于预测值时, 公司存在股份补偿的可能性。

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）与四川省盐业总公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与四川省盐业总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，未因四川省盐业总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四川省盐业总公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于四川省盐业总公司主体长期信用及存续期内“14 川盐业 CP001”和“14 川盐业 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

四川省盐业总公司（以下简称“公司”）经中共四川省委（川委函【1978】60 号文）批准，成立于 1978 年 5 月 19 日，原隶属于四川省经济委员会，现隶属于四川发展(控股)有限责任公司（以下简称“四川发展”）。本公司 1987 年 7 月 2 日取得四川省工商行政管理局换发的字 510000000116429 号企业法人营业执照。截至 2014 年 6 月底，注册资本为人民币 1.77 亿元，由四川发展出资。四川发展由四川省国资委全资持有，四川省国资委为公司实际控制人。

公司经营范围：食盐及盐化产品，包装材料及制品，针纺制品，交电，五金，百货，日用杂品，建筑材料（不含化学危险品）；盐化工程承包；盐业技术服务；房屋租赁。

截至 2013 年底，公司本部共设人事劳资处、财务处、审计处等 9 个职能部门。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 42.05 亿元，所有者权益 18.22 亿元（含少数股东权益 3.00 亿元）；2013 年公司实现营业收入 20.79 亿元，利润总额 2.00 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司（合并）资产总额 35.65 亿元，所有者权益 21.90 亿元（含少数股东权益 1.64 亿元）；2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 12.57 亿元，利润总额 7.93 亿元。

公司注册地址：成都市青羊区顺城大街 229 号；法定代表人：王建明。

三、宏观经济和政策环境

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中

全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业

盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。

四、行业概况

1. 食盐销售行业

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。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。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，目前工业盐市场已基本放开（小工业盐除外），属于市场竞争行业。

国家对食盐实行定点生产制度并实行指令性计划管理；对食盐批发实行批发许可证制度，食盐批发企业应按国家计划购进食盐并在规定范围内销售。食盐定点生产企业、食盐批发企业、食盐零售单位和受委托代销食盐的个体工商户、代购代销店，应当执行国家规定的食盐价格。

食盐专营政策方面，中国食盐行业实行专营政策，在保护企业正常生产、维持一定的市场份额和利润的同时，也制约了企业向其他省、市和地区的市场拓展工作；2013 年 12 月，国务院对《食盐专营办法》做出调整，将

食盐定点生产企业的审批权限下放至省级人民政府盐业行政主管部门；2014 年 4 月，国家发改委废止《食盐专营许可证管理办法》，即废止国家发展改革委对食盐定点生产企业的审批权限。目前，仍需按照《食盐专营办法》由省级政府部门对食盐定点生产企业进行审核。

食用盐消费具有需求量大、弹性小的特点。由于旅游餐饮业及食品加工、畜牧、饲料等产业的发展对食盐需求的增加量，全国食盐需求总量每年均略有增加，近几年中国食盐总产销量在 750 万吨左右。

目前食盐出厂基本上还是执行十多年前制定的价格标准（散装盐每吨 500 元左右），但各地食盐零售价格近年来保持了上升态势；至 2014 年 5 月中旬，平均销售价格达到 3.8 元/公斤。从生产环节来看，由于近年来煤炭等各种生产资料成本和人力成本的上升，食盐生产成本有所提高，但相对于出厂价格仍然较低；从批发环节来看，尽管生产经营成本有所提高，随着批发价格的提升，加上并新品种的不断推出，流通环节的利润空间有所放大。从长期看，中国盐业流通领域的市场格局将面临国际竞争的挑战。未来发展面临高新技术含量较低，创新技术和产品少等方面问题。

