

2014 年江苏金桥盐化集团有限责任公司
棚户区改造公司债券
2020 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【588】号 01

债券简称：14 金桥棚改
债/14 金桥棚

增信方式：土地使用权
抵押担保

债券剩余规模：3.1 亿元

债券到期日期：2021 年
06 月 19 日

债券偿还方式：每年付
息一次，到期一次还本，
附第 4 年末发行人调整
票面利率选择权和投资
者回售选择权

分析师

姓名：
蒋申 钟继鑫

电话：
0755-82872532

邮箱：
jiangsh@cspengyuan.co
m

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
化学原料及化学制品制
造企业主体长期信用评
级方法，该评级方法已
披露于中证鹏元官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2014 年江苏金桥盐化集团有限责任公司棚户区改造 公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 28 日	2019 年 6 月 27 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对连云港市工业投资集团有限公司¹（以下简称“连云港工投”或“公司”）及其 2014 年 6 月 19 日发行的棚户区改造公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司业务多元化程度较高，公司持续获得较大的外部支持，土地使用权抵押担保有效提高了本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到盐化工板块面临的环保政策趋严、产能过剩等风险因素导致公司相关收入和盈利能力承压，纤维新材料业务一定程度上拖累了公司整体盈利能力，公司资产质量一般，短期偿债压力加大及跟踪期内公司未对抵押资产价值进行跟踪评估等风险因素。

正面：

- 公司业务多元化程度较高。公司业务范围涵盖原盐（工业盐）、食用盐、盐化工、纤维材料、绿化保洁、水面发包、电力、房地产等，业务多元化程度较高。
- 继续获得较大外部支持。2019 年，公司获得土地补偿款和中央财政中小企业发展专项资金等政府补助合计 1.05 亿元，是利润总额的 108.34%，很大程度上改善了公司盈利水平；此外，年末仍有 22.92 万亩可征土地，征地补偿收入可持续性较好。
- 土地资产抵押担保有效提高了本期债券的安全性。公司以其合法拥有的 5 宗 493.82

¹ 2015 年 3 月 26 日，公司名称由江苏金桥盐化集团有限责任公司变更为连云港市工业投资集团有限公司。

万平方米土地为本期债券提供抵押，土地评估价值为 10.52 亿元（评估基准日为 2013 年 8 月 29 日），对本期债券的剩余本金及一年利息之和的覆盖率为 3.18 倍。

关注：

- **盐化工板块面临的环保政策趋严和产能过剩等风险导致收入和盈利能力承压。**2019 年公司盐化工营业收入为 7.50 亿元，同比下降 8.74%；毛利率为 19.58%，较上年下降 4.39 个百分点。盐化工板块下游企业集中在板桥工业园，在近年环保政策及安全检查趋紧的背景下，下游企业仍存在因环保或安全问题停产的可能，引起需求下降，而产能过剩导致市场激烈竞争，综合影响公司盐化工业务的销售和盈利情况。
- **纤维新材料业务毛利率较低，一定程度上拖累了公司整体盈利能力。**纤维新材料是公司主营业务之一，2019 年公司氨纶丝毛利率为 5.01%；聚酰亚胺纤维毛利率仍为负数，一定程度上拖累了公司盈利能力。
- **公司资产质量仍然一般。**公司资产主要为其他应收款和固定资产，2019 年末公司其他应收款账面价值为 16.56 亿元，占总资产的 13.46%，对营运资金形成一定占用；固定资产账面价值 31.74 亿元，占总资产比重的 25.81%，且固定资产周转天数在 450 天以上，营运效率不高。
- **有息债务大幅增加，短期偿债压力加大。**2019 年末公司有息债务为 48.93 亿元，占全部负债的比例为 65.68%，账面余额同比大幅增长 37.62%，资金短借长用，非受限的现金短期债务比由 2018 年末的 1.55 大幅下降至 2019 年末的 0.87，短期偿债压力加大。
- **跟踪期内公司未对抵押资产价值进行跟踪评估。**根据本期债券发行时的抵押资产协议，公司需按年对抵押资产价值进行评估，评估报告不迟于年度付息首日后的三十个工作日。截至本次跟踪评级报告出具日，公司尚未对抵押资产进行评估，抵押土地资产的评估基准日仍为 2013 年 8 月 29 日。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,229,607.66	1,139,190.64	1,177,788.32

归属于母公司所有者权益合计	446,706.59	443,602.24	420,259.44
有息债务	489,280.59	355,537.72	409,696.43
资产负债率	60.58%	58.19%	61.62%
流动比率	1.56	1.99	1.99
速动比率	1.32	1.69	1.75
营业收入	218,217.03	220,113.54	219,808.36
营业利润	1,000.45	3,109.00	2,356.18
净利润	5,588.03	5,998.52	5,386.16
综合毛利率	25.26%	25.22%	26.57%
总资产回报率	2.68%	2.36%	2.00%
EBITDA	57,863.05	50,776.41	45,644.14
EBITDA 利息保障倍数	2.34	2.66	3.25
经营活动现金流净额	52,246.97	54,115.14	49,058.50

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

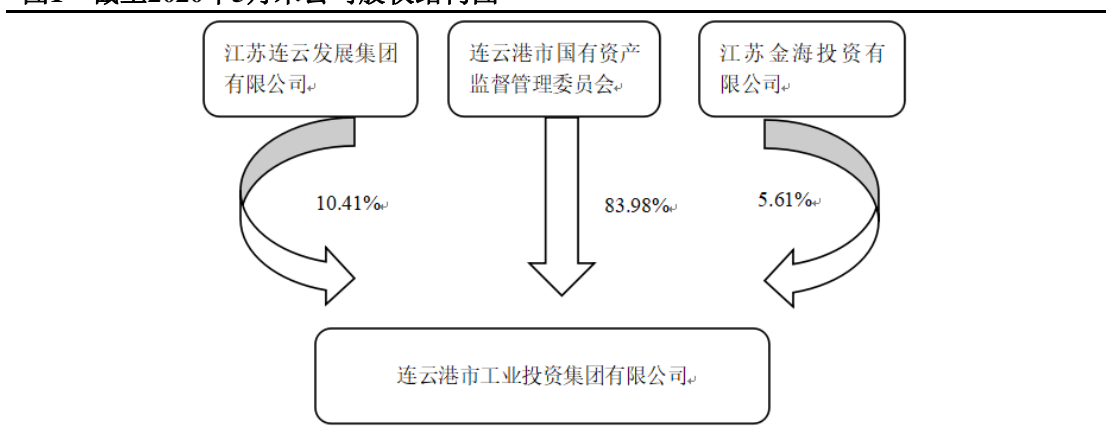
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年6月19日发行7年期7亿元公司债券，票面利率为6.88%。募集资金用于棚户区改造项目，截至2020年5月29日，募集资金账户余额为98.58万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2020年5月末，公司注册资本和实收资本仍均为20.00亿元，控股股东和实际控制人仍为连云港市人民政府（连云港市国有资产监督管理委员会代行出资者职能），具体股权关系如下图所示。

