

信用评级公告

联合〔2021〕4521号

联合资信评估股份有限公司通过对雪天盐业集团股份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，确定维持雪天盐业集团股份有限公司主体长期信用等级为AA，“湖盐转债”信用等级为AA，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

二〇二一年六月十八日

雪天盐业集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级	评级展望	上次评级	评级展望
雪天盐业集团股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
湖盐转债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
湖盐转债	7.20 亿元	7.20 亿元	2026/07/10

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：2021 年 6 月 18 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	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果	AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	C	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	4
			企业管理	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
调整因素和理由			调整子级	
--			--	

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

评级观点

雪天盐业集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为湖南省内大型食盐生产及批发企业，面向全国经营，在股东背景、品牌认可度和资源禀赋等方面仍具备显著优势。公司生产民生基础产品，经营稳定。2020 年，公司原盐产能利用率较高，销售渠道持续完善，债务负担较轻，融资渠道通畅。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到中国食盐专营改革过渡期结束后市场竞争加剧，食盐产品价格下行压力较大，公司成本控制压力仍较大，费用控制能力有待提升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，公司经营规模将扩大、产业链将有所延伸。同时，考虑到湖盐转债的未来转股因素，预计公司的资本结构有进一步优化可能，偿债压力或将得以减轻。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“湖盐转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司在股东背景、品牌认可度和资源禀赋等方面仍具备显著优势。公司实控人是湖南省国资委，股东实力强。公司为湖南省境内主要的食盐生产及批发企业，面向全国经营，拥有“雪天”“天鹅”等知名品牌。截至 2020 年底，公司原盐年生产能力为 482.00 万吨/年，居于国内领先地位。
2. 公司原盐产能利用率较高，销售渠道持续完善。2020 年，公司原盐产能利用率维持较高水平。截至 2020 年底，公司共设立了 107 个全国销售分公司，销售渠道持续完善。
3. 公司债务负担较轻，融资渠道畅通。截至 2021 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 36.07%、24.87% 和 17.52%，债务负担较轻；未使用授信 42.90 亿元，间接及直接融资渠道畅通。

关注

1. 行业竞争加剧，公司面临的市场竞争环境存在较大不确定性。2020 年，随着盐业市场竞争加剧，公司主要盐产

分析师：刘丽红

李敬云

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

品平均售价均同比下降。后续随着食盐专营体制改革的深入，公司面临的市场竞争环境存在较大不确定性。

2. 公司成本控制压力仍较大，费用控制能力有待加强。2020年，公司期间费用率为21.22%，对利润侵蚀明显，费用控制能力仍有待提升。2021年以来，公司主要原材料煤炭的价格高位运行，公司面临较大的成本控制压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	5.75	3.84	7.26	5.91
资产总额(亿元)	35.74	35.96	45.72	45.52
所有者权益(亿元)	25.63	26.12	28.59	29.10
短期债务(亿元)	3.65	2.87	3.86	3.45
长期债务(亿元)	1.07	2.02	6.12	6.18
全部债务(亿元)	4.72	4.89	9.98	9.63
营业收入(亿元)	23.03	22.72	21.64	5.49
利润总额(亿元)	2.18	1.92	1.81	0.57
EBITDA(亿元)	4.50	4.23	4.37	/
经营性净现金流(亿元)	2.83	2.79	2.19	0.53
营业利润率(%)	45.36	43.04	28.68	30.41
净资产收益率(%)	6.75	6.25	5.47	/
资产负债率(%)	28.27	27.37	37.47	36.07
全部债务资本化比率(%)	15.55	15.77	25.87	24.87
流动比率(%)	152.72	137.45	147.42	145.93
经营现金流动负债比(%)	36.69	40.90	22.06	/
现金短期债务比(倍)	1.58	1.34	1.88	1.71
EBITDA 利息倍数(倍)	17.12	18.49	12.20	/
全部债务/EBITDA(倍)	1.05	1.15	2.28	/
公司本部				
项 目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
资产总额(亿元)	26.76	27.89	35.14	35.39
所有者权益(亿元)	23.04	23.53	25.68	25.84
全部债务(亿元)	1.85	2.34	6.72	6.69
营业收入(亿元)	7.63	8.20	8.24	2.19
利润总额(亿元)	0.56	0.93	1.20	0.16
资产负债率(%)	13.91	15.63	26.91	27.00
全部债务资本化比率(%)	7.43	9.06	20.75	20.56
流动比率(%)	211.07	215.90	399.73	401.50
经营现金流动负债比(%)	27.55	-12.94	19.27	/

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. 2018-2020年财务数据均引用审计报告的期末数/本期数；4. 2021年1-3月财务数据未经审计，相关指标未年化

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
湖盐转债	AA	AA	稳定	2020/08/21	宋莹莹 于彤昆	原联合信用评级有限公司 化工行业企业信用评级方法/评级模型	阅读全文
湖盐转债	AA	AA	稳定	2019/10/25	宋莹莹 于彤昆	原联合信用评级有限公司 化工行业企业信用评级方法/评级模型	阅读全文

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号

声 明

一、本报告引用的资料主要由雪天盐业集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

分析师：

 李敬云

联合资信评估股份有限公司



雪天盐业集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2021 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”）关于雪天盐业集团股份有限公司（以下简称“公司”）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

公司原名“湖南盐业股份有限公司”，系由湖南省轻工盐业集团有限公司（以下简称“轻盐集团”）以 2011 年 8 月 31 日为基准日，以经审计评估的盐业及其相关产业的相关资产和业务作为出资，与其他发起人共同发起新设的股份公司，初始注册资本 7.68 亿元。

根据公司股东大会决议，并经中国证券监督管理委员会“证监许可（2018）318 号”文核准，公司向社会公开发行人民币普通股（A 股）15000 万股，于 2018 年 3 月 26 日在上海证券交易所上市，股票简称：湖南盐业，股票代码：600929.SH。公司于 2018 年 6 月 12 日在湖南省工商行政管理局办妥《营业执照》变更登记手续，变更后公司注册资本为 9.18 亿元。