2. 批发零售行业

零售业在国民经济体系中占有相当重要的地位。根据《2013 年国民经济和社会发展统计公报》，2013 年社会消费品零售总额 237810 亿元，比上年增长 13.1%，扣除价格因素，实际增长 11.5%。按经营地统计，城镇消费品零售额 205858 亿元，增长 12.9%；乡村消费品零售额 31952 亿元，增长 14.6%。按消费形态统计，商品零售额 212241 亿元，增长 13.6%；餐饮收入额 25569 亿元，增长 9.0%。在限额以上企业商品零售额中，汽车类零售额比上年增长 10.4%，粮油类增长 13.9%，服装类增长 11.6%，日用品类增长 14.1%，文化办公用品类增长 11.8%，通讯器材类增长 20.4%，化妆

品类增长 13.3%，金银珠宝类增长 25.8%，中西药品类增长 17.7%，家用电器和音像器材类增长 14.5%，家具类增长 21.0%，建筑及装潢材料类增长 22.1%。

3. 区域经济环境

2013 年，四川省全年实现地区生产总值（GDP）26260.8 亿元，按可比价格计算，比上年增长 10.0%。其中，第一产业增加值 3425.6 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 13579.0 亿元，增长 11.5%；第三产业增加值 9256.1 亿元，增长 9.9%。三次产业对经济增长的贡献率分别为 4.4%、62.3%和 33.3%。人均地区生产总值 32454 元，增长 9.6%。三次产业结构由上年的 13.8: 51.7: 34.5 调整为 13.0: 51.7: 35.3。全年社会消费品零售总额 10355.4 亿元，比上年增长 13.9%。全年限额以上企业（单位）实现消费品零售额 5474.0 亿元，比上年增长 14.7%，其中商品零售额 5023.9 亿元，增长 15.9%。在限额以上企业（单位）商品零售额中，粮油、食品、饮料、烟酒类增长 24.2%，服装、鞋帽、针纺织品类增长 13.4%，日用品类增长 18.9%，化妆品类增长 17.6%，金银珠宝类增长 15.5%，家用电器和音像器材类增长 21.0%，家具类增长 23.4%，建筑及装潢材料类增长 7.4%，汽车类增长 17.1%，石油及制品类增长 10.2%。

总体来看，2013 年四川省经济实现了较快增长，经济运行良好，有利于区域内企业经营、发展。四川省经济的快速增长为公司的发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

表 1 2011 年至 2014 年 6 月公司主营业务收入构成（单位：亿元）

项目	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1-6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一、盐品	14.96	80.40%	14.80	78.88%	14.60	72.73%	8.05	65.88%
1、小袋盐	7.86	42.26%	8.18	43.59%	8.35	41.62%	4.51	36.92%
2、食品加工用盐	3.63	19.49%	3.69	19.67%	3.56	17.76%	2.27	18.58%
3、一般工业盐	1.24	6.68%	1.09	5.80%	0.99	4.94%	0.47	3.86%
4、两碱工业盐	2.23	6.40%	1.84	9.82%	1.69	8.41%	0.80	6.52%
二、非盐	3.35	18.01%	3.50	18.68%	4.90	24.43%	2.30	18.85%
1、酒类	1.08	5.78%	1.14	6.09%	0.92	4.61%	0.39	3.17%

公司为四川省境内唯一的食盐专营企业，承担全省食盐流通，公司主营业务以盐业产品销售为主，依托盐产品流通渠道积极开展非盐商品（包括米、油、酒、调味品和日化品等）业务。

盐产品生产方面，公司盐产品生产分别由子公司南充顺城盐化有限公司（下简称“南充顺城”）和四川顺城化工股份有限公司（以下简称“顺城化工”）负责，盐产品产能分别为 25 万吨和 120 万吨，2013 年生产盐品 9.25 万吨和 82 万吨。盐品销售方面，2011~2013 年，公司食盐销量分别为 82.24 万吨、80.37 万吨和 77.78 万吨，盐产品销售收入占营业收入的比重在 70%以上，2014 年 1~6 月食盐销量为 44.93 万吨。非盐业务方面，公司积极拓展业务领域，非盐业务收入规模逐年增长，对公司营业收入有所贡献，但毛利率水平低，对公司业绩影响不大。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营生产和销售食盐、两碱用盐等盐及盐类产品，公司同时涉及的非盐业务主要为连锁经营，包括酒品类、副食调味品等产品的销售。

