

信用等级公告

联合[2017] 090 号

联合资信评估有限公司通过对湖南省轻工盐业集团有限公司及其拟发行的 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

湖南省轻工盐业集团有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

湖南省轻工盐业集团有限公司

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

二零一七年一月十八日



湖南省轻工盐业集团有限公司

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: 9 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第5个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 全部用于偿还银行借款

评级时间: 2017 年 1 月 18 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产(亿元)	9.68	14.94	36.37	30.61
资产总额(亿元)	52.41	84.32	95.08	104.37
所有者权益(亿元)	24.86	31.73	41.76	49.86
短期债务(亿元)	10.53	11.45	16.27	20.93
长期债务(亿元)	8.67	14.91	13.24	19.13
全部债务(亿元)	19.20	26.36	29.51	40.06
营业收入(亿元)	25.32	26.58	40.11	31.07
利润总额(亿元)	3.01	3.70	9.82	1.75
EBITDA(亿元)	5.97	7.13	14.69	--
经营性净现金流(亿元)	3.83	4.43	8.06	0.40
营业利润率(%)	45.88	44.79	60.73	34.90
净资产收益率(%)	8.87	9.06	21.44	--
资产负债率(%)	52.57	62.37	56.08	52.23
全部债务资本化比率(%)	43.58	45.38	41.40	44.55
流动比率(%)	145.58	102.55	137.15	157.15
全部债务/EBITDA(倍)	3.22	3.70	2.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.88	3.94	6.72	--

注: 1. 2016 年三季度财务数据未经审计; 2. 2016 年 9 月底所有者权益包含公司发行的永续中期票据 7 亿元,

分析师

黄露 张超

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

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,反映了其作为湖南省内食盐生产及批发的大型盐业公司,在区域垄断性、资源禀赋、生产规模、产品市场认可度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对盐业市场影响存在不确定性、资本市场波动风险以及债务规模持续上升等因素给公司信用基本面带来的不利影响。

近年来,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,随着盐业体制改革的逐步实施,公司有望凭借其在华南市场的竞争优势进一步扩大市场份额。此外,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“轻盐创投”)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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据含赎回权、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、赎回权设置和利息支付方面均与其他普通债券/债务工具相关特征接近。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据偿还保障能力较强。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。

优势

1. 公司作为湖南省唯一的食盐专营企业，井矿盐资源丰富，区域垄断优势明显，具备规模效益，食盐产品市场认可度高，盈利能力较强。
2. 公司地理位置优越，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. 近年来，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. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据偿还保障能力较强。

关注

1. 中国食盐专营体制正面临改革，市场化竞争对公司食盐业务的影响具有一定不确定性。
2. 近年来，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，期间费用控制能力有待加强。
4. 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，一旦出现递延，累计利息支出的压力将大于普通债券分期支付的压力。
5. 公司未分配利润占比高，所有者权益稳定性较弱。

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、湖南省轻工盐业集团有限公司 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公司依据发行条款约定赎回时有效；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。

湖南省轻工盐业集团有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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 2016 年 9 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、技术咨询（不含中介）；餐饮、旅馆、旅游及娱乐项目的投资；自有房屋租赁；提供经济信息（不含金融、证券、期货信息）咨询。

截至 2016 年 9 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“轻盐创投”）、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 13 家一级子公司。

截至 2015 年底，公司资产总额 95.08 亿元，所有者权益 41.76 亿元（含少数股东权益 5.26 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 40.11 亿元，利润总额 9.82 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额 104.37 亿元，所有者权益 49.86 亿元（含少数股东权益 5.95 亿元）；2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 31.07 亿元，利润总额 1.75 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。

二、本期债券概况

公司拟于 2017 年注册并发行额度为 9 亿元的 2017 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据募集资金将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，在期限、利息支付及票面利率等方面条款有特殊设置。

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 500 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加 500 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 500 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,除发生强制付息事件,本期中期票据每个付息日,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 个月内,如果公司(包含合并范围子公司)向普通股股东分红(包括根据《湖南省人民政府关于试行国有资本经营预算的实施意见》(湘政发[2010]32 号)及《湖南省财政厅湖南省国资委关于印发<湖南省省级企业国有资本收益收取管理暂行办法>的通知》(湘财企[2011]2 号)等文件的规定,公司收到关于上缴国有资本收益的相关文件)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(包括根据《湖南省人民政府关于试行国有资本经营预算的实施意见》(湘政发[2010]32 号)及《湖南省财政厅 湖南省国资委关于印发<湖南省省级企业国有资本收益收取管理暂行办法>的通知》(湘财企[2011]2 号)等文件的规定,公司收到关于上缴国有资本收益的相关文件)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 500 个基点。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(包含合并范围子公司)向普通股股东分红(包括根据《湖南省人民政府关于试行国有资本经营预算的实施意见》(湘政发[2010]32 号)及《湖南省财政厅 湖南省国资委关于印发<湖南省省级企业国有资本收益收取管理暂行办法>的通知》(湘财企[2011]2 号)等文件的规定,公司收到关于上缴国有资本收益的相关文件)或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。从历史分红角度分析,公司于 2013~2015 年连续收到湖南省国资委及湖南省财政厅下发的关于收缴湖南省轻工盐业集团有限公司 2012~2014 年国有资本收益的通知,公司分别上缴 1216.20 万元、1666.50 万元和 2980.40 万元。公司未来持续分红的可能性大,

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。

递延利息支付可能性较小。

综合以上分析，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，联合资信评估有限公司（以下简称“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%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 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。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，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的

财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016 年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016 年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016 年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长 8.2%，增速较上半年回落 0.8 个百分点，较 1-8 月回升 0.1 个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点，但较今年 1-8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及

装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，我国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

四、行业及区域经济环境

公司是中国大型的原盐生产企业之一，湖南省境内主要的食盐生产及批发企业，食盐生产与销售是公司的主营业务。

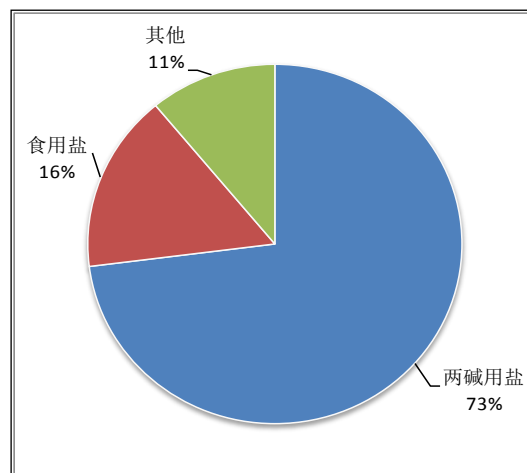
1. 食盐行业

(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。

图 1 目前中国的原盐大致消费结构

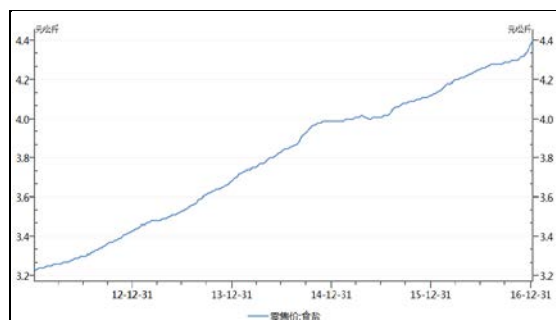


资料来源：联合资信整理

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 2015 年底，中国纯碱及烧碱产量分别为 2591.80 万吨和 3028.20 万吨，较 2014 年底分别增长 3.09% 和下降 1.01%，下游需求已出现增长乏力的现象，进而导致中国原盐产品消费总量的下降。

