

跟踪评级公告

联合[2014] 1423 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责任公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“12湘轻盐MTN1”、“14湘轻盐MTN001”AA和“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
二零一四年七月二十八日



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
12湘轻盐MTN1	6亿元	2012/5/24-2017/5/24	AA	AA
14湘轻盐MTN001	4亿元	2014/7/23-2019/7/23	AA	AA
14湘轻盐CP001	2亿元	2014/7/23-2015/7/23	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014年7月28日

财务数据

项目	2011年	2012年	2013年	14年3月
现金类资产(亿元)	8.71	9.30	9.68	9.03
资产总额(亿元)	40.74	47.65	52.41	56.40
所有者权益合计(亿元)	19.29	21.93	24.86	25.94
短期债务(亿元)	13.59	11.36	10.53	10.53
全部债务(亿元)	15.77	18.60	19.20	19.45
营业收入(亿元)	21.43	23.11	25.32	5.38
利润总额(亿元)	1.69	2.18	3.01	0.63
EBITDA(亿元)	3.69	4.78	5.97	--
经营性净现金流(亿元)	0.87	2.92	3.83	0.12
营业利润率(%)	43.00	43.88	45.88	53.78
净资产收益率(%)	7.09	7.62	8.87	--
资产负债率(%)	52.66	53.99	52.57	54.01
全部债务资本化比率(%)	44.98	45.90	43.58	42.85
流动比率(%)	102.52	143.36	145.58	126.18
全部债务/EBITDA(倍)	4.27	3.90	3.22	--
EBITDA利息倍数(倍)	6.47	4.35	4.82	--
经营现金流流动负债比(%)	4.85	16.64	21.59	--

注: 2014年一季度财务数据未经审计。

分析师

盛东巍 杜蜀萍

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 湖南省轻工盐业集团有限公司(以下简称“公司”)继续保持其在湖南省盐业经营的垄断地位, 公司作为湖南省内食盐专营企业, 在区域垄断性、生产规模及盈利能力等方面具备良好优势。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 跟踪期内公司工业盐下游两碱工业景气度低迷, 非盐业务受政策风险、行业风险及资本市场变化风险影响, 以及期间费用高等因素对公司信用基本面带来的负面影响。

公司食盐专营业务经营稳健, 未来随着新产品的不断研发及推广, 公司营业收入及利润规模有望继续保持稳定。

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“12湘轻盐MTN1”、“14湘轻盐MTN001”AA和“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, 盈利能力强。
2. 跟踪期内, 公司食盐专营业务经营稳健, 收入及利润规模保持稳定增长。
3. 公司经营活动现金流入量对存续期内债券保障程度较好; 公司现金类资产及经营活动现金流入量对“14湘轻盐CP001”保障程度好。

关注

1. 食盐经营规模受人口数量和区域限制, 未来增长空间有限; 中国食盐经营体制改革可能对目前的食盐价格和批发专营企业的经营体制产生负面影响。
2. 2013年以来, 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易受被投资企业业绩或证券市场波动影响。
3. 跟踪期内, 公司整体债务规模有所上升。

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 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）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 2014 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 2013 年底，公司总部设有财务管理部、资产管理部、信息研究中心、党群工作部、盐政管理办公室、办公室法律事务部、人力资

源部、企业发展部、监察审计部、证券部、生产管理部、市场经营部 12 个部室，拥有长沙分公司、岳阳分公司等 14 家分公司，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”）、湖南省轻工盐业集团房地产开发有限责任公司（以下简称“房地产公司”）等 10 家二级子公司，以及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”）等 4 家三级子公司。

截至 2013 年底，公司资产总额 52.41 亿元，所有者权益 24.86 亿元（含少数股东权益 3.17 亿元）；2013 年，公司实现营业收入 25.32 亿元，利润总额 3.01 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 56.40 亿元，所有者权益 25.94 亿元（含少数股东权益 3.27 亿元）；2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.38 亿元，利润总额 0.63 亿元。