2、副食调味类	1.68	9.02%	1.45	7.72%	2.01	10.02%	0.99	8.15%
3、日用洗涤类	0.10	0.52%	0.10	0.54%	0.09	0.45%	0.05	0.42%
4、其它	0.50	2.70%	0.81	4.34%	1.88	9.35%	0.87	7.11%
三、其他	0.30	1.60%	0.46	2.44%	0.57	2.84%	1.86	15.27%
主营业务收入	18.61	100.00%	18.76	100.00%	20.07	100.00%	12.21	100.00%
毛利率	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1-6 月	
一、盐品	46.13%		48.52%		48.43%		50.74%	
1、小袋盐	56.01%		58.00%		54.09%		55.35%	
2、食品加工用盐	39.01%		40.09%		40.79%		51.25%	
3、一般工业盐	35.86%		37.83%		38.50%		56.06%	
4、两碱工业盐	28.56%		29.69%		42.38%		20.00%	
二、非盐	8.08%		8.00%		4.06%		4.67%	
1、酒饮类	18.45%		17.95%		12.29%		6.96%	
2、副食调味类	2.68%		3.36%		2.41%		4.16%	
3、日用洗涤类	13.43%		7.44%		6.70%		10.59%	
4、其它	2.89%		2.37%		1.64%		3.90%	
三、其他	33.18%		24.64%		53.51%		4.63%	
综合毛利率	38.89%		39.07%		37.74%		35.01%	

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主营业务收入保持稳定。2013年，公司实现营业收入20.07亿元，同比增长6.99%，增长主要来自非盐产品销售收入。从营业收入构成来看，2013年公司主营业务收入中盐品销售收入比重为72.73%，其中小袋盐、食品加工用盐和一般工业盐等销售收入均相对稳定。2013年公司加强了非盐产品的开拓力度，增加了商品种类和销售量，非盐产品销售收入4.90亿元，同比增长40.00%，非盐产品销售收入占营业收入的比重提高至24.43%。

毛利率方面，2013年公司综合毛利率为37.74%，同比下降1.33个百分点，主要原因是毛利水平较低的非盐业务占比提高所致。公司盐品销售毛利率为48.32%，同比变化不大。2013年以来，非盐产品的毛利率有所下降，由于酒饮类、副食调味类等商品价格下降，非盐产品毛利率下降明显。

2014年1~6月，公司实现主营业务收入12.21亿元，其中，盐产品销售收入8.05亿元，占销售收入的65.88%，业务发展稳定，毛利率

为50.74%。同期，受酒饮类和副食调味类毛利率下降影响，非盐产品毛利率为4.67%。同期，公司其他收入1.86亿元，主要为双甘磷产品销售收入1.60亿元。

总体看，跟踪期内，盐及盐类产品销售收入仍是公司主要收入和利润来源，公司经营稳健，收入规模小幅增长，毛利率水平相对稳定。

2. 盐及盐类产品经营

食盐生产方面，公司盐产品生产分别由于公司南充顺城和顺城化工负责，两家企业均经国家发改委审批为食盐定点生产企业。

南充顺城具备25万吨/年的精制盐生产能力，2013年生产各类盐品9.25万吨，其中食盐4万吨；顺城化工主要从事食盐、工业盐的生产、加工、销售，制盐设计产能120万吨，2013实际产量82万吨，2014年1~6月实际产量49万吨，主要盐产品有加碘盐、食品加工用盐、一般工业盐等。

表2 公司盐产品销售情况 (单位:万吨、元/吨)

项目	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1-6 月	
	销量	销售价格	销量	销售价格	销量	销售价格	销量	销售价格
小袋盐	36.90	2130.85	34.25	2387.50	34.25	2397.50	16.56	2722.70
食品加工用盐	45.34	800.07	46.12	799.92	43.53	800.90	28.37	799.90
一般工业盐	17.02	730.18	14.89	730.41	13.58	730.01	7.13	660.30
两碱工业盐	76.29	291.86	67.22	274.16	62.50	270.16	31.86	250.00
合计	175.55	852.16	162.48	910.69	153.86	948.74	83.92	958.70