2020 年 9 月，公司变更现名，股票简称变更为“雪天盐业”，股票代码不变。

截至 2020 年底，公司股本为 9.18 亿元，轻盐集团通过直接和间接的方式共持有公司 64.26% 的股份，为公司控股股东，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”）为公司实际控制人。

2020 年，公司业务范围、组织架构未发生重大改变。截至 2020 年底，公司下设湖南省湘衡盐化有限责任公司（以下简称“湘衡盐化”）、湖南省湘澧盐化有限责任公司（以下简称“湘澧盐化”）和江西九二盐业有限责任公司（以下简

称“九二盐业”）等 7 家子公司；公司在职员工 4287 人。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 45.72 亿元，所有者权益 28.59 亿元（含少数股东权益 1.39 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 21.64 亿元，利润总额 1.81 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 45.52 亿元，所有者权益 29.10 亿元（含少数股东权益 1.42 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 5.49 亿元，利润总额 0.57 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 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金 7.20 亿元，已使用 5.96 亿元。“湖盐转债”尚未到第一个付息日。

表 1 截至 2021 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
湖盐转债	7.20	7.20	2020/07/10	6 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

1. 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业**

恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017-2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程

中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消

2. 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，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长

率，下同。

费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年底下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年底增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高

速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有

望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。**整体看，预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

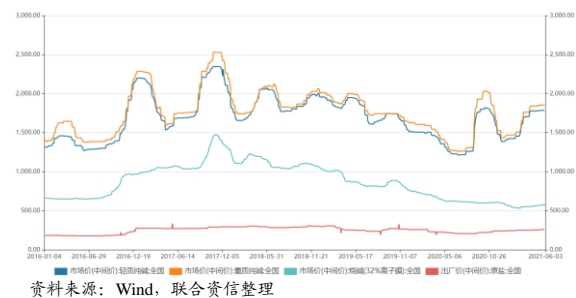
2019 年，中国原盐产量有所回升，食盐价格继续下行但逐步趋于稳定，工业盐价格波动与两碱价格较为一致。

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。2020 年，中国原盐产量同比下降了 14.46% 至 5364.10 万吨。

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，但食盐批发价格自 2017 年盐改以来明显下降，主要系食盐定点生产企业与跨省销售盐企“去价抢量”所致。截至 2020 年底，中国食盐零售价从上年底的 5.11 元/公斤下降 5.04 元/公斤。2021 年以来，食盐整体价格继续下行，但高、低端食盐产品价格出现分化。

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，中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，冶金、纺织、石油、医药及其他工业约占 1/3。2018 年，烧碱、纯碱价格高位震荡，进入 2019 年以来，受下游需求不足影响，两碱价格出现明显下滑。2020 年，原盐价格整体和两碱价格波动趋势较为一致，上半年受新冠肺炎疫情影响有所下降，下半年有所回升；叠加市场竞争加剧，两碱和原盐均价整体低于 2019 年。

图 1 2016 年以来烧碱、纯碱、原盐价格走势
(单位：元/吨)



2. 行业关注

(1) 食盐专营体制改革放开食盐价格、允许跨省经营，食盐企业垄断利益受到影响，市场竞争加剧

国务院发布的《盐业体制改革方案》要求从 2017 年 1 月 1 日开始，放开所有盐产品价格，取消食盐准运证，允许现有食盐批发企业向食盐定点生产企业购盐并开展跨区域经营，允许食盐定点生产企业以自主品牌开展跨区域经营，实现产销一体。虽然本次方案出台也并未完全取消食盐专营，但允许食盐生产企业进入流通和销售领域、允许跨省、跨市经营，食盐价格在未来将有一定程度的下滑，打破了盐业公司在流通领域及区域内的垄断利益。

食盐批发区域限制取消，将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) 两碱用盐实行市场定价机制，行业竞争较为激烈

中国工业盐市场下游客户以两碱化工企业为主，其余则为印染、医疗等化工企业，其共同特点是对盐产品的需求量大，价格敏感度较高；另一方面，中国工业盐市场目前仍处于产能相对过剩的局面，工业盐作为一种工业用基础原材料，产品自身同质化程度较高，市场竞争较为激烈。

3. 行业发展

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发展机遇，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。

短期来看，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

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。湖南省国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

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，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，盐化工产品产能进一步扩张。

公司主要从事盐产品的生产、加工和经营，作为湖南省内大型食盐生产及批发企业，面向全国经营，具备资源、渠道、品牌、技术等优势。

渠道方面，子公司湘衡盐化和湘澧盐化是湖南省内仅有的两家食盐定点生产企业，公司作为目前湖南省内主要的食盐、工业盐生产企业，凭借长期以来形成的较高市场占有率建立了覆盖全省的销售渠道，销售半径遍及全省并深入至省内各区、县乃至乡镇；此外，公司加快推进“走出去”营销战略，着力于由区域性公司向全国性公司转变，截至 2020 年底，公司共成立 22 个省外分公司，稳步向全国市场辐射。资源方面，子公司湘衡盐化、湘澧盐化及九二盐业均拥有独立采矿权，采矿权可采面积 12.94 平方公里，NaCl 储量 10.55 亿吨。公司托管的重庆湘渝盐化股份有限公司（原重庆宜化化工有限公司，以下简称“湘渝盐化”）拥有岩盐探明储量 2.62 亿吨。品牌方面，公司“雪天”注册商标为中国驰名商标，“天鹅”牌工业盐、食用盐被授予湖南省名牌产品称号。技术方面，公司研发的“双井连通及三井连通采卤技术”“连通井组多盐层分层爆破开采技术”“卤水净化精卤提质工艺技术”等，均有效提高公司资源利用率并有效降低成本，提升公司产品综合竞争力。2019 年，公司完成对湘渝盐化的收购，并

