



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪255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，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年六月二十日

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（2016）

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悬着全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	2015/5/13		
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

基本观点

2015 年，青海盐湖工业股份有限公司（以下简称“盐湖股份”或“公司”）业务规模维持增长。公司氯化钾业务资源优势突出，近年实现冬季不停产新常态后，氯化钾产能利用情况进一步提升，产量持续增长，市场占有率高，同时公司采取多种措施降低氯化钾生产成本，氯化钾盈利空间进一步增大。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司化工业务持续亏损、钾肥价格走低和债务规模增大等因素可能对公司信用水平产生的影响。

中诚信证评维持盐湖股份主体信用等级 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。

概况数据

盐湖股份	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	180.05	192.80	244.82	246.32
总资产（亿元）	556.08	678.99	807.13	808.29
总债务（亿元）	290.38	385.19	456.27	449.10
营业总收入（亿元）	80.95	104.74	108.82	22.00
营业毛利率（%）	51.44	51.53	52.29	46.75
EBITDA（亿元）	28.08	33.64	30.51	9.15
所有者权益收益率（%）	5.97	7.14	2.49	1.97
资产负债率（%）	67.62	71.61	69.67	69.53
总债务/EBITDA（X）	10.34	11.45	14.95	12.27
EBITDA 利息倍数（X）	1.72	1.55	1.18	1.58

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2016 年一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数为年化数据。

正面

- 资源优势突出。钾肥为资源垄断性行业，行业竞争能力较大程度取决于钾盐资源状况，公司拥有察尔汗盐湖钾镁盐矿区，资源优势突出，为业务发展形成了良好的基础。
- 规模优势明显，市场占有率高。2015 年，公司氯化钾产品产量为 521.30 万吨，销量为 443.40 万吨，钾肥产品的国内市场占有率约 40%，位于国内首位。公司在建“150 万吨/年钾肥扩能改造工程项目”，项目投产后，公司产量及市场占有率将进一步巩固，规模优势增强。
- 氯化钾业务盈利空间大。近年，公司通过改进生产工艺，实现了冬季不停产的新常态，产能释放情况进一步提升，同时得益于公司采取的销售创新、降本增效、提升管理等措施，氯化钾产品成本下降。2015 年，公司氯化钾产品成本下降 13.3% 达到 467.58 元/吨，业务毛利率较上年提高 5.41 个百分点达到 73.69%，氯化钾业务盈利空间大。

分析师

唐启元 qytang@ccxr.com.cn

周飞 fzhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 20 日

关 注

- 化工业务持续亏损。公司化工项目基本处于在建或试生产阶段，产能尚未完全释放，规模效应不明显，加之经济下行和产能过剩的双重压力，化工品价格持续低迷，2015 年公司化工业务亏损 20.51 亿元，经营效益差。
- 钾肥价格下滑，加大盈利压力。目前国内钾肥市场出现供过于求局面，市场价格持续走低，受此影响公司 2016 年一季度氯化钾销售均价为 1,682.03 元/吨，较 2015 年均价 1,776.81 元/吨出现一定幅度下滑，销售价格下降加大了盈利压力。
- 债务规模增大，偿债压力升高。公司持续开展综合利用化工项目的投资，资本支出增大，债务规模随之上升，截至 2015 年末公司总债务为 456.27 亿元，同比增长 18.46%。考虑到未来投产后的业务扩张及在建项目后续资本投入，公司债务规模仍存在一定的上升压力。

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

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，并按照相关法律、法规对外公布。

行业分析

全球钾盐资源分布不均匀，钾肥供给高度集中，目前在实施的钾盐扩产及新建项目较多，未来产能将持续增长

全球钾盐资源分布极不均匀，主要集中于加拿大、俄罗斯、白俄罗斯等少数国家。据美国地调局 2012 年的报道及中国的统计，全球钾盐探明的总经济可采储量约为 96 亿吨，主要分布在北美和东欧中亚，其中加拿大最多，占世界 45.6%，俄罗斯第二，占世界 34%，第三位是白俄罗斯，占世界 7.8%，中国占 3.7%，智利占 1.6%，德国占 1.5%，美国占 1.3%。据估计，世界钾盐资源总量达到约 2,500 亿吨，其中加拿大 420 亿吨，老挝、泰国 100 亿吨，美国 60 亿吨，刚果（布）50 亿吨，此外独联体国家还有大量未勘探钾盐资源量，主要分布在俄罗斯、白俄罗斯、乌克兰以及中亚的乌兹别克斯坦和土库曼斯坦。

近 10 年，世界钾盐生产能力增长迅速，2003~2014 年，年均增长率达 4%。2015 年，全球钾盐产能从 8,410 万吨/年降至 8,300 万吨/年，年内产能减少的国家有美国、德国及俄罗斯。

根据国际肥料工业协会（IFA）在 2015 年上半年开展的 2015 年全球钾盐产能调查，全球范围内有大约 25 个属于已有生产商的扩产项目正在实施之中，将分别于 2015~2019 年间完工。其中，加拿大、俄罗斯、白俄罗斯和中国的褐地项目及已有生产商扩产将新增氧化钾 660 万吨。另在白俄罗斯、加拿大和俄罗斯还有 4 个大型新建项目计划在 2020 年之前完成，将新增 500 万吨氧化钾、820 万吨氯化钾。据 IFA 预测，2015 年~2019 年，钾盐年均增长率将达到 4%，截至 2019 年全球钾盐总产能将达到 9770 万吨/年（KCL），将新增产能 1470 万吨。