图1 截至2020年5月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019年，公司主营业务未发生变化，仍主要为原盐及盐化工、食用盐和纤维新材料等。2019年公司获得政府无偿划入的6家子公司，注销5家子公司，具体如下表所示。截至2019年末，公司并表子公司共有55家，详见附录二。

表1 2019年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2019年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
连云港新众汽车销售服务有限公司	100%	200	汽车销售及售后服务	无偿划入
连云港市红盾劳动服务有限公司	100%	10	企业登记服务	无偿划入
连云港市新祥酿造厂	100%	3	装潢材料销售	无偿划入
中化江苏连云港公司	100%	50	化工产品批发	无偿划入

连云港中化进出口有限公司*	100%	50	经营代理进出口业务	无偿划入
连云港市外经贸服务中心	100%	8	物业服务	无偿划入

2、2019年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质	不再纳入合并报表的原因
连云港祥立特种设备有限公司	100%	建筑工程安装、门窗制作、销售	注销
连云港大顺物流有限公司	100%	货物配载、仓储	注销
连云港市工投集团万诚物流有限公司	100%	货运代理、仓储服务	注销
连云港灵威实业有限公司	100%	渔业服务业	注销
连云港市民兴化工贸易有限公司	100%	化工原料及产品、木材、建材、机电产品、橡胶及制品、塑料及制品的销售	注销

注：2020年6月2日的工商信息查询显示，连云港中化进出口有限公司正在进行简易注销，公告期为2020年5月15日-2020年6月28日。

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

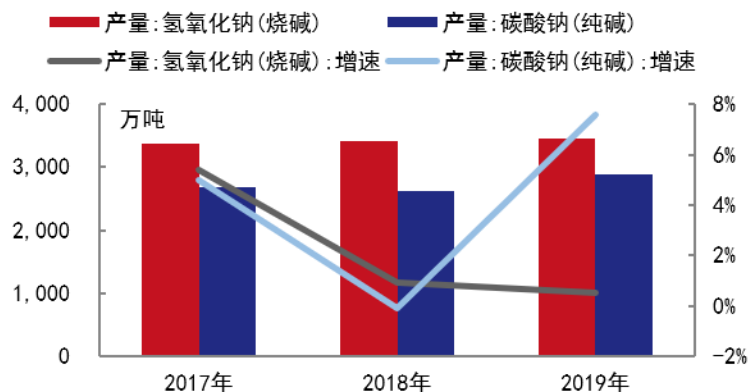
三、运营环境

受纯碱行业需求大幅改善，2019年我国原盐产销量均转为正增长，但考虑下游两碱行业需求减弱，原盐供给偏宽松，价格或将进一步下降，挤压行业盈利空间

盐是日常生活的必需品，也是化学工业的基本原料，用于生产烧碱、纯碱、氯酸钠、氯气、漂白粉和金属钠等各类基础化工产品，在国民经济和社会发展中占有重要地位。

根据中国盐业协会披露的数据，两碱工业盐是原盐消费量的主要下游行业，占原盐消费量的85%左右。氯碱工业是基础化学工业之一，主要产品有32%烧碱、50%烧碱、氯气、液氯等。我国是世界上最大的氯碱工业生产国和烧碱消费国，2019年我国烧碱产量为3,464.40万吨，同比增长0.50%。烧碱主要产地为华北、西北及华东，其所占产量比例达全国总产量的80%左右。截至2019年末，我国烧碱产能供给4,380万吨，全年理论开工率为79%，2020年计划投产的烧碱产能约为137万吨，同比增长3%左右，但中证鹏元预计电解铝2020年下游需求将有所下滑，主要是考虑到2020年基建投资将会回暖，但反弹力度有限，电网投资有望保持高位，而乘用车市场将出现下滑；此外，新冠肺炎疫情叠加原油暴跌，导致全球经济动荡风险提升，2020年化纤市场运行压力加大。下游的电解铝和化纤需求减弱导致2020年烧碱消费量存在增长压力。

图1 2019年纯碱产量增速大幅改善



资料来源：中证鹏元整理

纯碱方面，截至2019年末，全球纯碱产能约为7,000万吨/年，其中我国产能3,340万吨/年左右，占比在48%左右。2019年我国纯碱产量为2,887.70万吨，同比增长7.60%，实际开工率86.5%左右，主要受益于2019年玻璃行业景气度改善。玻璃产品在下游需求中的占比为61%左右，而玻璃作为建材产品，主要用于房地产建筑以及家装家饰类，占比约达到75%，汽车类占比约15%，其他市场如新能源、家电、电子等约占到10%，房地产需求对玻璃行业影响较大。2020年以来中央层面延续“房住不炒”的调控总基调，地方层面房地产调控政策呈现出松紧结合的特征，在因城施策的机制下存在一定的结构化宽松空间。但受新冠疫情影响，预计2020年房地产市场新开工面积负增长同时汽车销量将进一步下跌，同时房企融资环境未见好转，鉴于下游市场景气度下降，预计2020年玻璃需求将小幅回落，2020年纯碱需求增速也将承压。

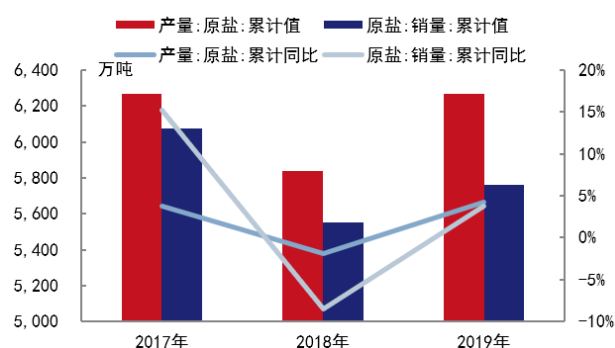
2019年，我国原盐产量和销量分别为6,270.80万吨和5,763.16万吨，同比分别增长4.30%和3.77%，增速均由负转正，主要受益于下游纯碱需求大幅改善。2019年受江苏盐化工整治影响，原盐需求减少，原盐价格整体下行。考虑到2020年烧碱产量存在增长压力、纯碱需求增速承压，原盐供给偏宽松，原盐价格将或进一步下行，原盐行业盈利空间缩窄。