委托雪天盐业全面管理其生产经营，新增原盐 120 万吨/年、纯碱产能 70 万吨/年和氯化铵产能 70 万吨/年。2020 年，公司受让河北永大食盐有限公司（以下简称“永大食盐”）42.14% 股权，进一步完善了公司海盐系列产品布局和华北/东北区域布局。

截至 2020 年底，公司原盐年生产能力为 482.00 万吨/年，居于国内领先地位；2020 年，公司生产盐产品 405.90 万吨。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：914300005870340659），截至 2021 年 4 月 27 日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2021 年 6 月 18 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，公司完成董事会和非职工代表监事的换届选举，高级管理人员也有一定变化。考虑到公司管理制度连续，上述变动对主营业务的影响程度一般。

2021 年 1 月，公司原总经理徐宗云因职务调整原因请辞，公司董事会聘任王哈斌先生为公司总经理。王哈斌先生，1968 年生，本科学历，高级经济师职称；历任轻盐集团的生产运销部副部长、部长，长沙分公司总经理，总经理助理；公司市场管理部部长，副总经理兼市场管理部部长，副总经理兼董事会秘书；于 2021 年 1 月 4 日起担任公司总经理。

2021 年 5 月，公司召开股东大会对董事会和非职工代表监事进行换届选举。选举后，公司第四届董事会由 9 名董事构成（含 3 名独立

董事），公司董事长和副董事长无变化。非职工代表监事由陈军、李鹏和童海³变更为欧阳焯、李鹏和周群辉。

八、经营分析

1. 经营概况

公司生产民生基础产品，经营稳定。2020 年，公司收入和利润规模略有下降；受运输费计入成本以及竞争加剧后售价下降影响，公司各类盐产品毛利率同比均有所下降。2021 年 1-3 月，受销量同比增加和原材料价格上涨的综合影响，公司营业收入和利润总额同比增长，营业利润率有所下降。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍以各类盐产品及盐化工产品的生产销售为主，2020 年，公司实现营业收入 21.64 亿元，同比下降 4.73%，变化不大；实现利润总额 1.81 亿元，同比下降 6.07%。

公司盐产品仍主要为食盐（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）和畜牧盐。芒硝为产盐时的副产品，烧碱来自子公司九二盐业。

从收入构成来看，各类盐产品仍是公司收入的主要来源。2020 年，公司盐产品板块收入 16.38 亿元，较上年下降 5.75%，主要系工业盐和畜牧盐收入下降所致。盐产品板块中，2020 年，食用盐收入为 9.67 亿元，同比增长 6.50%，占主营业务收入的比例同比上升 4.68 个百分点至 45.27%。工业盐收入为 6.32 亿元，同比下降 18.87%，主要系售价下降所致，占主营业务收入的占比同比下降 5.23 个百分点至 29.59%。除盐产品板块外，公司其他业务收入较稳定，占比不大，对主营业务收入影响较小。

表 3 公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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
食盐	9.61	42.25	59.48	9.08	40.59	56.44	9.67	45.27	40.11	2.61	47.46	41.38

³ 因工作调整于 2021 年 1 月辞任监事。

工业盐	7.74	34.04	48.20	7.79	34.82	51.70	6.32	29.59	30.88	1.49	27.20	33.71
畜牧盐	0.84	3.68	49.78	0.51	2.28	48.72	0.39	1.83	28.79	0.09	1.67	24.50
盐产品小计	18.18	79.97	54.23	17.38	77.68	54.09	16.38	76.69	36.28	4.19	76.33	38.28
芒硝	1.12	4.91	62.13	1.11	4.97	63.23	1.03	4.82	47.11	0.26	4.79	43.40
烧碱类	1.77	7.76	25.98	1.56	6.98	9.31	1.60	7.49	9.24	0.49	8.99	9.84
包装物	0.21	0.94	7.67	0.31	1.37	5.87	0.28	1.31	4.32	0.07	1.33	1.69
非盐贸易	1.41	6.21	3.10	1.99	8.90	4.13	2.00	9.36	1.67	0.36	6.52	-0.92
其他	0.05	0.21	-58.91	0.02	0.10	15.70	0.07	0.33	34.02	0.11	2.04	50.69
合计	22.74	100.00	48.57	22.38	100.00	46.27	21.36	100.00	31.11	5.49	100.00	33.18

资料来源：公司提供

从毛利率来看，受2020年起公司将运输费、配送费等计入营业成本以及随着盐业政策改革，市场竞争加剧等因素综合影响，2020年，公司除其他业务外的各类产品毛利率同比出现不同程度的下降。其中，食用盐毛利率同比下降16.33个百分点至40.11%，工业盐毛利率同比下降20.82个百分点至30.88%。烧碱类毛利率同比微降至9.24%。受上述因素综合影响，2020年，公司主营业务毛利率同比下降15.16个百分点至31.11%。

2021年1—3月，公司实现营业收入5.49亿元，同比增长24.68%，主要系上年同期受新冠肺炎疫情影响较大，本期销量增加所致；营业成本3.67亿元，同比增长65.50%，主要系销量增加以及原材料价格上涨所致；营业利润率为30.41%，同比下降15.85个百分点。受上述因素综合影响，2021年1—3月，公司实现利润总额0.57亿元，同比增长16.28%。

2. 盐类产品

2020年，公司产能利用率维持较高水平，

食盐销量同比增长，但受市场竞争加剧影响，主要盐产品平均售价均有所下降。公司销售网络持续完善。

(1) 采购

跟踪期内，公司采购模式无变化，仍为“统一备案，分散采购”，由湘衡盐化、湘澧盐化、九二盐业等生产子公司各自执行，采购结算方式不固定。

从原材料采购看，煤炭采购是公司制盐的主要成本支出，用于公司自建热电站发电，目前煤炭全部为外部采购，主要采购于湖南省内煤炭生产企业及周边贸易企业。公司生产所需其他原材料还包括编织袋、塑料粒子、膜等包材和易耗品。