近些年，世界钾盐价格持续疲软，影响小型公司所推动的潜在钾盐项目利润预期，同时美元走强导致钾盐进口成本上涨，全球钾盐产能扩张速度从 2011 年以来逐步放缓。但目前市场条件下，仍有少数企业具有足够的金融实力推动其新建项目，主要集中在加拿大和俄罗斯这些钾资源丰富、成熟开发、产钾量大的地区。鉴于在实施的钾盐扩产及新

建项目较多，未来产能仍将维持增长。

2015 年全球钾肥市场需求低迷、价格持续下滑，为钾肥制造企业带来较大挑战

全球钾肥市场在 2015 年末整体表现下滑趋势。大多数潜在现货市场的资金量有限，且在短期内少有大规模需求，年内西北欧、巴西、东南亚的大颗粒氯化钾到岸价分别下降了 3%、29% 和 15%。2015 年四季度，国际钾肥平均价格为 238 美元/吨，远低于 2014 年同期 284 美元/吨。

钾肥价格下滑存在诸多因素，其中农产品价格下滑起到了较大作用，2015 年法国小麦价格下降了将近 9%，美国玉米价格下降了 8% 左右；与此同时，2015 年原油价格下降了 40%，最近达到了 11 年来的新低；货币贬值也影响了钾肥的购买热情，2015 年印度卢比、印度尼西亚卢比、马来西亚林吉特兑美元汇率都有不同程度的下滑，增加了进口成本。

2015 年，全球钾肥价格低迷且销售量下降给钾肥制造企业带来巨大挑战，尤其在下半年价格触底后。以全球产量最高的化肥生产商加拿大钾肥公司为例，其 2015 年钾肥业务的收入及盈利明显下降，四季度钾肥销售量同比下降 31%，全年钾肥销售量同比下降 6%；四季度钾肥业务毛利为 1.83 亿美元，全年达到 13 亿美元，而 2014 年同期分别为 4.45 亿美元和 14 亿美元。加拿大钾肥公司四季度对中国的销售量占其总销售量的 40%，除中国和印度以外的亚洲市场销售量为 30%，拉丁美洲和印度分别占 18% 和 4%，北美地区钾肥需求自 2014 年以来大幅度下降以及市场竞争加剧系造成其收入及盈利下滑的主要原因。

我国钾肥产能产量集中增长、进口量创下历年新高，市场出现供过于求局面，钾肥价格持续走低，市场表现低迷

自 2010 年以来（除 2011 年），我国钾肥产量整体保持稳步增长态势，产量均高于 350 万吨。2012 年我国钾肥产量增长率一度达到 37.4% 的高位，产量也是 2010 年来首次突破 500 万吨，达到 529.95 万吨。2013~2014 年，钾肥产量持续保持增量减速的态势，增长率由 2012 年的 37.4% 逐步下滑至 2014 年的 2.9%，产量却由 2012 年的 529.95 万吨上涨到

2014 年的 610.47 万吨。

根据中国钾盐钾肥行业分会资料显示，2015 年，我国已经形成的资源型钾肥生产能力约 645 万吨，较 2010 年增长 61.25%；产量达到 571.7 万吨，与 2010 年相比增长 71.12%。

我国钾肥供给不足与耕地普遍缺钾之间的矛盾十分突出。随着近年一批钾盐新建项目的投产和固体钾盐矿床利用技术的突破，长期困扰我国的钾肥供需矛盾有所缓解。但钾肥市场对外依存度仍较高，2015 年国内进口钾肥达到 955.1 万吨（实物），超过了 2007 年的 941.3 万吨，成为钾肥进口量年度新纪录。在氯化钾进口方面，全年进口量为 942.82 万吨，同比增长 17.4%，除了五六月份进口数据较 2014 年有所下降外，其他月份均呈现平稳增长态势，尤其是 1、7、8、11、12 月份较上年有大幅提升。硫酸钾方面，2014 年我国硫酸钾首次实现净出口，2015 年硫酸钾进出口贸易继续保持顺差，出口总量达到 7.74 万吨，较上年增长 23.45%。

钾肥供应方面，2015 年钾肥进口创新纪录以来，国内港口存量持续处于高位，当年末港存高达 300 万吨，是上年同期的 2~3 倍。加之国产钾肥部分生产企业在 2015 年销售额、利润额均未达标的情况下，工厂装置在春节期间正常生产，打破了国产装置冬季将进行全面检修的传统，致使市场货源供应量持续增大。

钾肥市场需求方面，在农作物收购价格不断下滑、产能过剩严重的情况下，2015 年国内钾肥市场整体成交乏力。进入 2016 年由于下游复合肥接单情况不佳，厂内装置开工率持续处于五至六成左右，开工率持续走低，加之冬储开启缓慢，下游市场反应冷淡，钾肥需求方面缺乏较大利好支撑，钾肥市场需求不足。

