

信用评级公告

联合〔2022〕4689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：

二〇二二年六月二十一日

雪天盐业集团股份有限公司 公开发行可转换公司债券 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
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: 1. 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; 2. 上述数据截至至 2022 年 3 月底

评级时间: 2022 年 6 月 21 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已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	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构	2	
		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, 在资源禀赋以及产业布局方面仍具备显著竞争优势。2021 年, 公司完成对重庆湘渝盐化有限责任公司的收购, 进一步完善了公司业务布局, 经营能力进一步增强, 公司收入和盈利均有较大幅度提升。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, 能源价格上涨加大公司成本压力, 在建项目规模大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, 公司经营竞争力有望保持。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的可能, 偿债压力或将减轻。

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

- 资产重组完成, 经营竞争力增强。**2021 年公司通过重大资产重组注入湘渝盐化, 进一步提升了公司盐产品的生产能力, 全国战略布局基本成形。
- 经营业绩大幅提升。**2021 年, 受市场供求关系改善、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, 公司营业收入同比增长 35.19%, 归属于上市公司股东的净利润同比增长 109.29%。
- 公司债务负担保持较轻, 融资渠道畅通。**截至 2022 年 3 月底, 公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 35.32% 和 17.73%, 债务负担较轻; 剩余可用授信充足, 间接及直接融资渠道畅通。

关注

- 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, 后续随着食盐专营体制改革的深入, 或将对公司经营业绩带来一定影响。

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

2. **能源价格波动，成本控制压力加大。**煤炭为公司主要产品生产所需重要能源及原料，影响公司主营业务成本。跟踪期内，煤炭价格大幅波动，加大了公司成本管理难度。
3. **在建项目规模大，未来存在一定资本支出压力。**公司投资规模较大的在建项目尚处于前期投入阶段，随着相关项目的推进，未来尚需大量资本投入，或将给公司带来一定资本支出压力。

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)	5.71	19.31	19.99	15.93
资产总额(亿元)	35.96	76.99	83.76	82.94
所有者权益(亿元)	26.12	48.42	51.99	53.65
短期债务(亿元)	2.87	6.38	8.50	4.52
长期债务(亿元)	2.02	9.47	7.32	7.05
全部债务(亿元)	4.89	15.85	15.82	11.56
营业收入(亿元)	22.72	35.36	47.80	14.94
利润总额(亿元)	1.92	2.44	4.71	1.78
EBITDA(亿元)	4.23	6.51	9.25	--
经营性净现金流(亿元)	2.79	7.97	6.00	0.66
营业利润率(%)	43.04	19.94	27.69	28.40
净资产收益率(%)	6.25	5.28	8.48	--
资产负债率(%)	27.37	37.11	37.93	35.32
全部债务资本化比率(%)	15.77	24.66	23.33	17.73
流动比率(%)	137.45	162.52	130.88	130.29
经营现金流动负债比(%)	40.90	47.11	26.96	--
现金短期债务比(倍)	1.99	3.03	2.35	3.53
EBITDA利息倍数(倍)	18.49	14.13	14.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.15	2.43	1.71	--
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)	27.89	35.14	58.53	/
所有者权益(亿元)	23.53	25.68	47.58	/
全部债务(亿元)	2.34	6.72	6.81	/
营业收入(亿元)	8.20	8.24	10.02	/
利润总额(亿元)	0.93	1.20	0.29	/
资产负债率(%)	15.63	26.91	18.71	/
全部债务资本化比率(%)	9.06	20.75	12.52	/
流动比率(%)	215.90	399.73	280.71	/
经营现金流动负债比(%)	-12.94	19.27	34.76	/

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加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. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径; 3. 2022年一季度数据未经审计, 相关财务指标未年化; 4. 本报告2019-2020年数据使用追溯调整后数据
资料来源: 联合资信根据公司年报及公司提供资料整理

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	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	2021/06/18	刘丽红 李敬云	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	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雪天盐业集团股份有限公司（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

雪天盐业集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券 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”）关于雪天盐业集团股份有限公司（以下简称“公司”或“雪天盐业”）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，公司变更为现名，股票简称变更为“雪天盐业”，股票代码不变。

截至 2021 年底，公司股本为 13.50 亿元，轻盐集团通过直接和间接的方式共持有公司 63.29% 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。控股股东及实际控制人所持公司股份无质押。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大改变，截至 2021 年底，公司下设 8 家子公司；公司在职工 6250 人。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 83.76 亿元，所有者权益 51.99 亿元（含少数股东权益

1.56 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 47.80 亿元，利润总额 4.71 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 82.94 亿元，所有者权益 53.65 亿元（含少数股东权益 1.70 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 14.94 亿元，利润总额 1.78 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 年底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，根据天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）最新出具的 2021 年度募集资金存放及实际使用情况鉴证报告（天职业字（2022）33-4 号），公司发行债券募集资金已按指定用途累计使用 6.63 亿元，跟踪期内，公司付息情况正常。

表 1 截至 2021 年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¹（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 月底社融规模存量同比增长 10.60%，增速较去年底高 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。

¹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 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 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

虽然未来行业面临诸多不确定性，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。

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

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。湖南省国资委仍为公司实际控制人。控股股东及实际控制人所持公司股份无质押。

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，拥有较丰富的资源并建立了较为完善的产销体系，具有较强的综合竞争力。