公司注册地址：湖南长沙市建湘路 519 号；法定代表人：王新松。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

2013 年中国消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对

外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时

间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。

总体来看，2013 年中国在维持合理的经济增速的同时，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业环境

盐业是关系国计民生的重要产业，盐既是人民生活的必需品，又是不可缺少的化工原料。制盐工业兼有消费品工业和基础原材料工业的两重性，在国民经济中占有特殊重要的地位。与盐有关的产品达 1.4 万种之多，食品、化工、冶炼、陶瓷、玻璃、医药等工业均与制盐工业密切相关。根据中国盐业协会预测，盐的总消费量预计平均每年将增加 200 万吨，增幅速度约为平均每年 5~8%。对于工业盐，自 1999 年起工业盐订货转入盐碱企业间的正常订货，目前工业盐市场已基本放开（小工业盐除外），属于市场竞争行业。

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

价格。食盐行业实行专营政策，在保护企业正常生产、维持一定的市场份额和利润的同时，也制约了企业向其他省、市和地区的市场拓展工作。从长期看，中国盐业流通领域的市场格局将面临国际竞争的挑战。高新技术含量较低，创新技术和产品少。

产销方面，中国食用盐消费量基本保持稳定态势，人均年食盐需求量 4.5 千克左右。2010~2012 年，中国食用盐产量分别为 773.87 万吨、786.66 万吨和 763.80 万吨，产量基本稳定在一定区间。

价格方面，目前食盐出厂基本上还是执行十多年前制定的价格标准（每吨 470 元左右），但各地食盐零售价格近年来保持了上升态势。截至 2014 年 5 月中旬，平均销售价格达到 3.8 元/公斤。从生产环节来看，由于近年来煤炭等各种生产资料成本和人力成本的上升，食盐生产成本有所提高，但相对于出厂价格仍然较低；从批发环节来看，尽管生产经营成本有所提高，随着批发价格的提升，加上新品种的不断推出，流通环节的利润空间有所放大。

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%。

2014 年 4 月 21 日，中华人民共和国国家发展和改革委员会令第 10 号发布，决定废止《食盐专营许可证管理办法》（2006 年 4 月 28 日国家发展和改革委员会令第 45 号发布）。国内从事食盐生产、批发经营的企业和承担食盐运输的单位、个人将不再受到国家发展和改革委员会审批发放的食盐专营许可证（包括食盐生产许可证、食盐批发许可证和食盐准运证）的约束，但国务院于 1996 年发布的《食盐专营

办法》（1996 年国务院令第 197 号）依然有效。

总体来看，由于食盐是人们生活饮食中不可缺少的调味品，国家针对食盐的特殊性制定了相应的专营政策，但目前各省级或县市实行地方专营，由中国盐业总公司统一制定生产和调拨计划，导致行业内竞争度较弱、食盐产品质量参差不齐以及盐企向外省拓展受到制约等不利因素的出现。《食盐专营许可证管理办法》的废止或是中国放开食盐专营政策的信号，目前国家工信部正在商讨有关我国食盐专营体制的改革方案，食盐专营体制未来或将完全放开，食盐企业将实现市场化运营。

2. 区域经济环境

根据《湖南省 2013 年国民经济和社会发展统计公报》资料显示，2013 年湖南省完成生产总值 24501.7 亿元，比上年增长 10.1%。2013 年全省常住人口 6690.6 万人。其中，城镇人口 3208.8 万人。全省城镇居民人均可支配收入 23414 元，比上年增长 9.8%；扣除价格因素，实际增长 7.0%；农村居民人均纯收入 8372 元，增长 12.5%；扣除价格因素，实际增长 9.8%。城镇居民人均消费性支出 15887 元，增长 8.7%；农村居民人均生活消费支出 6609 元，增长 12.6%。

从国内贸易来看，2013 年湖南省社会消费品零售总额达 8940.6 亿元，比上年增长 13.8%；限额以上法人批发和零售业商品零售额 3494.9 亿元，比上年增长 16.3%，其中，粮油、食品、饮料、烟酒类零售额增长 21.3%；全省居民消费价格比上年上涨 2.5%，其中，城市上涨 2.6%，农村上涨 2.5%。商品零售价格上涨 1.7%。

