



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪089号

青海盐湖工业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“青海盐湖工业股份有限公司2012年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；本次债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一五年五月十三日

青海盐湖工业股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2015）

发行主体	青海盐湖工业股份有限公司		
发行年限	7 年期固定利率，附第 5 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权		
发行规模	人民币 50 亿元		
存续期限	2013/03/06—2020/03/06		
上次评级时间	2014/05/14		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

概况数据

盐湖股份	2012	2013	2014	2015.3
所有者权益（亿元）	176.89	180.05	192.80	192.60
总资产（亿元）	424.40	556.08	678.99	697.12
总债务（亿元）	187.41	297.32	392.21	407.88
营业总收入（亿元）	82.71	80.94	104.74	16.75
营业毛利率（%）	55.80	51.44	51.53	57.68
EBITDA（亿元）	41.08	28.08	33.64	-
所有者权益收益率（%）	15.56	5.92	6.91	0.10
资产负债率（%）	58.32	67.62	71.61	72.34
总债务/EBITDA（X）	4.08	10.59	11.66	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.08	1.72	1.55	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2013 年财务数据经追溯调整。
3、长期债务包括长期应付款中的应付租赁款

基本观点

2014 年，青海盐湖工业股份有限公司（以下简称“盐湖股份”或“公司”）业务规模保持增长态势。钾肥板块方面，受益于产能释放及工艺改进，公司氯化钾产销量显著上升，规模优势突出；未来随着 150 万吨钾肥项目的投产及钾肥价格的稳步回升，公司盈利能力有望进一步增强。化工板块方面，近年来受天然气涨价、化工品价格长期低迷等因素影响，公司化工综合利用项目持续亏损，但未来随着达产率的上升，项目亏损有望收窄。中诚信证评将持续关注公司化工板块亏损、债务压力及在建工程转固压力等因素对公司信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持盐湖股份主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；维持“青海盐湖工业股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）”信用等级为 AAA。

正面

- 钾肥资源丰富。作为典型的资源垄断型行业，资源储备状况决定了钾肥生产的竞争壁垒。公司拥有察尔汗盐湖钾镁盐矿区，资源优势明显，为公司业务持续发展奠定了良好的基础。
- 规模优势显著。公司是国内最大钾肥生产企业，2014 年生产氯化钾 464.22 万吨，销售氯化钾 456.62 万吨，钾肥市场占有率位居国内第一。2014 年公司新建年 150 万吨钾肥扩能项目，该项目投产后，将进一步巩固了公司的行业地位。
- 钾肥产品盈利能力很强。公司主导产品氯化钾产销量逐年增长，毛利水平虽较往年有所下滑，但仍保持很高的水平，2014 年为 68.27%。未来随着后续钾肥产能的扩张，规模化效应将使公司盈利能力进一步增强。

分析师



赵晶婧 jjzhao@ccxr.com.cn
樊天璇 txgong@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2015 年 5 月 13 日

关 注

- 化工板块持续亏损。受化工产品价格下滑、天然气价格上涨及项目尚未达产等因素影响，近年来公司化工板块持续亏损，2014 年累计亏损达 11.71 亿元。随着达产率的提升，单位产品亏损额将有所收窄，但项目短期内扭亏的可能性较小。
- 债务规模上升压力。近年来公司债务规模快速增长，截至 2014 年末其总债务达 392.21 亿元，同比增长 31.91%，资产负债率达 71.61%。公司负债水平偏高，债务压力进一步加重。
- 在建工程转固压力。截至 2014 年末，公司在建工程规模达 326.85 亿元，随着在建项目转固，大额固定资产计提折旧或将对公司盈利能力造成一定影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