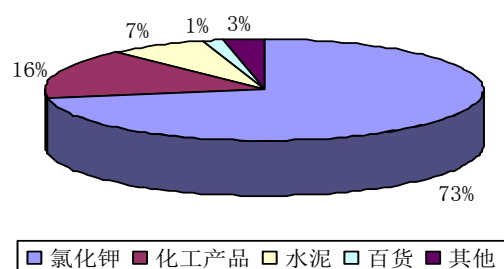
综合供需情况来看，国内钾肥市场出现供过于求局面，市场成交价格呈现下滑趋势。从氯化钾方面来看，现港口 62% 白钾主流成交价跌破 2100 元/吨，北方及南方港口价格差也在逐渐缩小，而国产氯化钾 60% 晶主流到站价为 1980 元/吨，前期客户返利之后的到站价格仅在 1930 元/吨。据农业部门预测，2016 年全国农作物种植面积将减少 1%，且

随着测土配方施肥的大面积推广，过量施肥现象将得到抑制，化肥需求或将随之减少，未来钾肥市场表现较大可能维持低迷。

业务运营

公司主要从事氯化钾的开发、生产和销售，同时开展盐湖资源综合开发，以及水泥生产、商贸连锁业务和酒店业务等。公司为实现盐湖中除氯化钾外其他资源的充分利用，积极开展盐湖资源综合利用化工项目投资建设，随着部分项目试生产情况逐渐向好，化工产品销售收入大幅增长。2015 年，公司实现营业总收入 108.82 亿元，同比增长 3.89%，其中氯化钾业务收入 78.79 亿元，同比增长 1.53%，占总收入比为 72.40%，较 2014 年下降 1.69 个百分点；盐湖资源综合利用化工产品业务收入 17.00 亿元，同比增长 55.72%，占总收入比为 15.62%，较 2014 年上升 5.20 个百分点。

图 1：2015 年公司收入结构图



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受益于冬季不停产的实现，公司氯化钾产能利用情况进一步提升，规模优势明显，市场占有率高

公司拥有察尔汗盐湖钾镁盐矿区，资源优势突出，随着 2013 年新增百万吨钾肥项目投产，公司氯化钾产能进一步增长，达 350 万吨/年，成为国内第一、世界第八大钾肥生产企业，规模优势显著。公司地处格尔木地区，受冬季气候寒冷影响，历史年均开工时间约为 9 个月。近年，公司通过改进生产工艺，实现了冬季不停产的新常态，实际产能得到明显提升。2015 年，公司生产氯化钾产品 521.30 万吨，同比增长 12.30%，产能利用率为 148.94%，产量规模持续增长。

表 1: 2013~2016.3 公司氯化钾产销情况

单位: 万吨、%				
	2013	2014	2015	2016.Q1
产量	326.57	464.22	521.30	78.25
销量	327.96	327.96	443.40	96.96
营业毛利率	72.50	69.09	73.96	-

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

技术创新方面, 公司在 2015 年获得授权专利 15 项, 完成 5 个项目登记, 其中 2 项成果达到国家领先水平, 5 项成果均应用到了实际生产中。公司科研成果的运用效果较好, 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。当年, 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。

氯化钾销售方面, 公司于 2014 年开始对营销模式进行了改革, 实行“7621”模式, 即七家直供, 六家联营公司, 两家包销代理, 一个开放市场, 包含联营、直供、包销、代理、开放市场五位一体的营销模式。2015 年初, 公司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, 进而导致期间氯化钾销售受到一定影响。2015 年, 公司实现氯化钾销售 443.40 万吨, 同比下降 2.90%, 同期公司钾肥产品的国内市场占有率约 40%, 仍位居国内首位。

公司产品销售统筹季节、区域、价格、数量等因素, 兼顾价格与数量的关系。2015 年, 公司氯化钾不含税销售均价为 1,776.81 元/吨, 较上年 1,706 元/吨, 增加了 70.81 元/吨。同时, 公司实现冬季氯化钾不停产, 并采取了一系列的销售创新、降本增效、提升管理等措施, 使得氯化钾产品成本大幅下降。2015 年, 公司氯化钾产品销售成本为 467.58 元/吨, 同比下降幅度为 13.3%。得益于销售价格的上涨和成本下降, 公司氯化钾业务毛利率较上年提高 5.41 个百分点, 达到 73.69%。

在建产能方面, 2015 年 11 月公司定向增发募集资金用于“150 万吨/年钾肥扩能改造工程项目”, 该项目总投资 27.18 亿元, 预计建设周期为 18 个月, 截至 2016 年 3 月末项目完成投资 5.74 亿元。项目投产后, 公司产量及市场占有情况将进一步提升,

带动收入及盈利增长。

2016 年一季度, 公司氯化钾产量 78.25 万吨, 同比减少 0.75%; 销量 96.96 万吨, 同比增加 31.94%。同期, 公司氯化钾销售均价为 1,682.03 元/吨, 受国内钾肥供过于求、市场表现低迷影响, 国内钾肥价格持续下行, 公司氯化钾售价随之下降。