资料来源：公司提供

销售模式主要以分公司——经销商——零售点构成的销售渠道为主，小袋盐的销售通过经销商面向终端用户，食品加工用盐则涉及到大宗采购。公司下辖的11个地区分公司按照食盐专营政策要求只能在其行政区域内进行销售，覆盖了省内除甘孜藏族自治州、阿坝藏族羌族自治州以外的所有地区。由于上述两州管理成本较高，当地成立州盐业公司，与公司无隶属关系，由自治州政府管理，委托公司进行食盐批发。货款结算方面，基本为现款现货。

下游客户方面，公司客户零散，对单一客户依存度低。小袋盐下游客户零散，食品加工用盐存在一些大宗采购的客户。四川食品加工业以豆瓣、榨菜、调味酱、腌腊制品等为特色，属于用盐量较高的品种。跟踪期内公司该类业务销量情况依然稳定，客户构成也变化不大。

2014年1~6月，公司食品加工用盐和一般工业盐毛利率有所提升，主要原因是下游需求旺盛，销量增加，导致单位成本下降，毛利率提高。

总体看，跟踪期内，公司盐总产量保持稳定，食盐及一般工业盐产品销量及价格保持稳定，两碱工业盐受市场行情影响价格出现下降，但后者在公司销售收入中所占比例较小，对公司业绩影响不大。

3. 非盐经营

公司非盐业务主要为通过盐品销售建立的销售网络经营米、油、酒类、调味品和日化品等。随着公司流通体系的不断完善，公司非盐商品销售规模迅速增长。结算方面，公司尽量采取现款现货，但也有少量因市场竞争而采取的跨月结账的情况。

2013年，公司加大了商品开拓力度，增加商品种类，如康师傅和可口可乐公司的产品，收入增幅较大，非盐商品实现营业收入合计4.90亿元，公司食盐分销渠道增值成效显著，非盐商品营业收入增长较快，占营业收入的比重逐年增大，2013年占营业收入24.43%，2014

年上半年由于公司主动调整商品结构，非盐产品销售收入占比有所下降，为18.85%；跟踪期内，公司非盐产品销售的毛利率有所下降，2013年毛利率为4.06%，2014年上半年为4.67%，对公司利润贡献小。

4. 未来发展

2013年12月11日，上市公司四川和邦股份有限公司（以下简称“和邦股份”）发布《发行股份购买资产报告书（草案）》，该报告书显示，公司将双甘磷相关资产派生分立为乐山和邦农业科技有限公司（以下简称“和邦农科”），和邦股份拟发行股份购买公司持有的和邦农科51%的股份，截至评估基准日2013年11月30日，根据和邦股份公告，最终确认和邦农科51%股权的评估值为8.14亿元。

鉴于本次交易中和邦农科股东权益采用收益法作为评估定价方法，根据相关法规规定，公司同意对和邦农科在本次资产重组实施完毕后3年内实际净利润数与净利润预测数差额对和邦股份予以股份补偿。和邦农科在补偿期2014年度、2015年度和2016年度的净利润预测数分别为1.37亿元、2.11亿元和2.15亿元。截至2014年4月9日，和邦农科资产总额18.61亿元，所有者权益3.29亿元；2013年12月1日~2014年4月9日，和邦农科实现营业收入1.67亿元，净利润0.13亿元。

2014年4月9日，和邦股份发布《发行股份购买资产发行结果暨股本变动公告》，称上述交易已经完成，股份发行数量为5554.43万股，发行价格为14.66元/股，作价为8.14亿元。此次权益变动后，公司将持有和邦股份10.99%的股份。2014年4月份起，和邦农科不再纳入公司合并范围，以和邦农科2014年4月9日财务数据为基础，此次交易减少公司少数股东权益约1.6亿元，减少负债合计15.31亿元；同时，和邦农科双甘磷产能为9万吨/年，于2013年底开始试生产，将于2014年陆续达产，按照目前双甘磷价格1.4万元/吨计算，达产后每年可实现收入约13亿元，

