

# 信用等级公告

联合〔2019〕2041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>，并维持“14 湘轻盐 MTN001”“15 湘轻盐 MTN001”“16 湘轻盐 MTN001”“16 湘轻盐 MTN002”和“17 湘轻盐 MTN001”的信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇一九年七月十九日



## 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<sup>+</sup>

上次评级结果：AA<sup>+</sup>

### 债项信用

名称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 湘轻盐 MTN001	4 亿元	2019/07/23	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
15 湘轻盐 MTN001	4 亿元	2020/12/24	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
16 湘轻盐 MTN001 <sup>1</sup>	7 亿元	2021/08/05	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
16 湘轻盐 MTN002	4 亿元	2021/08/24	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
17 湘轻盐 MTN001	9 亿元	2022/04/12	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

### 评级展望

跟踪评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 19 日

### 财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	20.03	20.62	34.78	47.80
资产总额(亿元)	100.79	99.63	125.59	151.85
所有者权益合计(亿元)	49.85	59.98	61.55	61.95
短期债务(亿元)	14.25	12.12	19.63	32.49
长期债务(亿元)	21.43	15.59	32.83	39.97
全部债务(亿元)	35.68	27.71	52.46	72.46
营业收入(亿元)	44.75	50.85	51.13	14.30
利润总额(亿元)	3.29	2.18	2.24	0.58
EBITDA(亿元)	7.14	6.30	5.84	--
经营性净现金流(亿元)	0.17	15.09	3.99	4.59
营业利润率(%)	30.39	24.52	26.50	26.30
净资产收益率(%)	7.26	3.00	2.80	--
资产负债率(%)	50.54	39.80	50.99	59.20
全部债务资本化比率(%)	41.72	31.60	46.01	53.91
流动比率(%)	137.95	186.39	200.96	150.69
全部债务/EBITDA(倍)	0.64	67.75	13.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.99	4.40	8.98	--
经营现金流/负债比(%)	4.39	4.17	4.38	--

注：2019 年 1 季度财务数据未经审计；所有者权益中含已发行永续中期票据

### 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，反映了其作为盐产品产销一体化的大型盐业公司之一，在区域地位、资源禀赋、生产规模、产品市场认可度方面具备显著优势。跟踪期内，伴随盐业体制改革推进，公司不断拓展省外市场，主业盐类产品产销量保持增长，带动收入、利润稳中有增。同时，联合资信也关注到盐业体制改革加剧食盐市场竞争及产品价格下跌、公司食盐产品盈利能力持续下降及资本市场波动风险等因素给公司信用基本面带来的不利影响。

2019年1月，公司完成对重庆宜化化工有限公司（以下简称“重庆宜化”）的收购，原盐产能进一步扩大，并有助于公司拓展重庆市场。未来，伴随盐业改革逐步稳定，市场竞争将趋于理性化，公司盈利能力有望回升。

公司现金类资产对一年内到期兑付债券保障能力很强；经营活动现金流入量对存续期内债券的保障能力尚可。

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>，并维持“14湘轻盐MTN001”“15湘轻盐MTN001”“16湘轻盐MTN001”“16湘轻盐MTN002”和“17湘轻盐MTN001”的信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

### 优势

1. 公司作为湖南省内主要的国有食盐生产及批发企业，区域优势明显，具备规模效益，食盐产品市场认可度高。
2. 跟踪期内，公司盐类产品市场份额得到进一步巩固，销售保持增长。
3. 公司于 2019 年一季度完成重庆宜化收购，产能进一步提升，且将有助于未来重庆市场业务拓展。

<sup>1</sup>注：存续期债券中“16 湘轻盐 MTN001”和“17 湘轻盐 MTN001”为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日

分析师：黄露 李博恒

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

#### 关注

1. 中国食盐专营体制正面临进一步改革，市场化竞争导致食盐产品价格下跌，整体盈利水平有所下降。
2. 跟踪期内，中国证券市场波动，公司创投业务收益风险较大。
3. 公司存续期内债券“16湘轻盐MTN001”和“17湘轻盐MTN001”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，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由湖南省轻工盐业集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 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。2014年4月，公司名称更为现名。截至2019年3月底，公司注册资本10亿元，实收资本10亿元，湖南省国资委为公司唯一出资人。

2011年12月，公司与湖南轻盐创业投资管理有限公司、湘江产业投资有限责任公司、贵州盐业（集团）有限责任公司、江苏省盐业集团有限责任公司、广西壮族自治区盐业公司、湖南发展投资集团有限公司、湖南财信创业投资有限责任公司共同发起设立湖南盐业股份有限公司（以下简称“湖南盐业”），湖南盐业于2018年3月在上海证券交易所发行上市（股票代码“600929.SH”）。截至2019年3月底，湖南盐业实收资本9.18亿元，公司直接持有其59.84%的股权，通过湖南轻盐创业投资管理有限公司（以下简称“创投公司”）间接持有其2.86%股权。公司盐业相关业务主要由湖南盐业

负责经营。

公司经营范围主要包括食盐、工业盐等盐化工产品的生产和销售，贸易业务和投资业务等。截至2019年3月底，公司内设财务部、办公室、党群工作部、人力资源部、纪检监察部、战略发展部、信息管理中心等9个部室；下设湖南盐业、创投公司、湖南轻盐新阳光产业发展投资有限公司（以下简称“新阳光投资”）、湖南轻盐宏创商贸有限公司（以下简称“宏创商贸”）等14家一级子公司。

截至2018年底，公司资产总额125.59亿元，所有者权益61.55亿元（含少数股东权益11.77亿元）；2018年，公司实现营业收入51.13亿元，利润总额2.24亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额151.85亿元，所有者权益61.95亿元（含少数股东权益11.94亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入14.30亿元，利润总额0.58亿元。

公司注册地址：湖南长沙市建湘路519号；法定代表人：冯传良。

### 三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2014年7月23日发行4亿元“14湘轻盐MTN001”，将于2019年7月23日到期兑付，募集资金全部用于偿还银行借款。公司于2015年12月24日发行4亿元“15湘轻盐MTN001”，将于2020年12月24日到期兑付，募集资金全部用于偿还银行借款。公司于2016年8月24日发行4亿元“16湘轻盐MTN002”，将于2021年8月24日到期兑付，募集资金全部用于偿还银行借款。

公司于2016年8月发行7亿元“16湘轻盐MTN001”，无固定赎回日期，前五个计息年度利率保持不变，自第六个计息年度起，每五年重置一次票面率；募集资金中2亿元用于补充流动资金、5亿元用于偿还银行借款。公



公司于 2017 年 4 月发行 9 亿元“17 湘轻盐 MTN001”，无固定赎回日期，前五个计息年度利率保持不变，自第六个计息年度起，每五年重置一次票面率；募集资金全部用于偿还银行借款。

截至目前，公司全部债券募集资金均已按照规定用途使用完毕，并均按时支付利息金额。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
14 湘轻盐 MTN001	4	4	2014/07/23	2019/07/23
15 湘轻盐 MTN001	4	4	2015/12/24	2020/12/24
*16 湘轻盐 MTN001	7	7	2016/08/05	2021/08/05
16 湘轻盐 MTN002	4	4	2016/08/24	2021/08/24
*17 湘轻盐 MTN001	9	9	2017/04/12	2022/04/12

