

跟踪评级公告

联合[2015] 1311 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持湖南省轻工盐业集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14湘轻盐CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月三十一日



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>

湖南省轻工盐业集团有限公司跟踪评级报告

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湘轻盐CP001	2亿元	2014/7/23-2015/7/23	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015年7月21日

财务数据

项目	2012年	2013年	2014年	15年3月
现金类资产(亿元)	9.03	9.65	14.41	10.43
资产总额(亿元)	47.65	52.41	84.32	83.45
所有者权益合计(亿元)	21.93	24.86	31.73	34.01
长期债务(亿元)	7.24	8.67	14.91	17.35
全部债务(亿元)	18.60	19.20	26.36	26.45
营业收入(亿元)	23.11	25.32	26.58	7.67
利润总额(亿元)	2.18	3.01	3.70	2.13
EBITDA(亿元)	4.78	5.97	7.13	--
经营性净现金流(亿元)	2.92	3.83	4.43	-3.24
营业利润率(%)	43.88	45.88	44.79	60.22
净资产收益率(%)	7.62	8.87	9.06	--
资产负债率(%)	53.99	52.57	62.37	59.24
全部债务资本化比率(%)	45.90	43.58	45.38	43.74
流动比率(%)	143.36	145.58	102.55	113.88
全部债务/EBITDA(倍)	3.90	3.22	3.70	--
EBITDA利息倍数(倍)	4.35	4.88	3.94	--
经营现金流流动负债比(%)	16.64	21.59	12.35	--

注: 2015年1季度财务数据未经审计; 现金类资产已剔除受限资金部分。

分析师

盛东巍 陈波
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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对湖南省轻工盐业集团有限公司(以下简称“公司”)的评级,反映了公司作为湖南省内食盐批发专营企业,在区域垄断性、资源禀赋、生产规模、盈利能力等方面具备显著优势。同时,联合资信也关注到中国食盐专营改革进程存在不确定性、资本市场波动风险以及期间费用高等因素对公司经营及发展带来的负面影响。

跟踪期内,随着食盐新产品的不断研发及推广,公司食盐销售收入及利润保持平稳增长;在完成对江西九二盐业有限责任公司(以下简称“九二盐业”)的收购后,公司在华南市场的竞争力得到进一步巩固;公司创投业务发展迅速,2014年子公司湖南轻盐创业投资管理有限公司(以下简称“创投公司”)获得私募投资基金管理人资格,未来公司创投业务规模有望继续扩大,成为公司收入及利润新的增长点。

综合考虑,联合资信维持公司AA的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“14湘轻盐CP001”A-1的信用等级。

优势

1. 公司作为湖南省唯一的食盐专营企业,区域垄断优势明显,具备规模效益,盈利能力较强。
2. 公司地理位置优越,较湖北、江西等地的盐企具有明显的运输成本优势;收购九二盐业后,公司在华南市场的竞争力得到进一步巩固。
3. 跟踪期内,公司金融创投业务发展迅速,成为公司收入及利润新的增长点。
4. 公司现金类资产和经营活动现金流对“14湘轻盐CP001”偿还保障能力较强。

关注

1. 中国食盐专营体制在未来几年存在放开迹

象，市场化竞争对公司食盐业务的影响具有一定不确定性。

2. 跟踪期内，公司通过金融资本运作现金流入流出规模及存量金融资产规模较大，该类业务收益及资产质量受被投资企业业绩和证券市场波动影响较大。
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。

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）与湖南省轻工盐业集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与湖南省轻工盐业集团有限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，未因湖南省轻工盐业集团有限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湖南省轻工盐业集团有限公司提供，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至“14 湘轻盐 CP001”到期日有效；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湖南省轻工盐业集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

湖南省轻工盐业集团有限公司（以下简称“公司”）前身为湖南省轻工业厅，1994 年根据湖南省委湘办法〔1994〕28 号文件成建制转体，组建湖南省轻工集团总公司。2002 年 7 月，根据湘政办发〔2002〕30 号文件要求，湖南省轻工集团总公司与其下属的湖南盐业集团有限公司合并组建了湖南省轻工盐业集团有限公司；同年 9 月，合并后的企业名称变更为“湖南省轻工盐业集团有限责任公司”。2004 年 5 月，根据湘政发〔2004〕16 号文件要求，明确由湖南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“湖南省国资委”）对公司履行出资人职责。目前，公司与湖南省盐务管理局合署办公，行使全省盐政管理职能。2014 年 4 月，经公司董事会决议通过，公司名称更为现名，目前已完成工商登记变更。截至 2015 年 3 月底，公司注册资本 10 亿元，湖南省国资委为公司唯一出资人。

公司经营范围：盐及相关化工产业投资，国家允许的事业投资及创业投资；国有资产授权经营管理；生产、销售、研究、开发精细化工产品（不含危险品）、日化产品、电化学产品、工业微生物、造纸原料及各类纸制品、工程陶瓷、日用陶瓷、艺术陶瓷、化工原料、建筑材料（不含硅酮胶）、金属材料；技术成果转让、技术服务及娱乐项目的投资；自由房屋租赁；提供经济信息（不含金融、证券、期货信息）咨询。

截至 2015 年 3 月底，公司总部设有财务管理部、办公室、纪检党群部、人力资源部、企业管理部、审计监察部、战略发展部、市场管

理部 8 个部室；下设湖南盐业股份有限公司（以下简称“湘盐股份”）、湖南轻盐创业投资管理有限公司（以下简称“创投公司”）、湖南轻盐新阳光产业发展投资有限公司（以下简称“新阳光投资”）等 10 家一级子公司，其中湘盐股份下设湖南省湘衡盐化有限公司（以下简称“湘衡盐化”）、湖南省湘澧盐化有限公司（以下简称“湘澧盐化”）、江西九二盐业有限责任公司（以下简称“九二盐业”）等 5 家二级子公司。

截至 2014 年底，公司资产总额 84.32 亿元，所有者权益 31.73 亿元（含少数股东权益 4.60 亿元）；2014 年，公司实现营业收入 26.58 亿元，利润总额 3.70 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 83.45 亿元，所有者权益 34.01 亿元（含少数股东权益 4.11 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.67 亿元，利润总额 2.13 亿元。