未来将不纳入公司合并范围；交易完成后，公司实现投资收益，未来通过对和邦股份持股分享经营成果。若和邦农科实际经营结果低于预测值，公司将支付股份补偿。公司承诺和邦农科在本次重组实施完毕后三个会计年度截至当期期末累积的扣除非经常性损益后的实际净利润数不低于中联评估出具的《资产评估报告》（中联评报字【2013】第999号）中标的资产对应的截至当期期末累积预测净利润数；同时在补偿期届满时，对和邦农科51%股权进行减值测试并相应承诺股份补偿。根据上述口径和邦农科在补偿期2014年度、2015年度和2016年度的净利润预测数分别为13714.14万元、21125.17万元和21480.28万元。联合资信关注到2014年以来双甘膦价格走弱，如和邦农科经营成果可能低于预期，公司存在股份补偿的可能性。

公司无其他重大资本支出计划，未来资金压力较小。

八、财务分析

公司提供的 2011-2012 年财务报告经四川华文会计师事务所有限公司审计，2013 年财务报告经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论，公司提供的 2014 年上半年财务报表未经审计。2013 年公司新设乐山和邦农业科技有限公司，并纳入合并范围。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 42.05 亿元，所有者权益 18.22 亿元（含少数股东权益 3.00 亿元）；2013 年公司实现营业收入 20.79 亿元，利润总额 2.00 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司（合并）资产总额 35.65 亿元，所有者权益 21.90 亿元（含少数股东权益 1.64 亿元）；2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 12.57 亿元，利润总额 7.93 亿元。

1. 盈利能力

2013 年，公司营业收入和营业成本分别为 20.79 亿元和 12.75 亿元，同比分别上升 6.69%

和 11.26%，主要源自公司非盐产品销售收入增长。同期，公司营业利润率为 37.42%，同比下降 2.50 个百分点，基本保持稳定。

期间费用方面，2013 年公司期间费用率保持稳定，为 28.12%，同比下降 1.46 个百分点，公司期间费用占比仍较高，期间费用控制能力有待提高。

非经常性损益方面，2013 年非经常性损益对公司业绩影响较小。

从盈利指标来看，2013 年公司总资本收益率及净资产收益率分别为 5.18%和 8.32%，较 2012 年变化不大，同比下降 1.58 和 1.33 个百分点。

2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 12.57 亿元，占 2013 年的 60.46%；同期，公司实现利润总额 7.93 亿元，其中 6.52 亿元为投资收益，为和邦农科账面价值与公允价值的差额，计入当期损益。

总体看，跟踪期内，公司营业收入及主业利润保持稳定，2014 年上半年受出售和邦农科影响，投资收益大幅增加，整体盈利能力维持在较好水平。

2. 现金流及保障

从经营活动看，公司经营活动现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2013 年，公司经营活动现金流入为 24.87 亿元，其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金 24.06 亿元，较 2012 年上升 8.57%。同期，公司现金收入比为 115.76%，公司收入实现质量好。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，2013 年公司经营活动现金流出为 21.67 亿元，其中，公司购买商品、接受劳务支付的现金 14.48 亿元，较 2012 年增长 8.86%。2013 年，公司经营活动现金流净额为 3.20 亿元。

从投资活动看，公司投资活动现金流表现为净流出，以购建固定资产、无形资产等支付的现金为主，2013 年该项流出为 4.03 亿元，2013 年，公司投资活动现金流量净额-4.45 亿元。

从筹资活动看, 2013 年公司筹资活动现金流入主要是取得借款收到的现金, 为 7.91 亿元, 筹资活动现金流出主要表现为偿还债务支付的现金。2013 年, 公司筹资活动净现金流为 2.72 亿元。

2014 年 1~6 月, 公司经营活动现金流量净额为 3.32 亿元。同期, 投资活动净额为-1.89 亿元, 筹资活动现金流量净额为 1.69 亿元。

总体看, 跟踪期内, 公司经营获现能力保持在较强水平, 且无重大资本支出计划, 对外融资需求较小。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底, 公司合并资产总额 42.05 亿元, 其中流动资产占比 39.99%, 非流动资产占比 60.01%, 资产结构变化不大。