注：存续期债券中标注为\*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日

资料来源：Wind、联合资信整理

#### 四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资

成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年(7.0%) 加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个

百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在

合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

## 五、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，盐及相关产品生产与销售是公司的主营业务。

### 1. 盐业概况

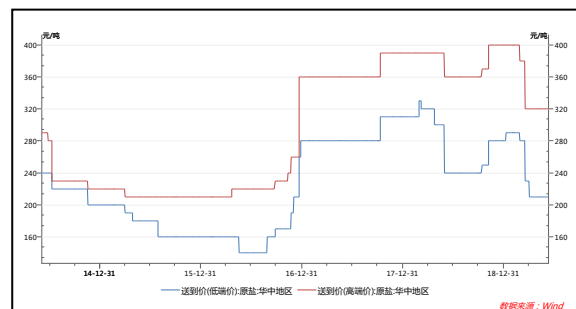
盐业是关系国计民生的重要产业，盐既是日常生活的必需品，又是不可缺少的化工原料。制盐工业兼有消费品工业和基础原材料工业的两重性，在国民经济中占有特殊重要的地位。盐产品可分为食盐、小工业盐和两碱用盐，与

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，纯碱行业和氯碱行业是制盐行业主要的下游行业。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，目前工业盐市场已全部放开，属于市场竞争行业。

根据 Wind 数据，2018 年中国原盐累计产量达 5836.2 万吨，同比下降 6.9%。2018 年，中国原盐累计进口 918.34 万吨，同比下降 0.8%；同期累计出口量 109.29 万吨，同比大幅增长 21.6%。

送到价方面，华中地区原盐送到价整体呈现高位运行的趋势，根据 Wind 数据，2016 年下半年以来原盐送到价快速提升并于 2017 年高位保持相对稳定，2018 年内波动较大，于年中出现低谷，年末高峰后于 2019 年开始逐步下降，截至 2019 年 6 月中旬，华中地区原盐送到价（高端价）为 320 元/吨，华中地区原盐送到价（低端价）维持在 210 元/吨。

图 1 华中地区原盐送到价（单位：元/吨）



资料来源：Wind

### 2. 盐业政策

中国原实行食盐专营制度，主要有国务院《食盐专营办法》（国务院令 197 号，2013 年修正）和《食盐专营许可证管理办法》（2006 年 4 月 28 日公布，国家发改委令 45 号）两个框架性文件。

2016 年 5 月 5 日，国务院印发《盐业体制改革方案》（国发〔2016〕25 号）（以下简称



《方案》），《方案》指出，在坚持食盐专营制度基础上推进供给侧结构性改革，坚持依法治盐，创新管理方式，健全食盐储备，严格市场监管，建立公平竞争、监管到位的市场环境，培育一批具有核心竞争力的企业，逐步形成符合中国国情的盐业管理体制。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，允许现有食盐定点生产企业进入流通销售领域，食盐批发企业可开展跨区域经营。

《方案》强化食盐专业化监管，完善食盐专营制度。不再核准新增食盐定点生产企业，确保企业数量只减不增；坚持批发专营制度，以现有食盐定点生产企业和食盐批发企业为基数，不再核准新增食盐批发企业；保持现有专业化食盐监管体制不变，由盐业主管机构依法负责食盐管理与监督。

《方案》推进盐业管理综合改革，完善食盐储备制度。改革食盐生产批发区域限制，取消食盐定点生产企业只能销售给指定批发企业的规定，取消食盐批发企业只能在指定范围销售的规定；改革食盐政府定价机制，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。各级价格管理部门要加强对食盐零售价格的市场监测，配合盐业主管机构采取措施，保持价格基本稳定，特殊情况下可依法采取价格干预或其他紧急措施，防止普通食盐价格异常波动；取消工业盐运销管理，取消各地自行设立的两碱工业盐备案制和准运证制度，取消对小工业盐及盐产品计入市场的各类限制，放开小工业盐及盐产品市场和价格；改革食盐储备体系，建立由政府储备和企业社会责任储备组成的全社会食盐储备体系，各省（区、市）根据本地食盐供需情况建立政府食盐储备，储备量不得低于本省（区、市）1个月食盐消费量。

### 3. 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”。截至2018年底全省常住人口6898.8万人。其中，城镇人口3864.7万人，城镇化率56.02%，同比提高1.4个百分点。

根据《湖南省2018年国民经济和社会发展统计公报》资料显示，2018年湖南省完成生产总值36425.8亿元，比上年增长7.8%。

从国内贸易来看，2018年湖南省社会消费品零售总额达15638.3亿元，同比增长10.0%。其中，限额以上法人批发和零售业商品零售额4980.3亿元，比上年增长9.9%；分商品类别看，粮油、食品类零售额增长18.4%。

从人民生活来看，2018年湖南省全体居民人均可支配收入25241元，比上年增长9.3%，扣除价格因素实际增长7.2%。其中，城镇居民人均可支配收入36698元，比上年增长8.1%，扣除价格因素实际增长6.1%；农村居民人均可支配收入14093元，比上年增长8.9%，扣除价格因素实际增长6.8%。同期，全省城镇居民人均消费支出25064元，比上年增长8.2%；农村居民人均生活消费支出12721元，增长10.3%。

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。

## 六、基础素质分析

公司为国有独资企业，截至2019年3月底，公司注册资本10亿元，实收资本10亿元，湖南省国资委为公司出资人和实际控制人。

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”。近年来，公司金融创投业务稳步发展迅速，2014年5月子公司创投公司获得中国证券投资基金业协会颁发的《私募投资基金管理人登记证书》，成为具备私募投资基金管理

人资格的金融机构。截至 2019 年 3 月底，创投公司管理的投资规模 21.81 亿元。

盐产品生产方面，截至 2018 年底公司原盐年生产能力约 388 万吨，位居国内领先地位。2018 年，公司全年实际生产原盐 396.04 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。2018 年，公司共完成食盐销售 120.28 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。

总体看，公司为中国大型原盐生产销售一体化企业之一，为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。伴随盐业改革推进，公司逐步拓展省外市场；2019 年，公司完成重庆宜化化工有限公司（以下简称“重庆宜化”）收购（详见重大事项），盐化工产品产能进一步扩张，伴随后续盐业产业链的逐步完善及协同效应展现，公司综合竞争力有望提升。

## 七、管理分析

2018 年，公司原副总经理杨正华调任至湖南盐业任总经理；同期，公司新任命龙江虹出任总工程师。公司高级管理人员变动对公司经营无重大影响。

此外，公司管理体制及管理制度等方面无重大变化。

## 八、重大事项

2018 年 11 月 9 日，公司及其附属湖南轻盐晟富盐化产业私募股权基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“轻盐晟富”）分别召开集团董事会及基金投委会临时会议，审议通过了

受让湖北双环科技股份有限公司（以下简称“双环科技”）附属公司重庆宜化的有关议案《关于轻盐集团整体收购重庆宜化的议案》和《关于重庆宜化项目投资的议案》。

2018 年 12 月 21 日，湖南省国资委出具《关于湖南省轻工盐业集团有限公司整体并购重庆宜化 100% 股权的复函》（湖国资发展函〔2018〕227 号），原则同意本次收购。