2015 年,中国原盐产量为 5975 万吨,是自 2010 年以来中国原盐产量首次低于 6000 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 2017 年前国家对食盐实行生产和销售的专营制度,主要由各省市的盐业公司承担定点批发的职能,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。

图 2 中国食盐零售价格(周)



资料来源: Wind 资讯

价格方面,盐业体制改革前中国食盐价格实行政府定价,即按照食盐生产、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。根据 2016 年 5 月出台的《盐业体制改革方案》,自 2017 年 1 月 1 日起,将放开所有盐产品价格。目前,食盐出厂价格大概在 450~590 元/吨,批发价格在每吨 2500 元左右,新品种食盐可达 3000~4000 元/吨,而终端零售的食盐价格在批发价格的基础上还要更高一些。虽然食盐产品包装、运输、人员工资(含盐务管理局人员)以及其他费用均由盐业公司来承担,但仍存在一定利润空间。

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,目前国家实行盐业体制改革,放开盐价,并允许食盐生产企业进入销售领域,并允许食盐批发跨区域,虽然没有完全打破食盐生产和销售的专营,但已逐步向市场化发展,未来受市场竞争影响,盐业发展仍存在一定不确定性。

(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,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。

2008 年,国家盐业管理职能由国家发改委调整到工信部,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,工信部宣布食盐定点生产企业名单继续有效,98 家企业仍是全国食盐定点生产企业。

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。

为推进盐业体制改革，实现盐业资源有效配置，进一步释放市场活力，促进行业健康可持续发展，国务院于 2016 年 5 月 5 日发布《盐业体制改革方案》（以下简称“方案”）。方案废除了食盐计划管理和政府定价机制，要求从 2017 年 1 月 1 日开始，放开所有盐产品价格，取消食盐准运证，允许现有食盐批发企业向食盐定点生产企业购盐并开展跨区域经营，允许食盐定点生产企业以自主品牌开展跨区域经营，实现产销一体。虽然距离首次提出食盐专营体制改革已有十余年，本次方案出台也并未完全取消食盐专营，但中国政府已为未来放开食盐专营打下基础，提高食盐产业市场化运营、促进市场竞争、按质论价有助于提升生产企业开发新品种的积极性，使终端消费者能够从中受益。

此外，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。

（3）未来发展

综合分析，虽然食盐专营制度在严格意义上依然存在，但专营体制已明显存在放开的迹象。未来中国政府仍需妥善解决上游盐矿资源

控制权、偏远地区运费补贴、行业垄断以及食盐产品质量监管等问题，因此是否最终取缔食盐专营，仍存在不确定性。短期来看，《盐业体制改革方案》将有助于食盐行业更加市场化运营，促使更多的食盐生产企业进入销售环节，提高市场竞争度，使终端消费者能够从中受益。联合资信将对盐业体制改革最新进展及对省级盐业公司主业经营的影响进行持续关注。

2. 区域经济环境

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”。2015 年末全省常住人口 6783 万人，其中，城镇人口 3451.9 万人，城镇化率 50.89%，比上年末提高 1.61 个百分点。

根据《湖南省 2015 年国民经济和社会发展统计公报》资料显示，2015 年湖南省完成生产总值 29047.2 亿元，比上年增长 8.6%。

从国内贸易来看，2015 年湖南省社会消费品零售总额达 12024 亿元，比上年增长 12.1%；其中，限额以上法人批发和零售业商品零售额 4506.5 亿元，增长 9.8%。在限额以上批发和零售业零售额中，粮油、食品类比上年增长 23.1%，达 409.3 亿元。

从人民生活来看，2015 年湖南省全体居民人均可支配收入 19317 元，比上年增长 9.6%，扣除价格因素实际增长 8.1%。其中，城镇居民人均可支配收入 28838 元，比上年增长 8.5%，扣除价格因素实际增长 6.9%；农村居民人均可支配收入 10993 元，增长 9.3%，扣除价格因素实际增长 8.1%。同期，全省城镇居民人均消费支出 19501 元，比上年增长 6.4%；农村居民人均生活消费支出 9691 元，增长 7.4%。

总体看，湖南省经济继续保持良好发展，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

1. 产权状况

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%。

2. 企业规模

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”。此外，近年来公司金融创投业务发展迅速，2014 年 5 月子公司轻盐创投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。截至 2015 年底，轻盐创投管理的投资规模已超过 20 亿元。

盐产品生产方面，截至 2015 年底公司原盐年生产能力约 390 万吨，位居国内领先地位。2015 年，公司全年实际生产原盐 308.24 万吨，子公司湖南省湘衡盐化有限公司（以下简称“湘衡盐化”）和湖南省湘澧盐化有限公司（以下简称“湘澧盐化”）是湖南省内仅有的两家食盐定点生产企业。同时，公司是湖南省境内主要的食盐批发企业，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。2015 年，公司共完成食盐销售 62.12 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，湖南省境内主要的食盐批发企业，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。

3. 人员素质

截至 2016 年 9 月底，公司共有高级管理

人员 9 人，其中董事长兼总经理 1 人，党委书记、副董事长 1 人，纪委书记 1 人，总法律顾问、党委委员、常务副总经理等各 1 人。

冯传良先生，46 岁，本科学历，高级会计师，注册会计师。现任湖南省轻工盐业集团有限公司董事长、总经理、党委副书记，2014 年 12 月至今兼任湖南盐业股份有限公司董事长。历任湖南轻工高等专科学校副主任、主任；湖南省轻工盐业集团有限责任公司财务管理部副部长、财务管理部部长、总会计师，副总经理；湖南盐业股份有限公司总经理。

李志勇先生，51 岁，本科学历，经济师，现任湖南省轻工盐业集团有限公司党委书记、副董事长，2013 年 10 月至今兼任湖南盐业股份有限公司副董事长。历任湖南省轻工建设公司团委书记、项目经理、工程处处长、党支部书记；湖南省轻工业厅团委书记、行政处副处长（主持工作）；湖南省陶瓷研究所党委书记；湖南省轻工公司总公司房产开发部长兼轻工房地产公司总经理；湖南省轻工盐业公司房地产公司董事长兼总经理；湖南省轻工盐业集团有限公司董事、副总经理、党委委员；湖南省轻工盐业集团有限公司党委副书记、董事、副总经理。

截至 2016 年 9 月底，公司在职人员 4762 人。按岗位划分，管理、研发、生产、销售和其他人员分别占比 20.39%、5.06%、60.79%、9.79%和 3.97%；按文化素质划分，硕士及以上、本科及大专、高中及以下人员分别占比 1.81%、54.91%和 43.28%；按年龄划分，30 岁以下、30~50 岁、50 岁以上人员分别占比 29.11%、43.62%和 27.28%。

总体上看，公司高级管理人员经验丰富，员工整体素质可满足公司正常生产经营的需要。

4. 技术水平

2000 年，公司成立湖南省轻工盐业集团有限责任公司技术中心（以下简称“技术中心”），

是整合了全省盐业系统主要科技力量的省级技术中心，并经湖南省认定的企业技术中心。技术中心下设 3 个技术开发站，分别为盐和盐化工技术开发站、精细化工产品开发站、工程陶瓷技术开发站。技术中心多年来，始终坚持为公司科技进步服务的宗旨，充分发挥其技术创新作用，以项目为龙头，实施项目带动战略，积极开展新产品研发和技术创新工作。2014 年，技术中心针对两家盐化公司在卤水净化方面的问题进行了技术改进，研发了新型絮凝剂，使卤水净化效果更佳，成本更低。