行业关注

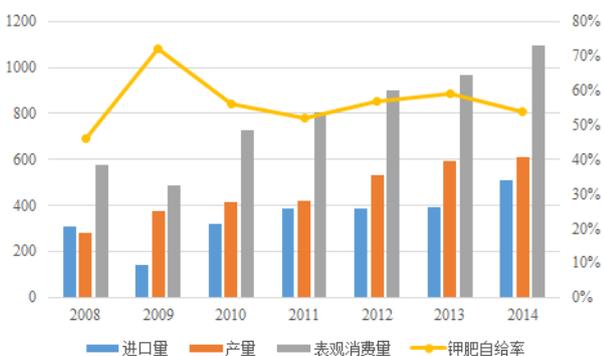
在钾肥市场产能过剩的情况下，随着 Uralkali 退出 BPC 联盟，全球钾肥垄断格局出现分化，钾肥市场竞争加剧

全球钾肥资源分布极不均匀，主要集中于加拿大、俄罗斯、白俄罗斯等少数国家，形成了全球钾肥行业高度集中的供给格局。2013 年之前，全球钾肥贸易大多由 BPC 和 Canpotex 两大联盟控制，其产能全球占比最高可达 70% 左右。近年来在钾肥市场低迷的情况下，BPC 和 Canpotex 限产保价，导致 Uralkali 市场份额大幅萎缩。为提升产能利用率，2013 年 7 月 20 日 Uralkali 宣布结束和 Belaruskali 在 BPC 框架下的合作，未来其生产的钾肥产品将由 Uralkali trade 负责销售和出口。

为维护其市场地位，Uralkali 放弃了过往高价政策，转而采取低价竞争策略。由于 Uralkali 产能约占全球的 20%，此举直接导致国际市场上钾肥价格从 400 美元/吨迅速降至 300 美元/吨，并长期维持在此水平。长期来看，在市场供大于求的态势下，Uralkali 的退出使得全球钾肥垄断格局出现分化，钾肥巨头在全球市场的垄断优势和话语权逐步下降，钾肥市场将进入更加开发、全面竞争的时期。在这种变革局面下，钾肥市场预计将形成强者恒强、弱者淘汰两极分化的格局。

较高的对外依存度推动国内钾肥产能快速扩张，未来钾肥行业集中度将进一步上升

图 1：我国钾肥产量、进出口及表观消费量情况



资料来源：聚源数据，海关总署，中诚信证评整理

随着经济的快速增长，我国粮食需求突出，带动包括钾肥在内的化肥用量持续上升，2008 年至 2014 年我国钾肥表观消费量（折纯）从 578 万吨增

至 1,097 万吨，年复合增长率达 11.25%。在需求的推动下，国内钾肥产量亦保持快速增长，2008 年至 2014 年间，其产量从 283 万吨增至 610 万吨，年复合增长率达 13.66%。由于我国钾盐资源稀缺、资源品质不高且分布在交通不便的青海、新疆等地，因此在行业产能扩张的情况下，依然无法满足国内钾肥消费需求，对进口依存度长期处于较高水平。

与国际市场类似，国内钾肥行业亦呈现寡头垄断态势，目前主要生产企业包括盐湖股份、格尔木藏格钾肥股份有限公司（以下简称“藏格钾肥”）、国投新疆罗布泊钾盐公司（以下简称“国投罗布泊”）等。其中，盐湖股份是我国现阶段生产规模最大、技术水平最高的钾肥生产企业。藏格钾肥拥有察尔汗盐湖铁路以东矿区 724 平方公里探矿权，目前氯化钾年产能约 160 万吨，位居全国第二。国投罗布泊主要产品为硫酸钾型钾肥，年产能为 132 万吨。据中国无机盐工业协会数据，2014 年我国钾肥总产能（折纯）已达 677 万吨，上述三大钾肥公司总产能为 456 万吨，约占国内总产能的 67.4%。

为扩大市场份额，近年来我国大型钾肥生产商纷纷开展扩产计划。目前已披露的新增产能计划包括盐湖股份 150 万吨氯化钾项目、藏格钾肥 40 万吨氯化钾项目和国投罗布泊 30 万吨硫酸钾项目。随着上述项目的陆续投产，2016 年我国钾肥总产能（折纯）预计将增至 813 万吨，届时三大钾肥生产商的市场份额预计将超过 70%，行业集中度将进一步提升。