公司投资的化工项目大多处于在建或试生产阶段, 产能尚未完全释放, 经济下行和产能过剩的双重压力导致化工品价格持续低迷背景下, 化工业务经营效益差

为充分开发盐湖资源, 实现盐湖中除氯化钾外其他资源的利用, 并对氯化钾生产过程中的副产品进行循环利用, 近年来公司投资建设多个综合利用化工项目, 主要投资项目包括盐湖资源综合利用一期项目、盐湖资源综合利用二期项目、金属镁一体化项目、海纳 PVC 一体化项目、10 万吨 ADC 发泡剂一体化项目、1 万吨优质碳酸锂项目等。

表 2: 截至 2015 年末公司化工项目投资情况

单位: 亿元		
项目名称	计划投资	累计投资
综合利用化工一期	44.80	45.02
综合利用化工二期	50.68	63.04
金属镁一体化项目 (综合利用化工三期)	290.61	314.58
海纳 PVC 一体化项目	72.12	87.15
10 万吨 ADC 发泡剂一 体化项目	10.82	14.19
年产 1 万吨高纯优质 碳酸锂项目	5.30	-

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司综合利用化工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。截至 2015 年末, 公司综合利用化工项目一、二期分别累计投资 45.02 亿元和 63.04 亿元, 实际投资均已超出计划投资规划, 所有装置已打通生产工艺, 其中综合利用一期项目能够较稳定连续运行, 二期项目基本能够连续稳定运行。随着试生产情况向好, 综合利用化工项目一、二期的产量大幅增长, 尤其是二期项目正处于产能提升阶段, 对产量增长贡献较大, 收入规模随之提升。2015 年, 综合利用化工一、二期项目实现收入 13.97 亿元, 同比增长 30.81%, 但在经济下行和产能过剩的双重压力下,

化工品价格持续低迷，同期综合利用化工项目一、二期亏损 15.4 亿元。

2015 年，公司金属镁一体化项目除金属镁、电石装置外，其余装置基本建成。其中选煤、焦化、纯碱、供热中心等装置已完成试车，依据市场情况及工艺技术要求低负荷运行较为稳定；甲醇、乙炔法 PVC、乙炔法 PVC、MTO 四个装置完成中交，具备投料试车条件；PP 装置、钾碱装置工程建设实体内容完成，基本具备中交条件；金属镁装置卤水精制单元已贯通工艺流程，试产出合格精制卤水，脱水、电解、铸造单元处在安装工程收尾阶段；电石装置处在安装工程收尾阶段。公司金属镁一体化项目投资规模较大，投产后的达产情况或将对公司经营造成较大影响，中诚信证评对项目后续投资建设及投产情况保持关注。

截至 2015 年末，公司海纳 PVC 一体化项目装置基本建成，20 万吨/年电石装置电石出炉，PVC 装置负荷在逐步提升，生产各种型号 PVC 共 11.16 万吨；氧化镁、氢氧化镁尚处于工艺完善阶段，产量、工艺逐步向好，2015 年亏损 9,783.28 万元。公司近年加大对碳酸锂项目的投入，碳酸锂产量逐年提高，2015 年生产碳酸锂产品 3,705 吨，较上年增加 117.27%，亏损 3,345 万元，较上年同期下降 63.04%，效益逐年转好。10 万吨 ADC 发泡剂一体化项目在 2015 年亏损 3.91 亿元，公司在 2015 年 7 月暂停生产以减少亏损。

表 3：2015 年公司化工项目经营情况

项目名称	单位：亿元	
	收入	利润
综合利用化工一、二期	13.97	-15.40
金属镁一体化项目 (综合利用化工三期)	-	0.12
海纳 PVC 一体化项目	4.87	-0.98
10万吨ADC发泡剂一 体化项目	1.48	-3.91
年产1万吨高纯优质 碳酸锂项目	1.18	-0.34

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，随着公司化工项目逐步建成投产，化工产品产销量逐年上升，2015 年公司化工板块实现销售收入 17.00 亿元，同比增长 55.72%。但公司化工项目基本处于在建或试生产阶段，产能尚未完

全释放，规模效应不明显，加之经济下行和产能过剩的双重压力下化工品价格持续低迷，化工业务经营效益差，2015 年亏损 20.51 亿元。公司计划在 2016 年统筹兼顾化工项目的产能负荷与利润的关系，通过优化生产、降本减亏，减少化工项目的亏损，但截至 2015 年末公司在建工程达 332.35 亿元，大部分项目实际投资已经超出预期投资计划，在化工项目整体达产率较低的情况下，未来在建工程转固定资产将导致折旧及财务费用增加，对盈利造成影响。

财务分析

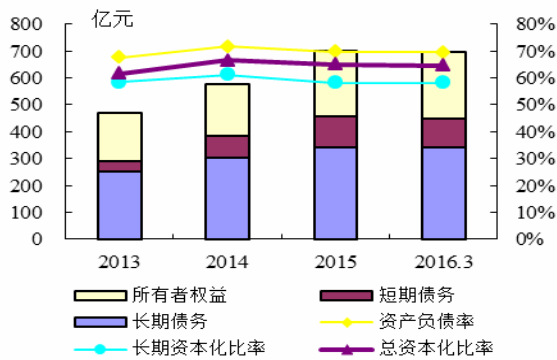
以下财务分析是基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留审计意见的 2013~2015 年财务报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表。