另外，继海藻碘盐、海藻碘低钠盐、绿色-精制低钠盐等新产品成功上市后，2014 年公司又陆续开发并推出了鲜味低钠盐系列新品食用盐，如海藻鲜味低钠盐、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）等共计 7 个产品，并新备案产品企业标准 3 项。其中，经权威检测机构鉴定，公司自主研发的果蔬清洗盐各项指标，尤其是去农药残留效果远优于国家标准。

总体看，公司具有较强技术研发实力，技术中心研发成果显著，为未来业务的可持续发展打下良好的基础。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是湖南省人民政府批准并出资成立的国有独资公司，湖南省国资委被授权履行出资人职能。

公司不设股东会，湖南省国资委按照《公司法》和公司章程的规定行使出资人职权。公司设有董事会，是公司的最高权力和决策机构。公司董事会成员 4 名，设董事长 1 名，董事长经湖南省省委提名、由省人民政府按法定程序委任。公司设总经理 1 名，经湖南省国资委同意，公司董事会成员可兼任总经理一职。公司设立监事会，共 5 名监事，其中 1 名职工监事，

其余由湖南省国资委委派。监事会设主席 1 名，由出资人委派。公司董事、总经理及其他高级管理人员、财务部门负责人不得兼任监事。

总体看，公司治理结构满足公司日常经营需要。

2. 管理水平

公司重视内部管理水平的提升，在财务、投资及盐政等方面，公司建立了完备的管理制度。

对下属企业的管理，公司主要通过考核方式进行监管，公司制订有明确的考核程序与考核指标；同时，公司向下属企业派驻财务总监，加强下属企业的财务管理与监督，财务总监实行定期轮换。

财务管理方面，公司对本部和下属企业分别建立了不同的财务管理制度，下属企业在未经批准的情况下无权对外融资和担保；本部财务部门下设资金结算中心，对所有分支机构及部分子公司实行“收支两条线”管理；之后，公司对资金结算中心进行了升级，管理模式升级为集团账户管理模式，但资金集中管理的实质没有变化。资金在一定程度上的集中管理提升了资金使用效率，平衡了公司内部单位的资金短盈状况。

投资管理方面，公司对投资项目实施计划管理，并严厉禁止计划外项目；投资项目的实施实行全过程管理，以实现项目投资的科学性和效益最大化。

资本运营方面，公司制定了《湖南省轻工盐业公司证券投资管理办法》，明确了稳健性、流动性、效益性和规范性的投资原则，明确了公司投资品种，投资管理组织机构和投资决策的组织实施，划定了不同投资品种和金额的审批权限，同时制定了风险控制机制和考核激励措施。

盐政管理方面，公司强化食盐的专营管理以及小工业盐的计划管理，禁止非计划的购盐和销盐，并有严格的惩罚措施。为确保食盐消

费安全，公司制定了产品质量控制体系和生产安全保障体系，内容覆盖了包装物、生产和运输过程的各个环节。

总体看，公司内部管理制度较为完善，实际运行规范有序。

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；涉及的非盐业务主要包括酒类、食用油等生活产品贸易销售、大宗商品贸易销售、金融创投、包装物、房地产及物业管理等。

收入方面，2013~2015 年公司主营业务收入呈现快速上升趋势，三年分别为 23.74 亿元、25.49 亿元和 40.11 亿元。2015 年，公司主营业务收入同比增长 57.36%，主要由于当年公司创投业务实现收益较为可观，并将该收益由

“投资收益”科目调整至主营业务当中，公司主营业务中新增创投收入 12.56 亿元。2013~2015 年，盐及盐类产品收入是公司主要收入来源，近三年分别实现收入 17.70 亿元、19.24 亿元和 18.91 亿元，保持在较高水平，但受创投业务收入增长影响，该板块收入占比有所下降，2015 年为 47.16%。公司非盐商品销售主要为纸浆、纸、食用油等商品贸易业务，2015 年公司扩大贸易业务规模，使非盐商品销售收入快速增长至 4.24 亿元。

毛利率方面，由于盐及盐类产品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。此外，由于创投业务成本主要体现在期间费用当中，公司创投收入毛利率高达 100%。2015 年，受益于高毛利率创投业务收入占比大幅增长，公司整体毛利率同比增长 17.86 个百分点至 64.24%。

表 1 近年公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

业务种类	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~9 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	17.70	74.55	56.38	19.24	75.48	55.72	18.91	47.16	58.97	14.94	48.06	57.01
房地产开发	1.13	4.75	9.82	1.74	6.83	5.58	1.43	3.56	7.14	0.71	2.30	27.51
非盐商品销售	2.51	10.59	3.61	1.94	7.62	4.63	4.24	10.57	4.13	11.85	27.79	1.57
创投收入	--	--	--	--	--	--	12.56	31.31	100.00	1.47	4.73	100.00
其他	2.40	10.11	35.71	2.57	10.07	35.66	2.97	7.40	59.80	2.10	17.12	19.07
合计	23.74	100.00	46.49	25.49	100.00	46.38	40.11	100.00	64.24	31.07	100.00	36.46

资料来源：公司提供

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 31.07 亿元，同比增长 4.54%，增速较 2015 年全年水平下降，主要是由于 2016 年初中国证监会推出“熔断”机制导致 A 股震荡，资本市场波动较大，公司创投业务仅实现微利所致。同期，公司逐步转型原有房地产业务，2016 年主要为对内销售存量项目，前三季度仅实现收入 0.71 亿元。此外，公司扩大纸浆等大宗商品贸易规模，实现收入 10.85 亿元，弥补了资本市场波动对公司收入水平的影响。2016 年 1~9 月，受

毛利率较低的非盐商品销售收入占比提高影响，公司整体毛利率下降至 36.46%。

总体来看，近三年公司在盐及盐类产品稳健经营的同时，保持平稳发展；创投业务逐步成为公司三大主营业务板块之一，但由于资本市场波动较大，公司创投业务收入及利润对公司的贡献力存在不确定性。

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%)。截至2016年9月底，三家子公司合计拥有原盐产能390万吨，2015年公司合并范围实际生产原盐约308.24万吨。

湘衡盐化始建于1969年，位于湖南省衡阳市，是集岩盐开采、发电供热、真空制盐、包装物流于一体的现代化井矿盐制盐基地。衡阳盐矿成盐盆地总面积800平方公里，岩盐储量(NaCl)104亿吨以上，属特大型工业矿床。根据矿山地质工作程度，目前湘衡盐化主要开采茶山坳岩盐矿段，该矿段东西长8公里，南北长4公里，面积32平方公里，表内岩盐(NaCl)储量13.4亿吨，芒硝(Na₂SO₄)储量3.7亿吨，资源是极其丰富的。2014年，湘衡盐化制盐综合节能技改项目(2组罐)于2014年6月投产，湘衡盐化原盐产能达到240万吨/年，并具有副产7.5万吨/年芒硝的生产能力。

湘澧盐化始建于1969年，位于湖南省津市市，是一家集水溶采矿、真空制盐、冷冻提硝、供热发电、机械加工、I类II类及钛材压力容器设计制造为一体的大型国有制盐企业。湘澧盐化矿区——澧县盐井，已探明该处储量为4.057亿吨，控制储量为1.4亿吨，岩盐矿NaCl含量达81.81~96.32%，岩盐矿体埋藏深度650~800米，采用水溶法开采，封闭性好，易开采，成本低。目前，湘澧盐化拥有原盐产能90万吨/年，并具有副产5万吨/年芒硝的生产能力。

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。

在制盐方面，公司采用的制盐方法为真空制盐工艺，其主要流程如下：首先将从井矿下汲取的原卤经卤水净化后，除去钙镁离子，经预热进入制盐蒸发系统，并以热电站产生的蒸汽为热源进行真空蒸发，浓缩后形成盐浆；再将盐浆从蒸发系统排出，经脱水及干燥处理后得到盐(工业盐)；最后经分装、加碘及包装制成食盐。