2014 年国内氯化钾供求不平衡导致产品价格低位徘徊，但随着库存规模的下降及供应大合同的确定，预计 2015 年氯化钾价格将有所上升

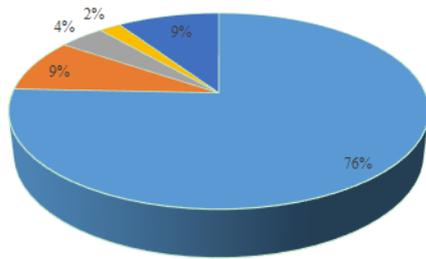
由于全球钾肥供给处于国际垄断状态，目前国内钾肥的定价基本根据进口钾肥价格确定，而进口钾肥的价格则是按每半年全球钾肥大合同价格再加上中间商的利润。2014 年上半年，氯化钾大合同价格为 305 美元/吨，较 2013 年下降 95 美元/吨。钾肥大合同价格的下滑，加之供过于求日益严重，对国内钾肥价格产生一定的负面影响，2014 年 8 月氯化钾价格跌破 1,900 元/吨。但随着全球钾肥出货

量的增加，钾肥库存规模开始下降，在下游库存回补及需求释放推动下，氯化钾价格在四季度恢复至 2,100 元/吨左右。

2015 年 3 月，中方联合谈判小组与 BPC 签订了 2015 年钾肥进口合同，价格为 CFR315 美元/吨，较 2014 年合同价格上涨 10 美元/吨，其他条款不变。从库存情况来看，受益于钾肥需求的复苏，全球大部分地区钾肥库存已低于历史同期水平，2014 年我国库存已降至 300 万吨以下。总体来看，钾肥大合同价格的上升、钾肥生产企业和渠道的低库存等因素将为 2015 年钾肥价格反弹提供较强的支撑。

业务运营

图 2：2014 年公司收入结构图



■氯化钾 ■水泥、制品、销售业务 ■PVC ■氢氧化钾、碳酸钾 ■其他

资料来源：公司定期报告、中诚信证评整理

公司主要从事氯化钾的生产及销售业务，同时大力推进盐湖资源综合利用和一体化循环利用产业链的建设。受益于百万吨氯化钾项目在内多个在建项目的产能释放，2014 年公司产品销量显著增长，当年实现营业收入 104.74 亿元，同比增长 29.40%，其中氯化钾业务收入 77.60 亿元，同比增长 24.26%，占总收入比为 74.09%，较 2013 年下降 3.06 个百分点。

钾肥板块

受益于产能释放及工艺改进，公司氯化钾产量显著上升，规模优势突出；未来随着 150 万吨钾肥项目的投产及钾肥价格的稳步回升，公司盈利能力有望进一步增强

2013 年以来，随着新增百万吨钾肥项目产能的陆续释放，目前为国内第一、世界第八大钾肥生产企业，具有突出的规模优势。此外，公司地处格尔木地区，冬天气候寒冷，因而公司历史上每年开工

时间约为 9 个月。2014 年，公司通过改进生产工艺，实现了冬季不停产的新突破，使得其实际产能显著提升。在此带动下，2014 年公司生产氯化钾产品 464.22 万吨，较上年同期增长 137.65 万吨，产能利用率为 132.63%。在扩大产能的同时，公司通过工艺控制、延长生产期等措施，使产品的产量、质量、回收率等指标保持在较高水平。同期，公司氯化钾一级品率达 99.92%，平均品位 95.12%，氯化钾平均水份小于 2%，平均选矿回收率约 60%，均处于行业领先水平。

表 1：2012~2014 年公司氯化钾产销情况

	单位：万吨		
	2012	2013	2014
产量	263.82	326.57	464.22
销量	286.60	327.96	456.62
营业毛利率	72.50%	69.09%	68.27%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司“盐桥”牌钾肥作为优质的复合肥原料，受到国内众多的大、中、小型复合肥厂的青睐，市场竞争优势显著。在市场竞争环境日益激烈的情况下，为维护自身的市场份额，2013 年下半年起，公司打破了既有单一的营销模式，建立了以联营、代理、包销、直供四位一体的市场运作模式“6621”，即 6 个直供厂商，成立 6 个联营公司、2 个是包销代理，一个开放市场。公司通过利益共享、风险共担的合作方式，有效的整合了公司内外的渠道和资源，提高了贸易周转效率和经济效益。2014 年，公司实现氯化钾销售 456.62 万吨，同比增长 39.23%，改革取得了初步成效。按销售量统计，2014 年公司市场占有率约 30%，市场占有率位居国内第一。