2020年，公司煤炭采购量有所增长，采购价格为651.59元/吨，较上年变化不大。但由于煤炭价格2021年以来高位运行，公司面临较大的生产成本控制压力。

2020年，公司前五大供应商（均非关联方）采购额占采购总额的比例由上年的26.66%小幅下降至23.61%，采购集中度一般。

表4 公司原材料采购情况

项目	编织袋			煤炭			塑料粒子		
	采购量 (万条)	采购价格 (元/条)	占采购总额 比例 (%)	采购量 (万吨)	采购价格 (元/吨)	占采购总额 比例 (%)	采购量 (吨)	采购价格 (元/千克)	占采购总额 比例 (%)
2018年	4076.00	1.11	3.91	54.58	702.11	32.74	2358.35	8.71	1.76
2019年	4382.00	1.13	3.64	47.11	672.38	26.45	3242.22	7.66	2.07
2020年	3681.00	1.22	2.68	50.60	651.59	19.68	3165.33	6.85	1.29
2021年 1—3月	835.00	1.27	2.55	11.89	851.19	24.43	699.09	7.98	1.35

资料来源：公司提供

(2) 生产和销售

跟踪期内，公司生产模式变化不大，仍为“统一计划，订单生产”。盐产品主体包括湘衡盐化、湘澧盐化及九二盐业三家子公司。截至2020年底，公司合计拥有原盐产能482.00万吨/年。2020年公司生产盐产品405.90万吨，同比增长2.28%，产量变化不大，产能利用率较好。

销量方面，2020年，食盐销量同比增长

15.14%至143.74万吨。工业盐、畜牧盐和芒硝同比分别下降了1.45%、2.23%和1.81%。

平均售价方面，2020年，受市场竞争加剧影响，四类主要盐产品售价均有所下降。食盐平均售价同比下降7.59%，工业盐平均售价同比下降17.66%，畜牧盐和芒硝的平均售价同比分别下降21.81%和5.34%。

表5 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		2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
食盐	产量	120.28	125.53	--	--
	销量	123.67	124.84	143.74	36.13
	产销率	102.82	99.45	--	--
	平均售价	776.86	727.56	672.35	720.65
	销售额	96073.70	90828.47	96644.19	26037.10
工业盐	产量	252.33	256.58	--	--
	销量	247.79	251.32	247.68	54.70
	产销率	98.20	97.95	--	--
	平均售价	312.34	310.04	255.30	272.81
	销售额	77393.87	77919.02	63233.94	14922.56
畜牧盐	产量	23.43	14.73	--	--
	销量	23.73	15.25	14.91	2.88
	产销率	101.28	103.53	--	--
	平均售价	352.59	334.19	261.30	317.94
	销售额	8366.91	5096.35	3895.98	915.66
芒硝	产量	20.74	21.00	--	--
	销量	21.34	22.06	21.66	5.85
	产销率	102.89	105.05	--	--
	平均售价	523.13	504.09	477.15	448.82
	销售额	11163.57	11120.22	10335.17	2625.64

资料来源：公司提供

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。截至2020年底，公司销售分公司数量较上年底增加了7家至107家，其中省内设立了85家分公司，省外设立了22家分公司，持续完善的销售渠道有助于公司稳定其市场占有率。

从销售集中度来看，2020年，公司前五大客户（均非关联方）销售额占销售总额的比例由上年的15.41%小幅下降至13.10%，销售集中度较低。

跟踪期内，公司销售结算方式无变化，仍以

银行承兑汇票为主，从实际销售到收回现款的结算周期在一个月左右。

3. 在建项目

公司在建工程的未来资本支出压力不大。

截至2021年底，公司重点投资项目计划总投资11.98亿元，已完成投资7.47亿元，尚需投资4.51亿元。

从建设资金来源看，公司重点投资项目资金主要来自IPO募集资金和可转债募集资金，公司投资项目资本支出压力不大。

公司投资项目有助于调整食盐产品结构、

提升能源使用效率、延伸盐产品链，进而增强公司的综合竞争力。

表 6 截至 2021 年 3 月底公司重点投资项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	已完成投资额	尚需投资额	资金来源
食用盐提质升级技术改造项目	2.53	2.33	0.2	IPO 募投资金
制盐系统节能增效技术改造项目	2.13	1.58	0.55	IPO 募投资金
新建研发中心项目	0.23	0.11	0.12	IPO 募投资金
30 万吨/年离子膜烧碱项目二期工程项目	2.83	1.73	1.10	自筹+可转债资金
18 万吨/年双氧水项目	2.49	1.15	1.34	自筹+可转债资金
九二盐业 374 万 m ³ /年采输卤项目	1.39	0.2	1.19	自筹+可转债资金
湘澧盐化 2x75t/h 锅炉超低排放环保改造项目	0.38	0.37	0.01	自筹+可转债资金
合计	11.98	7.47	4.51	--

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2020 年，公司经营效率处于行业中等水平。

2019—2020 年，公司销售债权周转次数分别为 9.91 次和 26.81 次，2020 年销售债权周转较快主要系 2019 年起加大应收票据贴现力度所致。2019—2020 年，公司存货周转次数分别为 5.35 次和 6.85 次，2020 年存货周转较快主要系运输费、配送费等计入营业成本导致营业成本增加所致。2019—2020 年，公司总资产周转次数分别为 0.63 次和 0.53 次，2020 年总资产周转较慢主要系债务带动资产增加，而营业收入小幅下降所致。

与同行业其他企业相比，公司 2020 年经营效率处于中等水平。

表 7 2020 年同行业上市公司经营效率对比
(单位：次)

股票简称	应收账款 周转次数	存货 周转次数	总资产 周转次数
云图控股	22.20	4.42	0.92
中盐化工	63.34	12.02	0.71
苏盐井神	21.22	4.96	0.55
雪天盐业	26.81	6.85	0.53