图2 2019年原盐价格整体下行



资料来源：中证鹏元整理

图3 2019年原盐产销量均转为正增长



资料来源：中证鹏元整理

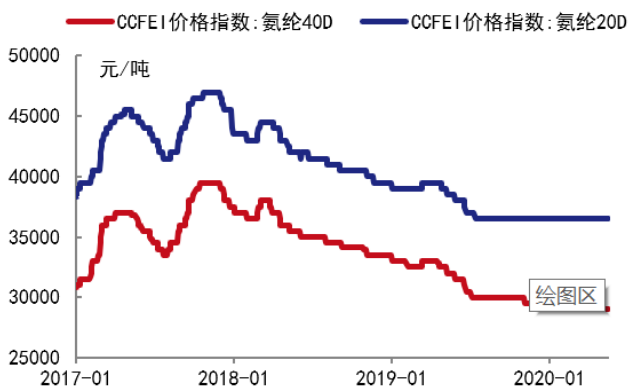
短期内氨纶供给过剩局面将进一步加剧，价格承压，行业利润空间将继续缩窄

我国是全球最大的氨纶生产和消费国。氨纶，化学纤维六大纶之一，通常将氨纶丝与其他纤维混纺供织造使用，一般含氨纶5-25%。氨纶可用于织造各种内衣、游泳衣、紧身衣、牛仔裤、运动服、带类的弹性部分。

2019年我国氨纶行业仍处于供过于求的局面。截至2019年底，我国氨纶总产能为86万吨左右，产量约64.7万吨，表观需求量约为61.6万吨，仍处于供大于求态势。氨纶最主要的下游是纺织服装和家纺类，需求占比在90%左右。在疫情的冲击下，2020年1-4月我国服装类零售额同比下降31.30%，导致氨纶需求减弱。

受行业竞争激烈的影响，2019年氨纶价格下行，氨纶40D市场价格由2018年末的33,500.00元/吨下降至2019年末的29,500.00元/吨，行业利润空间大幅压缩。考虑到疫情导致全球经济下行，预计2020年纺织服装需求下滑，从而拖累氨纶需求，氨纶行业的供给过剩局面将进一步加剧，行业利润空间将继续缩窄。

图4 2019年主要的氨纶产品价格延续下跌趋势



资料来源：中证鹏元整理

我国氨纶行业集中度将进一步提升。根据公开数据显示，CR4行业集中度在50%左右，生产企业主要集中在浙江、广东、江苏和山东等省份。在行业竞争加剧及氨纶行业整体盈利能力下滑的情况下，企业的扩产意愿与能力逐渐降低，龙头企业加速抢占市场份额，资源逐渐向头部企业集中，行业集中度将继续提升。

四、经营与竞争

公司业务多元化程度仍然较高，业务范围涵盖原盐（工业盐）、食用盐、盐化工、纤维材料、绿化保洁、水面发包、电力、房地产等。营业收入仍主要来源于盐及盐化工和纤维新材料等，2019年营业收入21.82亿元，较上年略有下降，主要原因是盐及盐化工板块的营业收入下降幅度在8%以上。综合毛利率方面，2019年为25.26%，与上年基本持平，但不同业务板块之间毛利率变化趋势分化，具体来看，2019年，盐及盐化工板块毛利率均下降了4.50个百分点左右，但得益于资产租赁等其他业务毛利率水平的提升，最终综合毛利率基本持平。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
盐化工小计	74,995.68	19.58%	82,180.82	23.97%
其中：氯碱	38,763.19	27.53%	45,340.56	32.40%
氢气	10,523.12	11.70%	5,970.76	26.69%
氯化苳	8,812.30	7.49%	8,875.58	11.39%
双氧水	7,655.62	10.45%	7,615.00	16.65%
纤维新材料小计	45,156.62	3.79%	44,722.82	4.00%
其中：氨纶丝	36,420.96	5.01%	37,752.64	5.05%
聚酰亚胺纤维	6,449.81	-2.61%	4,093.49	-5.37%
盐产品小计	23,269.41	19.74%	27,546.00	22.82%
其中：原盐（矿盐）	11,434.37	24.85%	13,223.82	23.77%
食用盐	7,058.58	9.10%	9,173.02	21.03%
其他小计	53,919.09	48.71%	49,952.24	42.53%
合计	197,340.81	23.95%	204,401.88	23.98%

注：其他小计包括了绿化保洁、水面发包、电力、建筑安装和资产租赁等业务收入。

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

2019年，随着政府征地工作推进，公司盐田面积萎缩，公司海盐的产量继续下降，未来或将进一步下降；受益于技改项目实施，矿盐单位生产成本降低，毛利率提升，但市场

竞争较为激烈，销量和收入下降

原盐业务主要由子公司连云港市工投集团台北投资有限公司、连云港市工投集团徐圩投资有限公司和连云港市工投集团日晒制盐有限公司负责运营，拥有江苏省制盐许可证。原盐产品分为海盐和矿盐，其中海盐生产采用日晒法，全部为露天作业，占用土地面积较大；矿盐是公司主要的原盐产品，生产原料以卤矿为主。公司卤矿采购自淮安市淮阴区赵集盐矿，开采出制成卤水后通过管道运输至公司灌西盐场进行晒制，约4立方米卤水可晒制成一吨原盐。卤矿管道由赵集盐矿负责建设及维修，盐矿产能规模为700万立方米/年，卤矿储量丰富，开采年限可达100年，原料供应的保障程度较好。产能方面，2019年矿盐产能保持稳定。产量及产能利用率方面，2019年海盐产量同比下降53.31%，主要原因是政府征地进程推进使得盐田面积减少；矿盐产量同比增长12.85%，主要原因是技改项目提高了生产效率，同时使得矿盐的产能利用率在100%以上。

表3 2018-2019年公司原盐产销情况

项目	2019年		2018年	
	海盐	矿盐	海盐	矿盐
产能（万吨/年）	-	60.00	18.00	60.00
产量（万吨）	5.08	64.46	10.88	57.12
产能利用率	-	107.43%	60.44%	95.20%
销量（万吨）	20.51	50.37	23.40	54.57
销售收入（万元）	4,776.46	11,434.37	5,149.16	13,223.82
销售均价（元/吨）	232.88	227.01	220.05	242.33
销量合计（万吨）		70.88		77.97
其中：直接外销（万吨）		50.12		52.26
食用盐加工（万吨）		11.55		17.38
盐化工加工（万吨）		9.21		8.33

注：上表中的原盐销量大于产量主要原因是开展了部分贸易业务。

资料来源：公司提供

海盐的生产成本主要为人工费、材料费和电费，而矿盐的生产成本主要由卤水构成，近年来卤水在矿盐的生产成本占比在50%以上，故公司采购的主要原材料基本为卤水。公司卤水采购合同每年签订一次，按月结算，采购数量视产销情况而定，近年来采购价格保持稳定，结算方式主要以银行承兑汇票。公司原盐业务的供应商仍主要为江苏淮盐矿业有限公司，2019年采购总额占比仍在90%以上。

表4 公司 2019年原盐前五大采购商情况（单位：万元）

时间	供应商名称	采购标的	金额	占采购总额比例
2019年	江苏淮盐矿业有限公司	卤水	5,646.25	90.85%

	山东海鹰塑前科技股份有限公司	盐膜	232.87	3.75%
	连云港市庆亿贸易有限公司	土公布	63.02	1.01%
	山东佳诺工程材料有限公司	土公布	29.64	0.48%
	东营天元塑业有限公司	盐膜	28.84	0.46%
小计			6,000.62	96.55%
	江苏淮盐矿业有限公司	卤水	5,742.55	91.76%
	山东海鹰塑胶科技股份有限公司	盐膜	240.69	3.85%
2018年	连云港聚优无纺布	土公布	70.62	1.13%
	连云港嘉思迪贸易有限公司	材料	40.9	0.65%
	烟台三垒塑业有限公司	材料	8.91	0.14%
小计			6,103.67	97.53%