资本结构

公司持续开展综合利用化工项目的投资建设，资产规模随之增大，截至 2015 年末公司总资产为 807.13 亿元，同比增长 18.87%，主要来自货币资金和固定资产的增长。所有者权益方面，公司于 2015 年 11 月通过定向增发募集资金 48.50 亿元，所有者权益大幅增加。截止 2015 年末，公司所有者权益 244.82 亿元，同比增长 26.98%。

资本结构方面，随着公司所有者权益的增加，资产负债率有所下滑，但在建化工项目的资本投入不断增大，负债规模持续上升。2015 年末，公司负债总额为 562.31 亿元，同比增长 15.65%；总债务 456.27 亿元，同比增长 18.46%。同期，公司资产负债率和总资本化比率分别为 69.67% 和 65.08%，同比分别下降了 1.94 个百分点和 1.56 个百分点。截至 2016 年 3 月末，公司负债总额为 561.96 亿元，总债务为 449.10 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 69.53% 和 64.58%，财务杠杆水平仍偏高。

图2：2013~2016.Q1公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

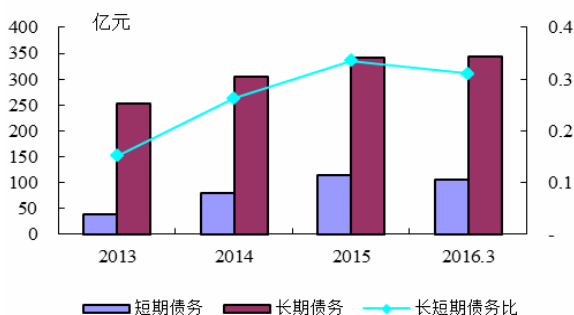
表4：2015年主要化肥类上市公司资本结构情况

名称	资产总计	资产负债率
盐湖股份	808.29	69.53
云天化	671	89.56
湖北宜华	400	79.82
金正大	117	30.84
泸天化	82.9	91.01
澄星股份	63.9	69.13
史丹利	63.2	39.37
六国化工	61.8	65.02

资料来源：中诚信证评整理

从债务期限结构来看，公司作为资本密集型生产企业，资产集中于固定资产和在建工程等非流动资产，而债务结构以长期债务为主，长短期债务结构处于较合理水平。2015年末，公司长短期债务比为0.34倍；2016年3月末，公司长短期债务比为0.31倍。

图3：2013~2016.Q1公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

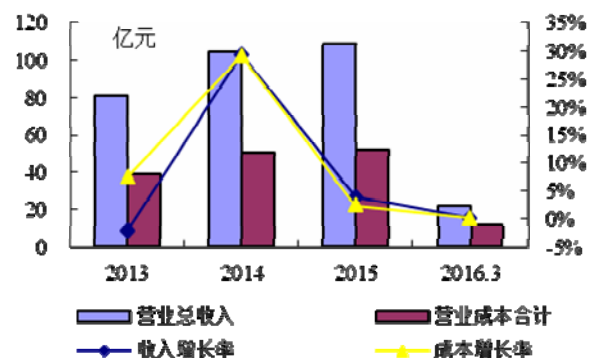
总体来看，公司持续开展综合利用化工项目的投资建设，资产及负债规模逐年增大，财务杠杆水平偏高，但公司债务期限结构较合理，并通过定向增发募集资金，对财务结构产生较积极影响。长远

来看，公司投资建设的综合利用化工项目大部分仍处于在建及试车阶段，整体达产率较低，考虑到未来投产后的业务扩张及在建项目后续资本投入，公司债务规模仍存在一定的上升压力。

盈利能力

公司为国内钾肥行业龙头企业，营业收入主要来自氯化钾，同时随着盐湖资源综合利用化工项目整体试产情况向好，化工产品销售收入增幅较大，带动营业收入整体增长。2015年公司实现营业总收入108.82亿元，同比增长3.89%，其中氯化钾销售收入78.79亿元，同比增长1.53%，占总收入的72.40%；化工产品销售收入17.00亿元，同比增长55.72%，占总收入的15.62%。2016年1~3月，公司实现营业总收入22.00亿元。

图4：2013~2016.3公司收入成本分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2015年，公司氯化钾销售价格同比略有上升，且得益于对成本控制的各类措施效果显现，产品成本下降，业务毛利率升高，盈利空间大。当年，公司氯化钾业务毛利率为73.69%，较上年升高5.41个百分点。化工产品方面，公司规模效应不明显，加之化工品价格持续走低，化工业务出现大额亏损，同期化工产品业务毛利率为-22.02%。同期，化工产品业务毛利率为-22.02%。整体来看，主要业务氯化钾产品毛利率的提升较好推动公司整体营业毛利率的升高，2015年营业毛利率为52.29%，同比上升0.76个百分点。

表 5：2015 年公司主要业务板块收入及毛利

项目	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入 同比增减 (%)	毛利率同 比增减 (百分点)
氯化钾	78.79	73.69	1.53	5.42
化工产品	17.00	-22.02	55.72	-11.68