公司注册地址：湖南长沙市建湘路 519 号；法定代表人：冯传良。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，

市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键

之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 食盐行业

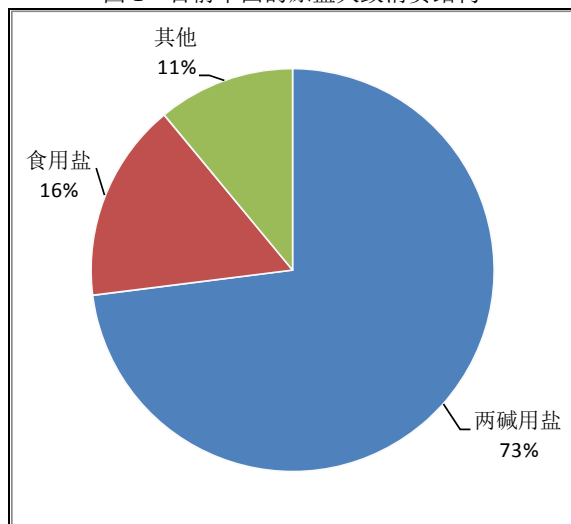
（1）行业概况

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。截至 2014 年底，中国纯碱及烧碱产量分别为 2514.70 万吨和 3180.10 万吨，较 2010 年底分别增长 23.92%和 52.40%，下游需求的快速增长直接带动了中国原盐产品消费总量的上升。2014 年，中国原盐产量为 6433.96 万吨，自 2010 年以来中国原盐产量一直保持在 6000 万吨以上，预计 2015 年原盐产量将超过 6500 万吨。

图1 目前中国的原盐大致消费结构



资料来源：联合资信整理

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。目前，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。2014 年，全国食盐平均销售价格达到 3.8 元/公斤，较 10 年前的 2.0 元/公斤增长了近一倍。虽然食盐零售价格相比其出厂价格要高出许多，但终端产品包装、运输、人员工资（盐务管理局）以及其他期间费用严

重挤压了盐业公司的利润空间。

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。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。

2003 年 3 月，国家机构改革后，国家发展和改革委员会为国务院授权的国家盐业行政主管部门，盐业管理办公室是具体办事机构，负责管理全国食盐专营工作，确保合格碘盐供应；负责审核、确定食盐定点生产企业，发放食盐定点生产许可证；负责编制、下达并组织实施食盐年度生产计划；参与研究食盐分配调拨计划；指导各省、自治区、直辖市人民政府盐业主管机构发放食盐批发许可证并监督检查实施情况；根据食盐分配调拨计划发放食盐运输准运证并监督检查实施情况。2006 年 4 月，国家发改委公布《食盐专营许可证管理办法》。该《办法》分总则、食盐定点生产企业证书管理、食盐批发许可证管理、食盐准运证管理、附则 5 章 25 条。

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 2015 年底，全国共有 98 家符合条件的食盐定点生产企业。

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

经国家盐业行政主管部门审核同意，中国盐业协会发布的《盐行业“十二五”发展规划（中盐协〔2011〕45 号）》明确：积极稳妥地推进盐业体制改革，加快食盐批发企业内部经营机制转变，建立现代企业制度，完善法人治理结构，优化人员配置，树立竞争意识、市场意识，提高市场竞争力，完善食盐市场监管体系，开展食盐专营体制下的市场化运作，促进食盐管理向市场化方向发展。

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”。目前，食盐专营的深化改革还没有完全开展，但是行政层面已经开始了改革的前期尝试。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，并且今后不再保留“非行政许可审批”这一审批类别，这其中就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。食盐生产配额取消后，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，为将来的食盐市场化改革打下基础。

（4）未来发展

综合分析，目前食盐专营制度严格意义上尚没有实质性突破，但从近期出台的措施来看，专营体制已明显存在放开的迹象。短期内，由于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仍有待解决。中长期看，现存在食盐销售、监管及产品升级换

代等机制存在一定弊端，盐业体制改革是大势所趋，但是否打破盐业专营，仍存在不确定性；作为目前各省食盐批发专营的主体——省级盐业公司，食盐市场化必将冲击其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. 区域经济环境

湖南省概况

湖南属于长江中游地区，东临江西，西接重庆、贵州，南毗广东、广西，北与湖北相连，全省辖 14 个地州市、122 个县（市、区），土地面积约为 21.18 万平方公里。湖南是中西部经济发展最活跃的省区之一，物产富饶，是中国著名的“鱼米之乡”。2014 年末全省常住人口 6737.2 万人，其中，城镇人口 3320.1 万人，城镇化率 49.28%。

湖南省经济发展概况

根据《湖南省 2014 年国民经济和社会发展统计公报》资料显示，2014 年湖南省完成生产总值 27048.5 亿元，比上年增长 9.5%。

从国内贸易来看，2014 年湖南省社会消费品零售总额达 10081.9 亿元，比上年增长 12.8%；其中，限额以上法人批发和零售业商品零售额 4155.9 亿元，增长 14.2%。在限额以上批发和零售业零售额中，粮油、食品、饮料、烟酒类比上年增长 23.1%，达 508 亿元。

从人民生活来看，2014 年湖南省全体居民人均可支配收入 17622 元，比上年增长 10.1%，扣除价格因素实际增长 8.0%。其中，城镇居民人均可支配收入 26570 元，比上年增长 9.1%，扣除价格因素实际增长 6.9%；农村居民人均可支配收入 10060 元，增长 11.4%，扣除价格因素实际增长 9.9%。同期，全省城镇居民人均消费支出 18335 元，比上年增长 8.7%；农村居民人均生活消费支出 9025 元，增长 15.2%。

总体看，近年来湖南省经济保持良好发展，社会消费及人均收入保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

公司系国有独资企业，湖南省国资委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%。

公司主要从事盐产品的生产、加工和经营，除普通碘食盐和工业盐外，还开发了高附加值的多品种系列特色产品。公司“雪天”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”。

盐产品生产方面，2014 年收购九二盐业之后，公司盐化产品年生产能力达到 380 万吨，位居国内领先地位。2014 年，公司全年实际生产原盐约 309 万吨，占全国原盐总产量的 4.8%，约占湖南省原盐总产量的 100%。同时，公司是湖南省境内唯一的食盐批发专营企业，另外在华中及华南地区的辐射影响力较大，具有明显的区域垄断优势。2014 年，公司共完成食盐销售 67.73 万吨，碘盐生产合格率、碘盐覆盖率、合格碘盐食用率居全国同行前列。