根据股权转让协议，双环科技将持有重庆宜化 100% 的股权对外转让，公司受让重庆宜化 51% 股权，轻盐晟富受让重庆宜化 49% 股权。

根据开元资产评估有限公司出具并经宜昌市国资委备案的《资产评估报告》，截至评估基准日（2018 年 8 月 31 日），重庆宜化净资产的评估价值为 26267.13 万元，经交易各方协商，重庆宜化 100% 股权的转让价格为 26267.13 万元。其中，公司应支付 13396.24 万元、轻盐晟富应支付 12870.89 万元。交易对价分三笔支付，受让方按股权比例分别支付。根据交易合同规定，第一笔交易对价 1.70 亿元，该笔对价专项用于偿还双环科技对渤海银行武汉分行的借款；第二笔交易对价 0.73 亿元，由交易各参与方签订《债权债务转让协议》，受让方无需向双环科技实际支付对价款；第三笔交易对价 0.20 亿元，重庆宜化在基准日经评估确认的应收账款、预付款项价值总额在交割日后一年内未能全额收回，经本次交易各方共同函证或者走访也无法确认的，由双环科技按照评估的价值扣除已收回金额和扣除函证走访后确认的金额剩余的差值进行债权收购，双环科技完成前述债权收购事项后五个工作日内，受让方支付第三笔交易对价。

2018 年 12 月 25 日，公司及轻盐晟富已支付第一笔交易对价；2019 年 1 月，公司及轻盐晟富已与双环科技、重庆宜化签署《债权债务转让协议》，公司及轻盐晟富合计增加对重庆宜化负债 7267.13 万元，完成第二笔交易对价。

截至 2018 年底，重庆宜化已完成工商变更，并于 2019 年 1 月纳入公司合并范围。

财务方面，截至 2018 年 8 月底，重庆宜化资产总额 27.61 亿元，所有者权益-2.96 亿元；2017 年实现收入 14.29 亿元。生产方面，重庆宜化运用联碱法生产纯碱和氯化铵等化工产品，截至 2018 年 8 月底，重庆宜化具备年生产原盐 120 万吨、纯碱 70 万吨、氯化铵 70 万吨的能力。

整体看，公司收购重庆宜化将进一步扩大盐化工业务生产能力，且有助于公司拓展重庆市场；公司将其纳入合并范围后，强化管理，优化设备，2019 年已实现盈利。联合资信将持

续关注收购重庆宜化的后续进展及该事件对公司自身经营水平的影响。

## 九、经营分析

### 1. 经营现状

公司主要生产和销售食盐、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纸类、食用油及日化产品等贸易、金融创投、包装物、房地产、医院、学校及物业管理等。

表 2 近年公司营业收入构成（单位：亿元、%）

业务种类	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
盐及盐类产品	19.85	44.56	57.57	20.18	39.69	53.84	23.03	45.04	48.67	9.70	67.83	35.67
房地产开发	2.38	5.25	4.95	1.84	3.62	16.30	3.62	7.08	21.60	0.17	1.19	23.75
非盐商品销售	19.47	42.91	5.25	25.31	49.77	1.56	21.31	41.68	1.21	3.43	23.99	1.46
创投收入	1.16	2.56	100.00	0.58	1.14	100.00	1.31	2.56	100.00	0.19	1.32	100.00
其他	2.51	5.53	40.37	2.94	5.78	44.20	1.86	3.64	53.87	0.81	5.67	38.19
合计	45.37	100.00	32.30	50.85	100.00	26.43	51.13	100.00	28.48	14.30	100.00	28.32

资料来源：公司提供

2016—2018 年，公司营业收入稳步增长，2018 年实现收入 51.13 亿元。具体构成方面，公司收入仍以盐及盐类产品和非盐商品销售为主，占比分别为 45.04% 和 41.68%。2018 年，公司实现盐及盐类产品收入 23.03 亿元，同比增长 14.12%，主要由于工业盐产量及产品价格均同比提升；公司实现非盐商品销售 21.31 亿元，同比下降 15.80%，主要由于缩减大宗商品贸易规模；同期，公司在售地产项目仅为轻盐雅苑项目，当期实现收入 3.62 亿元，同比增长 96.74%，主要受结算进度影响；2018 年，受益于债券和股权投资较好的收益水平，公司创投业务收入同比回升 125.90% 至 1.31 亿元。公司其他业务主要包括工程收入、咨询及服务费、代建收入及物业收入等业务，2018 年，其他业务收入 1.86 亿，同比下降 36.70%。受限于业务规模及市场波动，跟踪期内，公司地产、创投

及其他业务收入规模较小。

毛利率方面，随着盐业政策改革导致市场竞争加剧以及煤炭成本持续高位盘整，公司盐类产品毛利率呈下滑趋势，2018 年为 48.67%，同比下降 5.17 个百分点；同期，由于毛利率较高的地产二期项目及租赁和开发合作项目收入占比提高，公司房地产开发业务毛利率同比提升 5.30 个百分点至 21.60%；创投业务成本主要体现在期间费用当中，该板块毛利率保持高水平，2018 年仍为 100.00%。跟踪期内，公司非盐商品销售毛利率较为稳定，为 1.21%，虽然收入占比较高，但对公司利润贡献较小。由于毛利率占比较高的盐及盐类产品业务收入占比提升，2018 年，公司综合毛利率同比提升 2.05 个百分点至 28.48%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 14.30 亿元，同比增长 14.18%，为 2018 年全年收入

的 27.97%，主要由于新并入重庆宜化后，盐化产品收入的大幅增长。公司食盐产品受市场竞争影响，产品价格小幅下降，毛利率仍保持在较高水平；但由于重庆宜化主要盐化产品毛利率不及食盐产品，且一季度重庆宜化盐化产品收入占比较高，导致公司当期盐及盐类产品板块整体毛利率较 2018 年下降 13.00 个百分点至 35.67%；同期，公司综合毛利率较 2018 年小幅下降至 28.32%。

总体看，跟踪期内公司收入水平稳步提升，但盐及盐类产品受盐业体制改革、市场竞争加剧及成本提升等因素综合影响，盈利能力有所下降。

## 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以及重庆宜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。

截至目前，公司盐类产品生产由湘衡盐化、湘澧盐化、江西九二盐业有限责任公司（以下简称“九二盐业”）、湖南雪天盐业技术开发有限公司（只有生产加工）及重庆宜化五家子公司负责。截至 2019 年 3 月底，公司合计拥有原盐产能 508 万吨，2018 年公司合并范围实际生产原盐约 396.04 万吨。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。

食盐方面，随着盐业体制改革政策落地，食盐定点生产企业进入流通领域，省级盐业单位跨区域经营，导致行业竞争格局发生变化。资源配置向产销一体、跨区域经营、拥有资源、品牌、技术、人才等综合优势的规模企业集聚，产业集中度逐步提高。盐改以来，公司作为盐

业产销一体化企业，在继续发挥省内食盐供应主渠道作用的同时，大力开拓省外销售渠道，不断提升公司市场竞争力。

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。湖南省内食盐生产主要由湘衡盐化和湘澧盐化负责；同时，公司在湖南省内设有 14 家分公司，负责食盐产品的销售，2018 年，公司实现湖南省内小包装盐销售 20.78 万吨。此外，九二盐业负责江西赣州、广东粤东、珠三角地区和福建西南地区的食盐生产及销售，2018 年，公司实现省外小包装盐销售 20.00 万吨。