注：为便于同行业对比，表中数据均来自 Wind，数据或与本报告有差异

资料来源：Wind

5. 重大事项

公司拟采用发行股票方式购买湘渝盐化 100% 股权，形成重大资产重组。目前该重大资产重组仍在审批进程中，联合资信将持续关注

⁴ 增资协议中，华菱津杉要求 2022 年 12 月 30 日前实现其持有的湘渝盐化股权被公司并购。

相关进展。

2018 年 11 月 9 日，控股股东轻盐集团及其全资子公司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“轻盐晟富基金”）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”）全资子公司重庆宜化化工有限公司（现更名为湘渝盐化，重大事项说明中间或使用简称“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》。

根据股权转让协议，轻盐集团受让重庆宜化 51% 股权，轻盐晟富基金受让重庆宜化 49% 股权。截至 2018 年底，重庆宜化已完成工商变更，并于 2019 年 1 月纳入轻盐集团的合并范围。轻盐集团以每年 300 万元托管费，委托公司托管湘渝盐化。截至 2020 年底，根据未经审计数据，湘渝盐化总资产为 25.40 亿元，净资产为 14.97 亿元。2020 年，湘渝盐化实现营业收入 19.92 亿元，利润总额 2.17 亿元。

截至 2021 年 3 月底，轻盐集团、轻盐晟富基金、华菱津杉（天津）产业投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“华菱津杉”）⁴ 等分别持有湘渝盐化 71.88%⁵、22.95% 和 5.17% 的股权。

2021 年 2 月，雪天盐业发布公告，称将采取向特定对象非公开发行股票的方式，购买湘渝

⁵ 轻盐集团所持湘渝盐化部分股权受让自工银金融资产投资有限公司，目前尚未办妥股权变更手续。

盐化100%股权，发行对象为轻盐集团、轻盐晟富基金及华菱津杉，形成重大资产重组。截至2021年5月7日，该重大资产重组尚需雪天盐业股东大会审议通过并经相关部门批准，各项审批能否通过存在一定的不确定性。

上述重大资产重组完成后，湘渝盐化将成为公司的全资子公司。生产方面，湘渝盐化运用联碱法生产纯碱和氯化铵等化工产品，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，公司购买湘渝盐化100%股权事项将有助于避免同业竞争和减少关联交易，提升整体竞争力，联合资信将持续关注该事项进展。

6. 未来发展

公司战略围绕主业，具备一定的可行性。

公司定位于中国盐行业资源整合者和行业引领者，从市场布局、产品研发、产业升级三方面入手，通过实施高端战略、持续创新、数字化转型等战略，力图完成“由区域性公司向全国性公司转变，由单纯井矿盐向井矿盐、海盐、湖盐、进口盐等全品类转变，由传统产业向现代产业转变”的“三大转变”，不断提升整体竞争力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，天职国际会计师事务所(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2021年一季度财务数据未经审计。

2020年，公司合并范围内新增子公司1家，期末合并范围共有子公司7家。2021年1-3月，公司合并范围无变化。截至2021年3月底，公司纳入合并范围的子公司有7家。公司主业连续，合并范围变动不大，财务数据可比性较强。

截至2020年底，公司合并资产总额45.72亿元，所有者权益28.59亿元(含少数股东权益1.39亿元)；2020年，公司实现营业收入21.64亿元，利润总额1.81亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额

45.52亿元，所有者权益29.10亿元(含少数股东权益1.42亿元)；2021年1-3月，公司实现营业收入5.49亿元，利润总额0.57亿元。

2. 资产质量

截至2020年底，公司资产规模有所增长，结构以非流动资产为主，流动资产中货币资金占比较大，现金类资产充足，整体受限资产占比低，资产质量较高。

截至2020年底，公司合并资产总额45.72亿元，较上年底增长27.17%，流动资产和非流动资产均有所增加。其中，流动资产占32.01%，非流动资产占67.99%。公司资产以非流动资产为主。

(1) 流动资产

截至2020年底，公司流动资产14.63亿元，较上年底增长56.34%，主要系货币资金和其他流动资产增加所致。公司流动资产主要由货币资金(占33.03%)、交易性金融资产(占16.59%)、应收账款(占5.60%)、应收款项融资(占13.59%)、存货(占14.76%)和其他流动资产(占9.84%)。

截至2020年底，公司货币资金4.83亿元，较上年底增长159.29%，主要系湖盐转债募集资金到位所致。货币资金中有0.32亿元受限资金，受限比例较低。

截至2020年底，公司交易性金融资产2.43亿元，较上年底增长22.59%，主要系尚未使用的募集资金中用于现金管理的金额增加所致。

截至2020年底，公司应收账款账面价值为0.82亿元，较上年底增长3.15%。公司应收账款账龄以一年以内为主，累计计提坏账准备0.15亿元。

截至2020年底，公司应收款项融资1.99亿元，较上年底增长6.83%，主要系公司开展票据池业务、质押的应收银行承兑汇票增加所致。

截至2020年底，公司存货2.16亿元，较上年底下降0.36%。存货主要由原材料(1.02亿元)和库存商品(0.86亿元)构成，累计计提跌价准备0.06亿元。

截至2020年底，公司其他流动资产1.44亿元，

较上年底增长685.40%，主要系理财产品增加1.27亿元所致。

(2) 非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产31.09亿元，较上年底增长16.90%，主要系固定资产和在建工程增加所致。公司非流动资产主要由固定资产（占58.09%）、在建工程（占18.24%）和无形资产（占18.85%）构成。

截至2020年底，公司固定资产18.06亿元，较上年底增长8.32%。固定资产主要由房屋及建筑物（15.23亿元）和机器设备（17.15亿元）构成，累计计提折旧16.54亿元；固定资产成新率67.50%，成新率尚可。

