

# 信用评级公告

联合〔2022〕4961号

联合资信评估股份有限公司通过对湖南省轻工盐业集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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<sup>+</sup>，“20 湖南轻工 MTN001”“21 湖南轻工 MTN001”“22 湖南轻工 MTN001”“21 轻盐 01”和“21 轻盐 02”信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十三日

# 湖南省轻工盐业集团有限公司

## 2022 年跟踪评级报告

### 评级结果：

| 项目             | 本次级别            | 评级展望 | 上次级别            | 评级展望 |
|----------------|-----------------|------|-----------------|------|
| 湖南省轻工盐业集团有限公司  | AA <sup>+</sup> | 稳定   | AA <sup>+</sup> | 稳定   |
| 20 湖南轻工 MTN001 | AA <sup>+</sup> | 稳定   | AA <sup>+</sup> | 稳定   |
| 21 湖南轻工 MTN001 | AA <sup>+</sup> | 稳定   | AA <sup>+</sup> | 稳定   |
| 21 轻盐 01       | AA <sup>+</sup> | 稳定   | AA <sup>+</sup> | 稳定   |
| 21 轻盐 02       | AA <sup>+</sup> | 稳定   | AA <sup>+</sup> | 稳定   |
| 22 湖南轻工 MTN001 | AA <sup>+</sup> | 稳定   | AA <sup>+</sup> | 稳定   |

### 跟踪评级债项概况：

| 债券简称           | 发行规模<br>(亿元) | 债券余额<br>(亿元) | 到期兑付日      |
|----------------|--------------|--------------|------------|
| 20 湖南轻工 MTN001 | 4.00         | 4.00         | 2025-12-16 |
| 21 湖南轻工 MTN001 | 4.00         | 4.00         | 2026-01-28 |
| 21 轻盐 01       | 11.00        | 11.00        | 2026-03-25 |
| 21 轻盐 02       | 6.50         | 6.50         | 2026-10-29 |
| 22 湖南轻工 MTN001 | 8.00         | 8.00         | 2027-01-21 |

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 23 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称                  | 版本          |
|---------------------|-------------|
| 一般工商企业信用评级方法        | V3.1.202204 |
| 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） | V3.1.202204 |

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

### 评级观点

跟踪期内，湖南省轻工盐业集团有限公司（以下简称“公司”）作为湖南省内大型食盐生产及批发企业，在资源禀赋以及业务布局方面仍具备显著竞争优势。2021 年，公司将重庆湘渝盐化有限责任公司成功装入下属上市公司，进一步完善了盐产业布局。2021 年，公司所处行业景气度上行，同时公司积极拓展健康医疗业务，营业总收入大幅增长，综合毛利率提高。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到食盐专营体制改革以来市场竞争加剧、能源价格上涨加大成本压力、公司债务负担较重，以及母公司（本部）债务负担重但盈利能力弱等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司制盐技术改造和盐化工项目等在建项目完工投产，公司综合竞争力有望保持。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，维持“20 湖南轻工 MTN001”“21 湖南轻工 MTN001”“22 湖南轻工 MTN001”“21 轻盐 01”和“21 轻盐 02”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

### 优势

1. **公司资源优势明显，一体化经营，具有较强的综合实力。**公司作为湖南省内主要的国有食盐生产及批发企业，拥有丰富的盐矿资源，可年产超过 500 万吨原盐，并形成了产供销一体化的业务布局。
2. **公司经营业绩大幅提升。**2021 年，公司主要盐及盐化工产品价格上涨，同时健康医疗业务不断拓展，公司营业总收入同比增长 57.74%，净利润同比增长 117.99%。
3. **公司融资渠道畅通，财务弹性良好。**跟踪期内，金融机构对公司授信支持力度增加，截至 2022 年 5 月底，公司尚未使用的银行授信额度为 356.17 亿元，间接融资渠道畅通。同时，所持上市公司雪天盐业集团股份有限公司股份均未质押。

### 关注

1. **行业竞争加剧。**食盐专营体制改革以来，盐行业经营环境发生深刻变化，盐业市场竞争加剧，后续随着食盐专

本次评级模型打分表及结果：

| 指示评级 | aa <sup>+</sup> | 评级结果    |         | AA <sup>+</sup> |
|------|-----------------|---------|---------|-----------------|
| 评价内容 | 评价结果            | 风险因素    | 评价要素    | 评价结果            |
| 经营风险 | F1              | 经营环境    | 宏观和区域风险 | 2               |
|      |                 |         | 行业风险    | 3               |
|      |                 | 自身竞争力   | 基础素质    | 3               |
|      |                 |         | 企业管理    | 3               |
|      |                 |         | 经营分析    | 2               |
| 财务风险 | B               | 现金流     | 资产质量    | 2               |
|      |                 |         | 盈利能力    | 2               |
|      |                 |         | 现金流量    | 2               |
|      |                 | 资本结构    |         | 2               |
|      |                 | 偿债能力    |         | 1               |
|      |                 | 调整因素和理由 |         |                 |
| --   |                 |         | --      |                 |

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：李敬云 华艾嘉

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

- 营体制改革的深入，或将对公司经营业绩带来一定影响。
- 能源价格波动，成本控制压力加大。**煤炭为公司生产所需重要能源及原料，对公司主营业务成本影响大。跟踪期内，煤炭价格大幅波动，一定程度抵消了公司产品价格上涨带来的收益。
  - 公司债务负担较重。**截至 2021 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 64.40%和 56.07%，较上年底分别提高 9.37 个百分点和 7.33 个百分点。如将永续债调整至长期债务，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 70.12%和 63.13%。
  - 公司新增较大规模待售资产。**公司参与投资的湘雅五医院项目已暂停建设，根据最新安排已计划转让该项目，公司因此新增 11.21 亿元“持有待售资产”，项目后续处置进度尚存在不确定性。
  - 母公司（本部）货币资金规模小，债务负担较重，盈利能力弱。**截至 2021 年底，公司本部货币资金为 3.81 亿元；资产负债率为 66.07%。2021 年，公司本部营业总收入为 2.56 亿元，利润总额为-0.90 亿元。

主要财务数据：

| 合并口径           |        |        |        |            |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 项目             | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
| 现金类资产（亿元）      | 36.08  | 40.71  | 47.90  | 44.09      |
| 资产总额（亿元）       | 147.62 | 161.25 | 177.10 | 180.82     |
| 所有者权益（亿元）      | 71.38  | 72.51  | 63.04  | 63.60      |
| 短期债务（亿元）       | 21.24  | 40.45  | 21.55  | 21.01      |
| 长期债务（亿元）       | 39.93  | 28.51  | 58.92  | 67.37      |
| 全部债务（亿元）       | 61.18  | 68.97  | 80.48  | 88.39      |
| 营业总收入（亿元）      | 66.78  | 66.05  | 104.20 | 24.56      |
| 利润总额（亿元）       | 3.12   | 2.08   | 5.20   | 2.51       |
| EBITDA（亿元）     | 10.75  | 8.60   | 13.29  | --         |
| 经营性净现金流（亿元）    | 17.03  | 7.60   | 4.73   | -3.96      |
| 营业利润率（%）       | 24.04  | 18.29  | 21.37  | 24.64      |
| 净资产收益率（%）      | 3.83   | 2.70   | 6.78   | --         |
| 资产负债率（%）       | 51.64  | 55.03  | 64.40  | 64.83      |
| 全部债务资本化比率（%）   | 46.15  | 48.75  | 56.07  | 58.16      |
| 流动比率（%）        | 187.98 | 114.19 | 189.17 | 219.22     |
| 经营现金流动负债比（%）   | 50.86  | 13.13  | 8.95   | --         |
| 现金短期债务比（倍）     | 1.70   | 1.01   | 2.22   | 2.10       |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 3.60   | 3.14   | 3.42   | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 5.69   | 8.02   | 6.06   | --         |
| 公司本部（母公司）      |        |        |        |            |
| 项目             | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
| 资产总额（亿元）       | 75.25  | 81.70  | 77.38  | 93.72      |
| 所有者权益（亿元）      | 38.04  | 36.07  | 26.26  | 27.18      |
| 全部债务（亿元）       | 34.34  | 38.03  | 47.85  | 63.58      |
| 营业总收入（亿元）      | 2.68   | 2.23   | 2.56   | 0.34       |

|              |        |        |        |        |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 利润总额（亿元）     | 0.92   | -0.57  | -0.90  | 0.65   |
| 资产负债率（%）     | 49.45  | 55.85  | 66.07  | 71.00  |
| 全部债务资本化比率（%） | 47.45  | 51.32  | 64.57  | 70.05  |
| 流动比率（%）      | 406.77 | 120.60 | 709.50 | 682.03 |
| 经营现金流动负债比（%） | 48.22  | 5.56   | 39.89  | --     |

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 2018-2021 年财务数据均引用审计报告的期末数/本期数；4. 2022 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；5. 本报告已将卖出回购金融资产款和长期应付款中的有息负债纳入相关债务指标核算；6. 因公司本部财务报表注释未披露折旧、摊销等，出于准确性考虑，本报告不披露公司本部 EBITDA 及相关指标的值

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

## 评级历史：

| 债项简称                                           | 债项级别 | 主体级别 | 评级展望 | 评级时间       | 项目小组       | 评级方法/模型                                                       | 评级报告                 |
|------------------------------------------------|------|------|------|------------|------------|---------------------------------------------------------------|----------------------|
| 22 湖南轻工 MTN001                                 | AA+  | AA+  | 稳定   | 2022/01/05 | 李敬云<br>华艾嘉 | 一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907）<br>一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907） | <a href="#">阅读全文</a> |
| 21 轻盐 02                                       | AA+  | AA+  | 稳定   | 2021/10/09 | 李敬云<br>华艾嘉 | 一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907）<br>一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907） | <a href="#">阅读全文</a> |
| 21 湖南轻工 MTN001、<br>20 湖南轻工 MTN001、<br>21 轻盐 01 | AA+  | AA+  | 稳定   | 2021/06/23 | 刘丽红<br>李敬云 | 一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907）<br>一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907） | <a href="#">阅读全文</a> |
| 21 轻盐 01                                       | AA+  | AA+  | 稳定   | 2021/02/02 | 樊思<br>李晨   | 化工企业信用评级方法（V3.0.201907）<br>化工企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）     | <a href="#">阅读全文</a> |
| 21 湖南轻工 MTN001                                 | AA+  | AA+  | 稳定   | 2021/01/18 | 黄露<br>李晨   | 化工企业信用评级方法（V3.0.201907）<br>化工企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）     | <a href="#">阅读全文</a> |
| 20 湖南轻工 MTN001                                 | AA+  | AA+  | 稳定   | 2020/11/20 | 黄露<br>李晨   | 化工企业信用评级方法（V3.0.201907）<br>化工企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）     | <a href="#">阅读全文</a> |