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，结算方面，根据合同或协议规定挂账期，一般为15至60天挂账期后支付现汇或银行承兑汇票，由于煤炭成本占比较高，煤炭价格波动对公司成本影响较大。

表2 盐业原材料采购情况(单位:亿元)

项目	2013年	2014年	2015年	2016年1~9月
煤炭	2.62	2.68	2.43	1.62
周转材料	3.19	3.86	3.62	1.87
其他材料	1.22	1.39	1.01	0.90
合计	7.04	7.93	7.07	4.39

资料来源:公司提供

注:周转材料包括生产小包盐的纸塑膜,大包盐编织袋及其包装附属材料,以及生产盐产品包装的塑料颗粒、膜等原材料。其他材料包括生产所用的备品备件等。

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。2017年以前,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，各分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分支公司；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，2015 年公司自产食盐中对省内销售量为 33.70 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 400 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 3 近年公司主要制盐企业产品生产及销售情况(单位:万吨、元/吨、万元)

盐及盐类产品		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
食盐	产量	71.16	68.05	63.82	47.47
	销量	73.14	67.73	62.12	43.17
	平均售价	859.41	1083.27	1136.21	1032.33
	销售额	62857.37	73369.98	70585.65	44565.63
两碱用盐	产量	170.60	189.44	195.60	170.61
	销量	167.21	188.77	193.93	172.47
	平均售价	236.87	226.22	210.42	191.90
	销售额	39607.21	42702.64	40805.75	33096.68
小工业盐	产量	15.13	21.88	40.95	33.6
	销量	15.13	20.90	40.95	35.12
	平均售价	311.46	302.28	253.35	191.88
	销售额	4712.45	6317.57	10374.68	6738.85
芒硝	产量	17.06	18.41	17.43	13.02
	销量	18.73	18.06	17.73	13.90
	平均售价	378.54	350.76	317.78	338.97
	销售额	7090.03	6334.75	5535.56	4711.62

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，单位平均销售价格波动增长，使公司食盐销售额较为稳定。工业盐中两碱用盐每年产量规模较大，近三年产销量呈增长态势，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，价格偏低且

呈现下降趋势，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。2017 年以后，国家允许食盐批发扩区域，公司的市场区位优势在食盐销售领域也将有所展现，但同时，由于市场竞争加剧，食盐价格也将有所下降，一定程度上影响公司食盐业务利润。

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. 金融创投

公司金融创投业务主要由子公司轻盐创投负责。轻盐创投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，独家发起设立轻盐创投。

公司拥有一支集金融、证券、财务、法律等专业人员组成的核心投研团队，已经形成了固定收益理财、股权投资、财务性投资等三大业务类型，涵盖定增直投、定增驱动、新三板投资及中长期股权投资、债券投资、固定收益产品投资等七大业务板块，与多家券商、信托、银行、基金公司建立了良好的合作关系，成为湖南省国资委系统主要的专业投资平台之一，已成为第一家拥有银行间债券市场会员和交易资格的省属国有投资企业。固定收益和定向增发是公司投资规模最大的两个板块，截至 2016 年 9 月底合计占比 70%，同期轻盐创投管

理投资规模为 19.22 亿元。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，增加公司日常经营流动资金；定向增发业务主要通过定增直投抓市场机会，挑选优质项目，采取分散投资略控制风险，力争实现项目收益。2014 年和 2015 年，公司分别实现创投收入 2.64 亿元（在“投资收益”中反映）和 12.56 亿元（在“营业收入”中反映），金融创投业务保持快速发展。但受 2016 年初中国证监会推出“熔断”机制导致 A 股大跌并维持低位震荡影响，公司创投业务主要为存量管理，2016 年 1~9 月实现 1.47 亿元收入。

表 4 截至 2016 年 9 月底轻盐创投前五名定增明细

类 别		投资金额（万元）
定向增发	山东钢铁股份有限公司	5000
	天水华天科技股份有限公司	5000
	山西证券股份有限公司	5000
	平安银行股份有限公司	4890
	北汽福田汽车股份有限公司	4800

资料来源：公司提供

轻盐创投已于 2015 年上半年启动在新三板的上市筹备工作，未来如能成功上市，将有利于完善轻盐创投的资本结构，拓宽融资渠道，促进其规范发展。

总体来看，公司创投业务保持快速发展趋势，成为公司三大战略板块之一，是公司收入和利润新的增长点。但值得注意的是，国内证券市场运行及管理较欧美发达国家仍有较大差距，市场表现起伏较大，经营风险大，公司创投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大。

4. 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，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。

目前，公司主要投资的房地产项目为轻盐雅苑项目和观龙湖项目。轻盐雅苑建筑面积 13.23 万平方米，其中，70%为面向集团内部职工开发的住宅楼，30%对外销售，截至 2016 年 9 月底，该项目已售面积为 6.92 万平方米，占项目总可售总面积的 69.08%，已累计实现销售收入 2.66 亿元，2016 年 1~9 月实现销售收入 3817.07 万元。

观龙湖项目，位于长沙市望城区雷锋大道和黄金西路交汇处，用地约 25 亩，主要面向市场销售，均价 5556 元/平米，共 72 户，房屋为联排别墅或叠拼别墅。该项目已于 2013 年完工，截至 2016 年 9 月底，已确认销售 57 套，已售面积 1.16 万平方米，占项目总可售总面积 65.10%，2016 年 1~9 月实现销售收入 1364.42 万元。

表 5 公司在建房地产项目（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至 2016 年 9 月已完成投资	2016 年 10 -12 月投资	2017 年投资
轻盐雅苑	10.00	6.21	0.07	2.58
合计	10.00	6.21	0.07	2.58

资料来源:公司提供

随着城镇化建设推进和新兴产业的发展，公司计划在未来 5 年内以新阳光投资为基础促进房地产业务转型，进入医疗健康、新能源、养老、环保等领域，打造集团新产业板块，成为公司产业深度转型板块，新的经济增长点。

5. 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。2013~2015 年，公司非盐商品销售收入分别为 2.51 亿元、1.94 亿元和 4.24 亿元，呈波动增长趋势。

近年来，公司逐步扩大非盐商品贸易业务。2015 年 1 月，公司成立湖南开门生活电子商务有限公司，通过探索建立符合市场经济发展规律的“盐+互联网+食品+直营+加盟”的商业模式，构建符合社会发展及市场化需求的电子商务体系，打造可以复制推广的连锁业态盐业新模式；2016 年 1 月，正式推出自主创力的“开门生活”电商平台，致力于创建稳定的业务模式和稳定的盈利模式，成为湖南最大的食品供应链平台和绿色食品平台。此外，公司于 2015 年 12 月以受让老股东股权和增资的方式实现对龙牌食品股份有限公司的相对控股（持股比例 47.92%），为进入下游食品行业打下基础。

2016 年 4 月，公司成立湖南轻盐宏创商贸有限公司，扩张纸浆等大宗商品贸易业务，2016 年 1~9 月实现收入 10.85 亿元；前五大供应商为河北文通国际贸易有限公司、山东省出版对外贸易有限公司、山东省轻工业供销总公司、广州市晨辉纸业有限公司和云南省印刷物资公司；前五大客户为广州市花卉科技园有限公司、岳阳林纸股份有限公司、泰格林纸集团股份有限公司、上海安兴汇东纸业有限公司和山东同基科技发展有限公司上海安兴汇东纸业有限公司；大宗商品贸易业务主要以银行承兑汇票结算，结算周期平均为 90 天。