销售价格方面，在国内、国际钾肥供大于求的情况下，2014 年国内钾肥价格在低位徘徊。受此影响，2014 年公司氯化钾不含税销售均价较上年同期下降 198 元/吨，至 1,706 元/吨。不过，公司采取了一系列的营销改革、降本增效等措施，使得氯化钾

产品在价格较上年下降约 10.4% 的情况下，毛利率仅下降 0.62%。

新建产能方面，2014年10月公司拟定向增发¹募投“150万吨/年钾肥扩能改造工程项目”，该项目总投资约27.18亿元，预计建设周期为2014~2016年，目前处于建设初期，有望于2016年中投产。项目投产后，公司产量和市场份额将进一步扩大，在填补国内钾肥消费缺口的同时，提升自身的盈利水平。

2015年一季度，公司氯化钾产量78.84万吨，同比增长69.95%；销售氯化钾73.49万吨，同比下降26.51%，氯化钾销售减少的主要原因是干燥包装系统因配件未及时到货，导致干燥系统未能足量包装出产品，进而影响销售。

近年来受天然气涨价、化工品价格长期低迷等因素影响，公司化工综合利用项目持续亏损，但未来随着达产率的上升，项目亏损有望不断收窄。

为实现盐湖中除氯化钾外其他资源的充分利用，并对氯化钾生产过程中的副产品进行循环利用，近年来公司着力建设综合利用化工项目体系，其中一期项目是围绕钾资源的综合利用，二期项目是围绕钠资源的综合利用，三期项目主要为镁资源的综合利用，此外还通过建设海纳PVC一体化、10万吨ADC发泡剂、1万吨高纯优质碳酸锂等项目充分开发盐湖中的各种资源。

综合利用项目一期总投资44.80亿元，已于2012年底打通所有装置的工艺流程，截至2014年末，项目已通过72小时试车考核，产能较上年大幅提升。2014年，一期项目累计生产各类化工产品52.57万吨，较上年增长30.28万吨，产能利用率上升至70~80%。近年来，由于在原料天然气价格上调至2.221元/立方米（含税），远高于0.75元/立方米的早期项目规划价格，导致生产成本大幅增加，一期项目持续处于亏损状态。此外，化工行业不景气，产品价格长期低位运行，也在一定程度上影响了一期项目的盈利能力。不过，随着达产率的上升，一期项目近来亏损幅度有所收窄，2014年为7.13亿元，较上年下降0.43亿元。未来，随着产能利用

率的进一步上升，一期项目亏损有望逐步减少，但短期内扭亏的可能性较小。

表2：截至2014年末公司化工项目投资情况

单位：亿元

项目名称	投资总额	累计投资	项目进度
综合利用化工一期	44.80	44.69	100%
综合利用化工二期	50.68	61.63	98%
金属镁一体化项目 (综合利用化工三期)	290.61	237.16	87%
海纳PVC一体化项目	72.12	68.15	99%
10万吨ADC发泡剂一体化项目	10.82	13.74	97%
年产1万吨高纯优质碳酸锂项目	5.30	6.93	100%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

综合利用化工二期项目总投资50.68亿元，截至2014年末项目进度已达97%，所有装置已打通生产工艺，处于提升产能阶段。金属镁一体化项目计划投资290.61亿元，截至2014年末已累计投资237.16亿元项目进度达87%。金属镁一体化项目中选煤、焦化、供热中心、110kv变电站、水源地及淡水系统、公用工程等装置继续处在试车试生产阶段。目前甲醇装置、MTO装置、50万吨电石法PVC已中交，处于三查四定阶段；120万吨/年纯碱试车情况良好，目前已能生产出优级和一级产品轻质碱产品和部分重质碱产品，销售情况较好，所有装置2015的基本能达到试车条件，预计在2016年投料试车。