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

## 声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受湖南省轻工盐业集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

# 湖南省轻工盐业集团有限公司

## 2022 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于湖南省轻工盐业集团有限公司（以下简称“公司”或“湖南轻盐”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

公司前身最早为1986年成立的湖南省盐业公司。1994年，湖南省轻工集团总公司（以下简称“轻工集团”）根据湖南省委湘办发（1994）28号文件组建，后经多次工商登记变更，2013年10月，公司名称变更为现名。截至2022年3月底，公司注册资本和实收资本均为10亿元，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”）直接持有公司81%股权，通过湖南兴湘投资控股集团有限公司间接持有公司10%股权，为公司实际控制人，公司股权结构图详见附件1-1。

2011年，公司与湖南轻盐创业投资管理有限公司（以下简称“轻盐创投”）等7家公司共同发起设立雪天盐业集团股份有限公司，并于2018年在上海证券交易所发行上市（股票简称“雪天盐业”，股票代码“600929.SH”）。截至2021年底，雪天盐业股本为13.50亿元，公司以直接和间接的方式共持有雪天盐业63.29%的股份，所持雪天盐业股份未质押。

跟踪期内，公司主营业务较上年无重大变化。截至2021年底，公司合并范围内拥有一级子公司8家。

截至2021年底，公司合并资产总额177.10亿元，所有者权益63.04亿元（含少数股东权益16.01亿元）；2021年，公司实现营业总收入104.20亿元，利润总额5.20亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额180.82亿元，所有者权益63.60亿元（含少数股东权益16.49亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入24.56亿元，利润总额2.51亿元。

公司注册地址：湖南省长沙市雨花区时代阳光大道西388号；法定代表人：冯传良。

### 三、债券概况及募集资金使用情况

截至2022年4月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，根据公司最新债券年度报告披露，上述债券募集资金不存在违规使用情况，跟踪期内付息正常。

表1 截至2022年4月底联合资信评级公司存续债券  
(单位：亿元、年)

| 债券名称           | 发行额   | 余额    | 起息日        | 期限  | 已使用   |
|----------------|-------|-------|------------|-----|-------|
| 21 湖南轻工 MTN001 | 4.00  | 4.00  | 2021-01-28 | 5   | 4.00  |
| 20 湖南轻工 MTN001 | 4.00  | 4.00  | 2020-12-16 | 5   | 4.00  |
| 22 湖南轻工 MTN001 | 8.00  | 8.00  | 2022-01-21 | 3+2 | 7.10  |
| 21 轻盐 02       | 6.50  | 6.50  | 2021-10-29 | 3+2 | 3.50  |
| 21 轻盐 01       | 11.00 | 11.00 | 2021-03-25 | 3+2 | 11.00 |
| 合计             | 33.50 | 33.50 | --         | --  | 29.60 |

资料来源：联合资信整理

### 四、宏观经济和政策环境分析

#### 1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长

4.80%，较上季度两年平均增速<sup>1</sup>（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，**第三产业受疫情影响较大**。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

**需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度**。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

**CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落**。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有

色金属等相关行业价格上行。

**社融总量扩张，财政前置节奏明显**。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

**财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障**。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

**稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长**。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

<sup>1</sup>为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

| 项目                | 2021 年<br>一季度 | 2021 年<br>二季度 | 2021 年<br>三季度 | 2021 年<br>四季度 | 2022 年<br>一季度 |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| GDP 总额 (万亿元)      | 24.80         | 28.15         | 28.99         | 32.42         | 27.02         |
| GDP 增速 (%)        | 18.30(4.95)   | 7.90(5.47)    | 4.90(4.85)    | 4.00(5.19)    | 4.80          |
| 规模以上工业增加值增速 (%)   | 24.50(6.79)   | 15.90(6.95)   | 11.80(6.37)   | 9.60(6.15)    | 6.50          |
| 固定资产投资增速 (%)      | 25.60(2.90)   | 12.60(4.40)   | 7.30(3.80)    | 4.90(3.90)    | 9.30          |
| 房地产投资 (%)         | 25.60(7.60)   | 15.00(8.20)   | 8.80(7.20)    | 4.40(5.69)    | 0.70          |
| 基建投资 (%)          | 29.70(2.30)   | 7.80(2.40)    | 1.50(0.40)    | 0.40(0.65)    | 8.50          |
| 制造业投资 (%)         | 29.80(-2.0)   | 19.20(2.00)   | 14.80(3.30)   | 13.50(4.80)   | 15.60         |
| 社会消费品零售 (%)       | 33.90(4.14)   | 23.00(4.39)   | 16.40(3.93)   | 12.50(3.98)   | 3.27          |
| 出口增速 (%)          | 48.78         | 38.51         | 32.88         | 29.87         | 15.80         |
| 进口增速 (%)          | 29.40         | 36.79         | 32.52         | 30.04         | 9.60          |
| CPI 涨幅 (%)        | 0.00          | 0.50          | 0.60          | 0.90          | 1.10          |
| PPI 涨幅 (%)        | 2.10          | 5.10          | 6.70          | 8.10          | 8.70          |
| 社融存量增速 (%)        | 12.30         | 11.00         | 10.00         | 10.30         | 10.60         |
| 一般公共预算收入增速 (%)    | 24.20         | 21.80         | 16.30         | 10.70         | 8.60          |
| 一般公共预算支出增速 (%)    | 6.20          | 4.50          | 2.30          | 0.30          | 8.30          |
| 城镇调查失业率 (%)       | 5.30          | 5.00          | 4.90          | 5.10          | 5.80          |
| 全国居民人均可支配收入增速 (%) | 13.70(4.53)   | 12.00(5.14)   | 9.70(5.05)    | 8.10(5.06)    | 5.10          |

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。**

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

**疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。**生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口

对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

## 五、行业分析

### 1. 行业概况

**2021 年，中国原盐供需格局稳定，产量略有下降，食盐价格承压但逐步趋于稳定，工业盐与两碱价格大幅波动。**

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，以其为主要原料制成的“两碱”（纯碱和烧碱）被广泛应用于玻璃、陶瓷、造纸、肥皂、纺织、农业、医药、有色金属、冶金、电力、军工等多种行业。

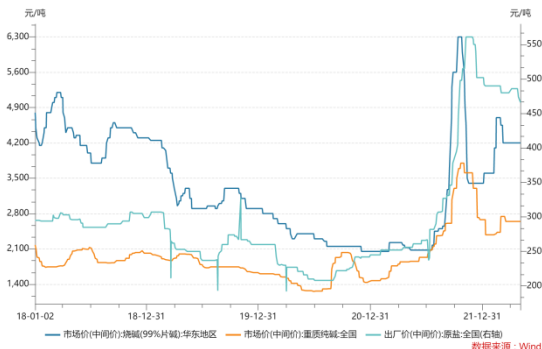
原盐是在盐田晒制的海盐及在天然盐湖或盐矿开采出的未经人工处理的湖盐或岩盐等的统称。主要组分是氯化钠，夹杂有不溶性泥沙和可溶性的钙、镁盐类。近年来，全国盐行业产能过剩，产业集中度低，市场竞争激烈，加之市场需求下降及能源价格对原盐生产成本约

束，2021 年我国原盐产量为 5154.6 万吨，同比下降 3.91%。

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。自《盐业体制改革方案》发布以来，食盐定价机制有所调整，放开食盐出厂、批发和零售价格，由企业根据生产经营成本、食盐品质、市场供求状况等因素自主确定，目前食盐零售价格保持稳定，但食盐定点生产企业与跨省销售盐企“去价抢量”，导致食盐批发价格面临压力。

工业盐的下游行业主要为纯碱及烧碱。烧碱主要应用于造纸、化工领域、纺织印染和氧化铝等行业。纯碱是重要的基础化工原料，我国纯碱需求主要来自工业，其中轻工、建材、化学工业约占 2/3。2021 年，受新冠肺炎疫情的影响，上半年两碱市场相对低迷，下半年在能耗双控影响下，同时，企业受环保和冬奥会等因素影响降负荷生产，两碱价格出现大幅上升。

图 1 2018 年以来烧碱、纯碱、原盐价格走势  
(单位：元/吨)



资料来源：Wind，联合资信整理

## 2. 行业关注

### (1) 食盐专营体制改革加剧市场竞争

随着盐业体制改革全面放开，行业政策不断调整和完善，食盐市场已进入更激烈的市场竞争状态，使得有实力的食盐批发企业可以凭借自身品牌和资金实力在现有区域之外开拓市场，竞争有望加速行业内优胜劣汰，而行业内小公司在价格竞争、市场竞争及品牌竞争中将面临被淘汰出局的局面。

(2) 能耗双控影响盐化工及其下游产业  
两碱作为基础性原材料，处于产业链的中端，主要上游原料是原盐及电力，下游面向有色、纺织、印染、造纸等诸多两高产业。碳中和作为国家战略，将加速我国能源结构的调整升级，从原盐到下游产业将面临新一轮供给侧改革，行业发展受限的同时面临更大的不确定性。

## 3. 行业发展

虽然未来国内盐业发展面临诸多不确定性，但长期来看盐业市场化程度不断提高，实力雄厚的盐业龙头仍拥有较大的机遇，盐行业集中度或将有所提升。

目前，食盐体制改革集中在流通环节，专营体制严格意义上尚没有实质性突破，食盐专营制度在严格意义上依然存在，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仍需解决，因此是否最终取缔食盐专营，仍存在不确定性。

短期看，盐业体制改革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，食盐企业资金、资源、规模、品牌等面临一定挑战。长期来看，确保食盐定点生产企业只减不增，行业内传统龙头企业地位仍然稳固，全行业将持续受益于专营制度的延续，外来者进入最终威胁原有龙头企业的的市场地位依旧稳固。在国内大循环经济的背景下，消费升级行业将为行业延伸发展打开空间。在流通市场化的背景下，实力雄厚、扩张能力强的区域性食盐龙头，有望借改革机遇扩大市场份额、提高盈利能力，整体行业有望更健康有序地发展。

工业盐方面，目前中国工业盐市场仍处于产能相对过剩的局面，部分区域市场竞争较为激烈，同时中国部分工业盐企业在制盐技术和能耗方面仍处于相对较低水平。未来，在能耗双控、环保要求提升以及制盐行业政策引导下，部分技术先进的大型制盐企业或将通过兼并、