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。所属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”）、江西九二盐业有限责任公司（以下简称“九二盐业”）、河北永大食盐有限公司（以下简称“永大食盐”）和重庆湘渝盐化有限责任公司（以下简称“湘渝盐化”）等五个重要生产企业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。其中湘衡、湘澧两家盐化公司一南一北，控制了湖南省内的井矿盐资源，九二盐业控制了江西东南部的井矿盐资源。2021年收购的湘渝盐化，拥有纯碱产能70万吨/年、氯化铵产能70万吨/年，且其控股子公司索特盐化拥有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。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。

公司下属有湘衡盐化、湘澧盐化、九二盐业、雪天技术、永大食盐、湘渝盐化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。公司已建立覆盖全国的销售渠道，省内80余家市县分公司和省外30家分公司直接从事盐产品销售业务。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。

截至2021年底，公司各类盐年生产能力为500万吨/年，居于国内领先水平；2021年，公司生产盐产品521.10万吨。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

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2022年5月9日，公司本部无不良信贷信息记录。

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2022年5月20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

2021年，公司完成董事会换届选举，公司管理制度连续，上述变动未影响公司主业的正常运营。

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仍为冯传良先生和李志勇先生。

跟踪期内，公司股权结构以及主要管理制度未发生变化，整体经营稳定并连续。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，得益于行业景气度提升，市场需求旺盛，主要产品价格上涨以及纯碱新增产能释放等因素，公司营业总收入大幅增长，主营业务盈利能力增强。

跟踪期内，公司主营业务仍以各类盐产品及盐化工产品的生产销售为主，2021年，公司

营业总收入 47.80 亿元，同比增长 35.19%；实现利润总额 4.71 亿元，同比大幅增长 93.25%。

表 3 2019-2021 年公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年			
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入同比增长率 (%)
各类盐	17.38	77.68	54.09	17.49	50.08	34.88	20.96	44.29	30.80	19.85
芒硝	1.11	4.97	63.23	1.03	2.96	47.11	1.27	2.68	32.12	22.77
烧碱类	1.56	6.98	9.31	1.60	4.57	9.24	3.49	7.37	36.23	118.56
纯碱	--	--	--	8.57	24.53	1.90	12.68	26.80	25.56	48.04
氯化铵	--	--	--	3.77	10.81	17.81	6.15	12.99	39.96	62.90
其他	2.32	10.37	4.47	2.46	7.05	2.42	2.78	5.86	4.12	12.76
合计	22.38	100.00	46.27	34.92	100.00	21.85	47.32	100.00	29.45	35.52

注：2021 年公司完成同一控制下湘渝盐化 100% 股权收购，为便于比较，表中 2020 年相关数据根据公司 2021 年年报披露的追溯信息调整
资料来源：公司年报

从收入构成来看，各类盐产品仍是公司收入的主要来源，纯碱、氯化铵收入大幅上涨，成为仅次于盐类产品的业务。2021 年，受市场供求关系改善、国内化工行业景气度提升以及成本支撑等因素的综合影响，公司食用盐、工业盐、烧碱、纯碱等主要产品价格上涨，带动各板块收入均有增长。其中，烧碱类业务收入同比大幅增长 118.56%，主要系 30 万吨/年的离子膜烧碱项目逐步投产，产能释放所致。其他业务主要为包装物和非盐贸易等，占比较小。

从毛利率来看，2021 年，受煤炭价格及原辅料价格上涨影响，各类盐和芒硝业务成本增幅较大，毛利率下降。而烧碱类、纯碱、氯化铵等产品因市场需求旺盛，价格上涨，毛利率均有不同程度提升。

2022 年 1-3 月，市场需求持续向好，公司主要产品同比量价齐增，一季度实现营业收入 14.94 亿元，同比增长 172.39%，实现利润总额 1.78 亿元，同比增长 212.08%。

2. 盐类产品

2021 年，公司主要原材料及产品价格上升，随着新建产能持续释放以及完成对湘渝盐化的收购，公司业务规模进一步扩大，产销形势良好。

(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。公司直接材料占成本的比重 49.35%，其中以煤炭为主。

随着公司 30 万吨/年的离子膜烧碱项目产能持续释放，同时，完成湘渝盐化的收购等，公司整体经营规模扩大，2021 年，公司主要原材料采购量均有不同程度增加，其中煤炭采购量增幅最大。采购价格方面，随着新冠肺炎疫情后经济的逐步恢复，主要原辅料价格有较大幅度上涨，其中煤炭均价上涨 64%。虽然 2022 年以来煤炭价格已有所回落，但仍处于相对高位，公司面临较大的生产成本控制压力。

2021 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 26.11%，不存在对单一供应商采购占比过大的情况，采购集中度较低。

表 4 2019-2021 年公司原材料采购情况

商品	项目	2019 年	2020 年	2021 年	变动 (%)
煤炭	采购量 (万吨)	47.11	50.60	126.52	150.04
	采购价格 (元/吨)	672.38	651.59	1069.78	64.18

	占采购总额比例 (%)	26.45	19.68	40.36	20.68
编织袋	采购量 (万条)	4382	3681	5207	41.46
	采购价格 (元/条)	1.13	1.22	2.03	66.39
	占采购总额比例 (%)	3.64	2.68	3.15	0.47
塑料粒子	采购量 (吨)	3242.22	3165.33	3380.69	6.80
	采购价格 (元/千克)	7.66	6.85	8.36	22.04
	占采购总额比例 (%)	2.07	1.29	0.84	-0.45