总体来看，公司是中国大型的原盐生产企业之一，湖南省境内唯一的食盐批发专营企业，是中国服务业 500 强企业、湖南省 100 强企业，具有较强的综合实力；公司产品质量较好，市场认知程度较高。

六、管理分析

跟踪期内，冯传良先生出任公司董事长，并兼任湖南省盐务管理局局长；李志勇先生出任公司党委书记，并兼任湖南省盐务管理局副局长。

跟踪期内，公司法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主营生产和销售食盐、两碱用盐和小工业盐等盐及盐类产品，同时涉及的非盐业务主要包括酒类、食用油及日化产品等贸易销售、

金融创投、包装物、房地产、学校及物业管理 等。

表 1 近年公司主营业务收入构成 (单位: 亿元、%)

业务种类	2012 年			2013 年			2014 年			2015 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
盐及盐类产品	16.08	73.02	54.48	17.70	74.55	56.38	19.24	75.48	55.72	5.11	68.02	56.18
房地产开发	1.05	4.77	14.05	1.13	4.75	9.82	1.74	6.83	5.58	0.19	2.52	48.77
非盐商品销售	2.67	12.13	7.98	2.51	10.59	3.61	1.94	7.62	4.63	0.04	0.51	100.00
创投收入										1.55	20.68	100.00
其他	2.22	10.08	39.22	2.40	10.11	35.71	2.57	10.07	35.66	0.62	8.27	27.50
合计	22.02	100.00	45.39	23.74	100.00	46.49	25.49	100.00	46.38	7.52	100.00	62.90

资料来源: 公司提供

注: 公司自 2015 年起将金融创投业务由投资收益调整至主营业务中核算; 2015 年 1 季度公司因核算非盐商品销售收入和成本有误, 导致该业务毛利率存在较大误差。

收入方面, 2012~2014 年公司分别实现主营业务收入 22.02 亿元、23.74 亿元和 25.49 亿元, 保持平稳增长的良好势头。其中, 盐及盐类产品收入是公司主要的收入来源, 同时也是公司收入主要增长点, 近三年占公司主营业务收入比重均达到 70%以上, 分别实现收入 16.08 亿元、17.70 亿元和 19.24 亿元。

毛利率方面, 由于盐及盐类产品后续包装、运输及销售等相关费用并未计入其营业成本, 因此近三年公司盐及盐类产品毛利率基本稳定在 55%左右的较高水平。同期, 受盐及盐类产品收入占比高的影响, 公司主营业务毛利率走势与其基本相同, 三年分别为 45.39%、46.49% 和 46.38%, 整体经营较为稳健。

2015 年 1~3 月, 公司将子公司创投公司从事的金融创投业务纳入主业范围, 同时创投公司积极调整投资策略, 并成功推出一系列基金产品, 公司实现主营业务收入 7.52 亿元, 同比增长 55.19%, 其中创投业务实现收入 1.55 亿元。同期, 公司主营业务毛利率提升至 62.90%, 主要系创投业务高毛利率带动所致。

总体来看, 跟踪期内公司在盐及盐类产品稳健经营的同时, 保持平稳发展; 创投业务的推动则成为公司收入及利润新的增长点。

2. 盐及盐类产品经营

公司盐及盐类产品主要为食盐和工业盐,

另有小部分采盐时副产的芒硝。食盐包括小袋盐和食品加工用盐, 工业盐包括小工业用盐和两碱工业用盐。

生产及加工

公司盐产品生产由湘衡盐化、湘澧盐化及九二盐业三家子公司负责。其中, 湘衡盐化和湘澧盐化的前身分别为湘衡盐矿和湘澧盐矿, 而九二盐业系公司于 2014 年 11 月以 1.95 亿元收购的盐化企业 (持股比例为 60%)。2014 年, 三家子公司合计拥有原盐产能 380 万吨, 实际生产原盐约 309 万吨。

九二盐业位于江西省赣州市东南部会昌县南端筠门岭镇, 处于赣南, 紧邻粤东、闽西, 三省毗邻, 地缘优势明显。九二盐业生产经营所需各要素齐备, 能满足生产经营要求, 煤炭等物资供应渠道、质量稳定。其产品辐射赣南、粤北、粤东与闽西、闽中、闽南及珠江三角, 对海西经济区与珠江三角经济区均有一定的影响力, 且区域性物流成本具有相对优势。九二盐业自有岩盐矿山、水厂和少量盐田, 矿山采矿权面积 0.72 平方公里, 并建有 60 万吨/年真空制盐生产线和 6 万吨/年离子膜烧碱生产线。收购九二盐业将有助于增强市场竞争优势互补性, 对华南目标市场实现有力控制。

煤炭是公司制盐的主要原材料, 用于公司自建热电站发电, 目前全部为外部采购, 主要来自湖南省内煤炭生产企业。

产品销售

公司按照产销一体化的管理模式进行运作，盐产品运销业务已形成了零售终端网络和配送结合的盐业营销方式。公司在湖南省内设有 14 家分公司，负责食盐产品的销售。公司根据国家每年分配的食盐调拨计划制定湖南省的食盐调拨和销售指标，并分解到各分公司；分公司则把接收的销售指标分解至各支公司，各支公司设点对外批发；食盐配送按区域就近原则，由公司从省内两个生产盐矿调运至各支公司；销售价格严格执行国家相关规定。此外，公司拥有工业盐自主销售权，主要向省内的两碱用盐企业和广东、广西、贵州、重庆及

上海等省外市场自行销售其各类工业盐产品。食盐方面，2014 年公司自产食盐中对省内销售量为 42.10 万吨，严格按照湖南省发改委定价进行批发及销售；对省外销售部分，公司按照需求对盐进行加工包装（收取加工费），平均出厂价格在 630 元/吨左右。

九二盐业主要目标市场分布在江西、广东、福建三省，其中食盐市场主要是江西赣州、广东粤东、珠三角地区和福建西南地区；两碱用盐市场主要是广东韶关东阳光化工厂、福建龙岩化工、福建漳州厦鹭电化三家化工企业；小工业盐市场主要是粤东、珠三角地区和福建西南地区。