公司其他项目还包括海纳PVC一体化、10万吨ADC发泡剂、1万吨高纯优质碳酸锂等项目。其中，海纳PVC一体化项目中烧碱装置、PVC装置运行基本稳定；氢氧化镁装置处于工艺完善阶段；15万吨电石装置运行基本稳定，20万吨/年电石装置于2014年10月粗破系统实现带料试车；2500t/d电石渣水泥生产线2013年6月开工进入土建施工，2014年底完成了设备单机、联动试车后，开始进行窑炉烘烤和升温，并于2015年1月开始投料试生产，试车情况良好。ADC发泡剂一体化项目受原材料和工艺影响，投产后大幅亏损，2014年亏损额为3.68亿元。2014年起，公司逐步调整产品结构，由原ADC产品调整为联二脲，累计生产联二脲21.15吨。碳酸锂项目方面，虽然由于盐田技术改造，使

¹本次非公开发行股票拟向特定对象非公开发行股票数量不超过33,149.17万股，募集资金总额不超过540,000万元，其中270,000万元用于“150万吨/年钾肥扩能改造工程项目”。目前非公开发行股票事宜尚未获得中国证监会核准，处于审查阶段。

得盐田滩晒不足、盐卤氯化锂母液浓度太低，产品未能达到目标，但随着技术改造的完成，预计2015年达产后，产能将进一步提升，项目有望实现盈利。

表 3：截至 2014 年末公司化工板块经营情况

单位：亿元		
项目名称	收入	利润
综合利用化工一期、二期	10.68	-7.13
金属镁一体化项目 (综合利用化工三期)	-	-0.10
海纳 PVC 一体化项目	4.61	0.12
10 万吨 ADC 发泡剂一体化项目	1.04	-3.68
年产 1 万吨高纯优质碳酸锂项目	0.45	-0.92
其他	-	-
合计	16.78	-11.71

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，随着上述化工项目的逐步达产，公司化工产品产销量逐年上升，2014 年化工板块实现销售收入 16.78 亿元，同比增长 204.54%。但由于原材料价格快速上涨及下游化工品价格低迷，加之项目产能尚未完全释放，规模效应不明显，当年公司化工业务累计亏损 11.71 亿元。2015 年一季度，公司化工产品累计亏损 3.73 亿元，较去年同期增加 1.01 亿元，原因主要为综合利用化工二期、海纳一体化项目去年底部分在建工程转固定资产，导致折旧及财务费用增加。未来随着化工项目整体开工率的上升，公司化工产品成本将逐步下降，单位产品的亏损幅度将相应减少。同时我们也关注到，截至 2014 年末公司在建工程达 326.85 亿元，随着上述项目转固，大额固定资产计提折旧将对项目盈利能力造成一定影响。

财务分析

以下分析基于国富浩华会计师事务所²审计并出具标准无保留意见 2012 年财务报告，以及瑞华会计师事务所³审计并出具标准无保留意见的 2012~2013 年财务报告和未经审计的 2015 年 1 季度

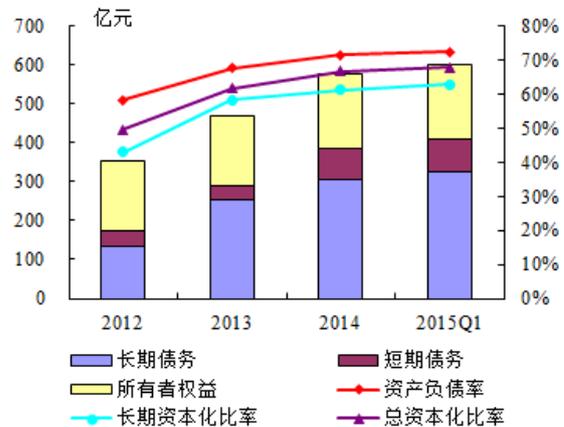
² 2011 年 2 月 22 日，国富浩华会计师事务所有限公司变更为国富浩华会计师事务所（特殊普通合伙）；