流动资产

因货币资金、存货规模上升, 2013 年公司流动资产同比增长 37.40%, 截至 2013 年底, 公司流动资产 16.82 亿元。

截至 2013 年底, 公司货币资金为 8.21 亿元, 同比增长 21.44%, 主要系货款收回增加所致。公司货币资金中银行存款占 95.13%。

截至 2013 年底, 公司存货 5.68 亿元, 构成以库存商品为主, 公司存货同比增长 62.13%, 主要原因是公司投资的双甘磷项目试生产, 存货增加所致; 公司计提存货跌价准备 0.24 亿元, 主要为对试生产产品计提。截至 2013 年底公司其他应收款为 0.74 亿元, 其中 0.50 亿元为应收四川久大蓬莱盐化有限责任公司的投资款, 尚未办妥投资手续。

非流动资产

截至 2013 年底, 公司非流动资产 25.24 亿元, 同比增长 20.15%, 非流动资产主要由固定资产及在建工程构成。

截至 2013 年底, 公司固定资产原值 10.66 亿元, 计提累计折旧 5.56 亿元, 账面净额 9.13 亿元, 构成以房屋及建筑物 (占 56.74%)、机

器设备 (占 36.58%) 为主。公司固定资产同比增长 52.33%, 主要为在建工程转入 4.09 亿元所致。

截至 2013 年底, 公司在建工程 9.65 亿元, 同比变化不大, 公司在建工程为 9.13 亿元, 同比增长 22.17%, 主要为 15 万吨双甘磷项目, 系子公司四川顺城化工股份有限公司以自筹资金投资建设的工程项目。

截至 2014 年 6 月底, 公司资产总额为 35.65 亿元, 其中, 公司流动资产占 50.06%, 非流动资产占 49.94%, 公司资产结构较 2013 年底有所变化, 主要原因是公司将双甘磷项目转让给和邦股份导致在建工程减少。截至 2014 年 6 月底, 公司可供出售金融资产为 7.38 亿元, 为持有的和邦股份 5554.74 万股股份。同期公司其他应收款余额 1.72 亿元, 较 2013 年底增长 133.00%, 主要原因是丧失对和邦农科控制权后往来款划出合并范围。

总体看, 跟踪期内, 公司资产构成较为稳定, 货币资金充足, 整体资产质量好。

所有者权益

截至 2013 年底, 公司所有者权益 18.22 亿元 (含少数股东权益 3.00 亿元), 同比增长 6.28%, 其中实收资本、资本公积及未分配利润分别占 11.62%、17.26%和 67.69%, 公司所有者权益稳定性弱。

截至 2014 年 6 月底, 公司所有者权益为 21.90 亿元 (含少数股东权益 1.64 亿元), 较 2013 年底增长 20.23%, 增长主要来自未分配利润。

负债

截至 2013 年底, 公司负债总额 23.84 亿元, 同比增长 48.02%, 增长主要源自公司短期借款和应付账款的增加。

从有息债务来看, 截至 2013 年底, 公司全部债务为 16.02 亿元, 同比增长 43.75%, 增长全部来自短期债务。截至 2013 年底, 短期债务占 68.03%, 长期债务占 31.97%。截至 2014 年 6 月底, 公司全部债务为 7.95 亿元, 较 2013 年底有所下降。整体看, 公司债务以短期债务为

主，债务规模小。

从债务指标来看，截至 2013 年底，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为 56.68%、46.80%和 21.95%。截至 2014 年 6 月底，公司上述指标分别为 38.56%、26.63%和 10.78%。