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表 6：2015 年部分化肥类上市公司收入盈利比较

单位：亿元、%

公司名称	营业总收入	毛利率	净利润
云天化	503	14.44	1.91
湖北宜华	183	15.34	0.54
金正大	177	16.07	11.1
盐湖股份	108.82	52.29	5.44
史丹利	70.4	21.71	6.22
六国化工	55.8	11.61	0.39
泸天化	30.3	9.42	-0.30
澄星股份	23.9	14.84	0.34

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

三费方面，公司期间费用保持增长态势。2015 年，公司销售费用为 18.79 亿元，同比增长 16.23%，主要是化工品产销量增长带来的运输费及相应物料消耗的增加；管理费用为 6.69 亿元，同比增加 24.98%，主要来自停工损失和税费的增加；财务费用为 10.12 亿元，同比增加 39.55%，随着债务规模的上升，以及在建工程转入固定资产后利息费用化，财务费用增幅较大。2015 年，公司期间费用占营业收入的比例为 32.72%，同比上升了 5.25 个百分点，呈大幅上升趋势。

表 7：2013~2016.Q1 公司三费占比情况

单位：亿元、%

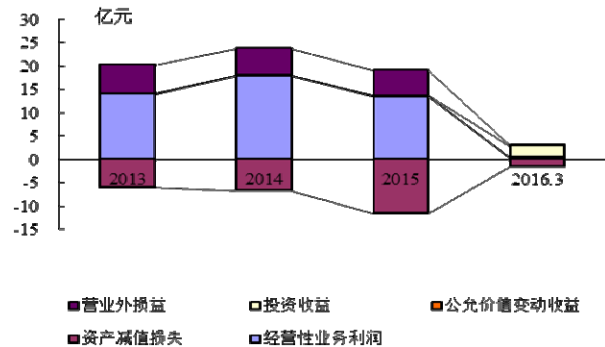
	2013	2014	2015	2016.Q1
销售费用	11.67	16.17	18.79	4.32
管理费用	4.58	5.36	6.69	1.65
财务费用	6.19	7.25	10.12	2.74
三费合计	22.44	28.78	35.61	8.70
营业总收入	80.95	104.74	108.82	22.00
三费收入占比	27.72	27.47	32.72	39.56

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司氯化钾业务获利能力强，经营性业务利润状况较好，2015 年实现经营性业务利润 13.53 亿元。但受化工产品价格持续走低影响，化工产品存货跌价，2015 年共计提资产减值损失 11.51 亿元。此外，公司能够得到较大的税收和财

政政策支持，分别取得政府补助 1.10 亿元和增值税返还 4.48 亿元，最终实现营业外损益 5.39 亿元。综合而言，公司经营性业务利润状况好，但化工产品价格下跌带来的资产减值幅度大，导致利润总额大幅微缩，2015 年公司利润总额同比减少 55.68% 达 7.62 亿元。

图 5：2013~2016.Q1 利润总额构成图



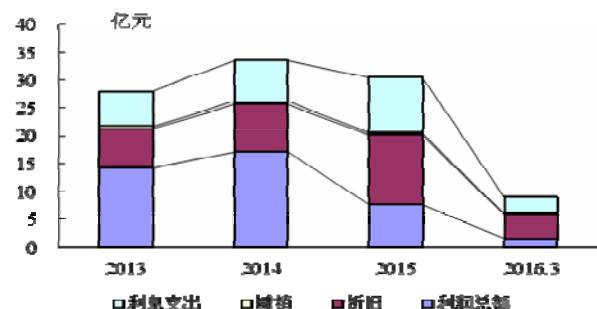
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年，公司实现净利润 5.44 亿元，同比减少 59.12%，净资产收益率为 2.49%，同比下降 4.65 个百分点。中诚信证评认为，公司化工业务在达产率低、行业产能过剩、产品价格持续下行等因素的叠加影响下，短期内仍将处于亏损状态，但公司为国内钾肥行业龙头企业，氯化钾业务盈利空间大，随着未来新增产能释放，行业地位将进一步巩固，能够对未来盈利产生积极影响。

偿债能力

2013~2015 年，公司经营活动净现金流分别为 1.34 亿元、13.56 亿元和 7.53 亿元，经营性现金流持续净流入，但受下游客户占款规模上涨影响，2015 年经营性现金净流量有所减少。2015 年，公司经营活动净现金流/总债务为 0.02 倍，经营活动净现金流对债务的覆盖程度仍较低。

图 6：2013~2016.Q1 公司 EBITDA 变化情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司 2013~2015 年 EBITDA 分别为 28.08 亿元、33.64 亿元和 30.51 亿元；总债务/EBITDA 分别为 10.34 倍、11.45 倍和 14.95 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 1.72 倍、1.55 倍和 1.18 倍。整体来看，随着债务规模的增长，EBITDA 对债务本息的保障程度有所下滑，但公司获现能力较强，且稳定较好，EBITDA 对债务本息的保障程度仍较高。