³ 瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）系由原中瑞岳华会计师事务所和原国富浩华会计师事务所于 2013 年 4 月联合组建而成。

财务报表，所有数据均为合并口径。其中 2013 年财务数据经追溯调整。

资本结构

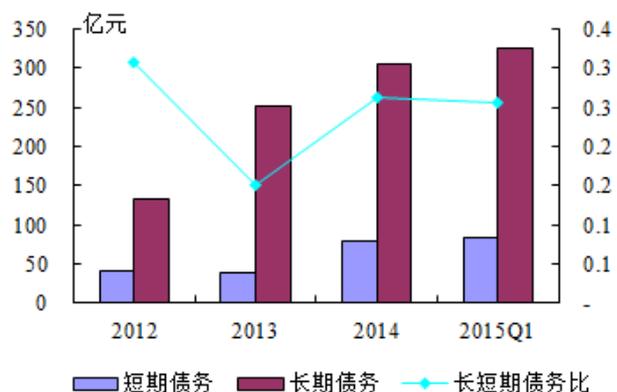
图 3：2012~2015.Q1 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

随着在建化工项目的持续投入，公司总资产规模持续增长，截至 2014 年 12 月 31 日，公司总资产达 678.99 亿元，较 2013 年末增长 22.10%。在建工程大额资本投入使公司负债规模逐年上升，2014 年末其负债规模为 486.19 亿元，同比增长 29.30%，其中总债务达 392.21 亿元，同比增长 31.91%。同期资产负债率和总资本化率分别升至 71.61% 和 67.04%，较 2013 年末分别上升了 3.99 个百分点和 4.76 个百分点。截至 2015 年 3 月末，公司资产和负债分别上升至 697.12 亿元和 504.27 亿元，资产负债率为 72.34%，财务杠杆水平偏高。

图 4：2012~2015.Q1 年公司长短期债务情况



注：长短期债务比=短期债务/长期债务

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务期限结构看，作为生产性企业，公司债务结构以长期债务为主，长短期债务比一直控制在

较合理水平。2014 年末，公司总债务为 392.21 亿元，其中短期债务 80.20 亿元，长期债务 312.01 亿元，长短期债务比为 0.26。截至 2015 年 3 月末，公司债务增至 407.88 亿元，其中短期债务 83.18 亿元，长期债务 324.70 亿元，长短期债务比为 0.26，债务结构较为合理。

总体来看，随着在建项目的持续推进，公司资产及负债规模保持逐年增长态势，财务杠杆水平相对较高，但整体债务期限结构较为合理。此外，考虑到未来业务规模的扩张及在建项目后续资本投入，公司负债水平仍存在一定的上升压力。

盈利能力

作为我国钾肥龙头企业，公司的营业收入主要来源于氯化钾的销售收入，以及化工、水泥等其他产品销售收入，其中氯化钾为公司主要的收入及利润来源。在产能提升的带动下，2014 年公司实现营业收入 104.74 亿元，同比增长 29.40%，其中氯化钾销售收入 77.60 亿元，占总收入的 74.09%。

表 4：2012~2014 年公司营业毛利率情况

营业毛利率	2012	2013	2014
钾肥板块	72.50%	69.09%	68.27%
其他业务板块	-50.95%	-11.40%	1.75%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从毛利水平看，2014 年公司营业毛利率为 51.53%，与上年基本持平。分产品来看，受价格下降影响，氯化钾产品 2014 年毛利率为 68.27%，较上年下降 0.82 个百分点；同期综合利用化工一期、ADC 发泡济项目、碳酸锂项目达产率上升，亏损幅度有所收窄，带动其他业务板块毛利率有所回升，2014 年为 1.75%。尽管短期内公司化工项目仍难以扭亏，但随着新建产能的逐步释放，规模效应将提升公司产品的盈利水平。