截至2020年底，公司在建工程5.67亿元，较上年底增长84.39%，主要系对30万吨/年离子膜烧碱二期项目等投资增加所致。

截至2020年底，公司无形资产5.86亿元，较上年底下降0.84%，较上年底变化不大。公司无形资产主要由土地使用权构成，累计摊销1.89亿元，未计提减值准备。

截至2021年3月底，公司合并资产总额45.52亿元，较上年底下降0.45%，较上年底变化不大。其中，流动资产占29.46%，非流动资产占70.54%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至2021年3月底，公司所有权受到限制的资产账面价值合计2.49亿元，占总资产比例为5.46%。公司资产受限比例低，资产质量较高。

表8 截至2021年3月底公司资产受限情况
(单位：亿元、%)

资产名称	账面价值	占总资产比例	受限原因
货币资金	0.38	0.84	各类保证金
应收款项融资	0.96	2.10	票据池质押
固定资产	1.09	2.40	借款抵押
无形资产	0.06	0.13	借款抵押
合计	2.49	5.46	--

资料来源：公司年报

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至2020年底，公司所有者权益有所增长，

权益结构稳定性较好。

截至2020年底，公司所有者权益28.59亿元，较上年底增长9.48%，主要系其他权益工具和未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为95.15%，少数股东权益占比为4.85%。在归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占32.10%、20.58%、3.96%和35.04%。所有者权益结构稳定性较好。

截至2021年3月底，公司所有者权益29.10亿元，较上年底增长1.78%，较上年底变化不大。

(2) 负债

受发行湖盐转债影响，截至2020年底，公司负债和债务规模均有所上升，负债结构相对均衡，债务结构偏于长期化，债务负担仍属较轻。

截至2020年底，公司负债总额17.13亿元，较上年底增长74.11%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占57.94%，非流动负债占42.06%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

截至2020年底，公司流动负债9.93亿元，较上年底增长45.77%，主要系短期借款、应付票据和其他应付款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占27.97%）、应付票据（占10.80%）、应付账款（占20.36%）、其他应付款（占26.81%）和合同负债（占6.13%）构成。

截至2020年底，公司短期借款2.78亿元，较上年底增长27.36%，主要系营运所需资金增加所致。短期借款主要由抵押借款（1.44亿元）、保证及信用借款（1.30亿元）构成。

截至2020年底，公司新增应付票据1.07亿元，主要系公司启用“票据池”业务后，以票据结算的金额增加所致。

截至2020年底，公司应付账款2.02亿元，较上年底增长56.54%，主要系信用期内待结算供应商货款增加所致。

截至2020年底，公司其他应付款2.66亿元，较上年底增长77.13%，主要系九二盐业募投项目要求少数股东同比例筹资，增加少数股东往

来借款和利息1.11亿元所致。

截至2020年底,公司新增合同负债0.61亿元,主要系公司执行新收入准则将预收的货款中不含税金额确认为合同负债所致。

截至2020年底,公司非流动负债7.21亿元,较上年底增长137.83%,主要系应付债券增加所致。公司非流动负债主要由应付债券(占84.93%)和长期应付款(合计)(占8.59%)构成。

截至2020年底,公司新增应付债券6.12亿元,为发行湖盐转债所致。

截至2020年底,公司长期应付款(合计)0.62亿元,较上年底增长77.87%,主要系收购永大食盐并表后,新增永大食盐对唐山三友盐化有限公司长期应付款所致。

截至2020年底,公司全部债务9.98亿元,较上年底增长104.14%,主要系长期债务增加所致。债务结构方面,短期债务占38.67%,长期债务占61.33%,以长期债务为主,其中,短期债务3.86亿元,较上年底增长34.54%,主要系应付票据增加所致;长期债务6.12亿元,较上年底增长202.95%,主要系发行湖盐转债所致。从债务指标来看,截至2020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37.47%、25.87%和17.63%,较上年底分别提高了10.10个、10.11个和10.45个百分点。公司债务负担仍属较轻。

截至2021年3月底,公司负债总额16.42亿元,较上年底下降4.17%。其中,流动负债占55.97%,非流动负债占44.03%。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2021年3月底,公司全部债务9.63亿元,较上年底下降3.46%。债务结构方面,短期债务占35.85%,长期债务占64.15%,以长期债务为主,其中,短期债务3.45亿元,较上年底下降10.49%,主要系偿还短期借款所致。长期债务6.18亿元,较上年底增长0.97%,较上年底变化不大。从债务指标来看,截至2021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36.07%、24.87%和17.52%,较上年底变化不大。

4. 盈利能力

2020年,公司营业收入和利润规模略有下降,各盈利指标表现有所弱化;期间费用对利润侵蚀明显

2020年,公司实现营业收入21.64亿元,同比下降4.73%;营业成本14.82亿元,同比增长21.68%,主要系公司执行新收入准则将原计入在销售费用中的运输费、配送费等2.97亿元按合同履行成本计入营业成本所致;营业利润率为28.68%,同比下降14.36个百分点。2020年,公司利润总额1.81亿元,同比下降6.07%。

2020年,公司费用总额为4.59亿元,同比下降43.16%,主要系执行新收入准则所致。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42.48%、34.65%、18.50%和4.36%。其中,销售费用为1.95亿元,同比下降62.67%;管理费用为1.59亿元,同比下降7.91%;研发费用为0.85亿元,同比下降3.28%;财务费用为0.20亿元,同比下降18.75%,主要系利息收入增加所致。2020年,公司期间费用率为21.22%,对利润侵蚀明显,费用控制能力仍有待提升。

2020年,公司投资收益、其他收益、资产处置收益、公允价值变动收益、营业外收支等对利润影响均较小。

2020年,公司总资产收益率和净资产收益率分别为4.64%、5.47%,同比分别下降1.36个百分点、下降0.79个百分点。公司各盈利指标表现有所弱化。

与同行业对比,2020年,公司盈利能力处于行业中等偏上水平。

表9 2020年同行业上市公司盈利能力对比
(单位: %)

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
云图控股	17.80	7.65	14.98
中盐化工	17.53	6.96	9.30
苏盐井神	23.68	3.48	3.71
雪天盐业	31.51	4.91	5.59