表 8：公司 2013~2016.Q1 年部分偿债能力指标

	2013	2014	2015	2016.Q1
短期债务（亿元）	38.20	80.20	114.62	106.42
长期债务（亿元）	252.18	304.99	341.66	342.68
长短期债务比（X）	0.15	0.26	0.34	0.31
总债务（亿元）	290.38	385.19	456.27	449.10
经营性净现金流（亿元）	1.34	13.56	7.53	-3.64
经营净现金流/短期债务（X）	0.04	0.17	0.07	-0.14
经营净现金流/总债务（X）	0.00	0.04	0.02	-0.03
EBITDA（亿元）	28.08	33.64	30.51	9.15
总债务/EBITDA	10.34	11.45	14.95	12.27
EBITDA 利息倍数（X）	1.72	1.55	1.18	1.58

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2015 年 3 月 31 日，公司担保金额为 60.83 亿元，均为对下属企业担保，或有风险可控。

备用流动性方面，公司与多家金融机构保持长期良好合作关系，截至 2016 年 3 月 31 日，公司获得授信总额 671.55 亿元，其中未使用授信额度为 318.10 亿元，备用流动性较充足。

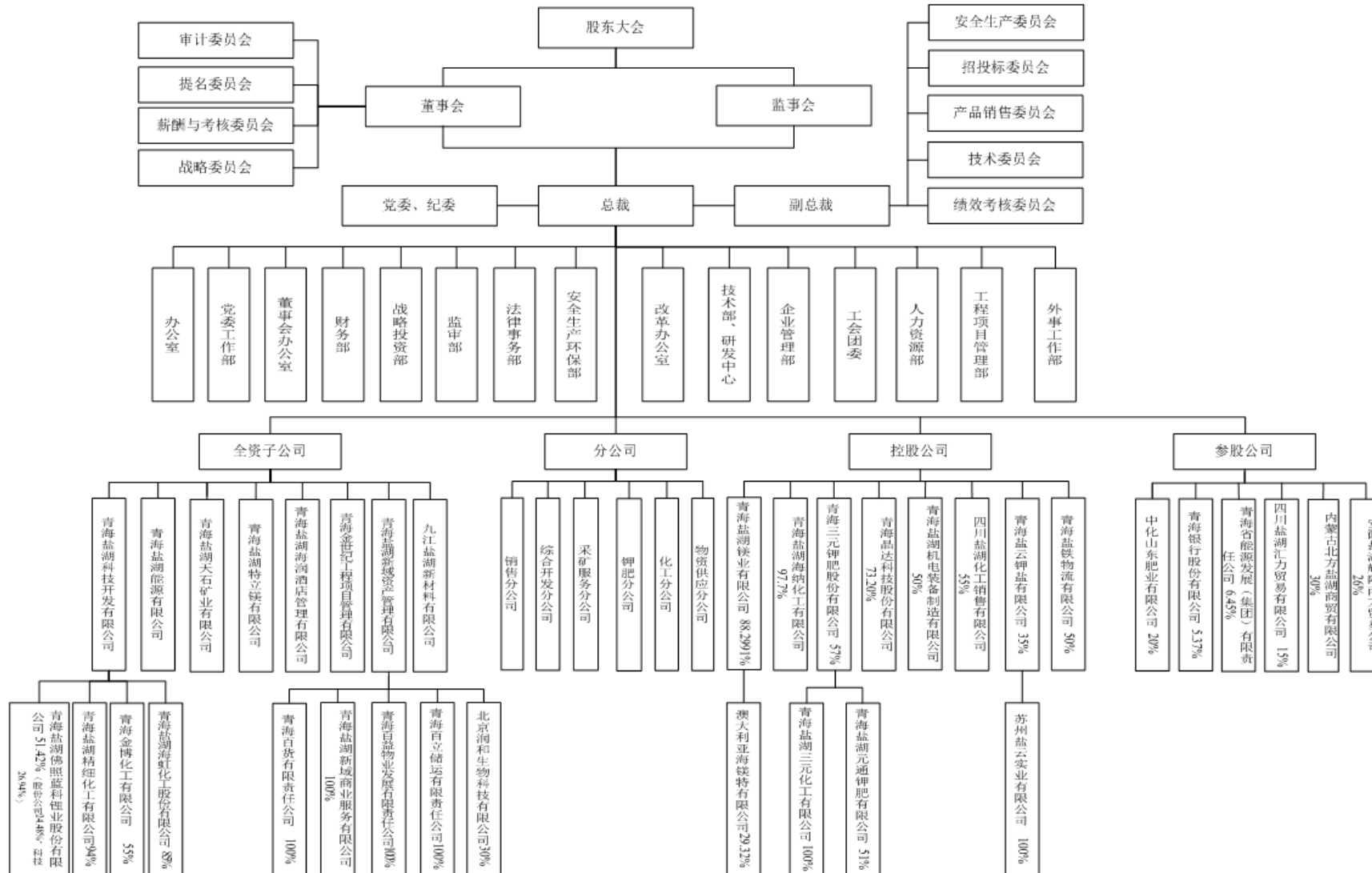
总体来看，公司为充分开发盐湖资源而开展的化工项目投资较多，资本性支出逐年增长，债务融资规模随之上升，但公司资本实力很强，定向增发募集资金进一步充实资本，且氯化钾业务盈利空间大，具备良好的盈利和获现能力，整体偿债能力很强。