收购、资产重组等方式，提高产业集中度和行业技术水平。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

公司将湖南省国资委持有的国有股权的 10% 无偿划转至湖南省国有投资经营有限公司，并于 2021 年 6 月 23 日完成工商变更登记手续。上述股权划转完成后，湖南省国资委直接持有公司 81% 股权，同时，通过湖南兴湘投资控股集团有限公司间接持有公司 10% 股权，公司控股股东及实际控制人仍为湖南省国资委。

### 2. 企业规模及竞争力

**公司已形成盐产品产供销一体化经营体系，具有较强的综合实力。**

公司主要从事盐产品的生产、加工和经营，相关产业由上市公司雪天盐业运营。

公司拥有的盐矿资源储量丰富且品质优良，盐矿品位高，易开采，公司盐矿生产基地所在位置具有突出区位优势。采矿权可采面积共计 15.84 平方公里，氯化钠储量 13.15 亿吨，芒硝储量 3.33 亿吨。丰富的盐矿资源保障了盐及盐化工产品所需卤水的持续供给，精选高品位矿区资源用于食盐生产，确保了公司食盐产品的优异品质，2021 年，公司原盐产能 508 万吨。

公司下属公司有 6 家国家食盐定点生产企业，具备生产资质、资源储量和生产成本方面的绝对优势，是行业率先实现产销一体化的现代股份制企业之一。已建立覆盖全国的销售渠道。随着公司产业链进一步延伸，规模优势进一步凸显，产业链上下游构建了稳定互惠、合作共赢的联产同销体系，产供销一体化实现有效联动，规模成本优势进一步增强。公司已由单纯的盐业向盐产业集群转变，食盐、工业盐、日化盐、芒硝、纯碱、氯化铵、烧碱、双氧水等业务板块协调发展，形成了盐硝联产、盐碱联产、热电联产循环经济发展格局。

近年来，公司金融创投业务稳步发展迅速，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 2021 年底，轻盐创投资产总额 20.50 亿元。

### 3. 企业信用记录

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91430000183762939A），截至 2022 年 5 月 9 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷信息中存在 1 笔关注类短期借款历史记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司治理结构与管理机制未发生重大变化，管理层人员稳定。

## 八、重大事项

**重庆湘渝盐化有限责任公司（以下简称“湘渝盐化”）重大资产重组项目取得中国证监会批复，湘渝盐化正式装入上市公司，进一步完善公司在盐化产业的布局，避免同业竞争和减少关联交易。**

2021 年 9 月 17 日，雪天盐业 2021 年第四次临时股东大会逐项审议通过了《发行股份购买资产暨关联交易方案的议案》，同意向交易对方湖南轻盐、湖南轻盐晟富盐化产业私募股权基金合伙企业（有限合伙）和华菱津杉（天津）产业投资基金合伙企业（有限合伙）发行股份购买湘渝盐化 100% 股权，交易对价为 19.28 亿元，股份发行价格为 4.63 元/股。该事项已于 2021 年 12 月 17 日收到中国证监会的核准批复（证监许可〔2021〕3971 号），并于 12 月 24 日就交易资产过户事宜办理完毕变更登记手续。根据雪天盐业公告，湘渝盐化拥有纯碱产能 70 万吨/年、氯化铵产能 70 万吨/年，且其控股子公司拥有 100

万吨/年的井矿盐产能，控制了重庆万州地区的井矿盐资源，湘渝盐化装入雪天盐业，进一步完善了公司在盐化产业的布局。

标的公司湘渝盐化在盈利承诺期内各年度的净利润数：2021年度实现的净利润（指扣除非经常性损益后归属母公司股东的净利润，下同）数额不低于13128.65万元，2022年度实现的净利润数额不低于9375.10万元，2023年度实现的净利润数额不低于17571.39万元。根据天职会计师事务所（特殊普通合伙）出具了无保留意见审计报告。湘渝盐化2021年度归属于母公司股东的净利润为35207.07万元，扣除非经常性损益后归属母公司股东的净利润为31717.48万元，

超过业绩承诺18588.83万元。

## 九、经营分析

### 1. 经营概况

2021年，公司营业总收入大幅增长，综合毛利率水平提高。2022年一季度，公司经营情况持续向好，收入和利润均有不同程度的增长。

跟踪期内，公司营业收入仍来自盐及盐化工、大宗商品供应链管理、健康医疗、金融投资和其他业务等五个板块。2021年，公司实现营业总收入104.20亿元，同比增长57.74%，营业利润率为21.37%，同比提高3.07个百分点。

表3 近年来公司营业收入构成（单位：亿元、%）

| 类别          | 2019年 |        |        | 2020年 |        |        | 2021年  |        |        | 同比变动   |         |       |
|-------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|-------|
|             | 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（百分点） | 毛利率   |
| 盐及盐化工板块     | 38.16 | 57.14  | 35.68  | 32.62 | 49.38  | 36.87  | 46.23  | 44.37  | 37.54  | 41.74  | -5.01   | 0.67  |
| 大宗商品供应链管理板块 | 21.27 | 31.85  | 1.49   | 23.78 | 36.00  | 0.78   | 21.48  | 20.61  | 0.72   | -9.66  | -15.39  | -0.06 |
| 健康医疗板块      | 3.17  | 4.75   | 3.71   | 4.14  | 6.27   | 7.75   | 26.99  | 25.91  | 7.32   | 551.80 | 19.64   | -0.43 |
| 金融投资业务板块    | 0.99  | 1.48   | 100.00 | 2.49  | 3.77   | 100.00 | 5.63   | 5.41   | 100.00 | 125.99 | 1.64    | 0.00  |
| 其他业务板块      | 3.19  | 4.78   | 69.37  | 3.02  | 4.58   | -65.39 | 3.85   | 3.70   | -42.79 | 27.42  | -0.88   | 22.60 |
| 合计          | 66.78 | 100.00 | 25.84  | 66.05 | 100.00 | 19.75  | 104.20 | 100.00 | 22.53  | 57.74  | --      | 2.78  |

注：其他业务主要包括房地产收入、工程收入、包装物及纸制品销售收入及咨询服务收入等，资料来源：公司提供

2021年，盐及盐化工板块收入同比增长41.74%，主要系2021年国内化工行业景气度提升以及原材料价格上涨等因素的综合影响，公司主要产品量价齐升所致；占营业收入的比重下降了5.01个百分点至44.37%，主要系健康医疗板块业务收入贡献大幅提高所致。2021年，健康医疗板块收入同比增长551.93%，主要系公司医药产品销售业务规模不断扩大所致，占营业收入的比重提升至25.91%。2021年，大宗商品供应链管理板块收入同比下降9.67%，占营业收入的比重降至20.61%，主要系跟踪期内大宗商品价格大幅波动，公司为降低市场风险聚焦主业减少了部分业务所致。2021年，金融投资业务板块和其他业务板块收入有不同程度增长，但总体收入占比依然较低。

毛利率方面，2021年，盐及盐化工板块毛

利率为37.54%，稳中有升。大宗商品供应链管理板块依然维持低毛利率运营，2021年，健康医疗板块毛利率为7.32%，同比下降0.43个百分点。2021年，金融投资业务板块成本计入在期间费用，毛利率维持在100%。2021年，其他业务毛利率-42.79%，主要系新冠疫情影响房屋租赁所致。受上述因素综合影响，2021年，公司综合毛利率由上年的19.75%提升2.78个百分点至22.53%。

2022年1—3月，公司实现营业总收入24.56亿元，同比增长24.51%；实现利润总额2.51亿元，同比增长215.00%，整体经营情况保持良好。

### 2. 盐及盐化工

2021年，煤炭价格上涨加大了公司成本压

力，原盐和烧碱产能扩张，主要产品产销情况良好，产品价格上涨。

公司盐及盐化工产品包括各类盐（如食盐、工业盐）、烧碱、采盐时副产的芒硝以及湘渝盐化生产的纯碱和氯化铵。其中，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。

#### （1）采购

煤炭是公司制盐的主要原材料，用于公司自建热电站发电，全部为外部采购，主要来自湖南省内煤炭生产企业。近年来，公司煤炭采购量总体保持稳定，采购成本随市场价格波动，由于2021年以来煤炭价格高位运行，公司煤炭采购均价大幅上升，面临较大的生产成本控制压力。公司生产所需其他原材料还包括膜、塑料粒子等周转材料，主要用于公司盐类产品包装使用。

表4 煤炭采购情况

| 原材料 | 项目        | 2019年  | 2020年  | 2021年   |
|-----|-----------|--------|--------|---------|
| 煤炭  | 采购数量（万吨）  | 130.63 | 128.58 | 126.52  |
|     | 采购均价（元/吨） | 683.34 | 628.45 | 1069.78 |

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司盐及盐化工板块的采购集中度不高，采购结算方式仍主要为15至60天挂账期后支付现汇或银行承兑汇票。

#### （2）生产

跟踪期内，公司盐及盐类产品的生产仍采取“统一计划，自主执行”的生产模式。2021年，公司原盐产能为508.00万吨/年，较上年增加26万吨/年，主要系新增生态盐和河北永大食盐有限公司的产能所致。公司下属的湖南省湘衡盐化有限责任公司、湖南省湘澧盐化有限责任公司、江西九二盐业有限责任公司（以下简称“九二盐业”）及湘渝盐化的控股子公司拥有独立采矿权，卤水实现自供，生产规模分别为265.00万吨/年、120.00万吨/年、78.00万吨/年和120.00万吨/年。2021年，公司的原盐产量521.10万吨，与上年基本持平。受能源价格上涨影响，公司吨盐开采成本由上年的146.35元提高到189.38元。

2021年，随着公司盐类产品产能的增长，同时下属子公司30万吨/年的离子膜烧碱项目逐步投产，各类盐产量同比有所减少、烧碱的产量有所增长，副产品芒硝产量同比小幅增长，纯碱和氯化铵产量较上年保持稳定。