从建筑业投资来看，2013 年全省建筑业增加值 1516.4 亿元，比上年增长 9.1%。房屋建筑施工面积 43141.9 万平方米，增长 18.5%。房屋建筑竣工面积 15528.5 万平方米，增长 15.9%。

总体看，跟踪期内湖南省经济保持良好发展，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

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”。

根据全国食盐调拨计划，公司每年有大量的食盐调入广东、广西和贵州等盐产出较为短缺的省份。公司在华中及华南地区的辐射影响力较大，公司具有明显的区位优势。

盐产品生产方面，公司拥有约300万吨的盐化产品生产能力，2013年公司实际生产原盐256.89万吨，占全国原盐总产量的4%，约占湖南省原盐总产量的99%。同时，公司是湖南省境内唯一的食盐批发专营企业，中国食盐专营政策的实施保证了公司食盐经营业务的稳定发展。2013年，公司共完成食盐销售73.14万吨，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，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。另外，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，公司管理方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营生产和销售食盐、两碱用盐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商品贸易销售、房地产、学校及驱蚊脂生产销售等。

表 1 2012 年至 2014 年 3 月公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

主营业务	2012 年			2013 年			2014 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
盐及盐类产品	16.08	73.02	54.48	17.70	74.55	56.38	4.58	90.57	59.63
房地产开发	1.05	4.77	14.05	1.13	4.75	9.82	0.03	0.63	36.91
非盐商品销售	2.67	12.13	7.98	2.51	10.59	3.61	0.20	4.04	8.23
其他	2.22	10.08	39.22	2.40	10.11	35.71	0.24	4.76	-4.15
合计	22.02	100.00	45.39	23.74	100.00	46.49	5.05	100.00	54.38

资料来源：公司提供

2013年，公司实现营业总收入25.32亿元，同比增长9.58%。从营业收入构成来看，公司主营业务较为突出，占营业总收入比重达到95%以上。2013年，公司实现主营业务收入23.74亿元，其中盐及盐类产品收入17.70亿元，同比增长10.07%，主要系食盐产品平均销售价格增长所致；公司房地产开发、非盐商品销售以及其他业务收入规模同比基本保持稳定。毛利率方面，2013年公司主营业务毛利率为46.49%，同比增长1.10个百分点，主要系食盐产品毛利率

增长带动所致。

2014年1~3月，公司实现主营业务收入5.05亿元，其中盐及盐类产品收入4.58亿元。同期，公司主营业务毛利率为54.38%，较2013年大幅增长主要系毛利率较高的盐及盐类产品业务收入占主营业务收入比重上升所致。

总体看，公司主营业务较为突出，盐及盐类产品销售收入是公司主要收入来源。跟踪期内，公司主营业务收入规模略有提升，毛利率保持较高水平。

2. 盐及盐类产品经营

盐产品是公司主要收入和利润来源，2011~2013年，盐产品收入占主营业务收入比重维持在60%以上。公司盐产品主要为食盐和工业盐，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。

公司盐产品生产分别由湘衡盐化和湘澧盐化两家盐化公司负责。湘衡盐化和湘澧盐化的前身分别为湘衡盐矿和湘澧盐矿，所开采盐的种类均为井矿盐。2013年，两家盐化公司合计生产原盐 256.89 万吨，芒硝 17.06 万吨。

公司按照产销一体化的管理模式进行运作，两家盐化公司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。公司在全省设有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，两家盐化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，近年公司自产食盐中对省内销售量约26~28万吨之间，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。

表 2 2012~2014 年 3 月湘衡盐化和湘澧盐化主要盐产品销售情况 (单位:万吨、元/吨、万元)