期间费用方面，2014 年公司期间费用仍保持快速增长，其中销售费用同比增长 38.50%，主要是氯化钾销售量增加相应交通运输费、仓储费增加所致；财务费用同比大幅增长 17.12%，主要是银行借款利息、应付债券利息支出增加以及在建工程转入固定资产后利息费用化所致。2014 年，公司期间费用占营业收入的比例上升至 27.47%，与 2013 年基本持平。

表 5：2012~2014 年公司期间费用变化

单位：亿元

	2012	2013	2014
销售费用	8.88	11.67	16.17
管理费用	4.33	4.58	5.36
财务费用	3.50	6.19	7.25
三费合计	16.70	22.44	28.78
三费收入占比	20.19%	27.72%	27.47%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

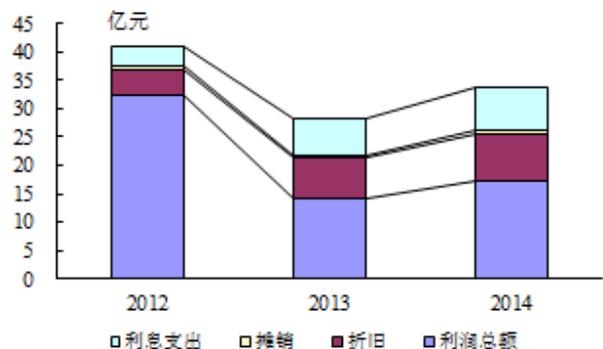
受化工行业景气度低迷影响，公司化工产品存货跌价，当年计提了资产减值损失 6.37 亿元。但受益于钾肥销量的大幅增长及化工项目亏损幅度的降低，公司当年实现利润总额 17.20 亿元，较上年增长 20.20%。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 16.75 亿元，较上年同期下降 20.74%，营业毛利率为 57.68%，较上年上升了 6.15 个百分点。同期，公司继续提取存货跌价准备 2.20 亿元，导致利润总额 0.32 亿元，较上年显著下降，主要原因系钾肥销量下降、增值税返还未到帐及化工板块亏损增加。

总体来看，短期内化工项目仍将处于亏损状态，大量存货跌价准备的计提将对公司利润造成一定负面影响。但长期来看，作为钾肥行业的龙头企业，未来随着行业景气度的回升、新建钾肥产能的释放及化工板块的减亏，公司整体盈利能力将逐步回升。

偿债能力

图 5：2012~2014 年公司 EBITDA 变化趋势



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至 2014 年 12 月 31 日，公司总债务规模为 392.21 亿元，同比增长 31.91%，其中短期债务和长期债务分别为 80.20 亿元和 312.01 亿元，分别较上

年增长 109.95% 和 20.41%。近年来，随着在建化工项目的持续推进，公司债务规模快速上升，债务压力明显增加。

获现能力方面，利润总额是公司 EBITDA 的主要来源。2014 年在钾肥产量增长及化工业务减亏的影响下，公司利润总额较上年有所好转，带动其当年 EBITDA 回升至 33.64 亿元，同比增长 19.80%。

表 6：2012-2014 年公司偿债能力分析

	2012	2013	2014
总债务（亿元）	187.41	297.32	392.21
长期债务（亿元）	146.38	259.12	312.01
EBITDA（亿元）	41.08	28.08	33.64
EBITDA 利息倍数（X）	4.08	1.72	1.55
总债务/EBITDA（X）	4.56	10.59	11.66
经营活动净现金/利息支出（X）	1.48	0.08	0.62
经营活动净现金/总债务（X）	0.08	0.005	0.03
资产负债率（%）	58.32	66.53	71.61
总资本化比率（%）	51.44	62.28	67.04

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从偿债能力来看，2014 年公司总债务/EBITDA 为 11.66 倍，EBITDA 利息保障倍数为 1.55 倍，尽管 2014 年公司经营情况有所好转，但受债务规模大幅上升影响，公司 EBITDA 相关偿债指标继续弱化；同期，公司经营活动净现金流入 13.56 亿元，较上年大幅上升，经营活动净现金/总债务为 0.03，经营活动净现金/利息支出为 0.62，经营活动净现金流对债务的覆盖及利息支出的保障程度仍较弱。