表5 近年来盐及盐化工板块主要产品产销情况

| 盐及盐类产品 |           | 2019年   | 2020年   | 2021年   |
|--------|-----------|---------|---------|---------|
| 各类盐    | 产量（万吨）    | 522.09  | 526.01  | 521.10  |
|        | 销量（万吨）    | 518.39  | 548.24  | 432.29  |
|        | 产销率（%）    | 99.29   | 104.23  | 82.96   |
|        | 销售均价（元/吨） | 398.22  | 353.33  | 484.78  |
| 烧碱     | 产量（万吨）    | 21.86   | 22.69   | 35.07   |
|        | 销量（万吨）    | 20.39   | 22.83   | 32.82   |
|        | 产销率（%）    | 93.28   | 100.62  | 93.58   |
|        | 销售均价（元/吨） | 766.03  | 699.35  | 768.64  |
| 芒硝     | 产量（万吨）    | 21.00   | 21.12   | 24.07   |
|        | 销量（万吨）    | 22.06   | 20.76   | 26.92   |
|        | 产销率（%）    | 105.05  | 98.30   | 111.84  |
|        | 销售均价（元/吨） | 504.01  | 497.84  | 477.26  |
| 纯碱     | 产量（万吨）    | 72.22   | 73.73   | 73.61   |
|        | 销量（万吨）    | 72.13   | 71.01   | 71.72   |
|        | 产销率（%）    | 99.88   | 96.31   | 97.43   |
|        | 销售均价（元/吨） | 1510.53 | 1206.54 | 1768.31 |
| 氯化铵    | 产量（万吨）    | 74.19   | 76.09   | 76.11   |
|        | 销量（万吨）    | 75.34   | 76.44   | 76.08   |
|        | 产销率（%）    | 101.55  | 100.46  | 99.96   |
|        | 销售均价（元/吨） | 561.05  | 493.8   | 808.18  |

注：上述统计含部分内部自用，芒硝销量含外购量

资料来源：根据公司提供数据、云天盐业2021年年报及《云天盐业集团股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书》整理

#### （3）销售

2021年，公司盐及盐类产品主要通过设立的销售分公司进行销售。从销售网络来看，公司采用整合营销策略，成立营销中心统管省内、省外、商超电商食用盐营销业务，整合公司产销资源，发挥协同效用。截至2021年底，公司在省内设立了14家分公司，省外设立了29家分公司。

2021年，公司各类盐销量同比有所减少、纯碱和氯化铵的销量保持稳定，烧碱和芒硝受客户需求增加的影响，销量增长较快，公司总体产销率保持较高水平，随着上市子公司云天盐业完成对湘渝盐化的收购，公司盐及盐化工业务协同加强，公司各类盐中含部分自产自用

量，2021年产销率为82.96%。从公司期末存货账面价值以及存货周转率来看，公司产品未发生滞销。

价格方面，2021年，随着新冠肺炎疫情后经济的逐步恢复，公司产品的市场需求增加，加之能源价格上升对成本的支撑，公司各类盐、烧碱、纯碱及氯化铵等主要产品的市场价格有不同程度上升。芒硝销售均价同比小幅下降，主要系芒硝为产盐时的副产品，市场需求一般，价格波动较小。

从销售集中度来看，2021年，公司盐及盐化工板块前五大客户占营业收入的比例由上年的13.10%小幅下降至10.77%，集中度低。

跟踪期内，公司工业盐销售仍主要以银行承兑汇票作为结算方式，从实际销售到收回现款结算周期为一个月。食用盐属于专营产品，基本不存在赊销情况。

表6 2021年公司盐及盐化工板块前五大客户情况

| 名称                | 销售金额<br>(万元) | 占比(%) |
|-------------------|--------------|-------|
| 四川致远锂业有限公司        | 12371.03     | 2.59  |
| 乳源瑞丰贸易有限公司        | 11410.58     | 2.39  |
| 东莞快流物流有限公司        | 10516.79     | 2.20  |
| 佛山市海天(高明)调味食品有限公司 | 10384.35     | 2.17  |
| 信义光伏产业(安徽)控股有限公司  | 6785.89      | 1.42  |
| 合计                | 51468.64     | 10.77 |

注：上述表格只统计了主要产品相关数据  
资料来源：公司提供

### 3. 大宗商品供应链管理

#### 跟踪期内，公司大宗商品供应链管理业务

品种调整，经营模式较为稳健，业务规模和资金占用风险相对可控，但也需关注公司该类业务交易对手方集中度高带来的风险。

大宗商品供应链管理板块主要由子公司湖南轻盐宏创商贸有限公司（以下简称“宏创商贸”）负责运营。宏创商贸初期主要在纸浆和油脂领域开展大宗商品贸易业务，2021年下半年开始，考虑到煤炭为公司盐及盐化工的主要成本，为回归主业、服务主业，公司大宗商品供应链业务品种开始侧重煤炭。

跟踪期内，在采购端，公司根据客户具体产品需求，仍采用“以销定购”模式进行采购。大宗商品供应链管理业务领域，公司选择国内信誉程度高和实力较强的企业进行业务合作，客户和供应商较为稳定。2021年，公司大宗商品销售前五大供应商采购金额占该板块总采购金额的比例为79.06%，集中度高。采购结算方式仍主要为银行承兑票据，结算一般为现购现付。

跟踪期内，在销售端，公司企业签订年度框架合同，并根据客户单位单次产品需求进行单笔销售。2021年，公司大宗商品销售前五大客户销售金额占该板块总销售金额的比例由上年的81.74%小幅下降至77.83%，集中度仍属很高，主要交易对手为贸易商，均为公司非关联方。近年来，公司大宗商品供应链管理板块收入稳定在20亿元左右，下游资金占用风险较为可控。

表7 2021年供应链管理业务前五大交易对手方

| 供应商名称            | 是否关联方 | 采购产品 | 采购金额<br>(万元) | 占比<br>(%) | 客户名称            | 是否关联方 | 销售产品 | 销售金额<br>(万元) | 占比<br>(%) |
|------------------|-------|------|--------------|-----------|-----------------|-------|------|--------------|-----------|
| 湖南清云志贸易有限公司      | 否     | 油脂   | 60275.67     | 27.67     | 湖南燃珂贸易有限公司      | 否     | 油脂   | 61491.75     | 28.00     |
| 湖南嘉合晟贸易有限公司      | 否     | 油脂   | 39587.89     | 18.17     | 湖南清云志贸易有限公司     | 否     | 油脂   | 43496.70     | 19.80     |
| 路易达孚(天津)国际贸易有限公司 | 否     | 油脂   | 36238.60     | 16.63     | 广东中亚供应链管理有限公司   | 否     | 油脂   | 41861.74     | 19.06     |
| 聚宝金昊农业高科有限公司     | 否     | 油脂   | 27485.32     | 12.62     | 湖南省金海粮油有限公司     | 否     | 油脂   | 16310.28     | 7.43      |
| 湖南金易新能源有限公司      | 否     | 煤炭   | 8665.05      | 3.98      | 长沙市志能食品贸易有限责任公司 | 否     | 油脂   | 7777.61      | 3.54      |
| 合计               | --    | --   | 172252.53    | 79.06     | 合计              | --    | --   | 170938.08    | 77.83     |

注：对“湖南清云志贸易有限公司”采购和销售区分菜油和豆油等不同油脂  
资料来源：公司提供

#### 4. 健康医疗板块

健康医疗业务仍为公司重要的业务转型方向，跟踪期内，该业务收入大幅提升，促进公司板块多元化发展。

健康医疗业务分为医药流通与医疗服务。公司通过湖南轻盐新阳光医疗产业发展有限公司（以下简称“新阳光医疗”）进行医疗器械的采购与销售（公司向湖南飞吉医疗器械有限公司和徐州瑞丽医疗器械有限公司进行医药和医疗器械的采购，并通过自有渠道向湖南省儿童医院和长沙珂信肿瘤医院有限公司等进行销售），通过湖南医药集团有限公司（以下简称“湖南医药”）进行药品采购与销售。2021年，借承接建设湖南省应对公共卫生事件应急物资（含急救抢救药）储备体系的契机，公司医药产品销售业务规模不断扩大，带动该业务收入大幅度增加。健康医疗业务多以薄利多销的方式开展，因此该业务利润率水平一般。

健康医疗板块业务通常以电汇或银行承兑的方式结算，但医疗器械类业务从业务承接到订单完成结算周期较长，平均账期通常为一年，因此期末形成大量应收款。公司健康医疗业务以公立医院为主并选择信誉较好的民营医院或连锁药店，整体风险尚属可控。

2016年，新阳光医疗与长沙市天心区政府、中南大学资产经营有限公司（以下简称“中南大学”）合作运营湖南湘雅五医院健康产业股份有限公司（现已更名为“湖南美生医疗健康产业股份有限公司”，简称“湘雅五医院”）项目，并以该项目为核心，构建覆盖全省的三级医疗服务体系，公司持股49%。目前，项目已完成主体建筑与地下室工程，因受疫情影响及中南大学对湘雅五医院科室配置和学科建设调整原因，现阶段施工场地工程暂停。目前，该项目处于停工和转让过程中，根据政府工作安排公司计划转让该项目，目前已将项目调整为“持有待售资产”，账面价值11.21亿元，项目后续处置进度尚存在不确定性。

#### 5. 金融投资业务

跟踪期内，公司金融投资业务收入增长，但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，投资风险较大。

跟踪期内，公司金融投资业务仍主要由子公司轻盐创投负责，截至2021年底，轻盐创投资产总额20.5亿元，净资产9.6亿元。

公司主要投资品种以股权投资、债券投资和结构化产品为主，金融投资板块收入主要由处置交易性金融资产投资收益等构成。公司金融投资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，投资风险较大。

权益类投资方面，公司经营模式包括参与定向增发和进行股权投资。该类投资通过设定业绩对赌、回购条款和共管账户等方式进行风险控制。债券投资方面，公司经营模式包括信用债投资、固收类产品投资等。2017年以来，随着资本市场监管政策的趋严，轻盐创投分步缩减财务性投资，由着重短期投资向中长期投资转变，成立生物医药基金和参与新兴产业引导基金，转向实体经济投资。

金融投资业务受金融市场波动影响大，2021年，公司金融投资业务投资标的市场表现较好，该业务板块收入由上年的2.49亿元增至5.63亿元。

表8 截至2021年底公司前五大定增和前五大股权投资（单位：万元）

| 类别   | 企业名称                   | 投资金额      |
|------|------------------------|-----------|
| 定向增发 | 恒信东方文化股份有限公司           | 5000.00   |
|      | 深圳市麦捷微电子科技股份有限公司       | 4000.00   |
|      | 华扬联众数字技术股份有限公司         | 3000.00   |
|      | 尚纬股份有限公司               | 4000.00   |
|      | 浙江日发精密机械股份有限公司         | 5000.00   |
|      | 合计                     | 21000.00  |
| 股权投资 | 长沙农村商业银行股份有限公司         | 80000.00  |
|      | 华声在线股份有限公司             | 6096.00   |
|      | 湖南兴湘并购重组股权投资基金企业（有限合伙） | 5383.00   |
|      | 湖南安信轻盐医药健康产业投资基金（有限合伙） | 5100.00   |
|      | 湖南煤业股份有限公司             | 4211.36   |
|      | 合计                     | 100790.36 |