总体看，跟踪期内，公司债务结构以短期债务为主，债务负担轻，且在剥离双甘磷项目后债务负担进一步下降。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2013 年底，公司流动比率和速动比率分别为 97.56%和 64.64%，同比下降 66.68 个百分点和 52.63 个百分点。截至 2014 年 6 月底，公司上述比率分别为 175.94%和 146.17%。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，截至 2013 年底，公司 EBITDA 为 3.00 亿元。同期，公司全部债务/EBITDA 为 5.35 倍；EBITDA 利息保障倍数为 3.80 倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

2014 年 6 月公司发行额度为 1 亿元的 2014 年第一期中期票据“14 川盐业 MTN001”和额度为 3 亿元的 2014 年第一期短期融资券“14 川盐业 CP001”，短期融资券所募集资金中 1.00 亿元已用于归还贷款，其余资金尚未使用。

截至 2014 年 6 月底，公司存续期内债券总额 4 亿元，为额度 1 亿元的“14 川盐业 MTN001”和额度 3 亿元的“14 川盐业 CP001”。

截至 2013 年底，公司现金类资产 8.35 亿元，为“14 川盐业 CP001”的 2.78 倍；截至 2014 年 6 月底，公司现金类资产为 11.58 亿元，为“14 川盐业 CP001”的 3.86 倍，公司现金类资产对“14 川盐业 CP001”保障程度较强。

2013 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入及经营活动现金净流分别为 3.00 亿元、24.87 亿元和 3.20 亿元，分别为“14 川盐业 MTN001”的 3.00 倍、24.87 倍和 3.20 倍；总体看，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和净流量对“14

川盐业 MTN001”的保障程度均较强。

截至 2014 年 6 月底，公司对外担保 13 亿元，担保比率 59.36%，其中 11.80 亿元为向和邦农科提供的借款担保，2014 年 4 月公司丧失对和邦农科控制权，故对外担保金额较 2013 年底大幅增长。公司目前正与和邦股份洽谈担保责任移交的相关事项，联合资信将密切关注此事项进展，如公司继续承担该担保责任，且未来双甘磷市场行情出现较大波动，可能面临一定或有负债风险。

截至 2014 年 6 月底，公司已获得 6.53 亿元的银行授信额度，其中，尚未使用授信余额 2.80 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10510105002959200），截至 2014 年 5 月 29 日，公司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。