总体看，公司成功推出“开门生活”电商平台，未来将围绕平台打造线上+线下的电子商务体系，逐步扩大非盐商品销售业务，此外，公司不断加大大宗商品贸易规模，该板块收入快速增长，但由于产品毛利率较低，目前对公司利润贡献小。

6. 经营效率

2013~2015 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基本保持平稳，三年均值分别为 15.65 次、2.35 次和 0.44 次，2015 年分别为 15.90 次、2.47 次和 0.45 次。

总体看，公司整体经营效率一般。

7. 未来发展

在建项目

公司在建项目计划总投资 11.35 亿元，截至 2016 年 9 月底累计完成投资额 6.67 亿元，计划于 2016 年和 2017 年分别投资 3.12 亿元和

0.61 亿元，公司未来对外投资规模不大，资本支出压力较轻。截至目前，公司在建工程主要项目包括九二盐业 30 万吨烧碱项目、“开门生活”电商平台项目及龙牌新厂区建设项目等。

表 6 公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项 目	计划总投资	截至 2016 年 9 月底已投金额	2016 年计划投资	2017 年计划投资
九二盐业 30 万吨烧碱项目	23000	22523.61	1000	--
湘衡盐化 30 万吨/年食用盐配送中心技改工程	12400	1754	9720	1200
九二盐业 30 万吨/年小包盐扩建工程	4500	1717	2500	500
九二盐业 60 万吨/年制盐节能环保技术升级改造项目	9200	8721.85	500	--
电商平台项目	22500	1347.89	1633.25	3366.75
驱蚊酯原药与薄荷酯技改项目	3200	2478	1110	--
湘澧盐化-锅炉烟气脱硫系统改造工程	1080	819	200	--
龙牌新厂区建设项目	25800	200000	10000	1000
集团新办公楼	11860	7373	4487	
合计	113540	66734.35	31150.25	6066.75

资料来源：公司提供

拟建项目

公司拟建项目主要为中南大学湘雅五医院项目。依据中南大学、长沙市天心区人民政府和湖南省轻工盐业集团有限公司三方于 2016 年 1 月 12 日签订的《湘雅五医院项目合作框架协议书》（以下简称“框架协议”），框架协议约定中南大学以下属中南大学资产经营有限公司（以下简称“资产公司”）、长沙市天心区人民政府以下属长沙天晖医疗投资有限责任公司（以下简称“天晖医疗”）、湖南省轻工盐业集团以湖南轻盐新阳光医疗产业发展有限公司（以下简称“新阳光”）作为三方合作投资实施主体。其中，资产公司投入 1050 万元专利技术并按约为医院提供品牌、技术、管理人员和学科建设等支持，占股 35%；天晖医疗投入协议约定的土地或与土地等值的货币占股 16%；新阳光投入 180,000.00 万元现金，占股 49%。

截至目前，该项目完成了土地征收、平台公司注册（公司名称为湖南湘雅五医院健康产业股份有限公司）、可研编制、能评和环评批

复、国际方案评选，初步设计正稳步推进；获得了省发改委立项备案以及省卫生计生委的医疗机构设置申请的复函；取得了长沙市政府对设计总图的批复、市规划局规划总图、调规审批、市国土局国土调查红线；启动了项目“三通一平”施工。该项目第一笔资金 6.5 亿已到位，并已完成税收筹划方案初稿的拟定，预计 2018 年底该项目第一期能投入运营。

未来发展

“十三五”期间，公司将集中发展盐及食品、投资金融、医疗健康三大主业板块，将盐及食品、投资金融两大板块打造成集团的规模中心、利润中心、医疗健康板块打造成集团创新发展、转型发展中心。盐产业方面，以整合、协调各成员企业的采购、生产、销售资源为目标，改变内部目前已运销企业为主导的管理模式，重构以生产企业为主导的销售管理体制，通过市场化的经营纽带联系内部产业链的上下游，在合适时机收购兼并区域内制盐生产企业，优化产业资源配置。投资金融方面，一方面立足于现有业务，开展风险较小的固定收益

类、政策性产业基金等经营管理；另一方面公司投资参股新设基金管理公司开展国有企业有明确政策限制的业务，通过业务的不同侧重，实现轻盐创投与新设基金管理公司的错位发展，增强国有资本的影响力。医疗健康方面，通过投资湘雅五医院项目，促进公司在医疗健康服务产业中逐步形成三级医疗服务体系、大健康数据网络平台、医药供应业务、健康管理服务和医疗综合体商业运营及房地产后市场服务五大板块业务。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2013 年财务报告，湖南正旺会计师事务所有限公司对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供了 2014 年~2015 年财务报告，中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2016 年三季度财务数据未经审计。

合并范围变化：2014 年，公司新纳入二级子公司九二盐业；2015 年，公司合并范围新增湖南轻盐资产经营有限公司、湖南轻盐商贸有限公司、湖南轻盐食品投资有限公司和湖南省轻工盐业集团技术中心有限公司三家子公司。上述合并范围变化，对公司近年财务数据可比性影响小。

截至 2015 年底，公司资产总额 95.08 亿元，所有者权益 41.76 亿元（含少数股东权益 5.26 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 40.11 亿元，利润总额 9.82 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额 104.37 亿元，所有者权益 49.86 亿元（含少数股东权益 5.95 亿元）；2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 31.07 亿元，利润总额 1.75 亿元。

2. 资产质量

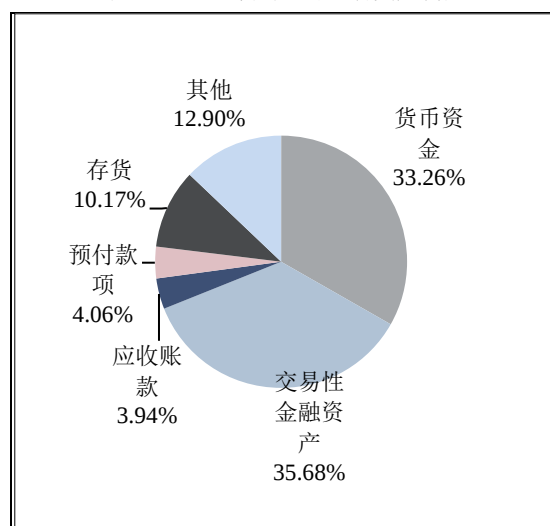
2013~2015 年，公司资产规模保持快速增长，年均增速为 34.69%。截至 2015 年底，公

司资产总额 95.08 亿元，同比增长 12.75%，其中，流动资产占比 54.12%，非流动资产占比 45.88%，公司非流动资产占比有所下降。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产呈快速增长趋势，年均增长 41.23%。截至 2015 年底，公司流动资产 51.46 亿元，同比增长 39.87%，增长主要来自货币资金和交易性金融资产。公司流动资产主要由货币资金（占比 33.26%）、交易性金融资产（占比 35.68%）和存货（占比 10.17%）构成。

图 3 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长率 52.89%。截至 2015 年底，公司货币资金为 17.11 亿元，其中受限制货币资金为 1.99 亿元，占比 11.63%。

2013~2015 年，公司交易性金融资产年均复合增长 249.77%。截至 2015 年底，公司交易性金融资产同比增长 580.85%至 18.36 亿元，全部系轻盐创投权益工具投资，其中指定以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 14.97 亿元。

2013~2015 年，公司存货规模波动下降，年均复合减少 6.61%。截至 2015 年底，公司存货账面余额为 5.43 亿元，主要由在产品（占比 45.77%）和库存商品（占比 39.67%）构成。

2015 年，公司共计提 0.19 亿元跌价准备，占存货账面余额的 3.51%，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。