盐改的推进放松了食盐产品定价权，加剧了市场竞争，导致食盐产品价格逐年下降。2018 年，公司食盐产品均价为 776.86 元/吨，同比进一步下降 8.81%。

工业盐方面，公司拥有工业盐自主销售权，湘衡盐化和湘澧盐化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。九二盐业主要向江西、广东、福建等地销售各类工业盐产品。2018 年，公司工业盐的产销量分别为 275.76 万吨和 271.52 万吨，分别同比增长 23.40% 和 22.97%，主要为两碱用盐产销量受市场需求回暖影响增幅较大；同期，工业盐产品均价同比增长 3.22% 至 315.85 元/吨，带动盐及盐类产品业务收入的提升。

公司于 2019 年 1 月将重庆宜化纳入合并报表，并委托湖南盐业全面管理其生产经营，新增纯碱、氯化铵产品生产销售。截至 2019 年 3 月底，重庆宜化具备年产 120 万吨原盐、70 万吨纯碱和 70 万吨氯化铵的能力，2019 年一季度分别生产纯碱、氯化铵和盐产品 18.12 万吨、18.52 万吨和 31.48 万吨；产销率保持在高水平。

表 3 近年公司主要盐产品生产及销售情况（单位：万吨、元/吨、万元）

盐及盐类产品		2016 年	2017 年	2018 年
食盐	产量	68.57	122.91	120.28



	销量	71.26	117.37	123.67
	平均售价	1893.71	851.88	776.86
	销售额	134937.83	99982.27	96073.7
工业盐	产量	225.36	223.47	275.76
	销量	230.90	220.80	271.52
	平均售价	204.34	306.01	315.85
	销售额	47182.00	67567.55	85760.78
芒硝	产量	17.72	19.67	20.74
	销量	17.28	20.20	21.34
	平均售价	348.88	457.48	523.13
	销售额	6028.69	9242.13	11163.57

资料来源:公司提供

表 4 重庆宜化 2019 年一季度产品情况

纯碱	产能(万吨/年)	70.00
	产量(万吨)	18.12
	销量(万吨)	17.73
	平均售价(元/吨)	1753.00
	销售额(万元)	31081.00
氯化铵	产能(万吨/年)	70.00
	产量(万吨)	18.52
	销量(万吨)	18.16
	平均售价(元/吨)	574.00
	销售额(万元)	10997.00
盐产品	产能(万吨/年)	120.00
	产量(万吨)	31.48
	销量(万吨)	32.37
	平均售价(元/吨)	261.00
	销售额(万元)	8449.00

资料来源:公司提供

总体看,跟踪期内,公司食盐生产较为稳定,但受盐业体制改革推进,市场竞争加剧,食盐产品价格进一步下降;同期,由于下游市场需求回暖,工业盐产销量及产品均价同比提升,带动公司收入增长,但由于煤炭成本提升,盐业板块整体盈利能力有所下降。

### 3. 金融创投

公司金融创投业务主要由子公司创投公司负责。创投公司业务可分为固定收益、定向增发、长期股权投资、新三板投资及二级市场股

权交易五大类。债券投资、长期股权投资和定向增发是公司投资规模最大的三个板块,截至 2019 年 3 月底,创投公司的投资规模 21.81 亿元。其中,固定收益占比 18%,定向增发占比 46%,长期股权投资占比 22%,新三板投资占比 10%,以及二级市场交易占比 4%。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。公司长期股权投资主要寻找经营业务模式清晰、处于成熟期且成长性良好的企业,赚取被投资企业上市前后的市场估值价差,或从持股期内分享被投资企业经营业绩。

创投业务受金融市场波动影响大,2018 年,公司实现创投业务收入 1.31 亿元,同比增长 125.90%。

表 5 截至 2019 年 3 月底创投公司前五名定增和长期股权投资明细(单位:万元)

类别	企业名称	投资金额
定向增发	中节能太阳能股份有限公司	11560
	大唐华银电力股份有限公司	11226
	广东东方精工科技股份有限公司	8152
	安徽省司尔特肥业股份有限公司	7355
	中国石油集团工程股份有限公司?	6196
长期股权投资	华弘一号私募基金	30000
	重庆宜化化工有限公司	9750
	华声在线股份有限公司	6096
	湖南盐业股份有限公司	4022
	北京微影时代科技有限公司	2000

资料来源:公司提供

总体看，公司创投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。

#### 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。2016年4月，公司宏创商贸，注册资本金5000万元，前身为轻盐集团大宗商品事业部。宏创商贸主营业务为大宗物资商品的批发销售，包括造纸原料及各类纸制品、钢材、水泥、化工原料等；以及代理各类商品的进出口。宏创商贸成立主要为应对盐业专营体制改革，以做大体量和实现销售收入为首要目标，以利润作为辅助目标，充分利用轻工行业多年的客户资源积累，通过大宗商品贸易，以达到未来稳定并扩大销售规模、迅速提高账面流水的经营目标，对公司的多元化发展起到重要的补充作用。2018年，宏创商贸实现收入21.31亿元。

#### 5. 房地产业务

公司投资的房地产项目为轻盐雅苑项目，其中，70%为面向集团内部职工开发的住宅楼，30%对外销售。该项目总投资10.00亿元，截至2019年3月底，已经投资8.05亿元，预计2019年4—12月投资0.50亿元，房地产业务未来投资规模较小。截至2019年3月底，轻盐雅苑可售面积15.04万平方米，已售面积12.84万平方米，累计实现销售7.07亿元。其中，2018年实现销

售1.87亿元，2019年一季度实现销售27.24万元。

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和新的收入利润增长点。

#### 6. 经营效率

2016—2018年，公司销售债权周转次数逐年下降，存货周转次数波动次数波动增长，总资产周转次数波动下降；三年均值分别为4.84次、7.69次和0.47次；2018年分别为4.27次、7.86次和0.45次。

总体看，跟踪期内，公司整体经营效率一般。

#### 7. 在建工程及未来发展

##### 在建工程

公司在建工程主要为湘雅五医院和盐化工扩建、技改项目，预计总投资42.74亿元，截至2019年3月底，已完成投资7.46亿元，预计2019年4—12月投资11.52亿元，2020年投资11.91亿元，后续剩余投资11.85亿元。各年度均由较大规模的投资需求，公司未来资本支出压力较大。

表6 公司主要在建项目情况（单位：万元）

序号	项目	计划总投资	截至2019年3月底已投金额	2019年4—12月计划投资	2020年计划投资
1	湘雅五医院一期项目	360000	65180	76320	100000
2	湘衡盐化锅炉超低排放及节能改造工程	14300	500	13800	0
3	九二盐业30万吨/年离子膜烧碱二期项目	28200	8830	15170	4200
4	九二盐业18万吨/年双氧水项目	24900	50	9950	14900
	合计	427400	74560	115240	119100

资料来源：公司提供

湘雅五医院一期项目：该项目包括南栋10层主体建筑及北栋地下室建设。截至2019年3

月底，南栋已施工至地上6层，北栋地下室已基本完成施工，预计2019年10月1日前项目

建筑工程可完工，后续仍需进行内部装修及医疗设备采购安装等工作。该项目建成后将为公司医疗健康产业板块提供基础和支撑，并作为公司建立全省三级医疗健康体系的核心。

湘衡盐化锅炉超低排放及节能改造工程：截至目前，该项目正在进行锅炉主体施工，预计 2019 年 10 月 1 日前完成全部工程建设。该项目的建设将确保公司最大的制盐企业达到锅炉废气的超低排放要求。

