



# 信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪231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  
二零一七年六月二日

## 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（2017）

发行主体	青海盐湖工业股份有限公司		
发行年限	7年期（附第5年末公司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	2016/6/20		
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

2016年，青海盐湖工业股份有限公司（以下简称“盐湖股份”或“公司”）氯化钾新产能投产，产能规模增长，规模优势加强，行业地位进一步巩固。公司钾盐资源优势突出，氯化钾业务发展基础较好，同时公司采取多种措施降低氯化钾生产成本，业务仍保持高盈利能力。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、财务杠杆水平较高和在建工程转固压力较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 AAA。

### 正面

- 资源优势突出。察尔汗盐湖是我国最大的盐湖，无机盐总储量达20余亿吨，资源蕴藏量丰富，公司拥有察尔汗盐湖钾镁盐矿区，主要围绕盐湖资源开发开展业务运营，资源优势突出。
- 规模优势明显，市场占有率高。随着2016年下半年氯化钾新产能投产，公司氯化钾产能增至500万吨/年，国内第一大钾肥生产企业的地位牢固，规模优势明显。2016年，公司氯化钾产品产量为491.73万吨，销量为492.01万吨，钾肥产品的国内市场占有率约40%，居于国内首位。
- 氯化钾业务盈利空间大。钾肥生产较依赖于钾盐资源情况，公司钾盐资源优势突出，业务发展基础较好。2016年，钾肥市场表现低迷，公司氯化钾销售价格大幅下滑，但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，2016年氯化钾产品销售成本同比下降13.7%至403.52元/吨，业务毛利率同比下降2.97个百分点至70.72%，仍保持高盈利能力。

### 概况数据

盐湖股份	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	192.80	244.82	263.72	260.96
总资产（亿元）	678.99	807.13	829.46	834.64
总债务（亿元）	385.19	456.27	448.74	462.25
营业总收入（亿元）	104.74	108.82	103.64	21.15
营业毛利率（%）	51.53	52.29	42.68	23.65
EBITDA（亿元）	33.64	30.51	28.12	-
所有者权益收益率（%）	6.91	2.22	0.79	-4.20
资产负债率（%）	71.61	69.67	68.21	68.73
总债务/EBITDA（X）	11.45	14.95	15.96	-
EBITDA利息倍数（X）	1.55	1.18	1.22	-

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；2017年一季度所有者权益收益率为年化数据。

### 分析师

徐晓东 [xdxu@ccxr.com.cn](mailto:xdxu@ccxr.com.cn)

唐启元 [qytang@ccxr.com.cn](mailto:qytang@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2017年6月2日

## 关 注

- 化工业务持续亏损。公司投资的化工项目大部分仍处于装置技改或试生产阶段，产能释放程度低，经营效益差，加之主要原料价格上涨，化工业务持续处于亏损状态，2016 年公司化工产品毛利率为-35.00%，同比下降 10.79 个百分点，毛利润为-6.47 亿元，同比亏损额增加 2.73 亿元。
- 财务杠杆水平较高，偿债压力较大。公司近年在建化工项目的资本投入较大，负债规模持续增长，财务杠杆水平较高，截至 2016 年末公司负债总额为 565.74 亿元，总债务为 448.74 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 68.21%和 62.98%，偿债压力较大。
- 在建工程转固压力较大。截至 2016 年末，公司在建工程 284.44 亿元，主要为在建金属镁一体化项目（2016 年末为 244.11 亿元），鉴于上述项目已建成，但投产初期的市场和达产情况尚不明确，后续在建工程逐步转固将大幅增加折旧及财务费用，对公司盈利造成影响。
- 税收优惠政策取消加大公司盈利压力。2014 年和 2015 年，公司分别取得增值税返还 5.76 亿元和 4.48 亿元，但 2015 年 9 月 1 日起国内销售氯化钾先征后返优惠政策停止，公司相关营业外收益不可持续，盈利压力加大。

## 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委托方构成委托关系外，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](http://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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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