2013~2015 年，公司预付款项波动较大，截至 2014 年底，公司预付账款 5.17 亿元，较 2013 年底增长 366.67%，主要系九二盐业纳入合并范围所致；由于九二盐业投建的烧碱项目当期处于建设未投产状态，因此工程材料、设备挂预付账款较多。截至 2015 年底，公司预付账款 2.09 亿元，同比减少 59.59%。

表 7 2015 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
湖南湘雅五医院健康产业股份有限公司	5000.00	23.87
郴州市兴桂房地产开发有限公司	2500.00	11.94
湖南省西湖建筑集团有限公司	2269.32	10.83
湖南省第六工程有限公司	1597.00	7.62
国网湖南电力公司长沙供电分公司	1556.57	7.44
合计	12922.90	61.70

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司其他流动资产快速减少，年复合变化率为-28.08%。截至 2015 年底，公司其他流动资产为 3.23 亿元，同比减少 44.83%，主要由于委托贷款和信托贷款有所减少。2015 年公司其他流动负债主要由委托贷款（占比 56.96%）和理财产品（占比 32.51%）构成。

截至 2016 年 9 月底，公司流动资产 51.99 亿元，较 2015 年底增加 1.04%，主要源于应收票据、应收账款和预付账款的增加。截至 2016 年 9 月底，货币资金 14.25 亿元，受新增入股农商行投资影响，较年初减少 2.86 亿元，下降了 16.72%；交易性金融资产 12.83 亿元，较年初减少 5.52 亿元，主要由于轻盐创投资产处置增加。同期，公司应收票据、应收账款及预付账款快速增长，分别为 3.52 亿元、6.32 亿元和 4.84 亿元，较 2015 年底分别增长 290.28%、211.33%和 131.55%，一方面由于下游行业景

气度下行，公司收入中应收款占比提升，另一方面，主要由于公司新设宏创公司，扩大大宗业务规模且款项结算主要采用银行承兑汇票方式。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产年均复合增长 28.03%。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 43.62 亿元，同比下降 8.24%，下降主要系持有至到期投资减少所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 36.34%）、固定资产（占比 36.88%）和无形资产（占比 12.04%）等构成。

2013~2015 年，随着公司创投业务的逐步扩张，公司可供出售金融资产规模年均增长 124.24%。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 15.85 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 14.13 亿元和 1.56 亿元，公司对按成本计量的可供出售金融资产计提 0.38 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。2015 年，由于创投业务调整，将持有至到期投资转入交易性金融资产科目，截至 2015 年底，公司无持有至到期投资。

2013~2015 年，公司固定资产稳定增长，年均复合增长 10.24%。截至 2015 年底，公司固定资产账面价值 27.98 亿元，主要由房屋建筑物（占比 46.43%）和机器设备（占比 39.56%）构成。2015 年，公司固定资产累计折旧 11.70 亿元，同期，计提减值准备 0.20 亿元，公司固定资产账面价值为 16.08 亿元，同比增长 6.95%。

2013~2015 年，公司无形资产分别为 5.10 亿元、5.14 亿元和 5.25 亿元，主要为土地使用权。

截至 2016 年 9 月底，公司非流动资产 52.38 亿元，较 2015 年底增加 20.08%，主要源于长期股权投资增长。截至 2016 年 9 月底，公司长期股权投资 12.11 亿元，较 2015 年底增

长 983.09%，主要是入股农商银行 4.8 亿元，投资湘雅五医院 6.5 亿元；同期，公司固定资产 14.68 亿元，较 2015 年底下降 8.73%，主要由于对以前年度资产评估增值进行了冲回；2016 年，公司投资龙牌食品公司，按投资持股比例分别增加在建工程和商誉 1.08 亿元和 0.30 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额 104.37 亿元，较 2015 年底增加 9.77%，主要系长期股权投资大幅度增加所致。公司流动资产占比 49.82%，非流动资产占比 50.18%。

总体看，公司非流动资产以固定资产和可供出售金融资产为主；流动资产中货币资金占比较高，资产流动性较好。同时，联合资信注意到，近年公司通过金融资本运作形成的资产规模快速增长，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较大。综合看，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益规模稳定增长，年均增长 29.74%。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 41.76 亿元，同比 31.59%，增长主要来自未分配利润。归属于母公司所有者权益中实收资本占比 27.40%，资本公积占比 3.07%，盈余公积占比 6.46%，未分配利润占比 61.85%。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益合计 49.86 亿元，较 2015 年底增长 19.39%，主要由于公司于 2016 年 8 月发行 7 亿元永续中期票据计入所有者权益。公司所有者权益结构变化不大。

整体上，公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益稳定性较弱。

负债

2013~2015 年，公司负债总额快速增长，年均增长率 39.10%。截至 2014 年底，公司负

债总额 52.59 亿元，较 2013 年底增长 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。截至 2015 年底，公司负债总额 53.32 亿元，较 2014 年底变化不大。其中，流动负债占 70.37%，非流动负债占 29.63%，公司负债以流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债快速增长，年均增长 45.50%。截至 2015 年底，公司流动负债 37.52 亿元，主要由短期借款（占比 35.42%）、卖出回购金融资产款（占比 30.09%）和其他应付款（占比 12.22%）构成。

2013~2015 年，公司短期借款规模波动增长，年均复合变化 16.85%。截至 2015 年底，公司短期借款为 13.29 亿元，同比增长 61.50%，主要由信用借款（占比 60.20%）构成。

2013~2015 年，公司卖出回购金融资产款分别为 0.55 亿元、13.86 亿元和 11.29 亿元，全部为证券类别（债券质押式报价回购）。2014 年公司下属子公司轻盐创投开展债券质押式报价回购业务，带动公司卖出回购金融资产款大幅增长。

2013~2015 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 35.67%。截至 2014 年底，公司其他应付款 5.68 亿元，较 2014 年底增长 128.17%，主要系收购江西九二盐矿所致。截至 2015 年，公司其他应付款 4.58 亿元，其中 1 年以内占比高，结构较为合理。

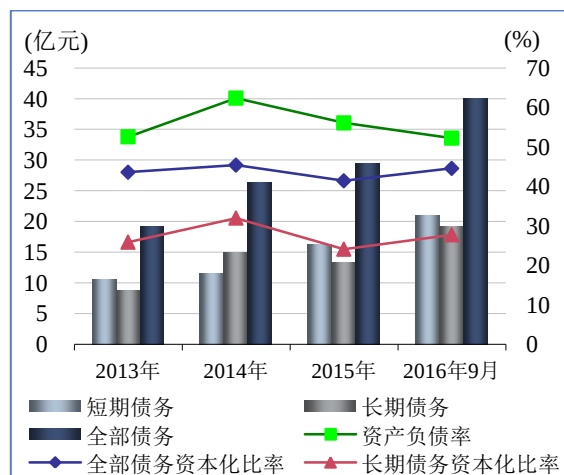
2013~2015 年，受新发行债券规模较大影响，公司非流动负债快速增长，年增长率 26.75%。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 15.80 亿元，主要由应付债券（占比 51.40%）和长期借款（占比 32.42%）构成。

有息债务方面，2013~2015 年，公司全部债务规模年均增长 23.97%。截至 2015 年底，公司全部债务为 29.51 亿元，其中短期债务占比 55.13%，长期债务占比 44.87%，公司债务结构较为合理。

债务指标方面，2013~2015 年，公司长期

债务资本化比率和全部债务资本化比率均呈现波动下降趋势，三年均值为26.80%和43.03%，截至2015年底，上述指标分别为24.07%和41.40%；同期，公司资产负债率呈波动上升趋势，三年均值为57.26%，截至2015年底为56.08%。整体看，公司债务水平适宜。