注：上表的采购金额不包括自用部分。

资料来源：公司提供

原盐作为重要的无机化工原料，主要是销售给化工企业，由于市场供应相对分散，且运输成本对价格影响较大，原盐销售的区域性很强，故公司的销售市场主要集中在江苏省内。公司原盐产品的销售模式主要为直销，2019年公司矿盐收入同比下降13.53%，主要原因是市场竞争较为激烈导致矿盐量价齐跌，海盐收入同比下降7.24%，主要原因是产量萎缩导致销量下降，海盐和矿盐的毛利率分别为24.85%和23.23%，较上年相比较为稳定。

盐业制度改革导致市场竞争激烈，2019年公司食盐产销量和收入继续明显下滑，同时产量下降导致单位生产成本上升，最终使得毛利率也明显下降，短期内公司食盐产能或将继续存在一定的闲置，收入和毛利或将面临下降压力

公司食盐加工业务主要由子公司江苏金桥制盐有限公司（以下简称“金桥制盐”）负责运营，金桥制盐为国家食盐定点生产企业。食用盐产品主要分为加碘精制盐、颗粒盐、雪花盐和低钠盐等，其中雪花盐为公司高端类盐产品，附加值较高，价格约为普通制盐的五倍，但产量较小。公司旗下拥有“古淮”、“猴王”和“金淮”三个食盐品牌系列。2019年公司食用盐产能仍稳定在20万吨/年，但产量下降30.36%，且下降幅度走阔，主要原因是盐业制度改革导致市场竞争激烈，使得产能利用率下降至56.65%。2019年食盐收入为7,058.58万元，同比下降23.05%，主要原因是市场竞争激烈导致销量明显下降；虽中高端产品销量占比提升，引起销售均价上涨，但产量大幅下降使得单位生产成本上涨幅度更大，导致2019年食用盐毛利率同比下降11.93个百分点至9.10%。

表5 公司 2018-2019 年食用盐产销情况

项目	2019年	2018年
产能（万吨/年）	20.00	20.00
产量（万吨）	11.33	16.27

产能利用率	56.65%	81.35%
销量（万吨）	12.76	17.81
产销率	112.62%	109.47%
销售收入（万元）	7,058.58	9,173.02
平均价格（元/吨）	553.18	515.07

资料来源：公司提供

受市场竞争激烈影响，2019年盐化工板块收入及毛利率均有所下降，盐化工行业产能过剩使得盐化工板块业绩承压

公司盐化工业务主要由子公司金桥丰益氯碱（连云港）有限公司、连云港市工投集团利海化工有限公司和连云港市工投集团台北投资有限公司负责运营，分为氯碱业务和氯碱下游精细化工业务。公司氯碱业务主要产品为烧碱，副产品有液氯、盐酸、氢气和次氯酸钠等，主要原材料为原盐，消耗的主要能源为电力，公司盐化工业务的原盐主要由公司内部供给，电力则需要全部从外部采购。公司氯碱下游精细化工业务的主要产品则有氯化苳和双氧水等，主要原材料为氯碱及氯碱副产品，其生产设备即位于公司氯碱产品厂区的周边。

板桥工业园是连云港市规划的盐化工产业园区，依托于公司的工业盐和盐化工生产能力，向园区内招商氯碱及氯碱下游的化工企业。目前公司的离子膜氯碱项目和氯碱下游精细化工项目均位于园区以内，氯碱下游精细化工产品包括双氧水、氯化苳、PVC树脂和漂粉精等，目前双氧水和氯化苳项目已建成投产。精细化工业务的原材料来自公司的氯碱项目，产品小部分供应园区内企业，大部分在附近区域销售。

2019年，受益于市场需求增加，公司提升了氢气产能，但新增产能释放程度较低，产能利用率明显下降；氯化苳产能仍稳定在5.50万吨/年，但由于环保整治，部分化工企业关停，需求下降，产能利用率仍低于30%。公司目前在建的盐化工项目主要有30万吨离子膜烧碱项目，项目计划总投资5.14亿元，截至2019年末，已完成投资0.46亿元，计划于2021年6月底建成投产。考虑到公司盐化工板块业务受宏观经济景气度的影响较大，行业产能过剩仍然存在，收入和盈利能力承压。

销售方面，公司在板桥工业园内具有一定的规模优势，氯碱产品约有40%通过管道直接供应板桥工业园内的下游企业，2019年公司的氯碱及氯碱下游精细化工产品产销量大体有所增长，其中氯碱、氢气和双氧水的销量分别同比增长15.13%、58.97%和9.20%，主要系板桥工业园区下游企业的需求增加所致。2019年虽氯碱市场需求有所回升，但市场产能过剩竞争激烈，最终使得氯碱收入下降14.51%至3.88亿元，毛利率下降4.87个百分点；而氯碱收入在盐化工收入的占比接近50%左右，导致盐化工板块营业收入同比下降8.74%至

7.50亿元，呈继续下降趋势；毛利率下降4.38个百分点。值得注意的是，公司盐化工板块下游企业集中在板桥工业园，在近年环保及安全检查趋紧的背景下，下游企业存在因环保或安全问题停产的可能，进而可能影响公司盐化工板块的销售情况，此外产能过剩使得盐化工板块收入承压。

表6 公司 2018-2019 年主要盐化工产品产销情况（单位：万吨/年、万吨、万元、元/吨）

项目	2019 年				2018 年			
	氯碱	氢气	氯化苧	双氧水	氯碱	氢气	氯化苧	双氧水
产能	-	0.82	5.50	10.00	46.87	0.42	5.50	10.00
产量	48.89	0.63	1.54	9.85	42.13	0.38	1.55	9.09
产能利用率	-	76.83%	28.00%	98.50%	89.89%	91.75%	28.18%	90.90%
销量	48.86	0.62	1.51	9.85	42.44	0.39	1.47	9.02
产销率	99.94%	98.41%	98.05%	100.00%	100.74%	100.06%	94.84%	99.23%
销售收入	38,763.19	10,523.12	8,812.30	7,655.62	45,340.56	5,970.76	8,875.58	7,615.00
销售均价	793.35	16,972.77	5,835.96	777.22	1,068.34	15,485.85	6,037.81	844.24
毛利率	27.53%	11.70%	7.49%	10.45%	32.40%	26.69%	11.39%	16.65%