盐及盐类产品		2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
食盐	产量	74.66	71.16	17.39
	销量	78.68	73.14	16.89
	平均售价	728.94	859.41	855.93
	销售额	57353.00	62857.37	14456.59
两碱用盐	产量	176.44	170.60	36.25
	销量	186.10	167.21	35.46
	平均售价	240.12	236.87	245.27
	销售额	44686.33	39607.21	8697.28
小工业盐	产量	7.22	15.13	3.81
	销量	6.19	15.13	3.81
	平均售价	327.76	311.46	276.60
	销售额	2028.83	4712.45	1053.83
芒硝	产量	13.00	17.06	4.10
	销量	14.00	18.73	3.89
	平均售价	488.82	378.54	388.59
	销售额	6843.48	7090.03	1511.61

资料来源:公司提供

注:部分年份盐产品存在销量大于产量的现象,主要系外省食盐调拨至湖南省并由公司负责销售。

食盐是公司盐板块的主力产品,其市场需求量较为稳定,因此产量相对变化不大,受益于食盐产品结构调整以及新产品的推出,公司

食盐销售收入稳步提升;工业盐中两碱用盐每年产量规模较大,2013年公司两碱用盐产销量受下游市场需求减弱的影响有所下降,但价格

相对稳定；公司小工业盐及芒硝产品产量相对较少。

盐及盐类产品销售方面，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，跟踪期内公司食盐的生产与销售业务经营状况良好，随着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。

3. 房地产开发

公司房地产开发业务由子公司房地产公司。房地产公司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2014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。

表3 公司在建房地产项目（单位：万元）

项目名称	总投资	截至2014年3月底已完成投资	2014年4-12月计划	2015年计划
和馨佳园（二期）	90000	23000	20000	20000
合计	90000	23000	20000	20000

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司房地产项目主要是和馨佳园二期，未来二期项目除面向公司职工定向销售外，部分还将面向市场销售，有助于扩大公司收入规模。

4. 非盐商品销售

非盐商品销售主要包括酒类、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。

2012年以来公司确定以酒类、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。

2013年，公司非盐商品销售收入2.51亿元，同比略有下降，主要系食用油系列产品销售规模有所下降。受食用油类产品代理销售利润较低的影响，公司非盐商品销售毛利率降至3.61%。

5. 其他业务

2013年以前，公司其他业务主要包括学校、物业管理以及工程设计、勘测和咨询等业务，分别由子公司湖南轻工高级技术学院、湖南晶鑫物业管理有限公司以及湖南省轻工纺织设计院承担。近年来，公司加大在高新技术方面的投入，先后成立轻工研究院、造纸研究所及陶

瓷研究所等机构，其中轻工研究院成功研制出驱蚊脂（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，并在 2013 年实现该产品的生产和销售。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。

表 4 驱蚊脂等产品产销情况（单位：万元）

产品	2013 年	2014 年 1-3 月
避蚊胺	产能（吨）	150.0
	产量（吨）	62
	销量（吨）	60
	平均售价（元/吨）	52500
	销售额（万元）	315.0
驱蚊脂	产能（吨）	150.0
	产量（吨）	163.9
	销量（吨）	109.0
	平均售价（元/吨）	44184
	销售额（万元）	481.6
薄荷胺	产能（吨）	50.0
	产量（吨）	15.6
	销量（吨）	21.5
	平均售价（元/吨）	192279
	销售额（万元）	413.4

资料来源：公司提供

6. 未来发展

公司目前主要在建项目总投资约为 5.12 亿元。其中，制盐系统综合节能技术改造主要是将制盐二组罐四效生产改造为五效蒸发工艺生产，配套 30 万吨盐硝联产装置生产，该项目已于 2013 年 6 月动工，预计 2014 年底完工；湖南陶瓷技师学院新校区建设项目建设用地面积 25 万平方米，总建筑面积 10.60 万平方米，包括教学综合大楼、陶瓷实训大楼、生活服务设施、食堂及学生公寓等基础设施。

表 5 公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	截至 2014 年 3 月底 累计投入	2014 年 4-12 月 计划	2015 年 计划
制盐系统综合节能技术改造	17400	13543	3957	--
小包装扩能	8700	1966	3100	4000