资料来源：公司提供

## 6. 经营效率

2021年，公司整体经营效率处于行业一般水平。

2021年，公司销售债权周转次数由7.47次降至6.43次，主要系健康医疗业务形成的应收规模较大所致。随着收入的增加，2021年公司存货周转次数和总资产周转次数同比均有所提高，分别为12.41次和0.62次。

与同业对比来看，公司存货周转率较高，总资产周转率尚可，但应收账款对经营效率影响较大，应收账款管理有待提升。

表9 2021年同业数据对比情况（单位：次）

| 公司名称         | 存货周转率 | 应收账款周转率 | 总资产周转率 |
|--------------|-------|---------|--------|
| 江苏苏盐井神股份有限公司 | 5.51  | 22.88   | 0.62   |

|               |       |       |      |
|---------------|-------|-------|------|
| 中盐内蒙古化工股份有限公司 | 9.13  | 80.92 | 0.89 |
| 公司            | 12.41 | 9.44  | 0.62 |

注：为了可比性，上表数据均采用 Wind 公式计算，可能与本报告有差异  
资料来源：Wind，联合资信整理

## 7. 在建工程

公司在建的重点项目多集中在上市公司，未来公司面临的直接资本支出压力尚属可控。

公司在建项目主要为盐化工产业领域的扩建、技改项目，预计总投资约21亿元，截至2022年3月底，已完成投资7.94亿元，尚需投资13.08亿元。公司在建项目尚需投资规模较大，但主要项目集中于上市公司雪天盐业，考虑到雪天盐业具备直接融资渠道，公司未来资本支出压力一般。

表10 截至2022年3月底公司重要投资项目情况（单位：万元）

| 项目名称                 | 规划投资   | 已投金额  | 尚需投资   | 建设进度                          |
|----------------------|--------|-------|--------|-------------------------------|
| 湘渝盐化煤气化节能技术升级改造项目    | 154354 | 67735 | 86619  | 项目正在土建收尾工作，部分设备也已到达施工现场，正在安装。 |
| 九二盐业热电联产项目           | 23998  | 8032  | 15966  | 厂房土建施工和设备安装                   |
| 省内药盐融合仓储物流规划项目一期工程   | 14211  | 3501  | 10710  | 完成项目建设用地购置，正在进行施工设计           |
| 湘渝盐化联碱装置升级改造绿色低碳示范项目 | 11839  | 0     | 11839  | 完成项目可研论证                      |
| 河北永大食盐提质改造项目         | 5807   | 124   | 5683   | 完成施工图设计，正在进行预算审计              |
| 合计                   | 210209 | 79392 | 130817 | --                            |

资料来源：公司提供

## 8. 未来发展

公司战略清晰，发展规划较为可行。

公司未来将以盐及食品、医疗健康产业、投资金融三大业务为重点，促进各主业板块协调发展。其中，盐及食品板块实施“以盐为主、盐化并举”战略，在横向并购区域内制盐企业、扩大产能的基础上，纵向延伸产业链、向盐化工行业拓展；医疗健康产业板块重点发展临床医疗卫生服务、医疗养老服务、健康管理服务三大业态，提供病前预防、病中治疗、病后康复等综合性服务，形成以线上线下相结合的三级医疗健康服务体系为主体、医疗供应链和医疗综合体开发运营为两翼的格局；投资金融板块将按自我投资和主动资产管理并举，助推集团两大实业板块发展。

## 十、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2022年一季度财务数据未经审计。

2021年，公司将湖南省轻纺设计院有限公司、湖南省轻工研究院有限责任公司、湖南雪天精细化工股份有限公司、湖南省造纸研究所有限公司无偿划转给湖南省国有资产管理集团有限公司，导致公司一级子公司减少4家。子公司雪天盐业通过发行股份购买湘渝盐化100%股权，导致公司二级子公司减少1家。截至2021

年底，公司合并财务报表范围的一级子公司共8家，公司合并报表范围变动主体经营规模相对较小，公司主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至2021年底，公司合并资产总额177.10亿元，所有者权益63.04亿元（含少数股东权益16.01亿元）；2021年，公司实现营业总收入104.20亿元，利润总额5.20亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额180.82亿元，所有者权益63.60亿元（含少数股东权益16.49亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入24.56亿元，利润总额2.51亿元。

## 2. 资产质量

截至2021年底，公司资产规模增长，资产结构以流动资产为主。流动资产中货币资金占比较高，非流动资产中新增可供出售金融资产占比较高。公司整体资产流动性较好，但面临资本市场波动风险。

截至2021年底，公司合并资产总额177.10亿元，较上年底增长9.83%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占56.41%，非流动资产占43.59%。公司资产结构相对均衡，流动资产占比较上年底上升较快。

表11 2019—2021年及2022年3月末公司资产主要构成（单位：亿元、%）

| 科目           | 2019年         |               | 2020年         |               | 2021年         |               | 2022年3月       |               |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|              | 金额            | 占比            | 金额            | 占比            | 金额            | 占比            | 金额            | 占比            |
| <b>流动资产</b>  | <b>62.93</b>  | <b>42.63</b>  | <b>66.08</b>  | <b>40.98</b>  | <b>99.90</b>  | <b>56.41</b>  | <b>103.22</b> | <b>57.08</b>  |
| 货币资金         | 29.01         | 19.65         | 30.71         | 19.04         | 17.44         | 9.85          | 26.95         | 14.90         |
| 交易性金融资产      | 2.77          | 1.87          | 6.02          | 3.73          | 24.09         | 13.60         | 16.09         | 8.90          |
| 应收账款         | 4.96          | 3.36          | 4.45          | 2.76          | 17.62         | 9.95          | 18.84         | 10.42         |
| 应收款项融资       | 1.86          | 1.26          | 3.89          | 2.41          | 6.19          | 3.49          | 7.25          | 4.01          |
| 其他应收款        | 5.48          | 3.71          | 9.54          | 5.92          | 8.23          | 4.65          | 7.63          | 4.22          |
| 存货           | 10.23         | 6.93          | 5.31          | 3.29          | 7.70          | 4.35          | 6.40          | 3.54          |
| 划分为持有待售的资产   | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 11.21         | 6.33          | 11.21         | 6.20          |
| <b>非流动资产</b> | <b>84.69</b>  | <b>57.37</b>  | <b>95.17</b>  | <b>59.02</b>  | <b>77.20</b>  | <b>43.59</b>  | <b>77.60</b>  | <b>42.92</b>  |
| 其他非流动金融资产    | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 10.51         | 5.94          | 9.71          | 5.37          |
| 固定资产         | 30.11         | 20.39         | 30.93         | 19.18         | 33.35         | 18.83         | 32.26         | 17.84         |
| 在建工程         | 11.25         | 7.62          | 16.77         | 10.40         | 12.96         | 7.32          | 14.51         | 8.02          |
| <b>资产总额</b>  | <b>147.62</b> | <b>100.00</b> | <b>161.25</b> | <b>100.00</b> | <b>177.10</b> | <b>100.00</b> | <b>180.82</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2021年底，公司流动资产99.90亿元，较上年底增长51.17%，主要系交易性金融资产和应收账款增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占17.46%）、交易性金融资产（占24.12%）和应收账款（占17.64%）等构成。

截至2021年底，公司货币资金17.44亿元，较上年底下降43.21%，主要系公司偿还到期的中期票据和银行借款所致。货币资金中有2.05亿元受限资金，受限比例为11.78%，主要为各类保证金。

截至2021年底，公司交易性金融资产24.09亿元，较上年底增长300.16%，主要系公司执行

新会计准则后原可供出售金融资产部分调整至该科目列报所致。

截至2021年底，公司应收账款账面价值17.62亿元，较上年底增长296.45%，主要系公司盐及盐化工业务扩大，同时应收医药销售款增加所致。应收账款账龄以一年内为主，累计计提坏账准备1.75亿元；应收前五大欠款方合计金额为3.34亿元，占比为17.25%，集中度较低。

截至2021年底，公司应收款项融资6.19亿元，较上年底增长59.12%，主要系执行新会计准则将以公允价值计量且变动计入其他综合收益的应收票据及应收账款列报为应收款项融资所致。

截至2021年底，公司其他应收款8.23亿元，较上年下降13.73%，主要为对外往来借款，期末余额较大的主要有：沅江市联合创砂业有限公司（3.17亿元）和湖南猎豹汽车股份有限公司（2.02亿元，由于国资系统内部借款产生，目前正在通过法律手段追索）和国资委证券交易户（1.00亿元），其他应收款中部分款项面临一定的回收风险。截至2021年底，公司对其他应收款计提坏账准备2.39亿元，计提比例为22.52%。

截至2021年底，公司存货7.70亿元，较上年底增长44.99%，主要系原材料和库存商品增加所致。存货主要由原材料和库存商品构成，累计计提跌价准备0.04亿元，计提比例为0.57%。

截至2021年底，公司新增划分为持有待售的资产11.21亿元，为湘雅五医院项目。

截至2021年底，公司非流动资产77.20亿元，较上年下降18.88%，公司非流动资产主要由其他非流动金融资产（占13.62%）、投资性房地产（占5.32%）、固定资产（合计）（占43.21%）、在建工程（合计）（占16.79%）和无形资产（占11.19%）构成。

截至2021年底，公司新增其他非流动金融资产10.51亿元，主要系公司执行新会计准则后原可供出售金融资产部分调整至该科目列报所致，主要为子公司轻盐创投的权益工具投资。

截至2021年底，公司投资性房地产4.10亿元，较上年底增长11.36%，主要系新增转入所致。

截至2021年底，公司固定资产33.35亿元，较上年底增长7.84%，主要系在建工程转固。固定资产主要为机械设备（占55.47%）和房屋建筑物（占40.22%），累计计提折旧38.42亿元；固定资产成新率46.13%，成新率较低。

截至2021年底，公司在建工程（合计）12.96亿元，较上年下降22.71%，主要系部分完工项目转固以及湘雅五医院项目转入持有待售的资产所致。

截至2021年底，公司无形资产8.64亿元，较上年下降24.92%，主要系部分土地使用权转

入持有待售资产所致。公司无形资产主要由土地使用权（占74.19%）构成，累计摊销3.34亿元，期末未计提减值准备。

截至2021年底，公司所有权或使用权受限的资产合计6.06亿元，受限比例低（3.42%）。

截至2022年3月底，公司合并资产总额180.82亿元，较上年底增长2.10%，较上年底变化不大。其中，流动资产占57.08%，非流动资产占42.92%。

### 3. 资本结构

#### （1）所有者权益

**截至2021年底，随着部分永续债务到期偿还，公司所有者权益减少，但未分配利润及其他权益工具占比依然较高，权益稳定性较弱。**

截至2021年底，公司所有者权益63.04亿元，较上年下降13.06%，主要系部分永续债到期偿还所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为74.60%，少数股东权益占比为25.40%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占21.26%、21.54%、6.51%、-0.67%和46.31%。所有者权益稳定性较弱。