表 2 近年公司主要盐产品生产及销售情况（单位：万吨、元/吨、万元）

盐及盐类产品		2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
食盐	产量	74.66	71.16	68.05	17.41
	销量	78.68	73.14	67.73	16.84
	平均售价	728.94	859.41	1083.27	900.11
	销售额	57353.00	62857.37	73369.98	15157.92
两碱用盐	产量	176.44	170.60	189.44	43.64
	销量	186.10	167.21	188.77	43.76
	平均售价	240.12	236.87	226.22	215.00
	销售额	44686.33	39607.21	42702.64	9408.26
小工业盐	产量	7.22	15.13	21.88	4.13
	销量	6.19	15.13	20.90	4.56
	平均售价	327.76	311.46	302.28	304.16
	销售额	2028.83	4712.45	6317.57	1386.97
芒硝	产量	13.00	17.06	18.41	4.36
	销量	14.00	18.73	18.06	3.85
	平均售价	488.82	378.54	350.76	318.83
	销售额	6843.48	7090.03	6334.75	1227.51

资料来源：公司提供

食盐是公司盐板块的主力产品，虽然近年来食盐产销量呈下降趋势，但公司相继推出海藻碘盐、海藻碘低钠盐、绿色-精制低钠盐、海藻鲜味低钠盐、香菇鲜味低钠盐，以及果蔬清洗盐、沐浴盐乳（艾叶沐浴盐乳、松花粉沐浴盐乳）、泡腾型足浴盐（姜汁足浴盐、薰衣草足浴盐）等新产品，产品结构更加丰富，单位平均销售价格有所提升，使公司食盐销售额保持稳定增长。工业盐中两碱用盐每年产量规模较

大，近三年产销量呈波动增长态势，但受市场景气度下行的影响，两碱用盐价格呈下滑趋势。公司小工业盐及芒硝产品产量相对较少，近三年产品销售收入对公司盐板块贡献小。

公司盐产品销售具有一定区位优势。与湖南省毗邻的广东、广西和贵州地区是缺盐省份，存在较大的市场空间。湖北省以及江西省部分地区的井矿盐进入上述省份，必须路经湖南省；湖南省两碱用盐较之湖北与江西等省份的两碱

用盐, 大约有 20~50 元/吨的运输成本节约; 因此, 相对而言, 公司两碱用盐销售具有较为明显的成本优势。湘衡盐化处于湖南南部, 更接近两广地区, 成本优势更为明显, 因此, 省外市场两碱用盐销售中, 湘衡盐化销售量远大于湘澧盐化。湘澧盐化处于湖南澧县境内, 拥有便利的内河航运资源, 而内河运输费用远低于公路和铁路运输, 其两碱用盐省外销售主要通过内河运输。

总体来看, 作为湖南省的食盐定点专营企业, 公司食盐的生产与销售业务经营状况良好, 新产品在市场上的快速推广, 为公司提供了稳定的营业收入及利润来源。由于具备较好的区位优势, 公司工业盐在省内及省外的销量可保持较大的规模, 在行业内处于领先地位。在完成对九二盐业的收购后, 将有助于公司进一步抢占华南市场。

3. 房地产开发

公司房地产开发业务由子公司新阳光投资负责。新阳光投资具备房地产开发二级资质, 主要从事商业地产的投资开发和租赁。近年来房地产公司先后开发了城市森林、西江庭院、东山苑等房地产项目, 市场认可度较高。

公司主要投资的房地产项目为和馨佳园项目, 共分为一期和二期两个阶段。和馨佳园一期建筑面积 7.88 万平方米, 由于主要对湖南省建设厅职工定向销售, 销售均价仅为 2870 元/平方米, 地下车位 6 万元/个, 商业门面均价 15000 元/平方米, 截至 2015 年 3 月底, 和馨佳园一期项目已竣工并实现全部销售。和馨佳园二期建筑面积 13.23 万平方米, 已于 2013 年 10 月开工, 预计工期 3 年。2015 年底前, 新阳光投资还将启动阳光城 C 区项目, 预计总投资为 3 亿元。

表 3 公司在建房地产项目 (单位: 万元)

项目名称	总投资	截至 15 年 3 月底已完成投资	2015 年 4-12 月计划	2016 计划
和馨佳园 (二期)	100000	31400	34000	30000
合计	100000	31400	34000	30000

资料来源: 公司提供

总体看, 和馨佳园一期项目利润规模较小, 而二期项目除面向公司职工定向销售外, 还将部分面向市场销售, 未来有望提升公司利润水平。

4. 非盐商品销售

非盐商品销售主要包括有色金属、酒类、食用油、纸及日化产品等。公司自 2005 年开始实施食盐流通现代化建设工作, 主要建设内容是在全省建立食盐配送中心、配送站以及特许经营零售点。近年来, 公司尝试利用遍布全省的食盐销售渠道打造综合商贸物流产业平台。

起初, 公司一方面借助自有物流体系开展以纸浆、有色金属、化工原料为主的大宗商品贸易; 另一方面选择酒类、食品类、日化品类知名厂商作为合作对象, 以地区总代理的形式在自有食盐经营网点代理销售相关产品。由于有色金属、化工原料等大宗商品具有价格波动大且变化频繁的特点, 2012 年以来公司减少了上述产品的贸易额度, 并确定以酒类、食用油及日化产品等非盐商品作为主要贸易商品。目前, 公司主要的贸易商品有国窖 1573 酒、泸州老窖、稻花香酒、王朝干红、福临门调和油、荆楚花食用油以及各类味精等。2012~2014 年, 公司非盐商品销售收入分别为 2.67 亿元、2.51 亿元和 1.94 亿元。

总体看, 公司非盐商品销售收入规模不大, 毛利率较低。

5. 金融创投

公司金融创投业务主要由子公司创投公司

负责。创投公司前身是公司原证券部，证券部成立于 2007 年 4 月，是公司内部专业从事资本运作的职能部门。2007~2010 年，证券部以公司名义对外进行投资，主要参与投资上市公司定向增发项目、股权投资项目，同时开展股权质押融资业务。2010 年 12 月 31 日，经湖南省国资委批复，证券部由部改公司制，独家发起设立创投公司。截至 2014 年底，创投公司资产总额 30.48 亿元，所有者权益 4.64 亿元，管理资产规模达到 46 亿元。