湖南陶瓷技师学院新校区建设项目	25055	428	4500	8000
合计	51155	15937	11557	12000

资料来源：公司提供

注：小包装扩能项目因建设工程中有所调整，实际投入将大于预计投入。

总体来看，公司在建项目规模不大，但未来仍需一定投入，待项目建成后公司收入及利润规模有望得到提升。

八、财务分析

公司提供的 2011 年财务报表经天健会计师事务所有限公司审计，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 年财务报表经中审亚太会计师事务所湖南分所审计，均出具标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2014 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变化方面，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。总体看，跟踪期内公司合并范围变化对财务数据可比性影响小。

截至 2013 年底，公司资产总额 52.41 亿元，所有者权益 24.86 亿元（含少数股东权益 3.17 亿元）；2013 年，公司实现营业收入 25.32 亿元，利润总额 3.01 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 56.40 亿元，所有者权益 25.94 亿元（含少数股东权益 3.27 亿元）；2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.38 亿元，利润总额 0.63 亿元。

1. 盈利能力

2013 年，公司营业总收入和营业成本分别为 25.32 亿元和 12.98 亿元，同比分别上升 9.58%和 5.10%；公司营业总收入中包含 0.61 亿元利息收入，其中 0.54 亿元为子公司创投公司业务收入，主要包含固定收益理财、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。2013 年，公司营业利润率为

45.88%，同比增长 2.00 个百分点，保持较为稳定。

期间费用方面，2013 年公司期间费用为 9.72 亿元，较 2012 年增长 13.09%，增长主要来自销售费用和管理费用。同期，公司期间费用占营业收入比为 38.37%，较 2012 年增长 1.19 个百分点，公司对期间费用的控制水平较弱。

2013 年，公司公允价值变动收益 1.00 亿元，全部来自公司持有的交易性金融资产变动收益；公司投资收益-0.02 亿元，主要系公司出售交易性金融资产（股票）损失所致。2013 年，公司实现营业利润 2.87 亿元，同比增长 66.04%。

公司营业外收入主要以政府补助为主，2013 年公司营业外收入 0.43 亿元，其中政府补助 0.30 亿元。2013 年公司实现利润总额 3.01 亿元，较 2012 年增长 38.24%。

从盈利指标来看，由于 2013 年公司利润规模有所上升，公司总资本收益率及净资产收益率较 2012 年均有一定程度的提升，2013 年上述比率分别为 7.74%和 8.87%，而 2012 年上述比率分别为 6.59%和 7.62%。

2014 年 1~3 月，公司实现营业总收入 5.38 亿元，为 2013 年全年的 21.24%，主要是公司盐及盐类产品业务带来的收入，公司营业利润率为 53.78%。同期，公司实现利润总额 0.63 亿元。

总体看，跟踪期内，受盐及盐类产品销售收入增长的影响，公司 2013 年营业收入同比有所上升；由于期间费用持续上升且处于较高水平，公司利润规模受到一定影响，但仍保持增长趋势。公司整体盈利能力较强。

2. 现金流及保障

从经营活动看，公司经营活动现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2013 年，公司经营活动现金流入为 29.51 亿元，其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金 25.97 亿元，较 2012 年增长 2.49%。同期，公司现金收

入比为 102.54%，公司收入实现质量一般。公司经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金，2013 年公司经营活动现金流出为 25.68 亿元，其中，公司购买商品、接受劳务支付的现金 11.59 亿元，较 2012 年小幅下降 4.83%。2013 年，公司经营活动现金流净额为 3.83 亿元。

从投资活动看，2013 年公司投资活动现金流规模较 2012 年有所上升，其中收到投资收到的现金和投资支付的现金分别为 2.32 亿元和 4.60 亿元，主要为银行存款做理财以及创投公司投资活动收支产生的现金流变动。另外，2013 年公司对在建项目投入 1.51 亿元。2013 年，公司投资活动现金流量净额-3.52 亿元。