**全球钾盐资源分布集中度较高，在市场价格持续走低、开工情况不佳背景下，业内大型企业在实施钾盐扩产及新建项目较多，未来产能将持续增长，市场竞争将进一步加剧**

全球钾肥资源丰富，目前已探明储量超过 90 亿吨（折纯量），按当前全世界的需求水平来计算，可供开采数百年，但钾盐资源的区域分布不均衡，加拿大和俄罗斯的钾盐资源储量占全球总储量的比重分别约为 46% 和 35%，钾盐资源分布集中度较高。此外，白俄罗斯、巴西和中国的钾盐资源储量占比分别为 8%、3% 和 2%，而德国虽已有 100 多年的钾肥生产历史，但其钾肥储量仅占全球总储量的 1%。

目前，北美、俄罗斯、白俄罗斯三个地区的钾肥产能占全球总产能的 60% 以上。北美由加拿大 Potash Corp、美国 Mosaic、加拿大 Agrium 组成的加拿大 Canpotex 公司 2015 年钾肥销量达到 1,866 万吨，占当年全球总销量的 28.4%；欧洲的俄罗斯钾肥巨头乌拉尔钾肥公司销量占比 17%，白俄罗斯钾肥有限公司（BPC）销量占比 15.8%。此外，德国、以色列、中国、约旦、智利也是主要的钾肥生产国，其中德国的 K+S 公司销量占比 8.8%。

钾肥生产方面，近年全球钾肥生产能力持续增长，2016 年为各大钾肥生产商产能扩张阶段，有六个新矿陆续投产，全球钾肥产能增长 4.8% 至 5,510 万吨（ $K_2O$ ），产能增长主要集中在加拿大、俄罗斯、乌兹别克斯坦和中国，而美国和西欧的产能则出现下降。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。同时 IFA 根据调查结果预测，2015 年~2019 年，钾盐产能年均增长率将达到 4%，截至 2019 年全球钾盐总产能将达到 9,770 万吨/年（KCL），将

新增产能 1,470 万吨。

钾盐资源的产地和消费地严重不匹配。钾肥的生产企业多分布在北美，欧洲和中东，而钾肥的主要消费地分布在东亚、拉丁美洲和北美。拉丁美洲地区的巴西消费钾肥占比 11%，东亚地区受中国和东南亚等国大规模耕种活动的拉动消费全球 33% 的钾肥。

钾肥大都能溶于水，肥效较快，可供植物直接吸收，主要有氯化钾、硫酸钾、硝酸钾、硫酸钾镁肥、磷酸二氢钾、碳酸钾和氢氧化钾等，其中氯化钾由于其养份浓度高，资源丰富，价格低廉，在农业生产中起主导作用，占钾肥市场销量的 90% 以上。2016 年上半年钾肥需求疲软，价格走低，一些生产商暂时性减产，全球氯化钾产量同比下降 2.8%，为 6,270 万吨，开工率达到 2010 年以来的最低水平，2016 年下半年全球钾肥贸易频繁，全年钾肥销量仍稳定在 6,330 万吨（KCl）左右。2016 年全球钾肥出口量约为 4,800 万吨（KCl），占全部销量的 76%。巴西和美国对钾肥的进口需求仍旧强劲，而中国的进口量有所下降，印度钾肥销量稍有增长，印尼和马来西亚的进口量保持稳定。这六个国家占全球钾肥进口量的 72%，约合 3,460 万吨（KCl）。

2016 年，全球钾肥行业遭遇严峻考验，市场需求疲软，价格持续走低，开工情况不佳，但目前大型钾肥企业具备较强的资源和资本实力，仍在推动钾盐项目扩产及新建，未来产能将维持增长，后续市场竞争压力将进一步加剧。

**2016 年，我国钾肥产能持续增长，产量同比稳定，市场供应充足，但下游复合肥行业开工率持续走低使得供需矛盾突出，市场价格长时间表现低迷**

钾肥是典型的资源垄断型产业，我国钾盐资源分布极不均匀，96% 的资源分布在青海和新疆，其中以青海察尔汗盐湖氯化钾和新疆罗布泊盐湖硫酸钾为主。我国钾肥生产地区与消费地区距离较远，生产商主要集中在青海和新疆等偏远地区，下游需求主要分布在华东、华中、西南地区，钾盐资源分布区域性的特征使得供需有效匹配难度较大。