注:为便于同行业对比,表中数据均来自Wind,数据或与本报告有差异

资料来源: Wind

2021年1-3月,公司实现营业收入5.49亿元,同比增长24.68%,主要系上年同期受新冠肺炎疫情影响较大,本期销量增加所致;营业成本3.67亿元,同比增长65.50%,主要系销量增加以及原材料价格上涨所致;营业利润率为30.41%,同比下降15.85个百分点。受上述因素综合影响,2021年1-3月,公司实现利润总额0.57亿元,同比增长16.28%。

5. 现金流分析

2020年,受加大开展票据池业务、较多采用票据结算并贴现影响,公司经营活动净现金流仍保持净流入状态,但净流入规模和现金收入比有所下降。投资活动现金净流出规模同比扩大。得益于发行湖盐转债,筹资活动现金流由净流出转为净流入。

从经营活动来看,受加大票据池开展业务、较多采用票据结算并贴现影响,2020年,公司经营活动现金流入量为17.77亿元,同比下降14.18%;经营活动现金流出量为15.58亿元,同比下降13.06%。2020年,公司经营活动现金净流入2.19亿元,同比下降21.38%。2020年,公司现金收入比为80.38%,同比下降8.86个百分点。

从投资活动来看,受闲置资金用于现金管理的额度增加影响,2020年,公司投资活动现金流入量为14.44亿元,同比增长57.28%;投资活动现金流出量为19.51亿元,同比增长64.99%。2020年,公司投资活动现金净流量由上年的-2.64亿元进一步下降至-5.07亿元。

受上述因素综合影响,2020年,公司筹资活动前现金流量净额由0.14亿元降至-2.88亿元。

从筹资活动来看,2020年,公司筹资活动现金流入量为12.17亿元,同比增长153.91%,主要系发行湖盐转债所致;筹资活动现金流出量为6.51亿元,同比增长13.36%,主要系偿还债务增加所致。2020年,公司筹资活动现金净流量由上年的-0.95亿元增至5.66亿元,由净流出转为净流入。

2021年1-3月,公司经营活动产生的现金流量净额为0.53亿元;投资活动产生的现金

流量净额为0.68亿元;筹资活动产生的现金流量净额为-0.69亿元。

6. 偿债能力

2020年,公司长、短期偿债能力指标整体表现较好,同时考虑到其综合实力仍属较强,融资渠道保持畅通,无或有负债风险等因素,公司偿债能力仍属很强。

从短期偿债能力指标看,截至2020年底,公司流动比率与速动比率分别由上年底的137.45%和105.63%提高至147.42%和125.67%,流动资产对流动负债的保障程度仍属较好。截至2020年底,公司现金短期债务比由上年底的1.34倍提高至1.88倍,现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看,公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看,2020年,公司EBITDA为4.37亿元,同比增长3.31%。从构成看,公司EBITDA主要由折旧(占46.60%)、摊销(占6.90%)、计入财务费用的利息支出(占5.20%)、利润总额(占41.30%)构成。2020年,公司EBITDA利息倍数由上年的18.49倍下降至12.20倍,EBITDA对利息的覆盖程度仍属较高;全部债务/EBITDA由上年的1.15倍上升至2.28倍,EBITDA对全部债务的覆盖程度尚可。整体看,公司长期债务偿债能力较强。

截至2021年3月底,公司无对外担保;无500万元以上的重大诉讼、仲裁或其他重大经济纠纷事项。

截至2021年3月底,公司已获授信总额45.00亿元,其中未使用授信42.90亿元,公司间接融资渠道畅通。公司为A股上市公司,直接融资渠道畅通。

7. 公司本部财务分析

公司本部为经营和控股平台,资产以其他应收款和长期股权投资为主,债务负担较轻,债务结构较好。

截至2020年底,公司本部资产总额35.14亿元,较上年底增长25.99%,主要系流动资产增加所致。其中,流动资产11.49亿元(占32.70%),

非流动资产23.65亿元（占67.30%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占10.13%）、交易性金融资产（占21.13%）、预付款项（占5.35%）、其他应收款（占41.44%）、存货（占6.69%）、其他流动资产（占11.11%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占85.15%）、固定资产（合计）（占7.69%）、无形资产（占5.92%）构成。截至2020年底，公司本部货币资金为1.16亿元。

截至2020年底，公司本部负债总额9.46亿元，较上年底增长116.90%，主要系发行湖盐转债所致。其中，流动负债2.87亿元（占30.39%），非流动负债6.58亿元（占69.61%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占17.40%）、应付账款（占13.83%）、其他应付款（合计）（占47.79%）、合同负债（占10.99%）构成，非流动负债主要由应付债券（占92.97%）、长期应付款（合计）（占5.29%）构成。公司本部2020年底的资产负债率为26.91%，较上年底提高11.28个百分点。

截至2020年底，公司本部全部债务6.72亿元。其中，短期债务占8.96%、长期债务占91.04%。截至2020年底，公司本部短期债务为0.60亿元。截至2020年底，公司本部全部债务资本化比率20.75%，公司本部债务负担较轻，债务结构较好。

截至2020年底，公司本部所有者权益为25.68亿元，较上年底增长9.14%，主要系其他权益工具增加所致。在所有者权益中，实收资本为9.18亿元（占35.74%）、资本公积合计7.62亿元（占29.67%）、未分配利润合计6.75亿元（占26.27%）、盈余公积合计1.04亿元（占4.03%），所有者权益稳定性较好。

2020年，公司本部营业收入为8.24亿元，利润总额为1.20亿元。同期，公司本部投资收益为0.90亿元。

现金流方面，2020年，公司本部经营活动现金流净额为0.55亿元，投资活动现金流净额-4.90亿元，筹资活动现金流净额5.05亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