从筹资活动看，2013 年公司筹资活动现金流入来自取得借款收到的现金及吸收投资收到的现金，分别为 16.14 亿元和 0.30 亿元，吸收投资收到的现金系该年度湖南省国资委向公司投入 0.30 亿元作为资本溢价。同年，公司筹资活动现金流出主要表现为偿还借款及利息支付。2013 年，公司筹资活动净现金流为-0.22 亿元。

2014 年 1~3 月，公司经营活动净额为 0.12 亿元；投资活动净额为-3.37 亿元，其中收回投资收到的现金和投资支付的现金分别为 2.88 亿元和 6.61 亿元；筹资活动现金净额为 3.34 亿元，其中收到其他与筹资活动有关的现金 4.25 亿元，主要系子公司创投公司以债券正回购方式融资借款所得。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流入规模较大，但收入实现质量一般；公司投资支付的现金规模有所波动，尤其是 2013 年以来，公司通过金融资本运作导致的现金流入流出规模均较大。

3. 资本及债务结构

截至 2013 年底，公司合并资产总额 52.41 亿元，其中流动资产占比 49.23%，非流动资产占比 50.77%，较 2012 年底相比，公司流动资

产占比有所下降。

流动资产

截至 2013 年底,公司流动资产 25.80 亿元,同比增长 2.51%,基本保持稳定。同期,公司货币资金 7.32 亿元,其中受限资金仅为 0.03 亿元,占比很低;交易性金融资产 1.50 亿元,同比增长主要系公允价值变动所致;其他应收款 2.21 亿元,主要包含湖南省非税收入征收管理局应收的 0.60 亿元和湖南省国土资源厅应收矿山环境治理保证金 0.14 亿元;其他流动资产 6.24 亿元,主要包含 5.43 亿元委托贷款。

非流动资产

截至 2013 年底,公司非流动资产 26.61 亿元,同比增长 18.34%,非流动资产主要由固定资产和无形资产构成。截至 2013 年底,公司可供出售金融资产 3.15 亿元,主要是创投公司直投项目成本;持有至到期投资 2.02 亿元,全部为公司购买的公司债券;无形资产 5.10 亿元,主要由 4.67 亿元土地使用权和 0.82 亿元采矿权构成。

截至 2014 年 3 月底,公司资产总额为 56.40 亿元,同比增长 7.62%,主要来自其他流动资产和持有至到期投资的增长。同期,公司资产总额中流动资产占 45.61%,非流动资产占 54.39%,公司资产结构较 2013 年底变化不大。

总体看,跟踪期内,公司资产规模有所扩大。公司非流动资产以固定资产、在建工程为主,非流动资产构成较为稳定;公司流动资产中货币资金、存货和其他流动资产占比较大,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,公司整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2013 年底,公司所有者权益 24.86 亿元(含少数股东权益 3.17 亿元),同比增长 13.36%。同期,公司实收资本为 10 亿元,同比大幅增长,主要系资本公积转增实收资本 7.69

亿元;资本公积-0.22 亿元,主要变动包括:湖南省国资委投入 0.30 亿元作为资本溢价;公司部分划拨地转为出让地,湖南省政府将土地出让总价款与补缴土地价款的差异作为国有资本金投入,增加其他资本公积 0.47 亿元。截至 2013 年底,公司所有者权益中实收资本、盈余公积及未分配利润分别占比 39.55%、8.77%和 38.26%,公司所有者权益稳定性一般。

截至 2014 年 3 月底,公司所有者权益为 25.94 亿元(含少数股东权益 3.27 亿元),较 2013 年底增长 4.35%,增长主要来自未分配利润。

整体看,跟踪期内,公司实收资本有所增长,但所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2013 年底,公司负债总额 27.55 亿元,同比增长 7.10%,增长主要源自长期借款增长。截至 2014 年 3 月底,公司负债总额 30.47 亿元,较 2013 年底增长 15.05%,其中流动负债新增卖出回购金融资产款 2.95 亿元,系创投公司以债券正回购方式融资借款所致。