九二盐业 30 万吨/年离子膜烧碱二期项目：截至目前，该项目正在进行施工图设计审查和主要设备订货，预计 2020 年 6 月底之前完工。该项目的建设将提高公司离子膜烧碱产能并为公司后续盐化产业链的延伸奠定基础。

九二盐业 18 万吨/年双氧水项目：截至目前，该项目正在进行前期审批工作，预计 2020 年 12 月底之前完工。该项目的建设将提升公司资源利用效率并创造可观的经济效益。

此外，公司拟于 2019—2021 年投资建设重庆宜化煤气化节能技术升级改造项目，预计总投资 15.40 亿元。该项目主要是采取新的煤气化工艺对重庆宜化现有老旧落后的煤气化工艺进行升级改造，以降低生产成本，提升企业竞争力。

### 未来发展

公司未来将重点打造盐及食品、医疗健康产业、投资金融三大主业板块，并促进各主业板块“创新发展、协调发展、绿色发展、开放发展、共享发展”。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；医疗健康产业板块将以湘雅五医院项目为契机，重点部署临床医疗卫生服务、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“一体两翼”战略格局；投资金融板块将按自我投资和主动资产

管理并举战略转型，着力助推集团两大实业板块发展。

整体看，公司战略清晰，发展规划较为可行。

## 十、财务分析

公司提供了 2016—2017 年财务报告，大信会计师事务所（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；公司提供了 2018 年财务报告，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 2019 年一季度财务数据未经审计。

2017 年，公司合并范围内一级子公司 14 家，其中新增子公司一家，为湖南轻盐新阳光医疗产业发展有限公司；2018 年，公司合并范围内一级子公司 13 家，其中减少子公司一家，为湖南开门生活电子商务有限公司（被一级子公司湖南盐业收购，变更为公司的二级子公司）；2019 年一季度，公司合并范围内新增重庆宜化。上述合并范围变化，对公司近年财务数据可比性有一定影响。

截至 2018 年底，公司资产总额 125.59 亿元，所有者权益 61.55 亿元（含少数股东权益 11.77 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 51.13 亿元，利润总额 2.24 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 151.85 亿元，所有者权益 61.95 亿元（含少数股东权益 11.94 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 14.30 亿元，利润总额 0.58 亿元。

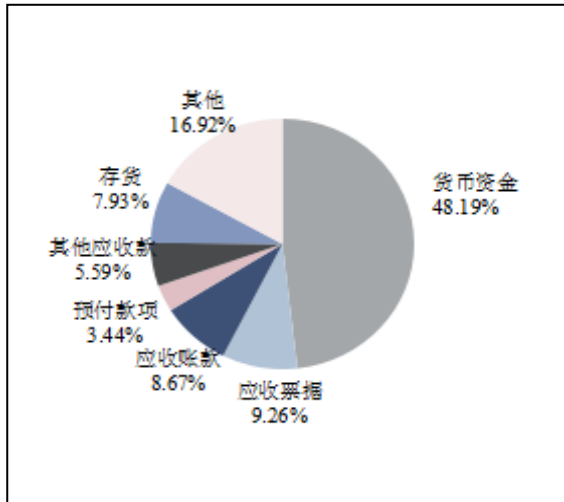
### 1. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模波动中有所增长，年均复合增长 11.63%，截至 2018 年底为 125.59 亿元，同比增长 26.06%，主要由于货币资金的快速增长。截至 2018 年底，公司流动资产占比 47.21%，同比增长 5.55 个百分点。

2016—2018 年，公司流动资产快速增长，

年均复合增长 26.16%，截至 2018 年底为 59.29 亿元，同比增长 42.83%，主要由于货币资金的快速增长。截至 2018 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 48.19%）、其他流动资产（占 15.53%）、应收票据（占 9.26%）、应收账款（占 8.67%）和存货（占 7.93%）构成。

图 2 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司货币资金 28.57 亿元，同比增长 135.58%，主要系公司于年底发行 20 亿元公司债所致。截至 2018 年底，公司受限货币资金 2.83 亿元，全部为银行承兑汇票保证金。

截至 2018 年底，公司应收票据 5.49 亿元，同比下降 33.38%，主要由于大宗商品业务量减少以及公司增加了票据贴现规模。截至 2018 年底，公司应收票据全部为银行承兑汇票，其中 1.08 亿元已质押，4.06 亿元已背书或贴现且资产负债表日尚未到期结算。同期，公司应收账款规模较为稳定，账面余额 5.49 亿元，计提坏账准备 0.35 亿元，账面价值为 5.14 亿元。其中，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款 4.24 亿元，账龄集中于 1 年内到期，占比 77.23%。

截至 2018 年底，公司其他应收款 3.31 亿元，同比增长 103.51%，主要由于公司新增认购云峰债项目以及新增对华天实业控股集团有限公司的借款。截至 2018 年底，按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款合计 2.47 亿元，为账龄 3 年以上的湖南省国有资产监督管

理委员会的五矿投资款 1.00 亿元和其他往来款 1.47 亿元，合计占其他应收款的 68.78%，集中度较高。

2016—2018 年，公司非流动资产有所波动，分别为 63.54 亿元、58.12 亿元和 66.30 亿元。其中，2017 年减少主要由于湖南湘雅五医院健康产业股份有限公司转为并表企业导致长期股权投资减少；2018 年回升主要由于固定资产、在建工程和无形资产的增长。截至 2018 年底，公司非流动资产 66.30 亿元，同比增长 14.07%，主要由可供出售金融资产（占 37.94%）、固定资产（占 29.06%）、在建工程（占 11.20%）和无形资产（占 12.46%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 25.15 亿元，同比下降 4.04%，主要由于减少了对杭州余杭金控汇银投资有限公司 1.20 亿元投资。公司计入可供出售金融资产科目的投资项目较多，其中金额较大的为对长沙农村商业银行股份有限公司的 8 亿元投资。

截至 2018 年底，公司固定资产 19.27 亿元，同比增长 16.25%，主要由于在建工程项目完工转入。截至 2018 年底，公司固定资产原值 35.92 亿元，主要由房屋土地及建筑物（占 50.39%）和机器设备及运输工具（占 44.65%）构成。同期，公司固定资产累计折旧 16.49 亿元，计提减值准备 0.18 亿元，成新率 53.65%。截至 2018 年底，公司在建工程同比增长 26.50% 至 7.43 亿元，主要由于湘雅五医院建设工程投资增加。

截至 2018 年底，公司无形资产 8.26 亿元，同比增长 43.78%，主要由于完成湘雅五医院土地使用权过户，新增购置土地使用权账面原值 2.59 亿元。截至 2018 年底，公司无形资产账面原值 10.00 亿元（土地使用权占比 79.17%），累计摊销 1.74 亿元，未计提减值准备。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受限的资产合计 4.73 亿元。其中，受限货币资金 2.83 亿元，为票据保证金；受限投资性房地产 27.60 万元，为抵押借款；受限固定资产和无形资产分别为 0.55 亿元和 1.34 亿元，为抵押借款及诉