创投公司业务结构主要分为固定收益和权益投资两大板块。固定收益业务主要包括股权质押式委托贷款、债券质押式回购、委托理财、信托理财产品等业务，主要目的是合理利用公司资金优势，实现无风险收益，增加公司日常经营流动资金；权益投资主要包括参与定向增发和股权投资等项目，通过定增直投抓市场机会，挑选优质项目，采取分散投资策略控制风险，力争实现项目收益。2014 年 5 月，创投公司获得中国证券投资基金业协会颁发的《私募投资基金管理人登记证书》，成为具备私募投资基金管理人资格的金融机构，并成功推出浦银安盛轻盐 1 号、轻盐创投稳健 1 号等基金产品，基金管理规模约 6 亿元。2014 年和 2015 年 1~3 月，公司分别实现创投收入 2.64 亿元（在“投资收益”中反映）和 1.55 亿元，金融创投业务保持良好发展。

创投公司已于 2015 年上半年启动在新三板的上市筹备工作，如能成功上市，将有利于完善创投公司的资本结构，促进其规范发展。

总体来看，跟踪期内公司创投业务保持快速发展趋势，公司将金融创投业务纳入主营业务范围，创投业务未来将成为公司收入和利润新的增长点。但值得注意的是，该类业务收益及资产质量易受被投资企业业绩和证券市场波动影响，公司创投业务资本金存在亏损风险。

6. 经营效率

2012~2014 年，公司销售债权周转次数整

体有所提升，而存货周转次数和总资产周转次数基本保持平稳，三年均值分别为 14.47 次、2.30 次和 0.39 次，2014 年分别为 15.23 次、2.25 次和 0.39 次。

总体看，公司整体经营效率一般。

7. 未来发展

公司未来发展战略将围绕盐产品主业经营，同时大力推进高新技术产业及资本运营等非盐业务协调发展，解决收入来源过于单一的问题。

高新技术方面，公司下设轻工研究院、造纸研究所及陶瓷研究所等机构，近年来成功研制出驱蚊脂（昆虫驱避剂），获得国家多项奖励，是全国唯一一家掌握该技术的企业。驱蚊脂可制成溶液、乳剂、油膏、涂敷剂、冻胶、气雾剂、蚊香、微胶囊等专用驱避药剂，下游产品制造企业均要向公司采购，国内垄断优势明显。目前，国内市场每年驱蚊脂的需求量大约在 200 万吨左右，公司未来将借助自身优势向下游终端产品延伸，并提高适时产能规模。

资本运营方面，创投公司经过多年的发展，主要业务现已形成固定收益理财、股权投资、二级市场投资、新股网下配售、定向增发、债券投资等业务。未来，创投公司将继续围绕资本市场寻求投资机会，不断创新投资模式，力争成为在中国具有较大影响力投资理财及财富管理公司。

2011 年，公司将盐业相关业务及资产纳入重组及上市范围，并联合贵州盐业（集团）有限责任公司、广西壮族自治区盐业公司、江苏省盐业集团有限责任公司、湖南发展投资集团有限公司、湘江产业投资有限责任公司、湖南财信创业投资有限责任公司共同出资组建湘盐股份。2011 年至今，湘盐股份已经渡过三年经营期，并保持连续盈利，现已启动上报材料等相关工作，未来湘盐股份如能成功上市，公司融资渠道将进一步拓宽，有助于公司各项业务的快速发展。

综合来看，未来公司将更加注重高新技术产业及金融创投等非盐业务的发展，为公司多元化经营奠定良好的基础。

八、募集资金使用情况

公司于 2014 年 7 月发行了“14 湘轻盐 CP001”，募集资金 2 亿元，所募集资金全部按计划用途使用。

九、财务分析

公司提供的 2012 年财务报表经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）长沙分所审计，2013 年财务报表经湖南正旺会计师事务所有限公司审计，2014 年财务报表经中审华寅五洲会计师事务所（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 2015 年一季度财务数据未经审计。

合并范围变化：2012 年，公司将湘衡盐化、湘澧盐化、湖南晶鑫科技股份有限公司、湖南省轻盐科技有限公司及新纳入合并范围的子公司湖南雪天盐业技术开发公司一并划入二级子公司湘盐股份；2013 年，湖南省轻盐科技有限公司被湘盐股份吸收合并，并于同年注销；2014 年，公司新纳入二级子公司九二盐业。合并范围变化对公司近年财务数据可比性影响小。

截至 2014 年底，公司资产总额 84.32 亿元，所有者权益 31.73 亿元（含少数股东权益 4.60 亿元）；2014 年，公司实现营业收入 26.58 亿元，利润总额 3.70 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 83.45 亿元，所有者权益 34.01 亿元（含少数股东权益 4.11 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.67 亿元，利润总额 2.13 亿元。

1. 盈利能力

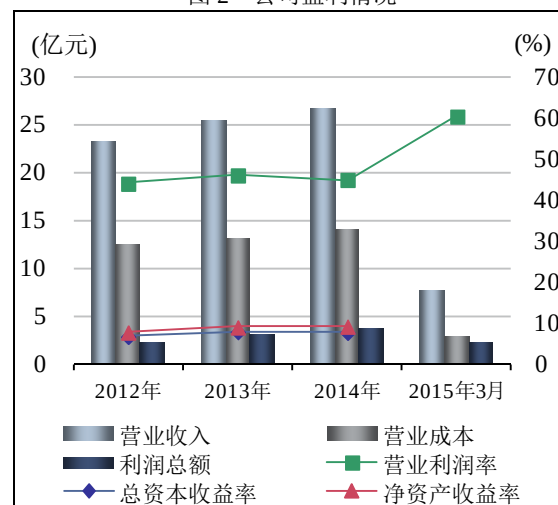
2012~2014 年，公司营业收入分别为 23.11 亿元、25.32 亿元和 26.58 亿元，年均复合增长 7.24%。

2012~2014 年，公司期间费用占营业收入比重分别为 37.18%、38.37%和 39.68%，占比较高且呈上升趋势，公司期间费用对利润侵蚀大，控制能力有待提升。