从有息债务来看,截至 2013 年底,公司全部债务为 19.20 亿元,同比增长 3.21%,其中短期债务占 54.86%,长期债务占 45.14%。截至 2014 年 3 月底,公司全部债务为 19.45 亿元,较 2013 年底略有增长。

从债务指标来看,截至 2013 年底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 52.57%、43.58%和 25.85%。截至 2014 年 3 月底,公司上述指标分别为 54.01%、42.85%和 25.57%。

整体看,跟踪期内,公司债务仍以短期债务为主,债务负担略有增长。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2013 年公司流动比率和速动比率分别为 145.58%和 111.75%,较 2012 年分别增长 2.22 个百分点和 2.46 个百分点;截至 2014 年 3 月底,公司上述比率分别为 126.18%和 96.84%。2013 年,公司经营活动现

金流动负债比为 21.59%，较 2012 年上升 4.95 个百分点。总体看，公司短期偿债能力指标一般，但考虑到公司收入及现金流规模相比短期债务规模较大，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，截至 2013 年底，公司 EBITDA 为 5.97 亿元。同期，公司全部债务/EBITDA 为 3.22 倍；EBITDA 利息保障倍数为 4.82 倍。总体看，公司长期偿债能力适宜。

截至本次跟踪评级日，公司存续期内债券总额 12 亿元（以下简称“存续债券”），包括两期总额 10 亿元中期票据和一期 2 亿元短期融资券。2013 年，公司 EBITDA 为两期中期票据总额度的 0.60 倍；公司经营活动现金流入量及净额分别为存续债券的 2.46 倍和 0.32 倍。

截至 2013 年底和 2014 年 3 月底，公司现金类资产分别为 9.68 亿元和 9.03 亿元，分别为“14 湘轻盐 CP001”的 4.84 倍和 4.52 倍。2013 年，公司经营活动现金流入量及净额分别为“14 湘轻盐 CP001”的 14.75 倍和 1.91 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续债券保障程度较好；公司现金类资产及经营活动现金流入量对“14 湘轻盐 CP001”保障程度好。

截至 2014 年 3 月底，公司无对外担保事项。

截至 2014 年 3 月底，公司共获银行授信额度 17.20 亿元，已使用授信额度 5.60 亿元，尚未使用额度为 11.60 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《企业基本信用信息报告》，截至 2014 年 2 月 18 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

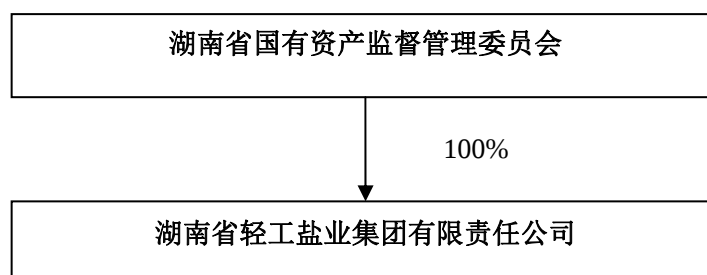
公司是湖南省境内唯一的食盐批发经营主体，具有区域垄断性，食盐销售利润较为稳定。

近年来，盐及盐类产品产量与销量稳步提升，非盐商品销售业务快速发展，公司收入规模及资产规模稳定增长。联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