资料来源：公司提供

氨纶行业产能过剩，新增产能面临一定的消化风险，短期内毛利率水平难以改善

公司的纤维新材料业务主要产品为氨纶丝，主要由子公司连云港杜钟新奥神氨纶有限公司负责运营。氨纶主要用于制造各种内衣、游泳衣、紧身衣、牛仔裤、运动服、带类的弹性部分等，氨纶丝属于化学纤维产品，下游用途较广泛，终端需求受宏观经济环境影响较大。2019年公司差别化氨纶纤维项目投产，产能增加至1.8万吨，使得产量大幅增长26.76%，但产能未完全释放，导致产能利用率略有下降。受市场需求减少，2019年国内氨纶丝平均售价继续下滑，在销量增加的情况下，使得销售收入仍然下降3.53%。考虑到氨纶行业产能过剩，新增产能存在一定的产能消化风险，短期内毛利率水平难以改善。

除氨纶丝外，公司的纤维新材料产品还包括少量的聚酰亚胺纤维和高强高模聚乙烯纤维，一方面收入规模不大，另一方面近年来聚酰亚胺纤维毛利率持续为负，高强高模聚乙烯纤维毛利率水平很低，一定程度上影响了公司整体业绩。

表7 公司高分子纤维 2018-2019 年产销情况（单位：吨、万元、万元/吨）

项目	2019 年			2018 年		
	氨纶丝	聚酰亚胺纤维	高强高模聚乙烯纤维	氨纶丝	聚酰亚胺纤维	高强高模聚乙烯纤维
产能	18,000.00	500.00	500.00	13,000.00	500.00	500.00
产量	15,105.44	305.04	337.29	11,916.88	305.87	442.82
产能利用率	83.92%	61.01%	67.46%	91.67%	61.17%	88.56%

销量	12,774.95	429.72	348.29	11,838.92	243.17	390.87
产销率	84.57%	140.87%	103.26%	99.35%	79.50%	88.27%
销售收入	36,420.96	6,449.75	2,285.86	37,752.65	4,093.46	2,876.69
销售均价	2.85	15.01	6.56	3.19	16.83	7.36
毛利率	5.01%	-2.61%	2.37%	5.05%	-5.37%	3.53%

资料来源：公司提供

2019年公司继续获得政府的征地补偿，且征地补偿的可持续性较好，政府补助有效提升了公司盈利水平

由于公司拥有的沿海盐场面积较大，近年来连云港市政府持续从公司征用土地用于开发建设。公司原有的土地为划拨土地，不计入账面价值，为支持公司发展，连云港市政府采取“征十留一”方式征收土地。相关款项在征地完成后3-5年内完成支付，每完成征收十亩地由公司回购一亩，回购款从征地补偿金中扣除。

2019年征地面积同比增长103.33%，征地进程加快，其中公司对土地补偿款确认营业外收入7,458.74万元，同比增长24.34%。截至2019年末，公司可征地的面积为22.92万亩，未来征地补偿收入可持续性较好，但由于征地补贴的价格和补贴款的支付时间由政府制定，该项补贴款的收取和使用存在一定不确定性。

除征地补偿之外，2019年获得了中央财政中小企业发展专项资金、税收返还减免和市国资委“综合供能系统”技改项目等政府补助合计3,059.72万元，计入其他收益，占当期利润总额的31.51%，有效提升了公司盈利水平。

表8 2018-2019年公司土地面积变化和补偿情况（单位：万亩，万元）

项目	2019年	2018年
当年征地面积	1.22	0.60
累计征地面积	31.07	29.85
公司现有土地面积	22.92	24.14
累计可收回征地补偿金	500,183.41	493,096.07
已收回征地补偿金	323,077.73	304,580.50
当年实际收到的土地补偿金	18,497.23	24,350.94
归属于公司的土地补偿收入	7,458.74	5,998.70

注：（1）本表中土地面积包括公司的盐田面积和其他用地面积；（2）当年实际收到的土地补偿金=职工安置费+征地补偿金+地上物补偿，故实际收到的土地补偿金与营业外收入有差异。

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并范围新增6家子公司，减少5家子公司，具体情况见表1，公司合并范围子公司情况见附录二。

资产结构与质量

2019年公司资产规模有所增加，主要为货币资金、其他应收款和固定资产，整体资产质量一般

2019年公司资产有所增加，年末同比增长7.94%至122.96亿元，主要来源于有息债务的增加，其中流动资产占比基本保持稳定。

流动资产方面，2019年末货币资金为25.57亿元，基本为银行存款，其中4.57亿元使用权受限，主要为银行承兑汇票和履约保证金。公司应收账款主要为盐及盐化工等板块货款，2019年末同比增长40.94%，主要原因是新增1.71亿元的小额贷款等金融行业应收账款。2019年末一年以内的应收账款占比在84%左右，应收账款坏账准备计提为2.23%，丰益油脂科技有限公司等前五大单位的应收账款合计1.51亿元，比重为25.50%。考虑到2019年末应收账款账龄主要集中在1年以内，客户集中度较低，且部分大客户为地方国企，整体回收风险可控。其他应收款主要为非关联方所欠征地补偿款和往来款，2019年末账面价值为16.56亿元，占总资产的13.46%，账面价值较上年末略有减少，但其他应收款账龄偏长，1年以上的其他应收款占比为67.46%，其中前五大应收对象为国家东中西区域合作示范区管委会等地方政府部门及国企，其他应收款项合计18.23亿元，占同期末其他应收款的82.72%，集中度很高，回收风险较低，由于账龄偏长，对营运资金存在一定占用。公司存货主要由原材料、在产品、开发成本和库存商品等组成，2019年末库存商品为3.16亿元，较2018年末同比增长18.36%；在产品为盐及盐化工等板块的中间品，账面价值为2.26亿元，同比增长71.01%，在库存商品和在产品的增长带动下，年末存货账面价值同比增长8.37%。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	255,687.62	20.79%	216,949.57	19.04%
应收账款	58,016.68	4.72%	41,162.64	3.61%
其他应收款(合计)	165,550.29	13.46%	166,379.15	14.61%
存货	95,322.62	7.75%	87,962.02	7.72%

流动资产合计	634,766.75	51.62%	584,189.71	51.28%
可供出售金融资产	44,791.85	3.64%	12,980.96	1.14%
长期应收款	13,769.15	1.12%	34,204.47	3.00%
长期股权投资	39,483.82	3.21%	24,027.28	2.11%
固定资产(合计)	317,393.96	25.81%	287,753.35	25.26%
无形资产	98,208.59	7.99%	104,749.50	9.20%
非流动资产合计	594,840.90	48.38%	555,000.93	48.72%
资产总计	1,229,607.66	100.00%	1,139,190.64	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