跟踪期内，公司对湖盐转债待偿还余额的保障能力较强。

截至2021年3月底，公司存续债券余额共7.20亿元，均为湖盐转债余额。以2020年（同期或期末）数据，结合湖盐转债6年存续期和理论偿债峰值7.20亿元测算，公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对湖盐转债待偿还本金峰值的保障能力较强。

表 10 2020 年公司存续债券保障情况
(单位: 亿元、倍)

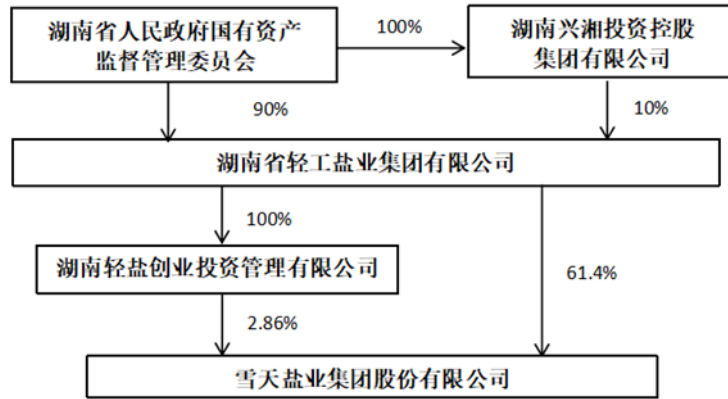
项目	2020 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	7.20
现金类资产/未来待偿债券本金峰值	1.01
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.47
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.30
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.61

资料来源：联合资信整理

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“湖盐转债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年底雪天盐业集团股份有限公司股权结构图



资料来源：公司年报

附件 1-2 截至 2020 年底雪天盐业集团股份有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	实收资本（亿元）	持股比例（%）	表决权比例（%）	取得方式
1	湖南省湘衡盐化有限责任公司	生产	4.11	100.00	100.00	投资成立
2	湖南省湘澧盐化有限责任公司	生产	3.57	100.00	100.00	投资成立
3	湖南开门生活电子商务有限公司	电子商务	0.46	100.00	100.00	同一控制下企业合并
4	湖南雪天盐业技术开发有限公司	生产	0.84	100.00	100.00	投资成立
5	江西九二盐业有限责任公司	生产	2.50	70.00	70.00	非同一控制下企业合并
6	湖南晶鑫科技股份有限公司	生产	0.50	99.00	99.00	投资成立
7	河北永大食盐有限公司	生产	0.42	42.14	52.14	非同一控制下企业合并

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	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	5.75	3.84	7.26	5.91
资产总额 (亿元)	35.74	35.96	45.72	45.52
所有者权益 (亿元)	25.63	26.12	28.59	29.10
短期债务 (亿元)	3.65	2.87	3.86	3.45
长期债务 (亿元)	1.07	2.02	6.12	6.18
全部债务 (亿元)	4.72	4.89	9.98	9.63
营业收入 (亿元)	23.03	22.72	21.64	5.49
利润总额 (亿元)	2.18	1.92	1.81	0.57
EBITDA (亿元)	4.50	4.23	4.37	/
经营性净现金流 (亿元)	2.83	2.79	2.19	0.53
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	7.05	9.91	26.81	/
存货周转次数 (次)	5.00	5.35	6.85	/
总资产周转次数 (次)	17.00	0.63	0.53	/
现金收入比 (%)	93.61	89.24	80.38	90.57
营业利润率 (%)	45.36	43.04	28.68	30.41
总资本收益率 (%)	6.54	6.00	4.64	/
净资产收益率 (%)	6.75	6.25	5.47	/
长期债务资本化比率 (%)	4.01	7.18	17.63	17.52
全部债务资本化比率 (%)	15.55	15.77	25.87	24.87
资产负债率 (%)	28.27	27.37	37.47	36.07
流动比率 (%)	152.72	137.45	147.42	145.93
速动比率 (%)	121.72	105.63	125.67	122.43
经营现金流动负债比 (%)	36.69	40.90	22.06	/
现金短期债务比 (倍)	1.58	1.34	1.88	1.71
EBITDA 利息倍数 (倍)	17.12	18.49	12.20	/
全部债务/EBITDA (倍)	1.05	1.15	2.28	/

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. 2018-2020 年财务数据均引用审计报告的期末数/本期数; 4. 2021 年 1-3 月财务数据未经审计, 相关指标未年化

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 (公司本部口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	1.17	2.44	3.59	3.71
资产总额 (亿元)	26.76	27.89	35.14	35.39
所有者权益 (亿元)	23.04	23.53	25.68	25.84
短期债务 (亿元)	1.35	1.03	0.60	0.51
长期债务 (亿元)	0.50	1.32	6.12	6.18
全部债务 (亿元)	1.85	2.34	6.72	6.69
营业收入 (亿元)	7.63	8.20	8.24	2.19
利润总额 (亿元)	0.56	0.93	1.20	0.16
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	0.74	-0.32	0.55	0.47
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	74.12	37.17	22.59	/
存货周转次数 (次)	7.05	8.30	7.64	/
总资产周转次数 (次)	0.32	0.30	0.26	/
现金收入比 (%)	111.16	108.77	107.92	101.10
营业利润率 (%)	31.98	28.11	28.54	30.28
总资本收益率 (%)	1.88	3.61	3.59	/
净资产收益率 (%)	2.04	3.97	4.53	/
长期债务资本化比率 (%)	2.12	5.29	19.24	19.30
全部债务资本化比率 (%)	7.43	9.06	20.75	20.56
资产负债率 (%)	13.91	15.63	26.91	27.00
流动比率 (%)	211.07	215.90	399.73	401.50
速动比率 (%)	186.75	185.57	373.00	375.07
经营现金流动负债比 (%)	27.55	-12.94	19.27	/
现金短期债务比 (倍)	0.87	2.38	5.96	7.29
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. 2018-2020 年财务数据均引用审计报告的期末数/本期数; 3. 2021 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
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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%
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

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

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 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。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