截至2022年3月底，公司所有者权益63.60亿元，较上年底增长0.88%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为74.07%，少数股东权益占比为25.93%。

#### （2）负债

**截至2021年末，公司负债和有息债务规模均有所增长，但有息债务结构相对合理。若将永续债券调整为长期债务，公司债务负担较重。公司合并口径除雪天盐业外的主体债务负担较重。**

截至2021年底，公司负债总额114.06亿元，较上年底增长28.53%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占46.30%，非流动负债占53.70%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

表12 2019 - 2021年末及2022年3月末公司负债主要构成

| 科目           | 2019 年       |               | 2020 年       |               | 2021 年        |               | 2022 年 3 月    |               |
|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|              | 金额           | 占比            | 金额           | 占比            | 金额            | 占比            | 金额            | 占比            |
| <b>流动负债</b>  | <b>33.48</b> | <b>43.91</b>  | <b>57.87</b> | <b>65.21</b>  | <b>52.81</b>  | <b>46.30</b>  | <b>47.09</b>  | <b>40.17</b>  |
| 短期借款         | 9.79         | 12.84         | 10.15        | 11.44         | 10.92         | 9.57          | 16.82         | 14.35         |
| 应付票据         | 6.76         | 8.87          | 6.13         | 6.90          | 7.15          | 6.27          | 4.16          | 3.55          |
| 应付账款         | 3.64         | 4.77          | 4.94         | 5.57          | 15.00         | 13.15         | 14.15         | 12.07         |
| 其他应付款（合计）    | 5.26         | 6.89          | 6.99         | 7.88          | 9.80          | 8.59          | 5.44          | 4.64          |
| 一年内到期的非流动负债  | 4.69         | 6.15          | 24.18        | 27.25         | 3.48          | 3.05          | 0.03          | 0.03          |
| <b>非流动负债</b> | <b>42.76</b> | <b>56.09</b>  | <b>30.87</b> | <b>34.79</b>  | <b>61.25</b>  | <b>53.70</b>  | <b>70.14</b>  | <b>59.83</b>  |
| 长期借款         | 15.76        | 20.68         | 15.11        | 17.03         | 25.79         | 22.61         | 26.92         | 22.97         |
| 应付债券         | 24.17        | 31.70         | 10.13        | 11.41         | 32.87         | 28.82         | 40.45         | 34.51         |
| <b>负债总额</b>  | <b>76.24</b> | <b>100.00</b> | <b>88.74</b> | <b>100.00</b> | <b>114.06</b> | <b>100.00</b> | <b>117.22</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2021年底，公司流动负债52.81亿元，较上年底下降8.75%，主要系一年内到期的非流动负债大幅下降所致。公司流动负债主要由短期借款（占20.67%）、应付票据（占13.54%）、应付账款（占28.40%）、其他应付款（合计）（占18.56%）和一年内到期的非流动负债（占6.60%）构成。

截至2021年底，公司短期借款10.92亿元，较上年底增长7.58%，主要系经营扩张、资金需求增加所致，短期借款中信用借款占85.19%。

截至2021年底，公司应付票据7.15亿元，较上年底增长16.74%，主要系业务规模扩大、结算量增加所致。

截至2021年底，公司应付账款15.00亿元，较上年底增长203.47%，主要系原材料价格上涨、公司业务量增加导致应付材料及货款增加。

截至2021年底，公司其他应付款（合计）9.80亿元，较上年底增长40.21%，主要系往来款增加所致。规模较大的包括广州市小山投资有限公司1.74亿元，为九二盐业少数股东按约定对项目同比例筹资发生的往来款；湖南轻盐宏创商贸有限公司0.88亿元，为公司购买资产产生的债权等。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债3.48亿元，较上年底下降85.59%，主要系年内偿还大量到期债券所致。

截至2021年底，公司非流动负债61.25亿元，

较上年底增长98.40%，主要系应付债券和长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占42.10%）和应付债券（占53.66%）构成。

截至2021年底，公司长期借款25.79亿元，较上年底增长70.63%，主要系公司为满足资金需求新增借款所致；长期借款主要由信用借款（占比77.52%）构成。

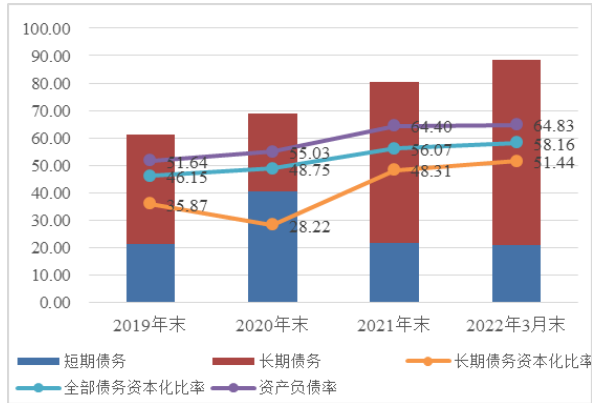
截至2021年底，公司应付债券32.87亿元，较上年底增长224.51%，主要系公司新发行中票和中长期公司债券所致。

截至2021年底，公司全部债务80.48亿元，较上年底增长16.69%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占26.78%，长期债务占73.22%，以长期债务为主，其中，短期债务21.55亿元，较上年底下降46.72%，主要系部分到期债务偿付所致；长期债务58.92亿元，较上年底增长106.67%，主要系债券发行以及长期借款增加所致。从债务指标来看，截至2021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64.40%、56.07%和48.31%，较上年底分别提高9.37个百分点、提高7.33个百分点和提高20.09个百分点。

如将永续债调整为长期债务，截至2021年底，公司全部债务增至90.61亿元。从债务结构来看，短期债务21.55亿元（占23.79%），长期债务69.06亿元（占76.21%）。从债务指标看，截至2021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70.12%、63.13%和56.62%，较调整前分别上升5.72个百分点、7.06个百分点和8.31个百分点。公司债务负担较重。

图2 公司有息债务指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

公司长期借款主要集中于2024年到期，资本市场发行的债券期限较长，主要分布于2025年之后到期，与公司长期借款期限错配。但需关注到“21轻盐02”和“21轻盐01”（本金合计17.50亿元）于2024年设置投资者回售选择权，若投资人选择回售上述债券，公司长期债务的偿付压力将集中于2024年。

表13 长期借款和应付债券期限结构（单位：亿元）

| 到期时间    | 长期借款  | 应付债券本金<br>(不回售) | 应付债券本金<br>(考虑回售) |
|---------|-------|-----------------|------------------|
| 2023年   | 6.89  | 0.40            | 0.40             |
| 2024年   | 14.69 | 0               | 17.50            |
| 2025年   | 0     | 4.00            | 4.00             |
| 2025年以后 | 4.21  | 28.70           | 11.20            |
| 合计      | 25.79 | 33.10           | 33.10            |

注：上述“应付债券”仅为本金

资料来源：根据公司提供的信息联合资信整理

截至2022年3月底，公司负债总额117.22亿元，较上年底增长2.78%，较上年底变化不大。其中，流动负债占40.17%，非流动负债占59.83%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至2022年3月底，公司全部债务88.39亿元，较上年底增长9.83%，债务结构方面，短期债务占23.78%，长期债务占76.22%，以长期债务为主。公司全部债务中短期债务21.01亿元，较上

年底下降2.49%，较上年底变化不大；长期债务67.37亿元，较上年底增长14.34%，主要系应付债券增加所致。从债务指标来看，截至2022年3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64.83%、58.16%和51.44%，较上年底分别提高0.43个百分点、提高2.08个百分点和提高3.13个百分点。

截至2021年末，雪天盐业所有者权益51.99亿元，资产负债率37.93%，公司合并口径除雪天盐业外的主体债务负担较重。

如将永续债调整为长期债务，截至2022年3月底，公司全部债务增至98.25亿元。从债务结构来看，短期债务21.01亿元（占21.39%）、长期债务77.23亿元（占78.61%）。从债务指标看，截至2022年3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70.28%、64.64%和58.97%。

#### 4. 盈利能力

2021年，公司营业收入大幅增长，营业利润率小幅提高，期间费用对整体利润侵蚀依然明显，应收款项坏账造成信用减值损失对公司利润影响较大，公司盈利能力指标总体有所提高。

2021年，公司实现营业收入104.20亿元，同比增长57.74%，主要系盐及盐化工、医疗健康板块收入增加所致；营业成本80.72亿元，同比增长52.29%，主要系业务规模扩大，原料及能源价格上涨所致；营业利润率为21.37%，同比提高3.07个百分点。2021年，公司利润总额5.20亿元，同比增长150.36%。

表14 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

| 项目      | 2019年 | 2020年 | 2021年  |
|---------|-------|-------|--------|
| 营业总收入   | 66.78 | 66.05 | 104.20 |
| 营业成本    | 49.53 | 53.01 | 80.72  |
| 费用总额    | 14.56 | 10.09 | 16.01  |
| 其中：销售费用 | 6.72  | 2.62  | 4.65   |
| 管理费用    | 4.33  | 4.39  | 5.99   |
| 研发费用    | 0.92  | 1.08  | 1.93   |
| 财务费用    | 2.59  | 1.99  | 3.44   |

|        |       |       |       |
|--------|-------|-------|-------|
| 投资收益   | 0.42  | 0.52  | 0.06  |
| 利润总额   | 3.12  | 2.08  | 5.20  |
| 营业利润率  | 24.04 | 18.29 | 21.37 |
| 总资本收益率 | 4.31  | 3.05  | 5.50  |
| 净资产收益率 | 3.83  | 2.70  | 6.78  |

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从期间费用看，2021年，公司费用总额为16.01亿元，同比增长58.70%，各项费用支出均有不同程度增长。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为29.08%、37.39%、12.03%和21.51%。其中，销售费用为4.65亿元，同比增长77.47%，主要系职工薪酬和广告支出增加所致；管理费用为5.99亿元，同比增长36.46%，主要系职工薪酬增加所致；研发费用为1.93亿元，同比增长77.71%，研发投入力度加强所致；财务费用为3.44亿元，同比增长72.61%，主要系债项期限重叠所致。2021年，公司期间费用率为15.36%，同比提高0.09个百分点，对整体利润侵蚀明显。