非流动资产方面，可供出售金融资产主要为按成本计量的可供出售权益工具，2019 年末账面价值大幅增长 245.06% 至 4.48 亿元，主要原因是出资 3.00 亿元投资连云港盛虹炼化产业基金合伙企业（有限合伙），该合伙企业与上市公司东方盛虹（股票代码：000301.SZ）子公司共同出资设立盛虹炼化（连云港）有限公司，拟投资连云港徐圩新区盛虹石化项目。长期应收款主要为公司支出的本期债券募投项目的建设资金，2019 年末账面价值大幅下降 59.74%，主要是随着棚户区改造项目陆续完工，收回了 2.04 亿元的建设资金。长期股权投资主要为持有的连云港苏海投资有限公司等联营和合营企业股权，2019 年末账面价值大幅增长 64.33%，主要是出资 1.48 亿元投资联营企业连云港金联能源投资有限公司，持股比例 30%，该联营企业主要对连云港田湾核电 7、8 号机组项目投资运营。固定资产主要为机器设备、房屋建筑物和土地等，2019 年末账面价值同比增长 10.30%，主要原因有：一是购置了原值 4.76 亿元的机器设备；二是氨纶纤维生产线综合节能与产品升级技术改造等在建工程转固。无形资产主要为公司的土地使用权和专利权等，2019 年末账面价值同比下降 6.24%，主要是因为处置了部分土地资产，其中年末土地资产账面价值为 9.65 亿元，占总资产的 7.85%，且 6.45 亿元土地资产已用于长短期借款抵押担保，占土地资产的 66.81%，受限比例较高。

总的来说，公司资产规模有所增加，主要为货币资金、其他应收款、固定资产和无形资产，但其他应收款对营运资金造成一定占用，固定资产营运效率较低，年末无形资产等受限资产合计 13.45 亿元，占总资产的 10.94%，资产质量一般。

资产运营效率

2019 年公司净营业周期增加，运营压力加大

公司资产规模较大，但整体资产运营效率相对较低。2019 年公司新增较大规模的金融业应收账款，导致应收账款周转天数大幅增加。随着库存商品和在产品的增加，存货周转

天数也在大幅上升，此外，应付账款周转天数有所上升，对上游供应商货款占用能力有所上升，但整体而言，净营业周期大幅上升。

此外，差别化氨纶丝项目和“碳纤维公共试验服务平台”等项目生产设备投资及在建工程转入使固定资产继续增长，但受市场行情影响，产能未能有效释放，2019年收入未同步增长，使得固定资产运营效率下降。

表10 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收账款周转天数	81.81	56.08
存货周转天数	202.29	178.37
应付账款周转天数	53.28	39.92
净营业周期	230.82	194.52
流动资产周转天数	1,005.48	982.38
固定资产周转天数	499.17	455.31
总资产周转天数	1,953.94	1,894.73

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年营业收入略有下降，但政府补助很大程度上改善了公司盈利水平

2019年公司营业收入21.82亿元，较2018年略有下降，主要原因是盐产品及盐化工板块的营业收入下降幅度在8%以上。2019年综合毛利率为25.26%，与上年基本持平。2019年投资净收益大幅下降73.40%，主要原因是2018年产生了较大的股权投资处置收益，上年基数偏大。而投资净收益的大幅下降引起2019年营业利润大幅下降67.82%至1,000.45万元。考虑到公司股权投资规模较大且收益实现具有不稳定性，预计未来会对公司盈利带来较大的波动。

2019年公司期间费用率同比下降3.31个百分点，主要原因2018年为促进不易储存液氯和高纯盐酸等副产品销售，通过补贴运费等加大销售力度，引起基数偏大，但由于公司人员负担和财务负担较重，期间费用率仍然较高。

此外，公司每年获得了一定规模的政府补助（其他收益和营业外收入两部分），2019年合计1.05亿元，是利润总额的108.34%，很大程度上改善了公司盈利水平。

尽管2019年政府补助大幅增长、期间费用率有所改善，但由于投资净收益大幅减少，最终使得净利润同比下降6.84%。

受COVID-19疫情影响，2020年1-3月公司营业收入下降7.71%至4.68亿元，净利润为106.84万元，同比下降66.02%。

表11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	218,217.03	220,113.54
投资净收益	3,784.46	14,226.57
营业利润	1,000.45	3,109.00
利润总额	9,709.92	9,216.66
净利润	5,588.03	5,998.52
综合毛利率	25.26%	25.22%
期间费用率	26.55%	29.86%
营业利润率	0.46%	1.41%
总资产回报率	2.68%	2.36%
净资产收益率	1.16%	1.29%
营业收入增长率	-0.86%	0.14%
净利润增长率	-6.84%	11.37%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019年公司主营业务回款能力保持稳定，经营活动现金流仍然较好，但资金短借长用，面临一定的筹资压力

2019年公司收现比基本保持稳定，投资收益的大幅下降使得非经常损益大幅增加1.44亿元至1.82亿元，而经营性应付项目的增加额大幅下降导致营运资本大幅下降2.01亿元，最终使得经营活动现金流规模略有下降。近年来经营活动现金流净额持续远高于净利润，主要原因是确认了较大规模的非付现费用和非经营损益。

2019年投资活动现金流转为大幅净流出10.60亿元，主要原因如下：一是投资连云港盛虹炼化产业基金合伙企业（有限合伙）和连云港金联能源投资有限公司等单位，支付了较大规模股权投资款，二是购置了原值4.76亿元的机器设备，三是购买了2亿左右的银行理财。

为支持公司大额的股权投资和固定资产购置等投资活动的现金需求，2019年筹资活动现金大幅净流入10.21亿元，且以短期有息债务为主。考虑到资金短借长用，公司面临一定的筹资压力。

表12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	1.00	1.01
净利润	5,588.03	5,998.52

非付现费用	26,745.85	23,384.17
非经营损益	18,205.67	3,795.37
FFO	50,539.54	33,178.07
营运资本变化	1,682.78	21,688.80
其中：存货减少（减：增加）	-7,500.10	-12,781.08
经营性应收项目的减少（减：增加）	9,108.86	7,782.94
经营性应付项目的增加（减：减少）	74.02	26,686.93
经营活动产生的现金流量净额	52,246.97	54,115.14
投资活动产生的现金流量净额	-105,967.41	2,300.64
筹资活动产生的现金流量净额	102,065.30	-86,262.91
现金及现金等价物净增加额	48,349.40	-29,708.80

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，且以短期为主，短期偿债压力加大

受新增有息债务规模较大的影响，2019年末负债总额同比增长12.38%，2019年公司盈利规模较小，导致年末所有者权益仅小幅增长，增速为1.75%。受此影响，2019年末产权比率大幅增加14.53个百分点，所有者权益对债务的保护程度变弱。

表13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	744,934.19	662,870.05
所有者权益	484,673.47	476,320.59
产权比率	153.70%	139.16%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司流动负债占比有所上升，负债期限结构偏短。流动负债方面，2019年末短期借款同比大幅增长55.07%，增量主要为信用借款和抵押借款。应付票据和应付账款均主要为应付上游供应商的货款，2019年末应付票据为4.24亿元，均为银行承兑汇票，较上年下降22.20%，2019年末应付账款为3.08亿元，较2018年末增长76.29%，对上游供应商资金占用能力增强。其他应付款主要为借款和应付集资建房款，2019年末其他应付款为3.31亿元，同比下降49.27%，主要是部分棚改项目工程出售结转冲减挂账资金。其他流动负债主要为一年内到期的债券，2019年公司发行了1期2.30亿元1年期的私募债和1期5.00亿元的短融，票面利率分别为7.00%和5.85%。