注：表中2019-2020年数据未经回溯调整
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“以销定产、统一计划、订单生产”。2021年，公司完成对湘渝盐化100%股权收购，公司新增纯碱产能70万吨/年、氯化铵产能70万吨/年以及100万吨/年的井矿盐产能，公司经营规模扩

大。截至2021年底，公司各类盐产品产能500万吨/年、烧碱60万吨/年、纯碱和氯化铵均为70万吨/年。若剔除上述股权收购影响，公司各类盐、纯碱、氯化铵产销量较上年基本稳定；副产品芒硝产销量小幅上升；烧碱产销量同比增幅较大，主要系公司30万吨/年的离子膜烧碱项目本期逐步投产，市场需求旺盛，产能释放所致，公司主要生产装置利用率高。

考虑公司部分产品自产自用的情况，在公司以销定产的经营模式下，总体产销率保持较高水平。

平均售价方面，2021年，随着新冠肺炎疫情后经济的逐步恢复，公司所生产产品的市场需求增加，加之能源价格上升的推动，公司各类盐、烧碱、纯碱等主要产品的市场价格有不同程度上升，芒硝平均售价保持稳定。

表5 公司主要盐产品生产及销售情况 (单位: 万吨、%、元/吨)

盐及盐类产品		2019年	2020年	2021年
各类盐	产量	396.85	405.90	521.10
	销量	391.41	426.88	432.29
	产销率	98.63	105.17	82.96
	平均售价	444.15	383.65	484.78
芒硝	产量	21.00	21.12	24.07
	销量	22.06	21.66	26.92
	产销率	105.05	102.56	111.84
	平均售价	504.09	477.15	477.26
烧碱	产量	21.86	22.69	35.07
	销量	20.39	22.83	32.82
	产销率	93.28	100.62	93.58
	平均售价	766.03	699.35	768.64
纯碱	产量	--	--	73.61
	销量	--	--	71.72
	产销率	--	--	97.43
	平均售价	--	--	1768.31
氯化铵	产量	--	--	76.11
	销量	--	--	76.08
	产销率	--	--	99.96
	平均售价	--	--	808.18

注：1. 芒硝产销量超过100%，由于公司芒硝销量含外购量；2. 2019-2020年公司无纯碱和氯化铵，2021年，公司完成对湘渝盐化100%股权收购，公司新增纯碱和氯化铵产能；3. 表中2019-2020年数据未经回溯调整

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，积极拓展省外业务，截至2021年底，公司已建立覆盖全国的销

售渠道，省内 80 余家市县分公司和省外 30 家分公司直接从事盐产品销售业务。

从销售集中度来看，2021 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 13.10% 下降至 10.77%，销售集中度低。

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。

3. 在建项目

跟踪期内，公司多数在建项目已基本完工，但投资较的项目未来推进仍有一定的持续性资本支出压力。

截至 2021 年底，公司重点投资项目情况详见下表。“GP16002030 煤气化节能技术升级改造项目”预算为 15.4 亿元，煤气化节能技术升级改造项目是为降低合成氨生产成本，采用行业先进水煤浆气化工艺技术，建设一套 30 万吨合成氨生产设备设施，项目主要建设空分装置和空压站、煤气化装置、净化装置、氨合成装置、火炬等工艺装置以及公用工程装置和辅助生产

设施等工程。项目于 2020 年 1 月通过湖南省国资委批复，2021 年 3 月开始土建施工建设，目前已进入全面设备安装阶段，预计 2022 年 12 月底建设完成。

其中预算金额较大的“产业结构调整升级技改工程井下全卤循环制碱项目”为公司未来拟定投资项目之一，截至目前该项目未正式启动，且尚在对该项目进行前期可研调查论证。目前仅发生少量材料、咨询费、差旅费等。后续是否开工存在不确定性。

截至 2021 年底，公司主要投资项目计划总投资 58.78 亿元，累计已投入 9.89 亿元，尚需投资 48.89 亿元，其中需主要投资于产业结构调整升级技改方面，有助于提升公司整体产业水平。

从建设资金来源看，公司重点投资项目资金主要来自发行股份募集资金及可转债募集资金，升级技改项目多以自有资金以及银行借款为主，项目较为分散且投资周期较长，对公司持续经营获现有一定要求。

表 6 截至 2021 年底公司主要投资项目情况

项目名称	预算数 (亿元)	工程累计投入 占预算比例(%)	工程进 度(%)	资金来源
制盐系统节能增效技术改造	1.08	76.55	76.55	募股资金、自有资金
18 万吨/年过氧化氢项目	2.49	74.57	85.00	发债资金、银行借款、自有资金、其他资金
GP16002030 煤气化节能技术升级改造项目	15.40	33.63	56.61	银行借款、自有资金、其他资金
食盐提质改造项目-湘衡 30 万吨/年小包装食用盐配送中心项目	1.25	2.15	94.48	募股资金、自有资金
纳米碳酸钙项目	2.00	11.43	11.43	自有资金
产业结构调整升级技改工程井下全卤循环制碱项目	23.00	0.14	0.14	自有资金
374 万 m ³ /年产输卤项目	1.39	30.26	40.00	募股资金
热电联产（130 吨/炉）项目	2.99	20.62	20.00	金融机构贷款
JG2020006 热电系统优化节能环保改造	1.30	53.01	85.00	自有资金
高峰岩盐矿区搬迁工程 GP18004099	7.88	0.20	0.20	自有资金
合计	58.78	/	/	/