2012~2014 年，公司公允价值变动收益分别为 0.15 亿元、1.00 亿元和 -0.11 亿元；同期，公司投资收益分别为 0.08 亿元、-0.02 亿元和 2.64 亿元；公司公允价值变动收益和投资收益对公司经营性业务利润影响较大。2012~2014 年公司营业利润分别为 1.73 亿元、2.87 亿元和 3.64 亿元。

2012~2014 年公司营业外收入分别为 0.61 亿元、0.43 亿元和 0.46 亿元，其中 2014 年主要为 0.43 亿元政府补助。2012~2014 年公司利润总额呈快速增长趋势，年均复合增长 30.30%，2014 年为 3.70 亿元，同比增长 22.82%。

图 2 公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，2012~2014 年，公司营业利润率较稳定，三年平均值为 44.94%，2014 年为 44.79%；总资产收益率波动中上升，三年平均值为 7.42%，2014 年为 7.57%；净资产收益率呈上升趋势，三年平均值为 8.72%，2014 年为 9.06%，公司整体盈利能力较强。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.67 亿元，利润总额 2.13 亿元，营业利润率为 60.22%。

总体看，跟踪期内公司营业收入规模稳步

增长，但期间费用规模大，期间费用控制能力亟需加强。公司通过金融资本运作获得的投资收益对利润影响较大。公司整体盈利能力较强。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2012~2014 年，公司现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金。公司销售商品、提供劳务收到的现金金额较大，年均复合增长 6.21%，2014 年为 28.58 亿元；三年现金收入比分别为 109.63%、102.54%和 107.52%，收现质量一般。2012~2014 年，公司经营活动现金流出量年均增长 9.24%。近三年公司经营活动现金流量净额快速增长，年均增长 23.16%，三年分别为 2.92 亿元、3.83 亿元和 4.43 亿元。

投资活动方面，2012~2014 年，公司投资活动现金流入快速增长，2014 年为 39.58 亿元，主要来自收回投资收到的现金。2012~2014 年，公司投资活动现金流出快速增长，2014 年为 56.73 亿元，主要为投资支付的现金 51.36 亿元。同期，公司投资活动现金流量净额分别为-4.31 亿元、-3.52 亿元和-17.15 亿元。

筹资活动方面，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 28.24%，筹资活动现金流出有所下降，筹资活动现金流入主要来自取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要来自偿还债务；2012~2014 年，公司筹资活动净现金流量分别为 2.39 亿元、-0.22 元和 16.31 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动产生现金流入和流出分别为 33.31 亿元和 36.55 亿元，其中收到其他与经营活动有关的现金 27.08 亿元，同时支付其他与经营活动有关的现金 30.77 亿元，均为公司与关联单位未抵消的资金往来，公司经营活动现金流量净额-3.24 亿元；同期，公司投资活动产生的现金流入和流出分别为 1.65 亿元和 3.34 亿元，主要为收回投资收到的现金和支付其他与投资活动有关的现金，系公司购买银行理财产品以及创投公司投资活动收

支产生的现金流变动，公司投资活动产生现金净流出 1.68 亿元；公司收到其他与筹资活动的现金 1.28 亿元，筹资活动产生现金净流出 0.28 亿元。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流入规模较大，收入实现质量较好，经营活动获取现金的能力有所增强；投资支付的现金规模快速增长，2014 年公司通过金融资本运作导致的现金流入流出规模均较大，公司存在一定的筹资需求。

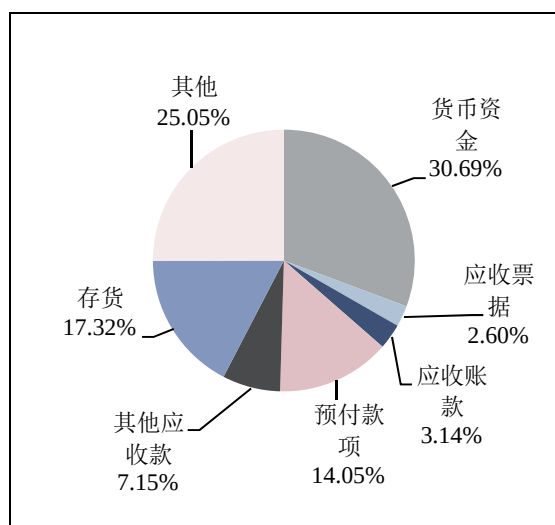
3. 资本及债务结构

资产

2012~2014 年，公司资产规模保持快速增长，年均增速为 33.02%，增长主要是非流动资产增长所致。截至 2014 年底，公司资产总额 84.32 亿元，其中流动资产合计占 43.63%，非流动资产合计占 56.37%。公司资产以非流动资产为主。

2012~2014 年，公司流动资产呈快速增长趋势，年均增长 20.90%。截至 2014 年底，公司流动资产合计 36.79 亿元，主要来自货币资金和预付账款的增加。公司流动资产主要由货币资金、预付账款、其他流动资产及存货等构成。

图 3 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金增长较快，年均复合增长率 25.14%。截至 2014 年底，公司货币资金合计 11.29 亿元，主要由银行存款（占 95.22%）构成；公司受限制货币资金为 0.53 亿元。

2012~2014 年，公司交易性金融资产年均复合增长 59.50%。截至 2014 年底，交易性金融资产为 2.70 亿元，其中权益工具投资 0.38 亿元，衍生金融资产 2.32 亿元。

2012~2014 年，公司应收票据分别为 1.03 亿元、0.86 亿元和 0.96 亿元；公司应收票据全部为银行承兑汇票，无质押的应收票据。

2012~2014 年，公司存货规模有所增长，年均复合增长 3.23%。截至 2014 年底，公司存货账面余额 6.49 亿元，其中以库存商品（占 34.05%）和自制半成品及在产品（占比 51.77%）为主。2014 年公司共计提 0.12 亿元跌价准备，占存货账面余额的 1.85%，计提较为充分。公司存货中包含部分酒类贸易商品，其市场价格存在波动性，具备一定跌价风险。

2012~2014 年，公司预付账款波动增长，年均复合增长率为 115.58%。截至 2014 年底，公司预付账款 5.17 亿元，同比增长 366.67%，主要系九二盐业纳入合并范围所致。九二盐业投建的烧碱项目处于建设未投产状态，截至报表日尚未开发票结账，因此工程材料、设备挂预付账款较多。