结 论

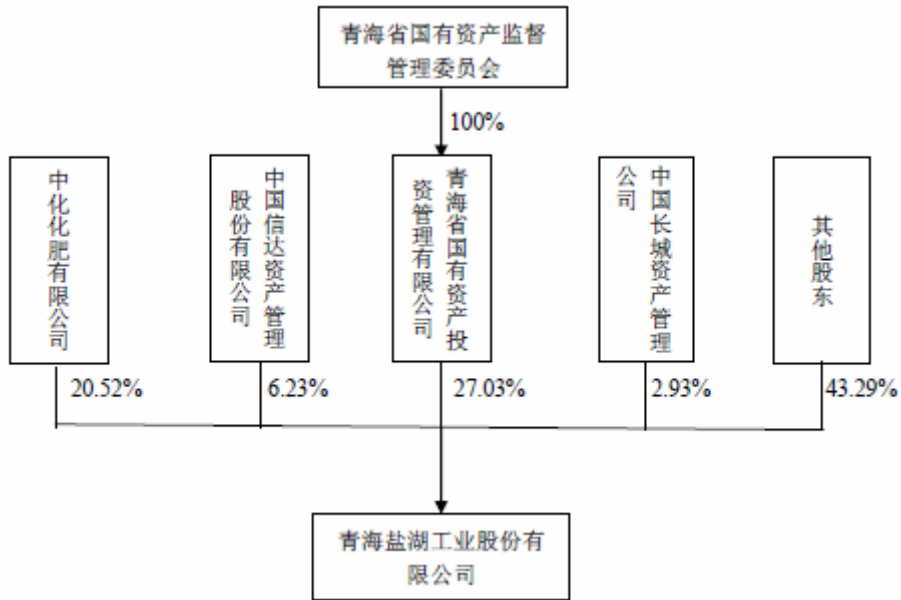
中诚信证评维持发行主体盐湖股份主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定，维持“青海盐湖工业股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）”的信用等级为 **AAA**。

附一：青海盐湖工业股份有限公司组织机构图（截至 2016 年 3 月 31 日）

青海盐湖工业股份有限公司组织机构图



附二：青海盐湖工业股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 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）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	233,143.42	328,211.01	903,065.52	732,398.11
应收账款净额	29,596.78	23,464.30	49,379.62	104,662.62
存货净额	238,379.82	264,988.98	287,035.14	258,659.73
流动资产	942,398.58	1,133,911.00	1,681,847.89	1,576,258.14
长期投资	53,603.93	56,460.78	56,335.21	56,131.77
固定资产合计	4,094,591.98	5,311,758.74	6,159,371.17	6,263,194.79
总资产	5,560,803.12	6,789,930.61	8,071,320.75	8,082,877.21
短期债务	381,964.85	801,953.48	1,146,151.27	1,064,235.49
长期债务	2,521,829.06	3,049,897.22	3,416,573.30	3,426,791.18
总债务（短期债务+长期债务）	2,903,793.91	3,851,850.71	4,562,724.57	4,491,026.67
总负债	3,760,259.45	4,861,945.36	5,623,076.27	5,619,647.10
所有者权益（含少数股东权益）	1,800,543.68	1,927,985.26	2,448,244.47	2,463,230.11
营业总收入	809,457.26	1,047,436.32	1,088,222.25	219,995.26
三费前利润	364,215.26	466,832.02	491,362.91	91,457.87
投资收益	1,673.61	1,261.54	2,151.88	24,922.60
净利润	106,614.28	133,138.21	54,423.51	12,124.13
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	280,783.44	336,381.60	305,135.19	91,498.29
经营活动产生现金净流量	13,393.89	135,565.17	75,306.04	-36,470.13
投资活动产生现金净流量	-937,730.93	-734,321.91	-498,129.19	-89,985.48
筹资活动产生现金净流量	940,879.74	660,284.32	996,015.24	-42,571.08
现金及现金等价物净增加额	16,542.69	61,527.58	573,192.09	-169,026.69
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	51.44	51.53	52.29	46.75
所有者权益收益率（%）	5.97	7.14	2.49	1.97
EBITDA/营业总收入（%）	34.69	32.11	28.04	41.59
速动比率（X）	0.62	0.51	0.69	0.69
经营活动净现金/总债务（X）	0.00	0.04	0.02	-0.03
经营活动净现金/短期债务（X）	0.04	0.17	0.07	-0.14
经营活动净现金/利息支出（X）	0.08	0.62	0.29	-0.63
EBITDA 利息倍数（X）	1.72	1.55	1.18	1.58
总债务/EBITDA（X）	10.34	11.45	14.95	12.27
资产负债率（%）	67.62	71.61	69.67	69.53
总资本化比率（%）	61.73	66.64	65.08	64.58
长期资本化比率（%）	58.34	61.27	58.26	58.18

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、公司2016年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务、EBITDA利息倍数和总债务/EBITDA经过年化处理。

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 + 短期融资券

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中的融资租赁款

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。