图4 近年公司债务结构



资料来源：公司财务数据

截至2016年9月底，公司负债合计为54.51亿元，同比上涨2.24%，主要系应付票据和应付债券增加所致。截至2016年9月底，公司全部债务为40.06亿元，其中短期债务占比52.24%，长期债务占比47.76%；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52.23%、44.55%和27.73%，较2015年底变化不大。考虑到公司于2016年8月发行的权益性永续中票共计7亿元，若将永续债券计入负债，公司2016年9月底资产负债率为55.23%，同期，公司全部债务资本化比率为48.55%。

总体看，公司负债以流动负债为主，近年来整体债务规模持续增长，目前债务负担适宜。

4. 盈利能力

2013~2015年，公司营业收入快速增长，年均复合增长25.85%。2015年，公司实现营业收入40.11亿元，同比增长50.91%，主要由于资本市场活跃度上升，公司创投业务收入大幅提升，并于2015年计入公司主营业务收入。

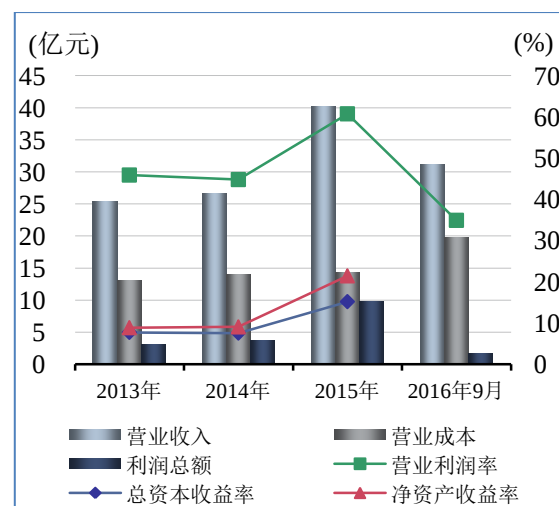
同期，由于创投业务成本主要体现在期间费用中，2015年公司营业成本仅同比增长5.11%，增幅远低于营业收入增幅，导致公司营业利润率同比增长15.94个百分点至60.73%。

2013~2015年，公司期间费用逐步增长，但由于营业收入的大幅增长，期间费用占营业收入比重波动下降，三年分别为38.37%、39.68%和29.11%。整体看，公司期间费用对利润侵蚀大，成本控制能力仍有待提升。

2013~2015年，公司资产减值损失和公允价值变动收益波动较大。2015年，公司计提资产减值损失1.24亿元，其中坏账损失0.78亿元、存货跌价损失0.16亿元、可供出售金融资产减值损失0.29亿元。同期，公司公允价值变动收益-1.71亿元，全部来源于以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融资产。

随着创投业务收入的快速增长，2013~2015年，公司利润总额快速增长，年复合增长80.70%。2015年，公司实现利润总额9.82亿元，同比增长165.87%。

图5 公司盈利情况



资料来源：公司财务数据

从盈利指标看，2013~2015年，随着公司利润的快速增长，公司总资本收益率和净资产收益率整体呈现上升趋势，三年均值分别为11.41%和15.21%，2015年，上述指标分别为15.19%和21.44%。总体看，公司整体盈利能力较强。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 31.07 亿元，同比增长 6.23%，增速较 2015 年全年水平（50.91%）下降，主要由于 2016 年 1 月中国证监会推出“熔断”机制导致 A 股震荡，公司创投业务仅实现 1.47 亿元收入所致，虽然公司通过扩张大宗交易规模弥补了创投业务收入的减少，但是增长幅度远远低于 2015 年的水平；同期，由于大宗商品交易规模扩张，公司营业成本同比增长 118.67%至 19.74 亿元；由于高毛利率的创投业务收入规模大幅下降，公司营业利润率下降至 34.90%。2016 年 1~9 月，公司实现利润总额 1.75 亿元，同比大幅下降 82.18%。

总体看，由于公司近年来加强创投业务，公司营业收入规模呈现波动的趋势，但期间费用规模大，期间费用控制能力亟需加强。同时，公司通过金融资本运作获得的收益对利润影响较大，其收益稳定性受资本市场波动影响大。

5. 现金流

经营活动方面，2013~2015 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 11.84%，2015 年为 32.48 亿元；同期，公司收到其他与经营活动相关的现金同比增长 577.81%至 24.40 亿元，主要为轻盐创投债券处置收入。2013~2015 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和支付其他与经营活动有关的现金，2015 年分别为 16.27 亿元和 18.80 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金主要为轻盐创投购入债券支付的金额。近三年，公司经营活动现金流量净额快速增长，年均增长 45.16%，2015 年为 8.06 亿元。收入实现方面，公司现金收入比波动下降，2015 年仅为 80.98%，同比下降 26.55 个百分点，主要系创投收入主要为公允价值变动获得的收益所致。

投资活动方面，2013~2015 年，公司投资活动现金流规模波动较大。2015 年公司投资活

动现金流入为 5.66 亿元，主要来自收回投资收到的现金。其中，公司收回投资收到的现金主要包括公司投资项目到期，收回对外投资款，包括委托贷款、股票等。2015 年，公司投资活动现金流出为 7.80 亿元，主要为投资支付的现金和购建固定资产、无形资产等支付的现金。其中，投资支付的现金主要为公司投资委托贷款和定增驱动等项目。同期，公司投资活动现金净流出 2.14 亿元，投资规模有所缩减。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要包括通过银行借款及股权融资的方式获得资金，筹资活动现金支出主要为偿还借款本金和利息及向股东派息等。公司筹资活动现金流量波动增长。2013~2015 年，公司筹资活动现金流量净额分别为-0.22 亿元、16.31 亿元和 0.28 亿元。

2016 年 1~9 月，公司经营活动产生现金流入和流出分别为 58.11 亿元和 57.71 亿元，经营活动现金流净额为 0.40 亿元；公司投资活动现金流净额为-10.86 亿元，主要系投资支付的现金较多所致；公司筹资活动现金流净额为 7.61 亿元，主要通过银行借款和发行债券获得资金。

总体看，近年公司经营活动现金流入规模较大，经营活动获取现金的能力有所增强，但收入实现质量一般；投资支付的现金规模波动增长，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。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司流动比率和速动比率波动较大，三年平均值分别为 128.45%和 109.39%，截至 2015 年底，上述指标分别为 137.15%和 123.20%。2013~2015 年，公司经营现金流动负债比波动较大，三年分别为 21.59%、12.35%和 21.49%。截至 2016 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 157.15%和 149.49%，保持在较高水平。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看, 2013~2015 年, 公司 EBITDA 利息倍数波动上升, 三年分别为 4.88 倍、3.94 倍和 6.72 倍。公司 EBITDA 对利息的保护程度高。同期, 公司全部债务/EBITDA 波动下降, 三年平均值为 2.76 倍, 2015 年为 2.01 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。

截至 2016 年 9 月底, 公司无对外担保。

截至 2016 年 9 月底, 公司本部共获银行授信额度 69.89 亿元, 已使用授信额度 12.32 亿元, 尚未使用额度为 57.57 亿元, 公司间接融资渠道畅通。

7. 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 2017 年 1 月 13 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。

8. 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。

九、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 9 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, 发行后将在现有全部债务的基础上增加 9 亿元有息债务, 分别占 2016 年 9 月底公司长期债务和全部债务的 47.05% 和 22.47%, 本期中期票据的发行对公司现有债务水平影响大。

截至 2016 年 9 月底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 52.23%、44.55% 和 27.73%, 以公司 2016 年 9 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 56.02%、49.59% 和 36.07%, 公司债务负担有所加重, 考虑到公司本期中期票据募集资金将全部用于偿还银行借款, 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