银行授信方面，公司与多家金融机构保持着良好的合作关系，进一步增强了对偿债的保障程度。截至 2014 年 12 月 31 日，公司已获得中国银行、建设银行等多家银行共计 417.91 亿元的授信额度，其中 142.83 亿元额度尚未使用，公司具备一定的备用流动性。

整体而言，作为国内钾肥行业的龙头企业，公司资本实力很强，钾肥产品盈利空间很大，但受新增化工项目持续大幅亏损对公司盈利能力造成较大影响。2014 年，在钾肥产能释放及化工项目达产率上升的带动下，公司经营效益有所好转。未来，随着钾肥行业的回暖、钾肥产能的持续扩张及化工项目达产率的提升，公司盈利能力和偿债能力将逐

步恢复。同时，中诚信证评亦关注到随着在建项目的推进，公司债务压力持续上升。此外，公司在建工程规模巨大，随着在建项目达产转固，大额固定资产计提折旧或将对公司盈利能力造成一定影响。

结 论

综上，中诚信证评维持盐湖股份主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“青海盐湖工业股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）”信用等级为 AAA。

附一：青海盐湖工业股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附三：青海盐湖工业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014	2015.3
货币资金	216,600.73	233,143.42	328,211.01	309,354.49
应收账款净额	15,037.65	29,596.78	23,464.30	36,667.17
存货净额	206,361.44	238,379.82	264,988.98	304,281.10
流动资产	1,237,756.26	942,398.58	1,133,911.00	1,122,168.16
长期投资	53,416.54	53,603.93	56,460.78	55,736.68
固定资产合计	2,842,457.85	4,094,591.98	5,311,758.74	5,481,206.57
总资产	4,244,004.61	5,560,803.12	6,789,930.62	6,971,234.87
短期债务	410,219.81	381,964.85	801,953.48	831,804.09
长期债务	1,463,841.80	2,591,249.07	3,120,119.81	3,246,997.17
总债务（短期债务+长期债务）	1,874,061.60	2,973,213.91	3,922,073.30	4,078,801.26
总负债	2,475,149.40	3,760,259.45	4,861,945.36	5,042,744.89
所有者权益（含少数股东权益）	1,768,855.20	1,800,543.68	1,927,985.26	1,925,955.03
营业总收入	827,080.73	809,457.26	1,047,436.32	167,546.65
三费前利润	415,562.98	364,215.26	466,832.02	84,808.49
投资收益	1,078.38	1,673.61	1,261.54	410.50
净利润	275,192.69	106,614.28	133,138.21	501.14
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	410,848.92	280,783.44	336,381.60	-
经营活动产生现金净流量	148,717.61	13,393.89	135,565.17	-38,815.57
投资活动产生现金净流量	-915,018.17	-937,730.93	-734,321.91	-137,771.29
筹资活动产生现金净流量	788,232.16	940,879.74	660,284.32	157,730.35
现金及现金等价物净增加额	21,931.60	16,542.69	61,527.58	-18,856.51
财务指标	2012	2013	2014	2015.3
营业毛利率（%）	55.80	51.44	51.53	57.68
所有者权益收益率（%）	15.56	5.92	6.91	0.10
EBITDA/营业总收入（%）	49.67	34.69	32.11	-
速动比率（X）	1.01	0.62	0.51	0.49
经营活动净现金/总债务（X）	0.08	0.00	0.03	-0.04
经营活动净现金/短期债务（X）	0.36	0.04	0.17	-0.19
经营活动净现金/利息支出（X）	1.48	0.08	0.62	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.08	1.72	1.55	-
总债务/EBITDA（X）	4.56	10.59	11.66	-
资产负债率（%）	58.32	67.62	71.61	72.34
总资本化比率（%）	51.44	62.28	67.04	67.93
长期资本化比率（%）	45.28	59.00	61.81	62.77

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、2013年财务数据经追溯调整；3、2015年一季度数据经年化处理

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。