2019年末长期借款由信用借款和抵押借款组成，较上年末略有增加。2019年末公司应付债券票面利率在6.50%-7.20%之间，年末账面价值为16.29亿元，较上年末有所下降，主

要原因是年中偿还了5亿元的私募债“16连工01”。专项应付款主要为与公司土地征收有关的负债，2019年末专项应付款为10.84亿元，其中征地补偿及地上物补偿为10.29亿元。

表14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	190,513.70	25.57%	122,860.00	18.53%
应付票据	42,363.00	5.69%	54,451.88	8.21%
应付账款	30,799.09	4.13%	17,471.03	2.64%
其他应付款(合计)	42,450.76	5.70%	71,898.69	10.85%
其中：其他应付款	33,058.61	4.44%	65,162.89	9.83%
其他流动负债	81,806.93	10.98%	7,006.24	1.06%
流动负债合计	407,948.36	54.76%	293,313.10	44.25%
长期借款	61,900.00	8.31%	57,000.00	8.60%
应付债券	162,866.89	21.86%	175,677.72	26.50%
长期应付款(合计)	108,400.30	14.55%	132,824.59	20.04%
其中：专项应付款	108,389.29	14.55%	132,809.40	20.04%
非流动负债合计	336,985.83	45.24%	369,556.95	55.75%
负债合计	744,934.19	100.00%	662,870.05	100.00%
其中：有息债务	489,280.59	65.68%	355,537.72	53.64%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债中的有息债务、长期借款和应付债券组成。2019年末公司有息债务为48.93亿元，较上年末增长37.62%，且新增债务主要为短期有息债务，而股权投资、固定资产购置属于长期投入，资金短借长用。根据公司提供的有息债务偿还期限表，2020年需偿还的有息债务规模较大，而非受限的现金短期债务比由2018年末的1.55大幅下降至2019年末的0.87，短期偿债压力加大。

表15 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年及以后
银行贷款	191,513.70	37,700.00	0.00	24,200.00
债券	73,000.00	31,000.00	87,000.00	45,000.00
小计	264,513.70	68,700.00	87,000.00	69,200.00

注：上表中的合计数与 2019 年末有息债务的差额为应付债券的计息调整。

资料来源：公司提供

从偿债指标看，2019年末公司资产负债水平有所增加，流动比率和速动比率均有所下降，主要原因是短期有息债务大幅增加。2019年有息债务的大幅增加导致利息支出增加，使得EBITDA利息保障倍数下降至2.34，但对利息保障程度仍尚可。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	60.58%	58.19%
流动比率	1.56	1.99
速动比率	1.32	1.69
EBITDA (万元)	57,863.05	50,776.41
EBITDA 利息保障倍数	2.34	2.80
有息债务/EBITDA	8.46	7.00

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性，但本期债券抵押资产未按约定进行跟踪评估

公司以其子公司江苏金桥盐化灌西盐场投资有限公司和连云港宵洋物流有限公司合法拥有的5宗总面积合计493.82万平方米的国有土地使用权为本期债券还本付息提供抵押担保。

根据北京北方亚事资产评估有限责任公司出具的评估报告（北方亚事评报字[2013J第169号），用于本期债券抵押的土地使用权的评估总价值为10.52亿元（估价基准日为2013年8月29日），为本期债券剩余本金及一年利息之和的3.18倍。

根据本期债券发行时的抵押资产协议，公司需按年对抵押资产价值进行评估，评估报告不迟于年度付息首日后的三十个工作日。截至本次跟踪评级报告出具日，公司尚未对抵押资产进行评估，抵押土地资产的评估基准日仍为2013年8月29日。

表17 本次跟踪期内抵/质押资产情况（单位：万元、平方米）

	土地证编号	土地名称及位置	评估价值	账面价值	土地面积
1	灌国用(2013)第7028号	灌云县临港产业区2013-20号地	29,044.52	3,863.90	1,355,763.36
2	灌国用(2013)第7029号	灌云县临港产业区2013-21号地	33,922.33	4,512.82	1,583,453.90
3	灌国用(2012)第622号	灌云县临港产业区海堤路	7,049.69	940.48	330,011.00
4	灌国用(2012)第623号	灌云县临港产业区海堤路	7,170.26	956.57	335,655.00
5	灌国用(2013)第2号	灌云县临港产业区通富路北侧	28,011.27	3,800.08	1,333,362.00
合计			105,198.07	14,073.85	4,938,245.26

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月15日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

八、评级结论

公司业务范围涵盖原盐（工业盐）、食用盐、盐化工、纤维材料、绿化保洁、水面发包、电力、房地产等，业务多元化程度较高。此外，公司继续获得较大的外部支持，未来土地回收仍有较大空间，此外，土地使用权抵押担保有效提高了本期债券的安全性，评估价值为本期债券剩余本金及一年利息之和的3.18倍。

同时，中证鹏元也关注到，盐化工板块2019年营收和毛利率双降，未来受环保政策趋严和产能过剩等风险因素影响，收入和盈利能力承压，纤维新材料业务毛利率远低于公司综合毛利率水平，拖累了公司整体盈利能力。公司资产主要为其他应收款和固定资产，其他应收款对营运资金存在一定占用，固定资产营运效率不高，资产质量一般，而有息债务大幅增加，且主要为短借长用，非受限的货币资金对短期债务保障程度不高，短期偿债压力加大，跟踪期内公司未对抵押资产价值进行跟踪评估。

综合分析，中证鹏元维持本期债券的信用等级为AA+，维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	255,687.62	216,949.57	192,730.38
应收账款	58,016.68	41,162.64	27,410.03
其他应收款(合计)	165,550.29	166,379.15	179,196.72
存货	95,322.62	87,962.02	75,151.47
流动资产合计	634,766.75	584,189.71	617,122.41
可供出售金融资产	44,791.85	12,980.96	13,542.92
长期应收款	13,769.15	34,204.47	73,409.47
长期股权投资	39,483.82	24,027.28	25,734.73
固定资产(合计)	317,393.96	287,753.35	269,018.24
无形资产	98,208.59	104,749.50	115,235.97
非流动资产合计	594,840.90	555,000.93	560,665.92
资产总计	1,229,607.66	1,139,190.64	1,177,788.32
短期借款	190,513.70	122,860.00	79,300.00
应付票据	42,363.00	54,451.88	2,380.84
应付账款	30,799.09	17,471.03	19,035.47
其他应付款(合计)	42,450.76	71,898.69	125,910.82
其他流动负债	81,806.93	7,006.24	5,841.55
流动负债合计	407,948.36	293,313.10	310,549.42
长期借款	61,900.00	57,000.00	4,800.00
应付债券	162,866.89	175,677.72	268,596.43
长期应付款(合计)	108,400.30	132,824.59	136,921.86
非流动负债合计	336,985.83	369,556.95	415,176.30
负债合计	744,934.19	662,870.05	725,725.71
有息债务	489,280.59	355,537.72	409,696.43
所有者权益合计	484,673.47	476,320.59	452,062.61
营业收入	218,217.03	220,113.54	219,808.36
营业利润	1,000.45	3,109.00	2,356.18
净利润	5,588.03	5,998.52	5,386.16
经营活动产生的现金流量净额	52,246.97	54,115.14	49,058.50
投资活动产生的现金流量净额	-105,967.41	2,300.64	-10,976.17
筹资活动产生的现金流量净额	102,065.30	-86,262.91	25,657.25
财务指标	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	81.81	56.08	42.76
存货周转天数	202.29	178.37	160.38