表 4 2014 年底公司预付账款前五名客户
(单位: 万元、%)

单位名称	金额	占比
岳阳市君山区城市建设投资有限公司	10000	19.35
益阳沅江天诚有限公司	3000	5.80
郴州市兴桂房地产开发有限责任公司	2666	5.16
江西省第一建筑机械有限责任公司	2580	4.99
湖南省西湖建筑集团有限公司	1528	2.96
合计	19773	38.26

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司其他应收款分别为

1.68 亿元、2.21 亿元和 2.63 亿元，规模快速增长，年均复合增长 24.99%。其他应收账款前 5 名合计金额为 1.81 亿元，前 5 名合计占其他应收账款期末余额 62.66%。公司共计提了 0.37 亿元坏账准备，占其他应收款的 8.97%，计提较为充分。

2012~2014 年，公司其他流动资产分别为 6.18 亿元、6.24 亿元和 5.85 亿元，主要由委托贷款构成。

2012~2014 年，公司非流动资产年均复合增长 45.39%。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 47.53 亿元，主要由固定资产（占比 31.64%）、持有至到期投资（占比 34.46%）、可供出售金融资产（占比 17.07%）和无形资产（占 10.82%）等构成。

2012~2014 年，公司可供出售金融资产年均复合增长 132.13%。截至 2014 年底，公司可供出售金融资产 8.11 亿元，其中，按公允价值和按成本计量的可供出售金融资产分别为 7.04 亿元和 1.16 亿元，公司对按成本计量的可供出售金融资产计提 0.09 亿元减值准备。

截至 2014 年底，公司持有至到期投资 16.38 亿元，全部为债券投资，其中持有的 15.81 亿债券已质押进行国债回购业务。

2012~2014 年，公司固定资产呈波动增长趋势，年均复合增长 14.24%。截至 2014 年底，公司固定资产账面价值 15.04 亿元，主要由房屋建筑物（占比 1.66%）和机器设备（占比 42.35%）构成。

2010~2012 年，公司无形资产分别为 4.44 亿元、5.10 亿元和 5.14 亿元，年均复合增长 7.60%，主要为土地使用权。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 83.45 亿元，较 2014 年底下降 1.03%；公司资产结构中非流动资产占比 58.46%，同比上升 2.09%。

总体看，公司非流动资产以固定资产和持有至到期投资为主；流动资产中货币资金占比较大，资产流动性较好。同时，联合资信注意到，近年来公司通过金融资本运作形成资产规

模逐年加大，且目前在资产总额中占比较高，该类资产受被投资企业经营状况及证券市场波动影响。综合看，公司整体资产质量一般。

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益规模稳定增长，年均增长20.30%。截至2014年底，公司所有者权益合计31.73亿元，归属于母公司所有者权益中实收资本占36.86%，资本公积占1.99%，盈余公积占8.02%，未分配利润占43.85%。公司所有者权益稳定性一般。

截至2015年3月底，公司所有者权益合计34.01亿元，较2014年底增长7.18%，增长主要来自资本公积的增加。

整体上，公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

负债

2012~2014年，公司负债合计快速增长，年均增长率42.97%。截至2014年底，公司负债总额52.59亿元，同比增长90.85%，增长主要系债券质押式报价回购增加13.31亿元，以及发行4亿元“14湘轻盐MTN001”和2亿元“14湘轻盐CP001”所致。从负债的构成情况看，流动负债占68.22%，非流动负债占31.78%，公司负债以流动负债为主。

2012~2014年，公司流动负债快速增长，年均增长率42.95%。截至2014年底，公司流动负债35.87亿元，以短期借款（占比22.94%）、卖出回购金融资产款（占比38.64%）和其他应付款（占比15.84%）为主。

2012~2014年，公司短期借款规模不断下降，年均复合下降11.64%。截至2014年底，短期借款为8.23亿元，以抵押借款、信用借款和保证借款为主。

2012~2014年，公司应付账款波动下降，年均复合下降10.11%。截至2014年底，公司应付账款1.85亿元，主要为商品采购款及货款尾款。

2012~2014年，公司卖出回购金融资产款分别为0元、0.55亿元和13.86亿元，全部为证券

类别（债券质押式报价回购）。

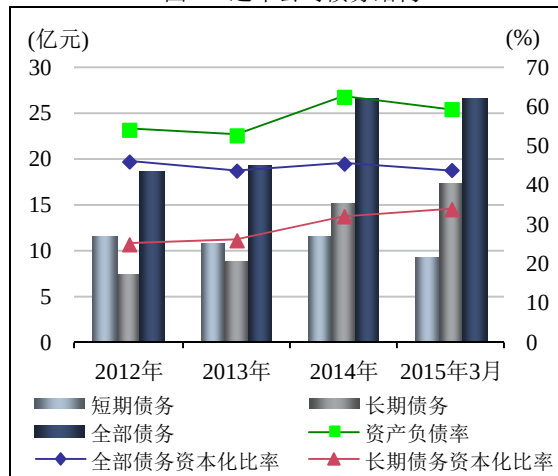
2012~2014年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长60.43%。截至2014年底，公司其他应付款5.68亿元，同比增长128.17%，主要系收购江西九二盐矿所致。从其他应付款账龄看，1年以内占比83.98%，账龄较短，结构较为合理。

2012~2014年，公司非流动负债快速增长，年增长率43.02%。截至2014年底，公司非流动负债合计16.71亿元，主要由应付债券（占比74.05%）和长期借款（占比15.16%）构成。

有息债务方面，2012~2014年，公司全部债务规模年均增长19.05%。截至2014年底，公司全部债务为26.36亿元，其中短期债务11.45亿元（占比43.45%），公司债务结构较为合理。

债务指标方面，2012~2014年，公司全部债务资本化比率基本保持稳定，三年平均值为44.94%，2014年为45.38%。2014年受长期债务大幅增长的影响，公司长期债务资本化比率和资产负债率分别上升至31.97%和62.37%，同比分别上升6.12和9.80个百分点。公司债务水平适宜。

图4 近年公司债务结构



资料来源：公司审计报告

截至2015年3月底，公司负债合计49.44亿元，较2014年底有所下降，负债结构变化不大。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分别为59.24%、43.74%和33.77%。