注：“食盐提质改造项目-湘衡 30 万吨/年小包装食用盐配送中心项目”已部分转固，其中配送中心项目的部分尾款结算未转固部分计入在建工程，占比计算时用这部分除以的总预算

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2021 年，公司经营效率处于行业较高水平。

从经营效率指标看，2021 年，公司销售债权周转次数由 9.32 次降至 7.95 次，主要系工业盐客

户以银行承兑汇票结算较多所致；存货周转次数降至 7.62 次，主要系煤炭等原材料价格上涨，盐、碱产成品量价齐增对资金占用增加。总资产周转次数为 0.59 次。与同行业其他企业相比公司

经营效率处于较高水平。

表 7 2021 年同行业上市公司经营效率对比
(单位: 次)

股票简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
鲁银投资	7.54	5.92	0.67
云南能投	15.26	2.33	0.23
苏盐井神	5.51	22.88	0.62
雪天盐业	8.67	51.39	0.74

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

湘渝盐化重大资产重组项目取得中国证监会批复, 公司完成对湘渝盐化的收购, 进一步完善了公司在盐化产业的布局。

2021年9月17日, 公司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》, 同意向交易对方轻盐集团、湖南轻盐晟富盐化产业私募股权基金合伙企业(有限合伙)和菱菱津杉(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日收到了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。根据公司公告, 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, 湘渝盐化装入公司, 进一步完善了公司在盐化产业的布局。

6. 未来发展

未来, 公司仍将继续围绕主业发展, 具备一定的可行性。

十四五期间, 公司的战略定位是成为国内盐及延伸产业领军企业, 推进产业智能化、高端

化、绿色化、品牌化, 使“雪天”成为现代盐产业的全国领导品牌。以下属七家生产企业为主体, 重点推进技术升级改造、智能工厂建设、内部降本增效和行业兼并重组, 实现1000万吨级生产能力, 品牌和产品全面领先。专注盐及盐化工主业并向调味品等行业延伸。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021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2022年第一季度财务数据未经审计。

2021年, 新增纳入合并范围的子公司1家, 纳入合并范围的子公司共8家, 公司完成同一控制下湘渝盐化100%股权收购, 公司对比较期间相关财务数据进行了追溯调整, 以下分析采用追溯调整后数据, 财务数据可比性强。

截至2021年底, 公司合并资产总额83.76亿元, 所有者权益51.99亿元(含少数股东权益1.56亿元); 2021年, 公司实现营业总收入47.80亿元, 利润总额4.71亿元。

截至2022年3月底, 公司合并资产总额82.94亿元, 所有者权益53.65亿元(含少数股东权益1.70亿元); 2022年1-3月, 公司实现营业总收入14.94亿元, 利润总额1.78亿元。

2. 资产质量

截至2021年底, 公司资产规模持续增长, 资产结构以非流动资产为主; 公司现金类资产较充裕, 受限资产占比较低, 整体资产质量较高。

截至2021年底, 公司合并资产总额较上年底有所增长, 主要系非流动资产增加所致。公司资产结构以非流动资产为主, 较上年底变化不大。

表 8 2019 - 2021 年及 2022 年 3 月底公司资产主要构成

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底			2022 年 3 月底	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	同比增长率(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	9.36	26.03	27.48	35.69	29.15	34.80	6.07	26.22	31.61

货币资金	1.86	5.19	13.00	16.88	7.13	8.51	-45.15	8.68	10.46
交易性金融资产	1.98	5.51	2.43	3.15	6.81	8.13	180.42	0.00	0.00
应收款项融资	1.86	5.18	3.89	5.05	6.05	7.23	55.76	7.25	8.74
存货	2.17	6.03	3.22	4.19	5.57	6.65	72.96	4.94	5.96
非流动资产	26.59	73.97	49.51	64.31	54.61	65.20	10.30	56.72	68.39
固定资产	16.67	46.37	29.28	38.03	31.84	38.01	8.71	30.76	37.08
在建工程	3.08	8.55	7.58	9.84	10.94	13.05	44.29	13.32	16.05
无形资产	5.91	16.44	9.08	11.79	8.55	10.21	-5.83	8.46	10.20
资产总额	35.96	100.00	76.99	100.00	83.76	100.00	8.79	82.94	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至2021年底，流动资产较上年底有所增长，主要系交易性金融资产和应收款项融资等增加所致。

截至2021年底，公司货币资金较上年底大幅减少，主要系公司加强闲置资金筹划增加用于购买交易性金融资产的现金管理额度和偿还短期借款所致，货币资金中有1.52亿元受限资金，主要为银行承兑汇票保证金及信用证保证金等。

截至2021年底，公司交易性金融资产较上年底大幅增长，主要系闲置资金用于现金管理额度增加购买理财产品所致。

截至2021年底，公司应收款项融资较上年底大幅增长，主要系公司销售规模扩大，应收票据相应增加，公司增加应收票据背书和贴现所致。

(2) 非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产较上年底有所增长，非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。

截至2021年底，公司固定资产较上年底微幅增长，主要系部分在建项目转入固定资产所致。按账面价值计算，固定资产主要由机器设备（占58.72%）和房屋及建筑物（占36.65%）构成，累计计提折旧35.57亿元；固定资产成新率46.54%，成新率一般。