讼提供的担保。

截至 2019 年 3 月底，公司资产合计 151.85 亿元，较 2018 年底增长 20.91%，主要由于重庆宜化于 2019 年一季度纳入公司合并范围。其中，流动资产 70.59 亿元，较 2018 年底增长 19.06%，主要由于货币资金和存货的大幅增长；非流动资产 81.26 亿元，较 2018 年底增长 22.56%，主要由于固定资产、在建工程和无形资产的大幅增长。

总体看，跟踪期内公司资产规模快速增长，流动资产中货币资金占比较高，非流动资产中可供出售金融资产规模较大，存在一定变现困难或者减值损失风险。

## 2. 负债及所有者权益

### 所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 11.11%，截至 2018 年底为 61.55 亿元，同比增长 2.62%。由于子公司湖南盐业于 2018 年 3 月上市，发行股票形成股本溢价，公司资本公积 2.93 亿元，同比增长 264.93%，少数股东权益 11.77 亿元，同比增长 40.87%；同期，公司其他综合收益-3.53 亿元，主要为可供出售金融资产公允价值波动损益；其他权益工具 16.00 亿元，为公司发行的永续中期票据。截至 2018 年底，公司归属于母公司所有者权益 49.77 亿元，其中实收资本占 20.09%、其他权益工具占 32.15%、未分配利润占 44.40%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 61.95 亿元，规模及结构较 2018 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益稳步增长，但未分配利润及其他权益工具占比大，权益稳定性一般。

### 负债

由于长短期借款及应付债券波动影响，公司负债波动较大，近三年分别为 50.94 亿元、39.65 亿元和 64.04 亿元。截至 2018 年底，公司流动负债占比 46.07%，同比下降 10.09 个百分点。

2016—2018 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 4.53%，截至 2018 年底为 29.50 亿元，同比增长 32.48%，主要由于短期借款（占 24.20%）、应付票据（占 20.72%）和一年内到期非流动负债（占 21.62%）的增长。

截至 2018 年底，公司短期借款 7.14 亿元，同比增长 19.22%，主要为信用借款增长。

截至 2018 年底，公司应付票据 6.11 亿元，同比增长 22.84%，主要由于年底贸易业务量较为集中，公司应付票据全部为银行承兑汇票。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 6.38 亿元，同比增长 453.72%，其中一年内到期的长期借款 2.26 亿元，一年内到期的应付债券 4.12 亿元。

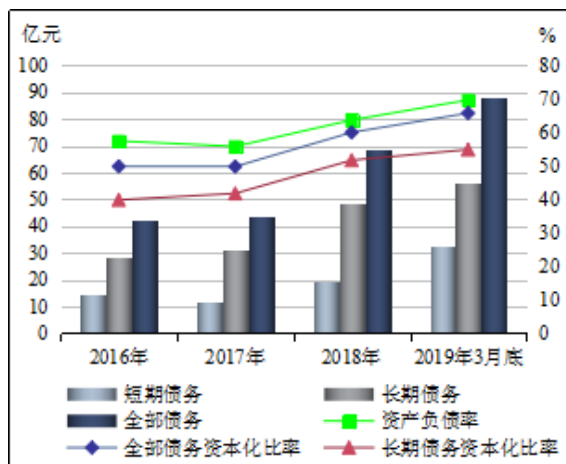
2016—2018 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 20.12%，截至 2018 年底为 34.54 亿元，同比增长 98.70%，主要为应付债券的快速增长。截至 2018 年底，公司长期借款 4.65 亿元，同比增长 35.97%，其中 2~3 年期借款合计 3.16 亿元（占 67.96%）、5 年以上借款合计 1.49 亿元（占 32.04%）；同期，公司应付债券 28.18 亿元，同比增长 131.48%，主要为 2018 年新增发行 20 亿元 3 年期公司债券。

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部债务波动增长，近三年分别为 35.68 亿元、27.71 亿元和 52.46 亿元，均以长期债务为主（截至 2018 年底占比 62.58%），债务结构较好。近三年，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均波动增长，三年均值分别为 47.55%、40.83%和 29.59%；截至 2018 年底分别为 50.99%、46.01%和 34.78%。若将所有者权益中的永续债券调整至有息债务测算，截至 2018 年底，公司调整后全部债务为 68.46 亿元；同期，调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别增长至 63.73%、60.05%和 51.74%。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 89.90 亿元，较 2018 年底增长 40.37%，主要由于长短期借款的大幅增长。截至 2019 年 3 月底，公

司短期借款 21.15 亿元，长期借款 11.26 亿元。受此影响，全部债务规模大幅增长至 72.46 亿元。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进一步增长至 59.20%、53.91% 和 39.22%。若考虑调整永续债券，公司调整后全部债务进一步增长至 88.46 亿元，调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别增长至 69.74%、65.81% 和 54.92%。

图 3 公司有息债务指标情况（已调整永续债券）



资料来源：公司财务报告

总体看，跟踪期内公司有息债务规模快速增长，但债务结构较为合理，债务负担适宜。

### 3. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入稳步增长，年均复合增长 6.89%；同期，公司营业成本波动中有所增长，年均复合增长 9.91%，成本增幅高于收入增幅，导致近三年营业利润率波动下降，分别为 30.39%、24.52% 和 26.50%。2018 年，公司整体经营较为稳定，实现营业收入 51.13 亿元，同比增长 0.56%；营业成本 36.57 亿元，同比下降 2.25%。

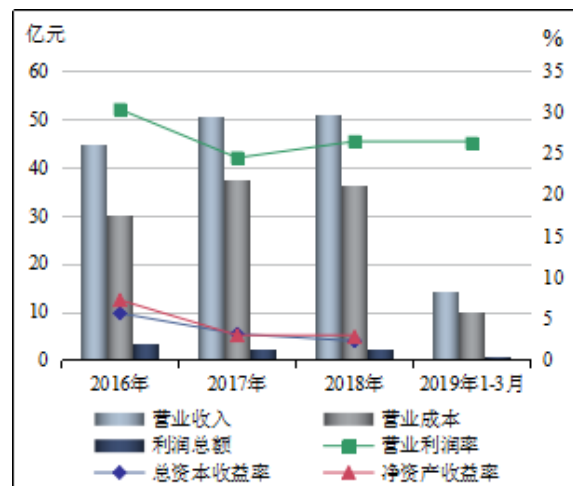
期间费用方面，近三年，公司销售费用较为稳定；管理优化使得管理费用有所减少；财务费用受债务规模波动影响有所波动。2018 年，公司期间费用合计 11.06 亿元，同比增长 1.36%，期间费用率 21.62%，同比变化不大，但公司成本费用控制水平仍有待提高。

非经常性损益方面，2018 年，公司实现公允价值变动损失-0.22 亿元，投资收益 0.15 亿元，资产处置收益 0.13 亿元，营业外收入 0.36 亿元，营业外支出 0.45 亿元，各科目规模较小，对公司利润影响不大。

受上述因素影响，2016—2018 年，公司利润总额分别为 3.29 亿元、2.18 亿元和 2.24 亿元。总资本收益率和净资产收益率受净利润波动下降以及权益和债务规模的波动增长影响，呈逐年下降趋势，近三年均值分别为 3.65% 和 3.75%，2018 年分别为 2.62% 和 2.80%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 14.30 亿元，同比增长 14.18%；营业成本 10.25 亿元，同比增长 10.40%；此外，受益于资产减值损失减少以及公允价值变动收益增加，公司实现营业利润 0.56 亿元，同比增长 34.14%；利润总额 0.58 亿元，同比增长 13.36%；同期，实现营业利润率 26.30%，较 2018 年变化不大。