总体看，公司负债以流动负债为主。跟踪

期内，公司整体债务负担有所上升，目前债务水平适宜。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，公司流动比率和速动比率三年平均值分别为123.62%和97.78%，截至2014年底，上述指标分别为102.55%和84.79%。2012~2014年，公司经营现金流动负债比波动下降，三年平均值为15.98%，2014年为12.35%。截至2015年3月底，公司流动比率和速动比率分别为113.88%和92.47%，均有所增长。总体看，近年公司债务期限结构有所优化，营业收入及现金流规模较大，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年，公司EBITDA利息倍数分别为4.35倍、4.88倍和3.94倍。公司EBITDA对利息的保护程度高。2012~2014年，公司全部债务/EBITDA有所波动，三年平均值为3.59倍，2014年为3.70倍，EBITDA对全部债务的保护能力适宜。综合看，公司整体偿债能力强。

存续期内，公司“14湘轻盐CP001”余额为2亿元。截至2014年底和2015年3月底，公司现金类资产（剔除受限资金后）分别为“14湘轻盐CP001”余额的7.21倍和5.22倍。2014年，公司经营活动现金流入量和净流量分别为“14湘轻盐CP001”余额的16.11倍和2.22倍，公司现金类资产和经营活动现金流对“14湘轻盐CP001”的保障能力较强。

截至2015年3月底，公司无对外担保事项。

截至2015年3月底，公司共获银行授信额度32.80亿元，已使用授信额度5.44亿元，尚未使用额度为27.36亿元，公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告》，截至2015年5月25日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的信贷信息

记录中存在1笔关注类贷款。总体来看，公司过往债务履约情况良好。

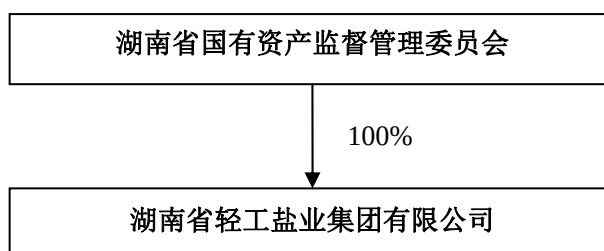
6. 抗风险能力

基于对食盐行业发展的分析，以及公司自身经营和财务风险的判断，公司整体抗风险能力较强。

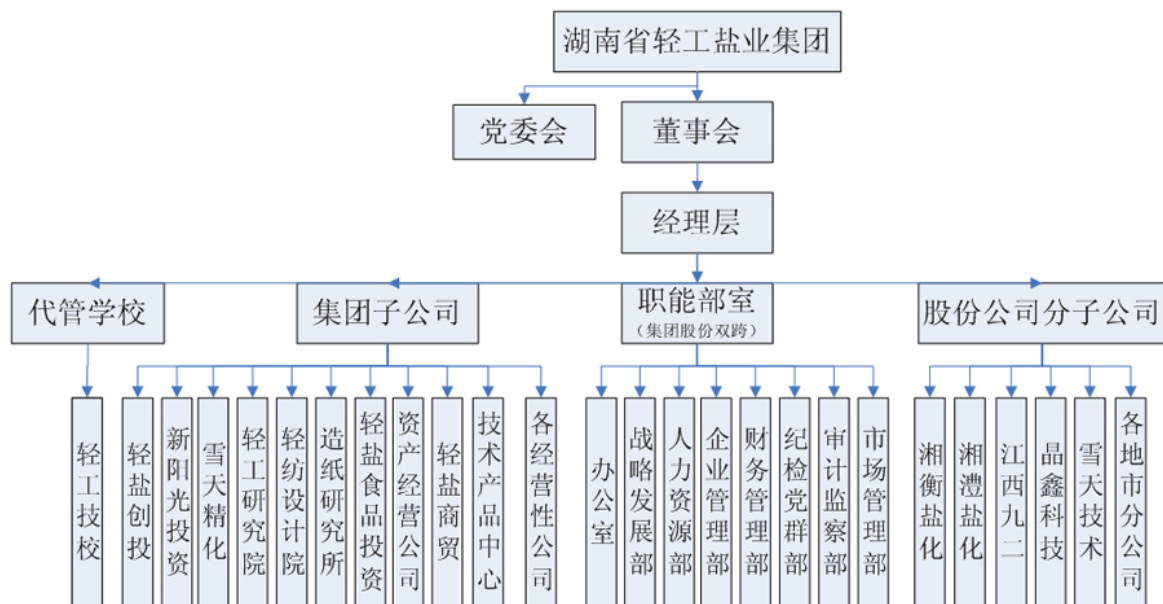
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14湘轻盐CP001”A-1的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.03	9.65	14.41	10.43
资产总额(亿元)	47.65	52.41	84.32	83.45
所有者权益(亿元)	21.93	24.86	31.73	34.01
短期债务(亿元)	11.36	10.53	11.45	9.10
长期债务(亿元)	7.24	8.67	14.91	17.35
全部债务(亿元)	18.60	19.20	26.36	26.45
营业收入(亿元)	23.11	25.32	26.58	7.67
利润总额(亿元)	2.18	3.01	3.70	2.13
EBITDA(亿元)	4.78	5.97	7.13	--
经营性净现金流(亿元)	2.92	3.83	4.43	-3.24
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.81	15.64	15.23	--
存货周转次数(次)	2.63	2.17	2.25	--
总资产周转次数(次)	0.52	0.51	0.39	--
现金收入比(%)	109.63	102.54	107.52	81.21
营业利润率(%)	43.88	45.88	44.79	60.22
总资本收益率(%)	6.59	7.74	7.57	--
净资产收益率(%)	7.62	8.87	9.06	--
长期债务资本化比率(%)	24.83	25.85	31.97	33.77
全部债务资本化比率(%)	45.90	43.58	45.38	43.74
资产负债率(%)	53.99	52.57	62.37	59.24
流动比率(%)	143.36	145.58	102.55	113.88
速动比率(%)	109.29	111.75	84.79	92.47
经营现金流动负债比(%)	16.64	21.59	12.35	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.35	4.88	3.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.90	3.22	3.70	--

注：公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限资金部分。

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/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