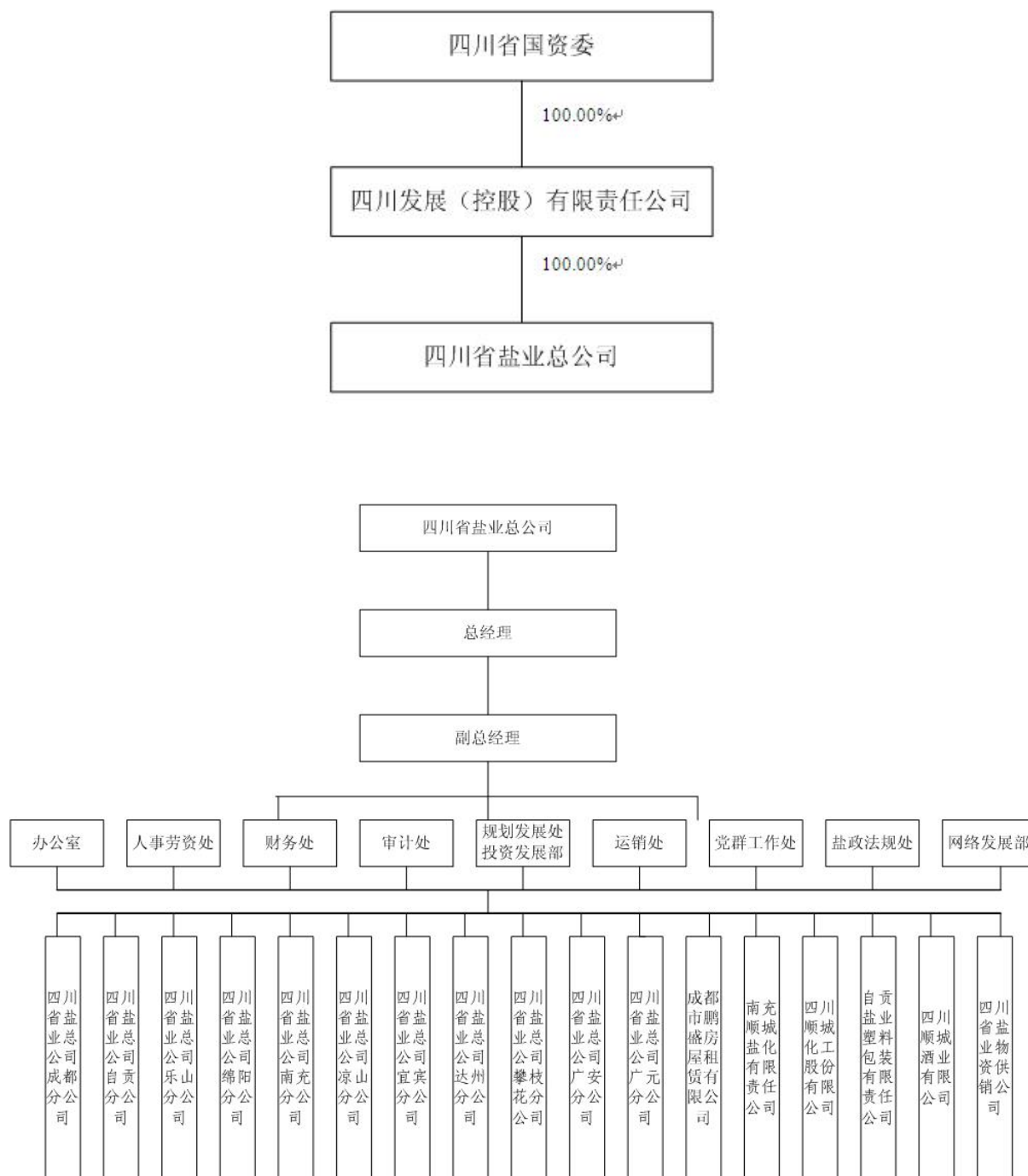
6. 抗风险能力

公司收入规模稳步提升，资产质量较好，整体盈利能力稳定。目前公司积极发展多元化经营，提高综合竞争力及抗风险能力。综合考虑，公司整体抗风险能力较强。

九、结论

综合考虑，联合资信维持四川省盐业总公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，维持“14 川盐业 MTN001” AA 的信用等级，并维持“14 川盐业 CP001” A-1 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图和组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.44	6.68	8.35	11.58
资产总额(亿元)	27.15	33.24	42.05	35.65
所有者权益(亿元)	15.76	17.14	18.22	21.90
短期债务(亿元)	1.24	3.68	10.90	5.31
长期债务(亿元)	5.78	7.47	5.12	2.65
全部债务(亿元)	7.01	11.15	16.02	7.95
营业收入(亿元)	19.23	19.48	20.79	12.57
利润总额(亿元)	2.37	2.20	2.00	7.93
EBITDA(亿元)	3.37	3.25	3.00	--
经营性净现金流(亿元)	2.28	2.29	3.20	3.32
财务指标				
销售债权周转次数(次)	20.78	22.16	26.43	--
存货周转次数(次)	3.38	3.30	2.78	--
总资产周转次数(次)	0.71	0.65	0.55	--
现金收入比(%)	123.10	113.76	115.76	121.25
营业利润率(%)	38.47	39.92	37.42	35.09
总资本收益率(%)	8.88	6.76	5.18	--
净资产收益率(%)	11.40	9.65	8.32	--
长期债务资本化比率(%)	26.83	30.34	21.95	10.78
全部债务资本化比率(%)	30.80	39.41	46.80	26.63
资产负债率(%)	41.95	48.44	56.68	38.56
流动比率(%)	248.41	164.25	97.56	175.94
速动比率(%)	173.46	117.27	64.64	146.17
经营现金流动负债比(%)	49.77	30.72	18.55	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.23	5.38	3.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.08	3.43	5.35	--

注：2014 年上半年财务数据未经审计

附件 3 有关计算指标的计算公式

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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息