图 4 公司盈利能力指标情况（已调整永续债券）



资料来源：公司财务报告

总体看，跟踪期内公司主业盐板块经营业绩保持稳定，但盈利能力有所下降。

### 4. 现金流及保障

经营活动方面，近三年，公司经营活动共现金流入量波动增长，一方面由于销售商品、提供劳务收到的现金快速增长；另一方面由于往来款波动带动收到其他与经营活动有关的现

金的波动减少。2018年，公司经营活动现金流入量65.54亿元，同比下降20.96%，主要由于往来款（创投公司处置金融产品等）以及处置金融资产净收益的减少。2016—2018年，公司经营活动现金流出量波动增长，主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金（创投公司投入金融产品等往来款为主）构成。近三年，公司经营活动现金流量净额波动较大，分别为0.17亿元、15.09亿元和3.99亿元；同期，公司现金收入比逐年增长，2018年为109.59%，同比增长23.73个百分点，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2016—2017年，公司投资活动现金流入量较为稳定，2018年受投资理财类产品增长影响，投资活动现金流入量同比增长363.60%至5.58亿元。近三年，公司投资活动现金流出量波动增长，2018年为21.01亿元，同比增长96.36%，一方面由于固定资产及无形资产的投资增加，另一方面由于理财产品投资增加。2016—2018年，公司投资活动表现为现金净流出，分别为13.21亿元、9.50亿元和15.43亿元。

2016—2018年，公司筹资活动前现金流净额分别为-13.04亿元、5.59亿元和-11.44亿元，整体看，公司经营活动现金流入无法覆盖投资活动现金流出，存在一定筹资压力。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来自取得借款收到的现金和发行债券收到的现金，筹资活动现金流出主要用于偿还债务，2018年公司筹资活动现金流净额为26.05亿元，主要为2018年11月发行20亿元公司债券。

2019年1—3月，公司经营活动现金流净额为4.59亿元；公司投资活动现金流净额为2.62亿元；公司筹资活动现金流净额为-3.06亿元。

总体看，跟踪期内公司经营活动收入实现质量有所提高，但经营活动净现金流无法覆盖投资净支出，存在一定筹资压力。

## 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率和速动比率均呈现快速增长趋势，三年均值分别为183.99%和166.58%，截至2018年底分别为200.96%和185.02%，分别同比增长14.57个百分点和19.28个百分点。截至2019年3月底，上述指标分别回落至150.69%和124.69%，主要由于短期借款的快速增长。2016—2018年，公司经营现金流流动负债比波动较大，分别为0.64%、67.75%和13.54%；同期，公司现金类资产短期债务比分别为140.53%、170.15%和177.18%。总体看，公司现金类资产变现能力强且充沛，现金类资产对短期债务保障能力强，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA有所下降，分别为7.14亿元、6.30亿元和5.84亿元；同期，EBITDA利息倍数分别为4.39倍、4.17倍和4.38倍；全部债务/EBITDA分别为4.99倍、4.40倍和8.98倍；EBITDA对利息的保障程度较好，但对全部债务的保障能力有所减弱。如将16.00亿元永续债务融资工具按债务考虑，2018年公司全部债务/EBITDA为11.72倍。综合看，公司整体偿债能力有所下降。

截至2019年3月底，公司无对外担保事项。

截至2019年3月底，公司共获银行授信额度136.48亿元，已使用授信额度32.41亿元，尚未使用额度为104.07亿元，公司间接融资渠道畅通；同时，公司子公司湖南盐业为上市公司（股票代码“600929.SH”），具备直接融资渠道。

## 6. 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2019年7月3日，公司无未结清的不良信贷信息记录。总体来看，公司过往债务履约情况良好。

## 7. 抗风险能力

基于对盐业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很强。

## 十一、母公司财务分析

2016—2018年，公司母公司口径资产规模快速增长，年均复合增长22.11%，截至2018年底为78.82亿元，同比增长48.54%。其中，母公司流动资产48.81亿元，同比增长105.88%，主要由于公司于2018年11月发行20亿元公司债券，导致货币资金大幅增长；同期，母公司非流动资产30.01亿元，同比变化不大。

2016—2018年，公司母公司口径所有者权益波动中有所增长，其中2017年增长较快，主要由于公司新增发行9亿元永续中期票据计入其他权益工具科目；截至2018年底，母公司所有者权益合计37.43亿元，同比变化不大。归属于母公司权益中，实收资本占26.72%、资本公积占13.52%、盈余公积占6.86%、未分配利润占10.15%、其他权益工具占42.75%，权益稳定性一般。

2016—2018年，公司母公司口径负债波动增长，年均复合增长31.35%，截至2018年底为41.40亿元，同比增长178.07%。其中，母公司流动负债10.75亿元，同比增长342.14%，主要由于短期借款和一年内到期的非流动负债的大幅增长；母公司非流动负债30.64亿元，同比增长146.03%，主要由于公司新增发行20亿元公司债券。有息债务方面，近三年，母公司全部债务波动增长，分别为22.36亿元、13.46亿元和39.48亿元，均以长期债务为主，债务结构较为合理。同期，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈波动增长趋势，截至2018年底分别为52.52%、51.34%和44.79%，债务负担适宜。

公司本部定位为管理中心，收入主要为资

金拆借收入。2016—2018年，公司母公司口径营业收入波动下降，营业成本快速下降，2018年分别为1.81亿元和0.26亿元（2016年母公司收入、成本偏高，主要由于当期部分大宗商品贸易业务由公司本部负责）；营业利润率为94.17%。近三年，母公司期间费用波动增长，2018年为1.54亿元；同期，母公司实现投资收益0.09亿元，同比下降84.31%。受上述因素影响，近三年，母公司利润总额快速下降，2018年为0.38亿元。

2016—2018年，母公司经营活动现金流入量波动增长，2018年为14.66亿元，同比下降15.42%，主要由于往来款的减少；2016—2018年，母公司经营活动现金流出量波动中有所增长，2018年为19.82亿元，同比增长98.13%，主要支付其他与经营活动有关的现金大幅增长。近三年，母公司经营活动现金净流量分别为-8.02亿元、7.33亿元和-5.16亿元，波动较大。2016—2018年，母公司投资活动现金流入量规模较小，现金流出量受理财产品投资规模快速减少影响而快速下降；近三年，母公司投资活动现金流量净额分别为-7.98亿元、-5.04亿元和-0.35亿元。2016—2018年，母公司筹资活动净现金流分别为11.43亿元、-2.12亿元和23.81亿元。

整体看，跟踪期内，受发行债券影响，母公司资产、债务规模快速增长，但债务结构较为合理，整体债务负担适宜；母公司主要履行管理职能，收入规模小，盈利能力较弱；同期，母公司经营性现金流波动大，且多为净流出，无法覆盖投资支出，对外筹资依赖性较强。