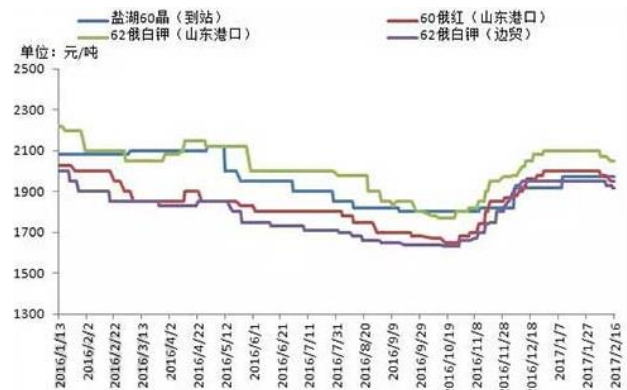
在经历 2012 年钾肥产能产量爆发式增长后，近年钾肥产量增速逐步回落。2012 年我国钾肥产量增长率达到 37.4% 的高位，产量首次突破 500 万吨（ $K_2O$ ），达到 529.95 万吨（ $K_2O$ ）。2013~2014 年，钾肥产量持续保持增量减速的态势，增长率由 2012 年的 37.4% 逐步下滑至 2014 年的 2.9%，产量由 2012 年的 529.95 万吨（ $K_2O$ ）上涨到 2014 年的 610.47 万吨（ $K_2O$ ）。2015 年，我国钾肥产量出现较大幅度回落，全年产量为 571.7 万吨（ $K_2O$ ），降幅达 6.36%。2016 年全国资源型钾肥产量 578.3 万吨（ $K_2O$ ），与 2015 年相比提高 1.15%，产量虽小幅回升，但仍较大幅度低于 2014 年的产量高点。

就开发规模来说，目前我国氯化钾开发总产能达到 803 万吨/年，其中产能超过 100 万吨/年的企业有 2 个，合计年产能 600 万吨，占总产能的 74.7%，比 2010 年提高 36.3 个百分点，产能集中度进一步提升。

我国钾肥供给不足与耕地普遍缺钾之间的矛盾十分突出，钾肥市场对外依存度仍较高。2016 年 1~11 月我国氯化钾累计进口量为 578.44 万吨，累计进口金额为 14.95 亿美元，累计进口均价为 258.45 美元/吨，进口量同比下跌 19.22%。近年，我国钾肥产能扩张逐步缓解了长期困扰我国的钾肥供需矛盾，钾肥进口量大幅下滑，2016 年钾肥自给率基本达到 60%。

钾肥进口价格方面，2016 年 7 月 14 日由中化、中农和中海化学组成的中方钾肥联合谈判小组与白俄罗斯钾肥公司（BPC）就我国 2016 年钾肥海运进口合同达成一致，合同价格为 CFR219 美元/吨，继续保持全球最低价，确保中国成为全球钾肥价格洼地的地位。

图 1：2016 年 1 月~2017 年 2 月氯化钾价格走势情况



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

钾肥市场价格方面，2016 年初国内氯化钾价格为 2,198 元/吨，2016 年末氯化钾价格为 1,940 元/吨，全年下跌 11.75%，年内最高点为 1 月 1 日，最低点出现在 9 月 27 日左右，价格是 1,883 元/吨，降年初价格的下跌幅度为 14.34%。2016 年由于下游复合肥接单情况不佳，复合肥装置开工率长时间处于五至六成左右，开工率持续走低，加之冬储开启缓慢，下游市场反应冷淡，钾肥需求方面缺乏利好支撑，钾肥市场需求不足。同时，国产钾肥开工率处于高位，产量同比稳定，市场供应充足，下游复合肥行业受经济不景气影响较大，使得供需矛盾突出，市场价格长时间表现低迷。进入 2016 年四季度，国产钾肥面临铁路运输紧张，运输成本增加局面，价格主导权逐渐向大型钾肥经销商倾斜，由于大型经销商挺价意识较强，且边贸货源相对较少，加之下游复合肥价格在四季度有所回暖，钾肥价格有所回升。