截至2021年底，公司在建工程较上年底大幅增长，主要系九二盐业双氧水项目、湘渝煤气化节能改造项目等投入增加所致。

截至2021年底，公司无形资产较上年底变

动较小，无形资产中主要为土地使用权（占73.60%）

截至2021年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计6.34亿元，主要为融资租赁受限的固定资产和质押的票据；公司受限资产6.34亿元，受限资产占总资产比重为7.57%，受限比例低。

表9 截至2021年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	1.52	1.81	保证金
应收款项融资	1.84	2.20	票据质押
固定资产	2.46	2.93	借款抵押
无形资产	0.53	0.63	借款抵押
合计	6.34	7.57	--

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2022年3月底，公司合并资产总额82.94亿元，较上年底下降0.98%。其中，流动资产占31.61%，非流动资产占68.39%，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2021年，公司发行股份购买湘渝盐化，所有者权益增长，所有者权益结构稳定性较强。

截至2021年底，公司所有者权益51.99亿元，较上年底增长7.37%，主要系公司发行股份购买湘渝盐化所致。此次交易增加股本4.16亿元，增加资本公积15.11亿元。截至2021年底，公司归属于母公司所有者权益占比为97.01%，少数股东权益占比为2.99%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占25.97%、45.32%和22.36%。所有者权益结构稳定性较强。

截至2022年3月底,公司所有者权益53.65亿元,较上年底增长3.19%,在所有者权益中,实收资本、资本公积和未分配利润分别占所有者权益的比例为25.17%、44.02%和24.35%。

(2) 负债

截至2021年底,公司负债规模增加,但有

息债务规模下降,偿债压力可控。

截至2021年底,公司负债总额较上年底有所增长,从结构来看非流动负债占比上升较快,截至2021年底,公司流动负债占负债的70.10%。

表 10 2019 - 2021 年及 2022 年 3 月底公司负债主要构成

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底			2022 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	同比增长率 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	6.81	69.21	16.91	59.18	22.27	70.10	31.72	20.12	68.70
短期借款	2.18	22.15	3.77	13.19	2.02	6.35	-46.47	1.62	5.53
应付票据	0.00	0.00	2.60	9.11	3.79	11.91	45.34	2.86	9.78
应付账款	1.29	13.12	3.92	13.71	5.07	15.95	29.31	6.05	20.65
其他应付款	1.50	15.27	3.37	11.81	4.86	15.30	44.10	/	/
一年内到期的非流动负债	0.69	6.99	0.01	0.04	2.69	8.48	26320.86	0.03	0.11
合同负债	0.00	0.00	1.86	6.51	2.17	6.83	16.71	3.10	10.57
非流动负债	3.03	30.79	11.66	40.82	9.50	29.90	-18.56	9.17	31.30
长期借款	2.02	20.53	3.35	11.73	0.97	3.04	-71.19	0.63	2.15
应付债券	0.00	0.00	6.12	21.42	6.36	20.01	3.87	6.41	21.90
负债总额	9.84	100.00	28.57	100.00	31.77	100.00	11.20	29.29	100.00

资料来源:公司财务报告、联合资信整理

截至2021年底,公司流动负债较上年底大幅增长,主要系业务规模扩大,交易形成的应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致。

截至2021年底,公司短期借款较上年底下降,主要系公司流动性相对充足的情况下,公司减少短期借款融资。

截至2021年底,公司应付票据较上年底大幅增长,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2021年底,公司应付账款较上年底大幅增长,主要系应付原材料采购款和工程结算款增加所致。公司应付账款账龄普遍较短,根据公司年报,期底不存在账龄超过1年的重要应付账款。

截至2021年底,公司其他应付款较上年底大幅增长,主要系九二盐业募投项目要求少数股东根据项目投入进度同比例筹资增加、应付限制性股票的股票回购款增加及收到押金保证金等往来款增加所致。

截至2021年底,公司合同负债较上年底大

幅增长,主要系公司预收货款增加所致。

截至2021年底,公司一年内到期的非流动负债较上年底大幅增长,主要系是一年内到期的长期借款转入所致。

截至2021年底,公司非流动负债较上年底大幅减少,主要系长期借款即将到期转入一年内到期的非流动负债所致。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

截至2021年底,公司长期借款较上年底大幅减少,长期借款科目中剩余全部为抵押借款。

截至2021年底,公司应付债券6.36亿元,较上年底变动较小,为公司2020年发行的可转换公司债券。

截至2021年底,公司全部债务与上年底基本持平,因部分长期借款即将到期,公司长期债务减少的同时短期债务大幅上升,长短期债务结构相对均衡。从债务指标来看,截至2021年底,公司资产负债率保持稳定,全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所下降。整体看,公司债务负担较轻。

表3 公司债务及相关指标情况(单位:亿元、%)

项目	2019 年底	2020 年底	2021 年底	2022 年 3 月底
短期债务	2.87	6.38	8.50	4.52
长期债务	2.02	9.47	7.32	7.05
全部债务	4.89	15.85	15.82	11.56
短期债务占比	58.67	40.26	53.71	39.06
资产负债率	27.37	37.11	37.93	35.32
全部债务资本化比率	15.77	24.66	23.33	17.73
长期债务资本化比率	7.18	16.36	12.34	11.61