2013~2015 年, 公司经营活动产生的现金流入量分别为 29.51 亿元、32.23 亿元和 55.23 亿元, 分别为本期中期票据额度的 3.28 倍、3.58 倍和 6.14 倍; 同期, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为 3.83 亿元、4.43 亿元和 8.06 亿元, 分别为本期中期票据额度的 0.43 倍、0.49 倍和 0.90 倍, 公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较高。

2013~2015 年, 公司 EBITDA 分别为 5.97 亿元、7.13 亿元和 14.69 亿元, 分别为本期中期票据的 0.66 倍、0.79 倍和 1.63 倍, 对本期中期票据保障程度一般。

总体看, 公司经营活动现金流入量对本期中期票据偿还保障能力较强。

十、结论

食盐是人类生活的必需品, 其消费需求具有刚性, 基本不受经济周期的影响; 工业盐是大宗化工商品, 尽管宏观经济波动导致其需求量变化, 但作为基础化工产品, 仍保有较大规模的市场容量。

公司是湖南省唯一的食盐批发专营企业, 湖南和两广地区庞大的需求保证了原盐消费规模。收购九二盐业后, 公司在华南市场竞争力得到进一步巩固。此外, 湘盐股份及轻盐创投的上市计划如能顺利实施, 将会进一步提升公司竞争优势, 促进规范发展。

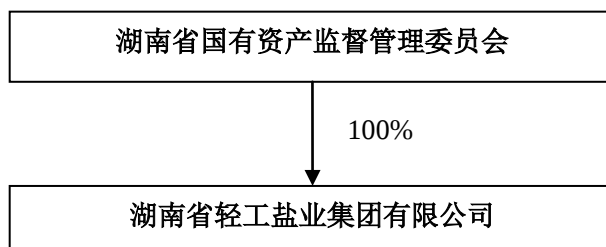
近年, 公司金融创投业务规模不断扩大, 但受资本市场剧烈波动影响较大, 公司整体资产质量一般; 债务负担逐年上升, 目前处于适宜水平; 公司主营盐类业务经营稳定, 但受创投业务影响, 综合盈利能力易受资本市场波动

影响。

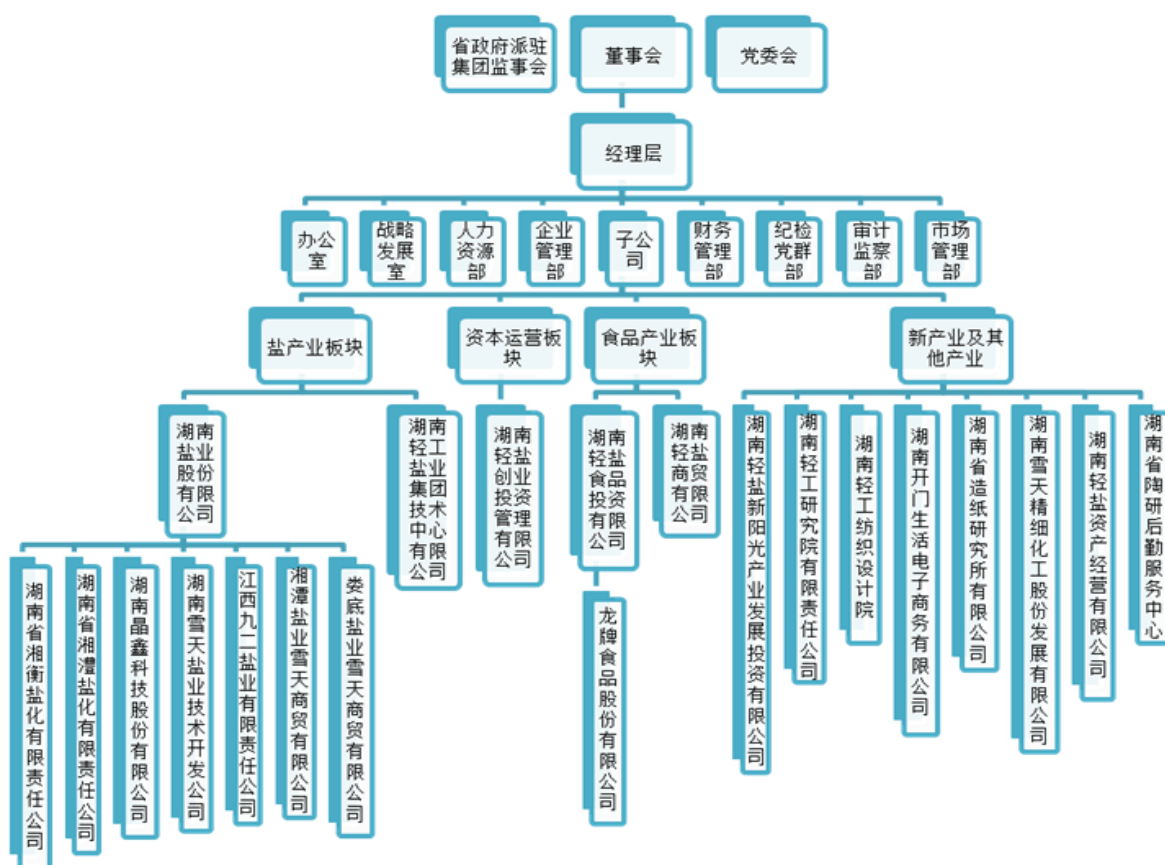
本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。本期中期票据的发行对公司现有债务影响大，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较高。

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日本息不能偿还的风险低，安全性高。

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.68	14.94	36.37	30.61
资产总额(亿元)	52.41	84.32	95.08	104.37
所有者权益(亿元)	24.86	31.73	41.76	49.86
短期债务(亿元)	10.53	11.45	16.27	20.93
长期债务(亿元)	8.67	14.91	13.24	19.13
全部债务(亿元)	19.20	26.36	29.51	40.06
营业收入(亿元)	25.32	26.58	40.11	31.07
利润总额(亿元)	3.01	3.70	9.82	1.75
EBITDA(亿元)	5.97	7.13	14.69	--
经营性净现金流(亿元)	3.83	4.43	8.06	0.40
财务指标				
销售债权周转次数(次)	15.64	15.23	15.90	--
存货周转次数(次)	2.17	2.25	2.47	--
总资产周转次数(次)	0.51	0.39	0.45	--
现金收入比(%)	102.54	107.52	80.98	89.60
营业利润率(%)	45.88	44.79	60.73	34.90
总资本收益率(%)	7.74	7.57	15.19	--
净资产收益率(%)	8.87	9.06	21.44	--
长期债务资本化比率(%)	25.85	31.97	24.07	27.73
全部债务资本化比率(%)	43.58	45.38	41.40	44.55
资产负债率(%)	52.57	62.37	56.08	52.23
流动比率(%)	145.58	102.55	137.15	157.15
速动比率(%)	111.75	84.79	123.20	149.49
经营现金流动负债比(%)	21.59	12.35	21.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.88	3.94	6.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.22	3.70	2.01	--

注：1. 2016 年三季度财务数据未经审计；2. 2016 年 9 月底所有者权益包含公司发行的永续中期票据 7 亿元。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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 4-1 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 湖南省轻工盐业集团有限公司 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。

湖南省轻工盐业集团有限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。湖南省轻工盐业集团有限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，湖南省轻工盐业集团有限公司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湖南省轻工盐业集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现湖南省轻工盐业集团有限公司出现重大变化，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。

如湖南省轻工盐业集团有限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湖南省轻工盐业集团有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一七年一月十八日