2021年，公司坏账损失增加导致信用减值损失计提由上年的1.10亿元大幅上升至2.15亿元。2021年，公司信用减值损失计提占营业利润的比例为38.72%，对利润影响较大。

2021年，公司公允价值变动收益0.86亿元，占营业利润的15.43%，对利润有一定积极影响，2021年，公司投资收益（0.06亿元）和资产处置收益（-0.08亿元）等非经常性损益规模较小，对营业利润影响不显著。

此外，2021年，公司营业外收入（主要为与经营无关的政府补助）为0.28亿元，营业外支出（主要为非流动资产毁损报废损失、碳排放权配额以及改制离退休人员支出）为0.63亿元，对利润影响不大。

盈利指标方面，2021年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为5.50%和6.78%，同比分别提高2.46个百分点和4.07个百分点。公司盈利指标提升。

2022年1—3月，公司实现营业收入24.56亿元，同比增长24.51%；营业利润率24.64%，公司经营保持良好。

## 5. 现金流

2021年，公司经营活动现金流小幅净流入，投资活动现金流受投资理财产品影响较大。经营活动现金流量净额难以覆盖投资支出，考虑到公司在建工程尚需投资规模较大，公司存在较大的对外筹资需求。

表 15 公司现金流情况（单位：亿元、%）

| 项目          | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年<br>1—3 月 |
|-------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 经营活动现金流入量   | 85.30  | 76.31  | 109.61 | 24.42           |
| 经营活动现金流出量   | 68.27  | 68.71  | 104.89 | 28.38           |
| 经营活动现金流量净额  | 17.03  | 7.60   | 4.73   | -3.96           |
| 投资活动现金流入量   | 17.65  | 16.49  | 41.58  | 9.43            |
| 投资活动现金流出量   | 22.34  | 25.76  | 66.79  | 4.19            |
| 投资活动现金流量净额  | -4.69  | -9.28  | -25.21 | 5.25            |
| 筹资活动前现金流量净额 | 12.33  | -1.68  | -20.48 | 1.28            |
| 筹资活动现金流入量   | 34.26  | 36.14  | 54.27  | 18.65           |
| 筹资活动现金流出量   | 45.89  | 31.54  | 47.77  | 10.43           |
| 筹资活动现金流量净额  | -11.63 | 4.60   | 6.49   | 8.22            |
| 现金收入比       | 98.81  | 97.20  | 81.50  | 67.01           |

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从经营活动来看，2021年，随着公司业务规模的扩大，经营活动现金流入同比增长43.65%至109.61亿元；经营活动现金流出104.89亿元，同比增长52.65%。2021年，公司经营活动现金净流入4.73亿元，同比下降37.80%，主要系业务规模扩大以及健康医疗业务的经营占款增加所致。2021年，公司现金收入比为81.50%，同比下降15.70个百分点，主要系健康医疗业务应收增加，同时公司票据结算较多所致。收入实现质量有待提高。

从投资活动来看，2021年，由于子公司雪天盐业以闲置资金购买理财产品加之公司投资支出较多，公司全年投资活动现金流总体扩大。其中，投资活动现金流入41.58亿元，同比增长152.20%；投资活动现金流出66.79亿元，同比增长159.23%。2021年，公司投资活动现金净流出25.21亿元，同比增长171.73%。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为-20.48亿元，公司存在较大融资需求。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动

现金流入54.27亿元，同比增长50.15%，主要系借款增加所致；筹资活动现金流出47.77亿元，同比增长51.47%，主要为偿还债务及付息。2021年，公司筹资活动现金净流入6.49亿元，同比增长41.09%。

2022年1—3月，公司经营活动现金流量净额为-3.96亿元，投资活动现金流量阶段性净流入5.25亿元，公司融资渠道畅通，筹资活动现金流量保持大额净流入。

## 6. 偿债能力

**跟踪期内，公司整体偿债能力指标表现很强。**

从短期偿债能力指标看，截至2021年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的114.19%和105.02%提高至189.17%和174.59%，流动资产对流动负债的保障程度高。截至2021年底，公司现金短期债务比由上年底的0.91倍提高至1.94倍，现金类资产对短期债务的保障程度很高。整体看，公司短期偿债能力指标表现很强。

2021年，公司EBITDA为13.29亿元，同比增长54.52%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占29.38%）、计入财务费用的利息支出（占27.26%）、利润总额（占39.14%）构成。2021年，公司EBITDA利息倍数由上年的3.14倍提高至3.42倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA由上年的8.02倍下降至6.06倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力指标表现一般，但考虑到公司是湖南省国资委下属企业，为湖南省境内主要的食盐批发主体、产品质量较好，市场认知程度较高，综合竞争力强，公司长期债务偿还能力很强。

截至2021年底，公司不存在对经营有重大影响的未决诉讼。

截至2021年底，公司不存在大额对外担保。

截至2022年5月底，公司共获银行授信额度393.98亿元，尚未使用额度为356.17亿元。较2020年末授信总额大幅增长，主要系随着公司

经营规模扩大，金融机构对公司授信增加，同时公司加强了与金融机构的信贷合作所致。公司间接融资渠道畅通；同时，公司子公司雪天盐业为上市公司，具备直接融资渠道。

## 7. 公司本部财务分析

**公司本部为投融资和控股平台，主要履行管理职能，收入规模很小。截至2021年底，公司本部资产中现金类资产、其他应收款以及长期股权投资占比高，融资以长期债务融资为主，债务负担重。**

截至2021年底，公司本部资产总额77.38亿元，较上年底下降5.28%。其中，流动资产29.55亿元（占38.19%），非流动资产47.83亿元（占61.81%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占12.88%）、其他应收款（合计）（占82.89%）构成；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占18.34%）、长期股权投资（占73.80%）构成。截至2021年底，公司本部货币资金为3.81亿元。

截至2021年底，公司本部负债总额51.13亿元，较上年底增长12.06%。其中，流动负债4.16亿元（占8.15%），非流动负债46.96亿元（占91.85%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占12.01%）、其他应付款（合计）（占59.69%）、一年内到期的非流动负债（占18.94%）构成；非流动负债主要由长期借款（占42.69%）、应付债券（占56.45%）构成。截至2021年底，公司本部资产负债率为66.07%，较2020年底提高10.23个百分点。

截至2021年底，母公司全部债务47.85亿元。其中，短期债务占2.69%、长期债务占97.31%。截至2021年底，母公司全部债务资本化比率64.57%，考虑到其他权益工具中的9.00亿元永续债务，公司本部债务负担重。

截至2021年底，母公司所有者权益为26.26亿元，较上年底下降27.22%，主要系7亿元永续债到期偿还所致，所有者权益稳定性较差。在所有者权益中，实收资本为10.00亿元（占38.09%）、其他权益工具9.00亿元（占34.28%）、资本公积合计4.84亿元（占18.45%）、盈余公积

合计2.66亿元（占10.15%）。

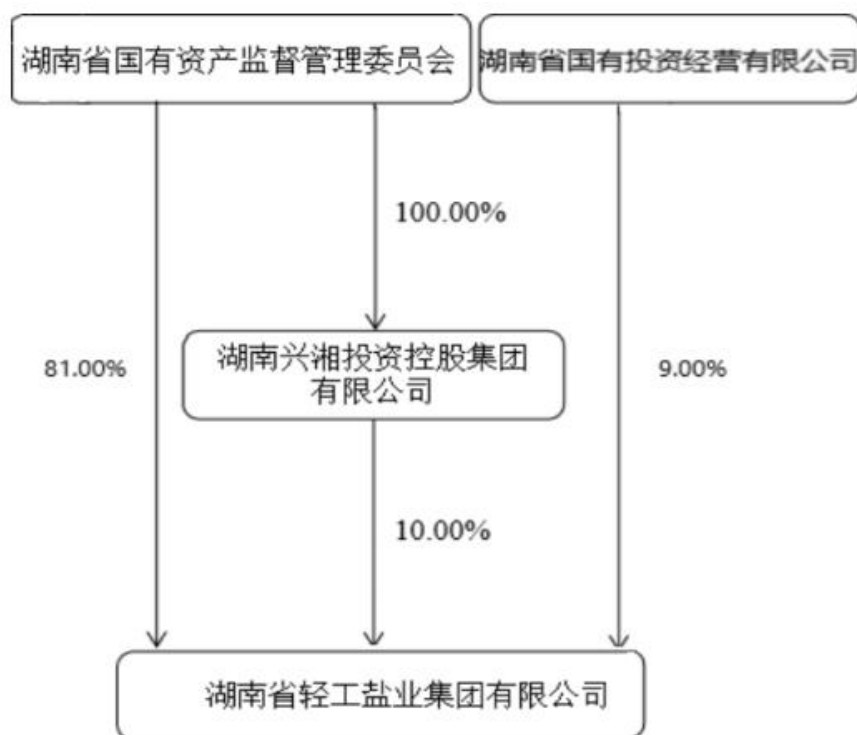
公司本部为投融资和控股平台，主要履行管理职能，营业收入主要为资金拆借和房屋租赁收入。2021年，公司本部营业收入为2.56亿元，利润总额为-0.90亿元。同期，公司本部投资收益为0.71亿元。

现金流方面，2021年，公司本部经营活动现金流净额为1.66亿元，投资活动现金流净额为-9.75亿元，主要系偿还7.00亿元到期永续债务所致，筹资活动现金流净额为3.51亿元。