注:尾差系四舍五入所致

资料来源:公司年报,联合资信整理

截至 2022 年 3 月底,公司全部债务 11.56 亿元,较上年底下降 26.90%,主要系部分债务到期偿付所致。债务结构方面,短期债务占 39.06%,长期债务占 60.94%,以长期债务为主。随着到期债务的偿付,公司负债率进一步下降。

4. 盈利能力

2021 年,公司主导产品下游需求增加,产品价格上涨,公司收入和利润均有所上升,期间费用控制较好。与同行业相比,公司盈利指标处于中上游水平。

2021 年,公司实现营业总收入 47.80 亿元,同比增长 35.19%,主要系下游需求增加,产品销售规模扩大所致;营业利润率为 27.69%,同比提高 7.75 个百分点。

从期间费用看,2021 年,公司费用总额为 8.94 亿元,同比大幅增长 58.28%,主要系销售费用、管理费用增长所致。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 38.27%、37.38%、21.01% 和 3.34%。其中,销售费用为 3.42 亿元,同比增长 53.07%,主要系职工薪酬、品牌宣传费用增长所致;管理费用为 3.34 亿元,同比增长 58.37%,主要系工资增长,上期享受疫情减免政策本期已取消,启动年金和补充医疗计划等原因导致人工成本增加所致;研发费用为 1.88 亿元,同比增长 82.48%,主要系加强核心竞争力构建,研发投入增加所致。2021 年,公司期间费用率为 18.71%,同比提高 2.73 个百分点。公司费用规模较大,对整体利润侵蚀较多。

非经营性损益方面,2021 年,公司投资收益、其他收益及资产处置收益等非经常性损益以及营业外收入规模相对较小,对营业利润影响不大。

表4 公司盈利指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业总收入(亿元)	22.72	35.36	47.80
营业成本(亿元)	12.18	27.48	33.53
费用总额(亿元)	8.08	5.65	8.94
利润总额	1.92	2.44	4.71
营业利润率	43.04	19.94	27.69

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

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 7.04%、8.48%,同比分别提高 2.54 个百分点和 3.20 个百分点。公司盈利表现较好。

与所选公司比较,公司销售毛利率较高,总资产报酬率和净资产收益率处于中等水平。

表5 2021 年同行业公司盈利情况对比

证券简称	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
鲁银投资	19.74	7.76	11.93
云南能投	40.51	4.30	4.80
苏盐井神	26.89	5.75	7.61
雪天盐业	29.85	6.05	8.48

注:Wind与联合资信在上述指标计算上存在公式差异,为便于与同行业公司进行比较,本表相关指标统一采用Wind数据

资料来源:Wind

2022 年 1-3 月,实现营业总收入 14.94 亿元,同比增长 172.39%,实现利润总额 1.78 亿元,同比增长 212.08%。

5. 现金流

2021 年,公司经营获现能力增强,理财操作导致投资活动流出量有所增加,公司整体对筹资需求降低。

从经营活动来看,2021 年,公司经营活动现金流入量与流出量同比均大幅增长,主要系公司采购与销售规模同步扩大所致,公司经营活动现金净流入量亦有较大增幅。2021 年,公司现金收入比下降,主要系公司票据结算使用较多,公司经营活动持续呈净流入态势且应收账款规模较小,收入实现质量较好。

公司投资活动现金支出主要为以部分闲置资金购买理财产品及进行在建工程投入，2021年，公司投资活动现金呈大额净流出态势。

2021年，公司筹资活动前现金流量净流出增加，考虑到公司近两年经营获现表现较强，较大规模理财投资对公司不构成筹资压力。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入量与流出量均同比下降，主要系公司融资规模及债务到期规模减少所致；2021年，筹资活动现金同比小额净流出。

表 6 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年	2021年同比增长率
经营活动现金流入小计	20.70	30.28	43.49	43.61
经营活动现金流出小计	17.92	22.32	37.48	67.96
经营活动现金流量净额	2.79	7.97	6.00	-24.62
投资活动现金流入小计	9.18	15.89	38.83	144.42
投资活动现金流出小计	11.82	21.18	49.77	134.96
投资活动现金流量净额	-2.64	-5.30	-10.94	106.58
筹资活动前现金流量净额	0.14	2.67	-4.94	-284.97
筹资活动现金流入小计	4.79	22.01	4.86	-77.93
筹资活动现金流出小计	5.74	20.06	6.62	-66.98
筹资活动现金流量净额	-0.95	1.95	-1.77	-190.81
现金收入比	89.24	79.42	73.43	-5.99

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022年1—3月，公司实现经营活动现金净流入0.66亿元，现金及现金等价物净增加额1.55亿元。

6. 偿债指标

因部分长期债务即将到期，公司短期偿债压力有所上升，但跟踪期内，公司经营形势向好，直接与间接融资渠道均较为畅通，公司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162.52%和143.46%下降至130.88%和105.85%，流动资产对流动负债的保障程度依然较高。截至2021年底，公司经营现金流动负债比率为26.96%，同比下降20.15个百分点；公司现金短期债务比由上年底的3.03倍下降至2.35倍。整体看，公司短期偿债压力有所上升，但短期偿债能力依然很强。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA为9.25亿元，同比增长41.95%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占40.47%）、利润总额（占50.90%）构成。2021年，公司EBITDA利息倍数由上年的14.13倍提高至14.74倍，EBITDA对利息的覆盖程度很高；公司全部债务/EBITDA由上年的2.43倍下降至1.71倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期偿债能力很强。