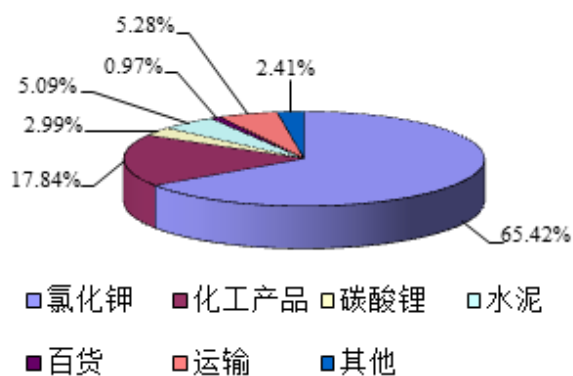
政策方面，依据财政部、国家税务总局、海关总署财税（2015）90 号文件规定，于 2015 年 9 月 1 日起销售氯化钾停止执行先征后返优惠政策，对氯化钾销售实际缴纳的增值税不再返还；2020 年化肥施用零增长是行业必然趋势，刚性的元素化肥需求将逐渐进入增长瓶颈期，短期内出现停滞或减少；钾肥下游，环保严查使得复合肥企业开工受限，复合肥开工率下降，必将影响钾肥的市场需求。

总体来看，目前复合肥开工率低迷、政府优惠取消、物流变革、农产品低价以及国际钾肥供应量不断增加等大环境下，钾肥市场化竞争更加激烈，优胜劣汰趋于明显，产能集中度有望进一步提升。

## 业务运营

公司以察尔汗盐湖资源开发为核心经营内容，业务主要包括氯化钾的产销、盐湖资源综合利用和水泥生产、商贸连锁以及酒店经营等其他业务。2016年，公司实现营业总收入103.64亿元，同比减少4.76%，其中氯化钾业务收入67.80亿元，同比减少13.95%，占总收入比重为65.42%，较2015年下降6.98个百分点；盐湖资源综合利用化工产品业务收入18.49亿元，同比增长8.77%，占总收入比重为17.84%，较2015年上升2.20个百分点。

图2：2016年公司收入结构图



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

### 公司氯化钾产量相对稳定，规模优势明显，随着产能规模提升，行业地位进一步巩固

察尔汗盐湖是我国最大的盐湖，含有丰富的氯化钠、氯化钾、氯化镁等无机盐，总储量达20余亿吨，公司拥有察尔汗盐湖钾镁盐矿区，围绕盐湖资源开发开展业务运营，资源优势突出，且随着2016年下半年氯化钾新产能投产，公司氯化钾产能从350万吨/年增至500万吨/年（按作业时间每年9个月核算），国内第一大钾肥生产企业的地位进一步得到巩固，规模优势明显。

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，实际生产能力得到提升，氯化钾产量已连续多年超过设计产能。2016年，公司生产氯化钾产品491.73万吨，同比减少5.67%，产量规模相对稳定。

表1：2014~2016年公司氯化钾产销情况

单位：万吨			
	2014	2015	2016
产量	464.22	521.30	491.73
销量	456.62	443.40	492.01
库存量	87.36	145.47	127.72

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

技术创新方面，公司在2016年获得授权专利15项，其中发明专利3项、实用新型专利12项，完成5个项目成果登记，2项成果达到国内领先水平，5项成果都应用到实际生产中。公司科研成果的运用效果较好，上述科研成果的运用提升了公司竞争力，加速了科技成果的转化。2017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，公司进一步完善“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），提升销售管理效率。产销安排方面，公司每年年初根据市场状况向下属各公司安排生产任务，在生产过程中实行精细化生产管理，产品销售由公司统一销售，并在营销模式上与国内钾肥市场份额前列以及具有钾肥进口资质的贸易商进行合作，加快产品的流通速度和市场布局，减少供应渠道价值链中上下游博弈的内耗，提高周转效率和效益。2016年，公司实现氯化钾销售492.01万吨，同比增长10.96%，钾肥市场占有率约40%，处于国内首位。