## 十一、结论

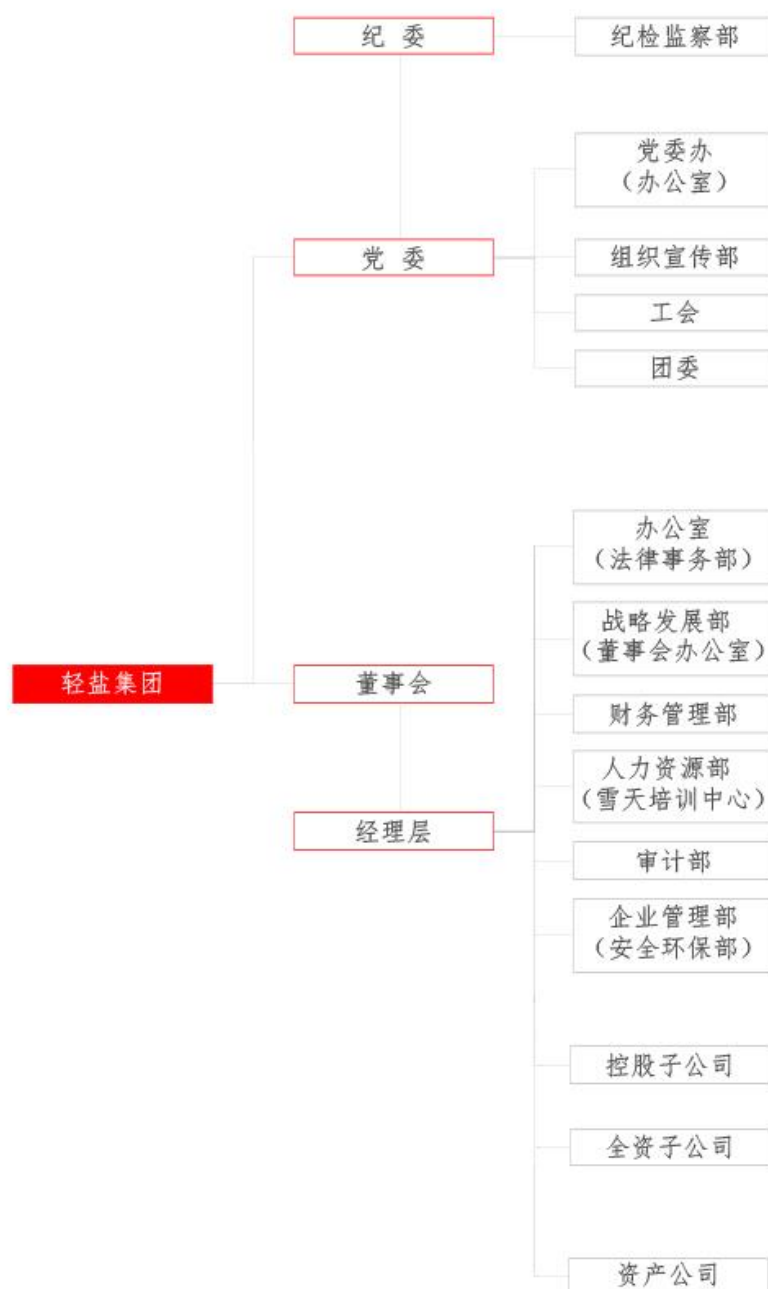
基于对公司经营风险及财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，维持“20湖南轻工MTN001”“21湖南轻工MTN001”“22湖南轻工MTN001”“21轻盐01”和“21轻盐02”的信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底湖南省轻工盐业集团有限公司  
股权结构图



资料来源：公司债券年报

## 附件 1-2 截至 2022 年 3 月底湖南省轻工盐业集团有限公司 组织架构图



资料来源：公司官网，联合评级整理

## 附件 1-3 截至 2021 年底湖南省轻工盐业集团有限公司

### 主要子公司情况

| 子公司名称             | 业务性质         | 持股比例(%) | 表决权比例(%) | 取得方式       |
|-------------------|--------------|---------|----------|------------|
| 雪天盐业集团股份有限公司      | 其他综合零售       | 63.44   | 63.44    | 投资设立       |
| 湖南轻盐资产经营有限公司      | 房地产租赁经营      | 100.00  | 100.00   | 投资设立       |
| 湖南轻盐创业投资管理有限公司    | 资本投资服务       | 100.00  | 100.00   | 投资设立       |
| 湖南省轻工盐业集团技术中心有限公司 | 工程和技术研究和试验发展 | 100.00  | 100.00   | 投资设立       |
| 湖南轻盐宏创商贸有限公司      | 其他贸易经纪与代理    | 100.00  | 100.00   | 投资设立       |
| 湖南轻盐新阳光医疗产业发展有限公司 | 投资与资产管理      | 77.00   | 77.00    | 投资设立       |
| 湖南轻盐晟富创业投资管理有限公司  | 资本投资服务       | 100.00  | 100.00   | 同一控制下的企业合并 |
| 湖南医药集团有限公司        | 西药批发         | 70.00   | 70.00    | 投资设立       |

资料来源：公司提供

## 附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

| 项目             | 2018 年 | 2019 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产（亿元）      | 36.08  | 40.71  | 47.90  | 44.09      |
| 资产总额（亿元）       | 147.62 | 161.25 | 177.10 | 180.82     |
| 所有者权益（亿元）      | 71.38  | 72.51  | 63.04  | 63.60      |
| 短期债务（亿元）       | 21.24  | 40.45  | 21.55  | 21.01      |
| 长期债务（亿元）       | 39.93  | 28.51  | 58.92  | 67.37      |
| 全部债务（亿元）       | 61.18  | 68.97  | 80.48  | 88.39      |
| 营业总收入（亿元）      | 66.78  | 66.05  | 104.20 | 24.56      |
| 利润总额（亿元）       | 3.12   | 2.08   | 5.20   | 2.51       |
| EBITDA（亿元）     | 10.75  | 8.60   | 13.29  | --         |
| 经营性净现金流（亿元）    | 17.03  | 7.60   | 4.73   | -3.96      |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数（次）    | 6.72   | 7.47   | 6.43   | --         |
| 存货周转次数（次）      | 6.63   | 6.82   | 12.41  | --         |
| 总资产周转次数（次）     | 0.49   | 0.43   | 0.62   | --         |
| 现金收入比（%）       | 98.81  | 97.20  | 81.50  | 67.01      |
| 营业利润率（%）       | 24.04  | 18.29  | 21.37  | 24.64      |
| 总资本收益率（%）      | 4.31   | 3.05   | 5.50   | --         |
| 净资产收益率（%）      | 3.83   | 2.70   | 6.78   | --         |
| 长期债务资本化比率（%）   | 35.87  | 28.22  | 48.31  | 51.44      |
| 全部债务资本化比率（%）   | 46.15  | 48.75  | 56.07  | 58.16      |
| 资产负债率（%）       | 51.64  | 55.03  | 64.40  | 64.83      |
| 流动比率（%）        | 187.98 | 114.19 | 189.17 | 219.22     |
| 速动比率（%）        | 157.42 | 105.02 | 174.59 | 205.61     |
| 经营现金流动负债比（%）   | 50.86  | 13.13  | 8.95   | --         |
| 现金短期债务比（倍）     | 1.70   | 1.01   | 2.22   | 2.10       |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 3.60   | 3.14   | 3.42   | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 5.69   | 8.02   | 6.06   | --         |

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 2018~2021 年财务数据均引用审计报告的期末数/本期数；4. 2022 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；5. 本报告已将卖出回购金融资产款和长期应付款中的有息负债纳入相关债务指标核算

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

## 附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

| 项目             | 2018 年 | 2019 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产（亿元）      | 11.43  | 11.37  | 4.88   | 13.70      |
| 资产总额（亿元）       | 75.25  | 81.70  | 77.38  | 93.72      |
| 所有者权益（亿元）      | 38.04  | 36.07  | 26.26  | 27.18      |
| 短期债务（亿元）       | 7.00   | 27.97  | 1.29   | 4.00       |
| 长期债务（亿元）       | 27.34  | 10.05  | 46.56  | 59.58      |
| 全部债务（亿元）       | 34.34  | 38.03  | 47.85  | 63.58      |
| 营业总收入（亿元）      | 2.68   | 2.23   | 2.56   | 0.34       |
| 利润总额（亿元）       | 0.92   | -0.57  | -0.90  | 0.65       |
| EBITDA（亿元）     | /      | /      | /      | /          |
| 经营性净现金流（亿元）    | 4.62   | 1.79   | 1.66   | -6.58      |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数（次）    | /      | /      | /      | /          |
| 存货周转次数（次）      | /      | /      | /      | /          |
| 总资产周转次数（次）     | 0.03   | 0.03   | 0.03   | --         |
| 现金收入比（%）       | 103.89 | 111.35 | 44.75  | 8.94       |
| 营业利润率（%）       | 91.08  | 95.68  | 97.20  | 94.59      |
| 总资本收益率（%）      | 1.34   | -0.61  | -1.12  | --         |
| 净资产收益率（%）      | 2.55   | -1.25  | -3.18  | --         |
| 长期债务资本化比率（%）   | 41.82  | 21.80  | 63.94  | 68.67      |
| 全部债务资本化比率（%）   | 47.45  | 51.32  | 64.57  | 70.05      |
| 资产负债率（%）       | 49.45  | 55.85  | 66.07  | 71.00      |
| 流动比率（%）        | 406.77 | 120.60 | 709.50 | 682.03     |
| 速动比率（%）        | 406.77 | 120.60 | 709.50 | 682.03     |
| 经营现金流动负债比（%）   | 48.22  | 5.56   | 39.89  | --         |
| 现金短期债务比（倍）     | 1.63   | 0.41   | 3.79   | 3.42       |
| EBITDA 利息倍数（倍） | /      | /      | /      | /          |
| 全部债务/EBITDA（倍） | /      | /      | /      | /          |

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2018-2021 年财务数据均引用审计报告期末数/本期数；3. 2022 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 因公司本部财务报表注释未披露折旧、摊销等，出于准确性考虑，本报告不披露公司本部 EBITDA 及相关指标的值

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

| 指标名称            | 计算公式                                                                                        |
|-----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>     |                                                                                             |
| 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%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100% |
| 净资产年复合增长率       |                                                                                             |
| 营业总收入年复合增长率     |                                                                                             |
| 利润总额年复合增长率      |                                                                                             |
| <b>经营效率指标</b>   |                                                                                             |
| 销售债权周转次数        | 营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)                                                           |
| 存货周转次数          | 营业成本/平均存货净额                                                                                 |
| 总资产周转次数         | 营业总收入/平均资产总额                                                                                |
| 现金收入比           | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%                                                                   |
| <b>盈利指标</b>     |                                                                                             |
| 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           | (营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%                                                             |
| <b>债务结构指标</b>   |                                                                                             |
| 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%                                                                             |
| <b>长期偿债能力指标</b> |                                                                                             |
| EBITDA 利息倍数     | EBITDA/利息支出                                                                                 |
| 全部债务/ EBITDA    | 全部债务/ EBITDA                                                                                |
| <b>短期偿债能力指标</b> |                                                                                             |
| 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%                                                                      |
| 现金短期债务比         | 现金类资产/短期债务                                                                                  |

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

| 信用等级 | 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，违约概率极低 |
| AA   | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低  |
| A    | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低   |
| BBB  | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般    |
| BB   | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高    |
| B    | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高    |
| CCC  | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高     |
| 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 中长期债券信用等级设置及含义

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。

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

| 评级展望 | 含义                                |
|------|-----------------------------------|
| 正面   | 存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大           |
| 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，未来信用等级调降的可能性较大           |
| 发展中  | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持 |