对外担保方面，截至2022年3月底，公司未对合并范围外的企业提供担保。

未决诉讼方面，截至2022年3月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2022年3月底，公司共计获得银行授信额度61.55亿元，已使用授信1.28亿元，间接融资渠道畅通；公司为A股上市公司，具有直接融资渠道。

7. 公司本部（母公司）财务分析

2021年，公司本部承担了较多的资产管理职能，资产规模很大，债务负担很轻，主要经营性业务在下属子公司，本部营业收入和利润占合并口径比重较低。

截至2021年底，母公司资产占合并口径的69.88%；母公司负债占合并口径的34.46%；母公司所有者权益占合并口径的91.52%；母公司营业收入占合并口径的20.95%；母公司利润总额占合并口径的6.18%。

截至2021年底，母公司资产总额58.53亿元，较上年底增长66.59%，其中，流动资产11.98亿元（占20.46%），非流动资产46.56亿元（占79.54%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占20.80%）和其他应收款（占50.06%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占91.97%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为2.49亿元。

截至2021年底，母公司负债总额10.95亿元，较上年底增长15.79%。其中，流动负债4.27亿元（占38.97%），非流动负债6.68亿元（占61.03%）。从构成看，流动负债主要由应付账款（占24.94%）、其他应付款（合计）（占35.30%）

和合同负债（占 19.48%）构成；非流动负债主要由应付债券（占 95.12%）构成。母公司 2021 年资产负债率为 18.71%，母公司债务负担很轻。

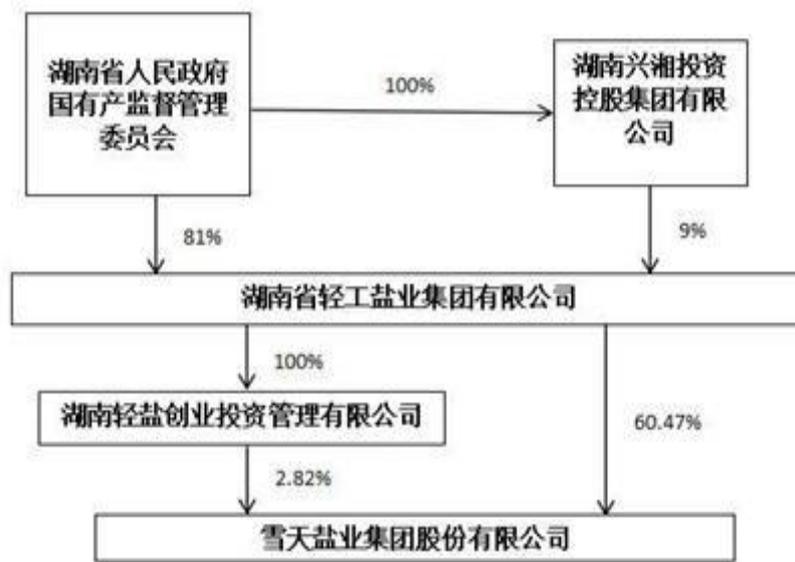
2021 年，母公司营业收入为 10.02 亿元，利润总额为 0.29 亿元。同期，母公司投资收益为 0.71 亿元。

现金流方面，2021 年，公司母公司经营活动现金流净额为 1.48 亿元，投资活动现金流净额 0.24 亿元，筹资活动现金流净额-0.44 亿元。

十、结论

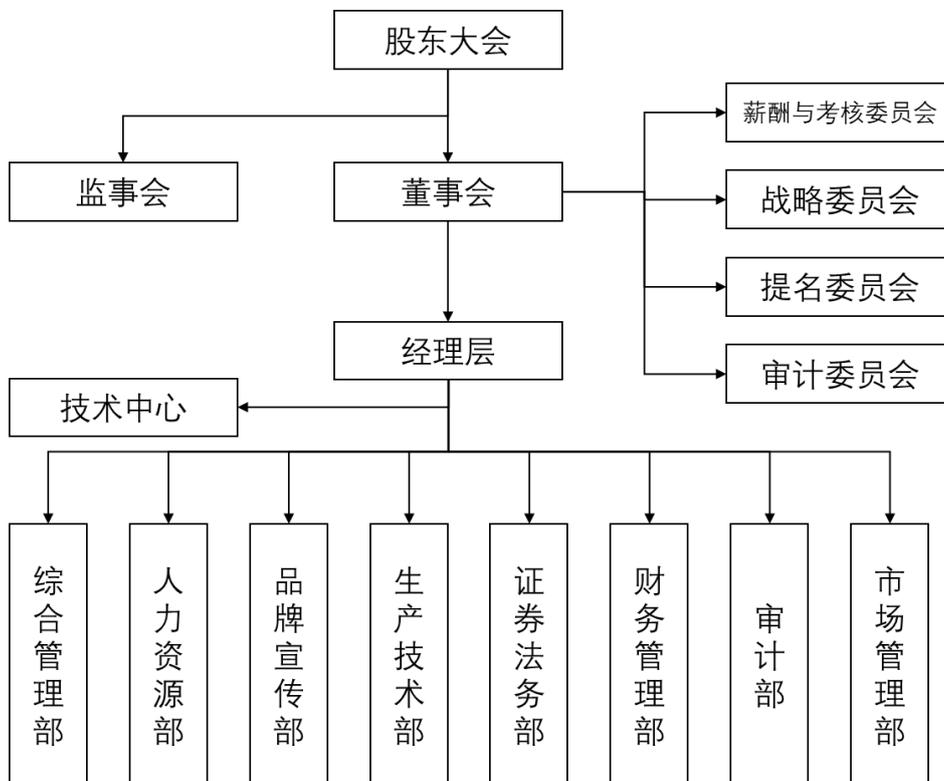
基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“湖盐转债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底雪天盐业集团股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底雪天盐业集团股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底雪天盐业集团股份有限公司
纳入合并范围内的子公司情况