## 十二、存续期债券偿还能力

公司“14湘轻盐MTN001”“15湘轻盐MTN001”“16湘轻盐MTN002”三期中期票据募集资金均为4亿元，分别将于2019年7月23日、2020年12月24日和2021年8月24日到期兑付本金；“16湘轻盐MTN001”和“17



湘轻盐 MTN001”两期中期票据为永续债券，募集资金分别为 7 亿元和 9 亿元，首个行权日分别为 2021 年 8 月 5 日和 2022 年 4 月 12 日。公司“18 湘轻盐”为私募债券，募集资金 20 亿元，期限为 3+2 年，首个行权日为 2021 年 11 月 19 日，到期兑付日为 2023 年 11 月 19 日。若考虑行权日即全额兑付债券本息，公司集中兑付压力出现在 2021 年，单独最大偿付额为 31 亿元（以下简称“测算额度”）。

2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 7.14 亿元、6.30 亿元和 5.84 亿元，分别为测算额度的 0.23 倍、0.20 倍和 0.19 倍。2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 41.82 亿元、82.92 亿元和 65.54 亿元，分别为测算额度的 1.35 倍、2.67 倍和 2.11 倍；同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 0.17 亿元、15.09 亿元和 3.99 亿元，分别为测算额度的 0.01 倍、0.49 倍和 0.13 倍。

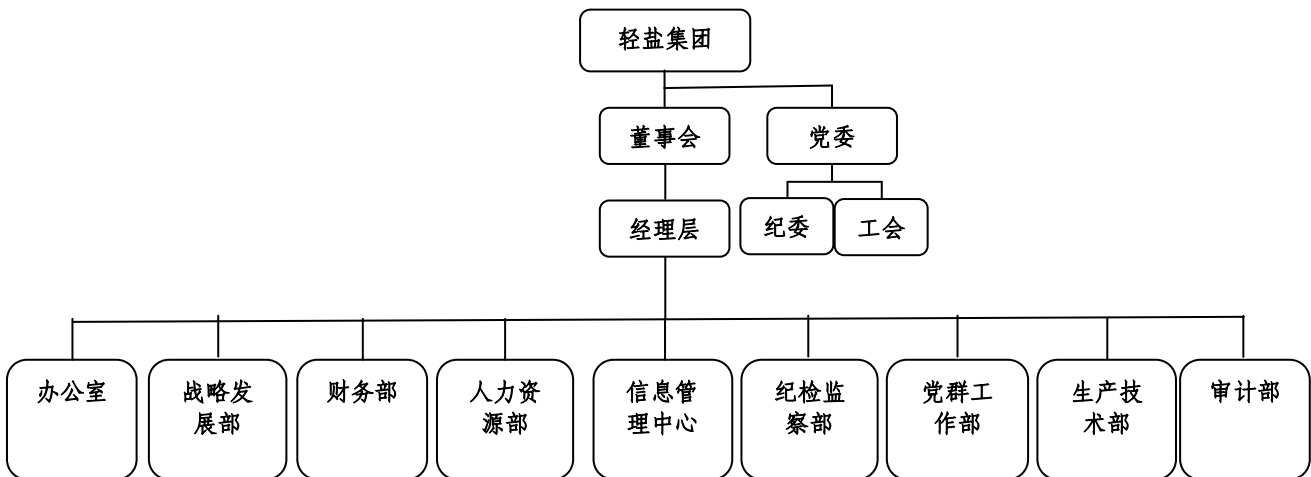
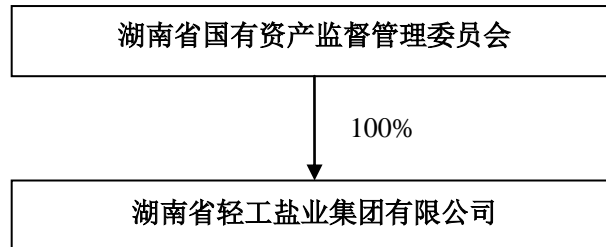
“14 湘轻盐 MTN001”（发行额度为 4 亿元）将于一年内到期兑付，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产对“14 湘轻盐 MTN001”的保障倍数为 11.95 倍。

整体看，公司现金类资产对一年内到期兑付债券保障能力很强；经营活动现金流入量对存续期内债券的保障能力尚可。

### 十三、结论

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>，并维持“14 湘轻盐 MTN001”“15 湘轻盐 MTN001”“16 湘轻盐 MTN001”“16 湘轻盐 MTN002”和“17 湘轻盐 MTN001”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图和组织结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司一级子公司列表

序号	子公司名称	业务性质	持股比例	
			直接	间接
1	湖南盐业股份有限公司	制造、采矿	59.84	2.86
2	湖南轻盐新阳光产业发展投资有限公司	房地产开发、实业投资	100.00	
3	湖南轻工研究院有限责任公司	研究开发	88.73	
4	湖南省轻工纺织设计院有限公司	工业设计	100.00	
5	湖南省陶研后勤服务中心	后勤服务	100.00	
6	湖南轻盐资产经营有限公司	资产经营物业管理	100.00	
7	湖南轻盐创业投资管理有限公司	投资咨询	100.00	
8	湖南省造纸研究所有限公司	纸制品	93.85	
9	湖南雪天精细化工股份有限公司	制造业	67.00	33.00
10	湖南轻盐食品投资有限公司	食品投资	100.00	
11	湖南省轻工盐业集团技术中心有限公司	技术研发	100.00	
12	湖南轻盐宏创商贸有限公司	商品流通	100.00	
13	湖南轻盐新阳光医疗产业发展有限公司	医疗	77.00	
14	重庆宜化化工有限公司	制造、采矿、化工	51.00	49.00

**附件 2 主要财务数据及指标**

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	20.03	20.62	34.78	47.80
资产总额(亿元)	100.79	99.63	125.59	151.85
所有者权益(亿元)	49.85	59.98	61.55	61.95
短期债务(亿元)	14.25	12.12	19.63	32.49
长期债务(亿元)	21.43	15.59	32.83	39.97
全部债务(亿元)	35.68	27.71	52.46	72.46
营业收入(亿元)	44.75	50.85	51.13	14.30
利润总额(亿元)	3.29	2.18	2.24	0.58
EBITDA(亿元)	7.14	6.30	5.84	--
经营性净现金流(亿元)	0.17	15.09	3.99	4.59
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	6.96	4.37	4.27	--
存货周转次数(次)	6.30	8.33	7.86	--
总资产周转次数(次)	0.46	0.51	0.45	--
现金收入比(%)	74.79	85.86	109.59	108.21
营业利润率(%)	30.39	24.52	26.50	26.30
总资本收益率(%)	6.13	3.71	2.62	--
净资产收益率(%)	7.26	3.00	2.80	--
长期债务资本化比率(%)	30.06	20.63	34.78	39.22
全部债务资本化比率(%)	41.72	31.60	46.01	53.91
资产负债率(%)	50.54	39.80	50.99	59.20
流动比率(%)	137.95	186.39	200.96	150.69
速动比率(%)	121.73	165.74	185.02	124.69
经营现金流动负债比(%)	0.64	67.75	13.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.39	4.17	4.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.99	4.40	8.98	--

注：2019 年 1 季度财务数据未经审计；所有者权益中含已发行永续中期票据



### 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	(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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1 】 ×100%
净资产年复合增长率	
主营业务收入年复合增长率	
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
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)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

### 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 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。

### 附件 4-3 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