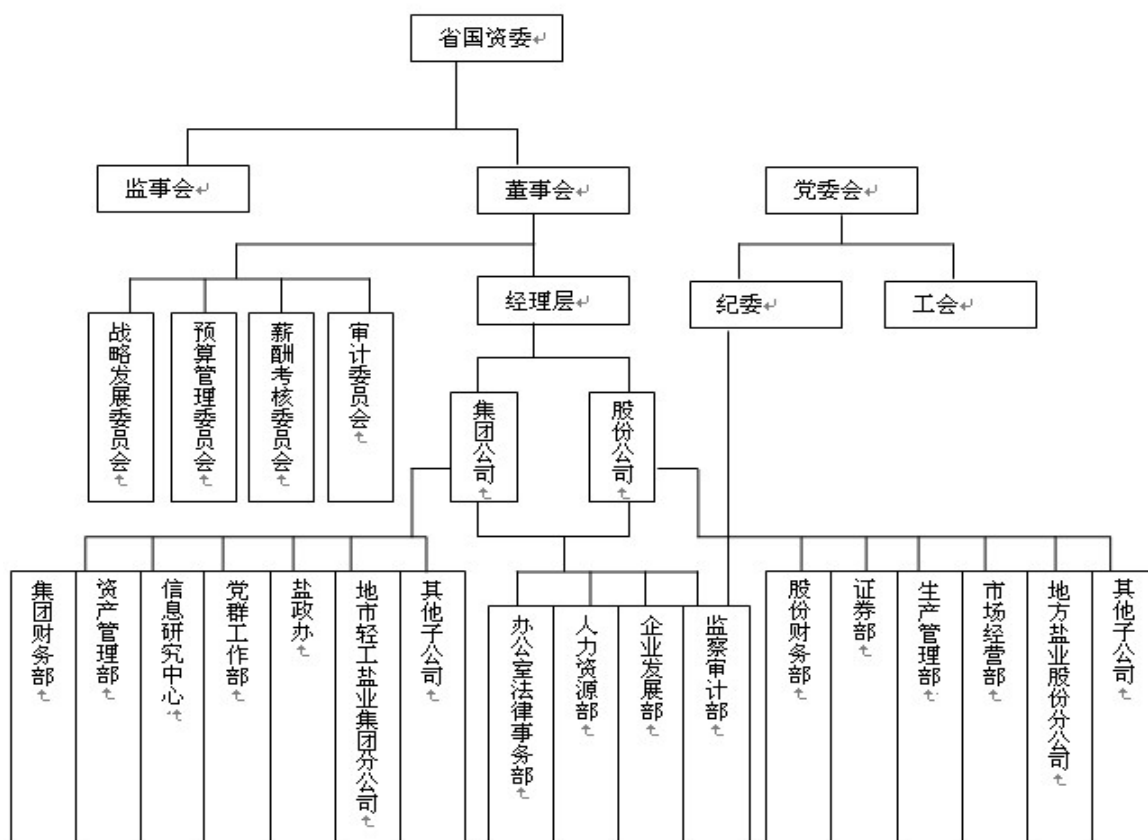
九、结论

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“12 湘轻盐 MTN1”、“14 湘轻盐 MTN001” AA 和“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 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.71	9.30	9.68	9.03
资产总额(亿元)	40.74	47.65	52.41	56.40
所有者权益(亿元)	19.29	21.93	24.86	25.94
短期债务(亿元)	13.59	11.36	10.53	10.53
长期债务(亿元)	2.18	7.24	8.67	8.91
全部债务(亿元)	15.77	18.60	19.20	19.45
营业收入(亿元)	21.43	23.11	25.32	5.38
利润总额(亿元)	1.69	2.18	3.01	0.63
EBITDA(亿元)	3.69	4.78	5.97	--
经营性净现金流(亿元)	0.87	2.92	3.83	0.12
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.50	10.81	15.64	--
存货周转次数(次)	4.05	2.63	2.17	--
总资产周转次数(次)	0.58	0.52	0.51	--
现金收入比(%)	113.46	109.63	102.54	118.70
营业利润率(%)	43.00	43.88	45.88	53.78
总资本收益率(%)	5.36	6.59	7.74	--
净资产收益率(%)	7.09	7.62	8.87	--
长期债务资本化比率(%)	10.17	24.83	25.85	25.57
全部债务资本化比率(%)	44.98	45.90	43.58	42.85
资产负债率(%)	52.66	53.99	52.57	54.01
流动比率(%)	102.52	143.36	145.58	126.18
速动比率(%)	83.29	109.29	111.75	96.84
经营现金流动负债比(%)	4.85	16.64	21.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.47	4.35	4.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.27	3.90	3.22	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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