销售价格方面，公司在国内钾肥市场的占有率较高，且应对市场价格下滑压力，与五矿商会、中化集团和中农集团等建立协商机制，协同钾肥进口节奏与数量，维持国内氯化钾市场价格，但2016年国内钾肥市场需求表现低迷，公司氯化钾售价的下滑幅度较大。2016年公司氯化钾不含税销售均价为1,378元/吨。值得注意的是，公司在2016年将运输费及运杂费从产品售价中分离，单独向客户收取物流运输费，当年含运费的销售均价为1,506元/吨，同比降幅为15.25%。

氯化钾生产成本方面，冬季氯化钾不停产有效

提升了公司产能利用效率，同时公司采取一系列销售创新、降本增效、提升管理等措施，使得氯化钾产品成本进一步下降。2016年，公司氯化钾产品销售成本为403.52元/吨，同比下降幅度为13.7%。公司氯化钾生产成本控制效果较好，但在产品价格大幅下跌态势下，产品毛利率仍出现下滑，2016年公司氯化钾产品毛利率为70.72%，同比下降了2.97个百分点。整体来看，价格低迷对公司氯化钾业务毛利率造成一定影响，但业务仍保持高盈利能力，是公司主要利润来源。

2017年一季度，公司氯化钾产量95.62万吨，同比增加22.20%。产品销售方面，2016年11月以来铁路运力紧张局面持续困扰公司，并延续至2017年一季度，氯化钾产品运输通道受阻致使期间销售量出现较大幅度萎缩，2017年一季度氯化钾销量69.78万吨，同比减少28.03%，同期氯化钾销售均价为1,660元/吨（含运费）。2017年农历新年以后，铁路新运力逐步投入运营，运力紧张局面逐步改善，公司产品运输渠道恢复畅通。

### 公司投资的化工项目大部分仍处于装置技改或试生产阶段，产能释放程度低，经营效益差，且大量在建工程将逐步转固，鉴于转固项目投产初期的达产情况尚不明确，在建工程转固将对公司盈利造成影响

由于察尔汗盐湖的无机盐资源量丰富，公司为充分开发利用盐湖资源，开展氯化钾以外其他资源的综合开发，并对氯化钾生产过程中的副产品进行循环利用，先后投资建设多个综合利用化工项目，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。2016年，公司盐湖资源综合利用化工产品包括PVC、甲醇、碳酸钾、氢氧化钾、碳酸锂、纯碱和尿素等，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，当年化工板块实现收入18.49亿元，同比增长16.86%，但目前主要综合利用化工项目尚未完全达产销售，加之主要原料价格上涨，业务尚处于亏损状态，当年毛利率为-35.00%，同比下降10.79个百分点。

公司综合利用化工项目一、二期以天然气为主要原料，其中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。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，生产装置在2015年打通生产工艺，实现较稳定连续运行。2016年，随着试生产情况向好，综合利用化工项目一、二期的产量相应增长，且公司通过引入麦肯锡精益化运行管理模式以及直购电试点等方式，进行生产优化调整，取得一定降本减亏成效，当年综合化工一、二期项目亏损11.13亿元，较上年度减亏4.27亿元。

公司10万吨ADC发泡剂一体化项目累计发生投资约15亿元，但因生产装置生产工艺不稳定、原料采购价格高等因素影响，相关产品生产成本偏高，2015年发生亏损3.91亿元，并在当年7月份暂停生产以减少亏损，目前与韩国锦洋开展合作。

公司1万吨碳酸锂项目主要以“从卤水中以吸附法提取碳酸锂”技术为基础，在2011年4月吸附塔提锂试验获得成功后，开展工艺技术改造并在同时进行工业化试生产。近年随着对碳酸锂项目投入的增加，公司碳酸锂营收规模逐年提高，于2016年实现营业收入3.10亿元，同比增长163.66%，毛利率为56.85%，较上年同期增加49.39个百分点。目前，公司已攻克从高镁锂比盐湖卤水中提锂技术的难题，掌握从盐湖卤水中运用吸附法提锂的关键技术和关键设备，并成功应用于工业化生产，但按公司现有技术和工艺路线，原工艺路线基础上的装置生产能力不足，生产无法达到设计产能。公司为提升碳酸锂装置生产效率，在充分利用现装置基础上，实施填平补齐技术改造工程，以解决现有装置产能瓶颈。该技改工程计划在2017年9月基本达到投产条件，2018年实现达产达标。公司碳酸锂项目技术进步及投入增加推动业务规模及盈利表现，后续技改将进一步提升生产能力，为相关业务发展带来较大利好。