子公司名称	注册资本（万元）	业务性质	持股比例(%)		取得方式
			直接	间接	
湖南省湘衡盐化有限责任公司	43918.59	生产	100.00	--	投资成立
湖南省湘澧盐化有限责任公司	35673.46	生产	100.00	--	投资成立
湖南晶鑫科技股份有限公司	5000.00	生产	99.00	--	投资成立
湖南雪天盐业技术开发有限公司	10691.65	生产	100.00	--	投资成立
湖南开门生活电子商务有限公司	4600.00	电子商务	100.00	--	同一控制下的企业合并
江西九二盐业有限责任公司	25000.00	生产	70.00	--	非同一控制下的企业合并
河北永大食盐有限公司	4200.00	生产	42.14	--	非同一控制下的企业合并
重庆湘渝盐化有限责任公司	106948.08	生产	100.00	--	同一控制下的企业合并

资料来源：公司年报及公开信息

附件 3-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	5.71	19.31	19.99	15.93
资产总额 (亿元)	35.96	76.99	83.76	82.94
所有者权益 (亿元)	26.12	48.42	51.99	53.65
短期债务 (亿元)	2.87	6.38	8.50	4.52
长期债务 (亿元)	2.02	9.47	7.32	7.05
全部债务 (亿元)	4.89	15.85	15.82	11.56
营业收入 (亿元)	22.72	35.36	47.80	14.94
利润总额 (亿元)	1.92	2.44	4.71	1.78
EBITDA (亿元)	4.23	6.51	9.25	--
经营性净现金流 (亿元)	2.79	7.97	6.00	0.66
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	7.05	9.32	7.95	--
存货周转次数 (次)	5.35	10.20	7.62	--
总资产周转次数 (次)	0.63	0.63	0.59	--
现金收入比 (%)	89.24	79.42	73.43	79.50
营业利润率 (%)	43.04	19.94	27.69	28.40
总资本收益率 (%)	6.00	4.49	7.04	--
净资产收益率 (%)	6.25	5.28	8.48	--
长期债务资本化比率 (%)	7.18	16.36	12.34	11.61
全部债务资本化比率 (%)	15.77	24.66	23.33	17.73
资产负债率 (%)	27.37	37.11	37.93	35.32
流动比率 (%)	137.45	162.52	130.88	130.29
速动比率 (%)	105.63	143.46	105.85	105.72
经营现金流动负债比 (%)	40.90	47.11	26.96	--
现金短期债务比 (倍)	1.99	3.03	2.35	3.53
EBITDA 利息倍数 (倍)	18.49	14.13	14.74	--
全部债务/EBITDA (倍)	1.15	2.43	1.71	--

注: 1. 部分合计数与各相加数直接相加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. 数据如无特别注明均为合并口径; 3. 2022 年一季度数据未经审计, 相关财务指标未年化; 4. 本报告 2019-2020 年数据使用追溯调整后数据

资料来源: 联合资信根据公司年报及公司提供资料整理

附件 3-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	2.44	3.59	3.67	/
资产总额 (亿元)	27.89	35.14	58.53	/
所有者权益 (亿元)	23.53	25.68	47.58	/
短期债务 (亿元)	1.03	0.60	0.45	/
长期债务 (亿元)	1.32	6.12	6.36	/
全部债务 (亿元)	2.34	6.72	6.81	/
营业收入 (亿元)	8.20	8.24	10.02	/
利润总额 (亿元)	0.93	1.20	0.29	/
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	-0.32	0.55	1.48	/
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	36.63	21.47	21.28	--
存货周转次数 (次)	8.30	7.64	8.68	--
总资产周转次数 (次)	0.30	0.26	0.21	--
现金收入比 (%)	108.77	107.92	115.76	/
营业利润率 (%)	28.11	28.54	26.90	/
总资本收益率 (%)	3.61	3.59	0.66	--
净资产收益率 (%)	3.97	4.53	0.75	--
长期债务资本化比率 (%)	5.29	19.24	11.78	/
全部债务资本化比率 (%)	9.06	20.75	12.52	/
资产负债率 (%)	15.63	26.91	18.71	/
流动比率 (%)	215.90	399.73	280.71	/
速动比率 (%)	185.57	373.00	259.69	/
经营现金流动负债比 (%)	-12.94	19.27	34.76	--
现金短期债务比 (倍)	2.38	5.96	8.08	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 1. 部分合计数与各相加数直接相加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. 数据如无特别注明均为合并口径; 3. 2022 年一季度数据未经审计, 相关财务指标未年化; 4. 2019-2021 年数据使用相应年度报告期末数据

资料来源: 联合资信根据公司年报及公司提供资料整理

附件 4 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	
营业总收入年复合增长率	
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%
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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×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+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 5-1 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 5-2 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 5-3 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