应付账款周转天数	53.28	39.92	43.66
净营业周期	230.82	194.52	159.48
流动资产周转天数	1,005.48	982.38	969.84
固定资产周转天数	499.17	455.31	429.23
总资产周转天数	1,953.94	1,894.73	1,897.24
综合毛利率	25.26%	25.22%	26.57%
期间费用率	26.55%	29.86%	27.10%
营业利润率	0.46%	1.41%	1.07%
总资产回报率	1.16%	1.29%	1.19%
净资产收益率	-0.86%	0.14%	9.72%
营业收入增长率	-6.84%	11.37%	9.98%
净利润增长率	25.26%	25.22%	26.57%
资产负债率	60.58%	58.19%	61.62%
流动比率	1.56	1.99	1.99
速动比率	1.32	1.69	1.75
EBITDA (万元)	57,863.05	50,776.41	45,644.14
EBITDA 利息保障倍数	2.34	2.66	3.25
有息债务/EBITDA	8.46	7.00	8.98

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	主营业务	持股比例	取得方式
江苏省盐业供销总公司	煤炭、化肥销售	100%	设立
金桥丰益（连云港）氯碱有限公司	氯碱产品生产与销售	49%	设立
连云港市工投集团利海化工有限公司	化工产品销售	100%	设立
江苏省金桥房地产开发有限公司	房地产开发	100%	设立
连云港金淮旅游开发有限公司	旅游开发、物业服务等	100%	设立
连云港市工投集团台北投资有限公司	实业投资、租赁、企业管理	100%	设立
连云港市工投集团台南投资有限公司	投资管理咨询、酒店物业管理	100%	设立
连云港市工投集团青口投资有限公司	投资管理、农产品等加工销售	100%	设立
连云港市工投集团徐圩投资有限公司	房地产开发、项目投资等	100%	设立
连云港市工投集团灌西投资有限公司	实业投资、水产养殖等	100%	设立
江苏金桥制盐有限公司	盐产品加工、销售	100%	设立
连特有限公司	盐产品加工、销售	100%	设立
连云港市工投集团上元节能建材有限公司	加气混凝土砌块、板材等新型建材的生产销售	100%	设立
连云港市工投集团日晒制盐有限公司	盐产品、无水硝、盐化工产品制造销售	100%	设立
江苏省西旺水产实业有限公司	水产养殖、滩涂开发、租赁等	71%	设立
江苏金桥盐化国际贸易有限公司	自营、代理各类商品和技术的进出口	100%	设立
连云港美多利科技园有限公司	科技孵化器投资管理、科技园开发建设、实业投资等	100%	设立
连云港金桥包装有限公司	包装制品加工、销售	100%	设立
连云港华茂绿化工程有限公司	绿化养护、保洁等	100%	设立
连云港裕禾物业管理有限公司	物业管理服务	100%	设立
连云港临达工贸有限公司	氯化钙生产、五金建材销售等	100%	设立
连云港市海州湾实业有限责任公司	矿产品、盐化产品、五金建材销售等	100%	设立
连云港市工投集团地产投资有限公司	工业地产投资、开发	100%	设立
连云港南翼绿化工程有限公司	绿化养护、保洁等	51%	设立
连云港宵洋物流有限公司	道路货物运输	100%	设立
连云港明威农业开发有限公司	种植业	100%	设立
连云港悦升绿化工程有限公司	园林绿化、园林设计、工程施工及维护	100%	设立
连云港安邦物业服务有限公司	物业管理服务	100%	设立
连云港泰祥物业服务有限公司	物业管理服务	100%	设立
连云港泰运建筑工程有限公司	土石方、建筑、桥梁公路、园林景观等工程施工	100%	设立
连云港澳圣建设工程有限公司	房屋建筑、土石方等工程施工	100%	设立
连云港市格斯达融资担保有限公司	融资、担保	100%	企业合并
连云港市工投集团资产管理有限公司	资产、实业、股权投资管理	100%	企业合并

连云港市润财创业投资发展有限公司	创业投资、信息咨询，代理服务等	100%	企业合并
江苏奥神集团有限责任公司	经营、管理集团公司及所属企业的全部国有资产及实业投资	100%	企业合并
江苏奥神新材料股份有限公司	聚酰亚胺高性能纤维及其后道制品的研发、生产	96%	企业合并
连云港纤维新材料研究院有限公司	纤维、纤维复合材料的生产、工艺研发及技术咨询	100%	企业合并
连云港市奥祥贸易有限公司	预包装食品批发与零售等	100%	企业合并
连云港氨纶厂	氨纶纤维及其系列产品、棉制品、化纤制品的生产	100%	企业合并
连云港市民爆器材有限公司	工业炸药、工业雷管、工业索类火工品、硝酸铵销售	100%	企业合并
连云港市联赣化工有限公司	经营性道路危险货物运输等	67%	企业合并
连云港杜钟新奥神氨纶有限公司	生产氨纶纤维及其系列和相关产品；研究、开发相关产品及技术等	85%	企业合并
连云港神特新材料有限公司	高强高模聚乙烯纤维及其制品的生产	97%	企业合并
连云港市工投集团产业投资有限公司	产业项目投资	100%	设立
连云港工投电力有限公司	电力投资	55%	设立
连云港市工投集团东海投资有限公司	投资管理	80%	设立
连云港市工投集团灌云投资有限公司	投资管理	90%	设立
江苏全港建设有限公司	工程建设	100%	并购
连云港工投昊海科技小额贷款有限公司	贷款创业投资	80%	设立
连云港新众汽车销售服务有限公司	汽车销售及售后服务	100%	划拨
连云港市红盾劳动服务有限公司	企业登记服务	100%	划拨
连云港市新祥酿造厂	装潢材料销售	100%	划拨
中化江苏连云港公司	化工产品批发	100%	划拨
连云港中化进出口有限公司	经营代理进出口业务	100%	划拨
连云港市外经贸服务中心	物业服务	100%	划拨

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	净利润 / $((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 * 100%
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 1 年内到期的非流动负债 + 其他流动负债中的有息债务 + 长期借款 + 应付债券
短期有息债务	短期借款 + 1 年内到期的非流动负债 + 其他流动负债中的有息债务

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。