表 2: 截至 2016 年末公司在建化工项目投资情况

单位: 亿元

项目名称	计划投资	累计投资	本期投资
金属镁一体化项目 (综合利用化工三期)	290.61	358.04	42.97
海纳 PVC 一体化项目	72.12	95.39	2.66

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司金属镁一体化项目主要工艺由卤水精制、脱水干燥、电解、铸造四部分组成, 继 2014 年选煤、供热、纯碱装置运行以来, 2016 年 10 月项目 30 万吨/年钾碱装置、50 万吨/年乙炔法 PVC 装置、100 万吨/年甲醇装置经过投料试车顺利打通工艺流程, 其中钾碱装置已生产出 48% 氢氧化钾溶液; 50 万吨/PVC 装置, 已生产出优级品; 甲醇装置已产出合格产品。截至 2016 年末, 公司金属镁一体化项目 14 个生产装置中已有 7 个装置投入试运行、4 个装置已试车成功、3 个装置具备试车条件, 项目核心金属镁脱水装置成功产出无水氯化镁, 金属镁装置生产工艺全线打通。截至 2016 年末, 公司金属镁一体化项目累计发生投资 358.04 亿元, 随着生产装置逐渐投入生产, 当年金属镁项目在建工程转入固定资产 91.25 亿元, 鉴于公司金属镁一体化项目整体投资规模较大, 且投产后的市场反应及达产情况尚不明确, 后续在建工程转固将对公司盈利情况造成较大影响。

截至 2016 年末, 公司海纳 PVC 一体化项目累计发生投资 95.39 亿元, 生产装置均已建成, 当年海纳化工 PVC 一体化项目发生亏损 7.45 亿元。2016 年 9 月 18 日, 公司 PVC 一体化项目日产 2,500 吨水泥生产线电石渣库顶除尘器发生闪爆事故, 共造成 7 人死亡, 8 人受伤。随着盐湖资源综合利用化工业务逐渐投产, 公司从单一钾肥制造商向综合型化工企业转向, 生产环节面临的高温高压、易燃易爆以及有毒有害等危险因素增多, 未来项目达产情况提升, 将加大公司面临的安全生产压力。

总体来看, 公司投资的化工项目大部分仍处于装置技改或试生产阶段, 产能释放程度低, 规模效应不明显, 经营效益差。目前, 公司金属镁一体化项目和海纳 PVC 项目生产装置均已建成, 相关项目合计投资达 453.43 亿元, 投资规模大, 且投产初

期的市场反应及达产情况尚不明确, 后续在建工程逐步转入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

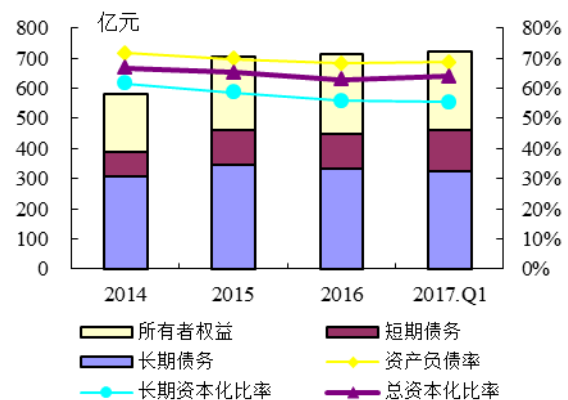
以下财务分析是基于公司提供的经瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留审计意见的 2014~2016 年财务报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表。公司各期财务报表均按新会计准则编制, 均为合并口径数据。

### 资本结构

公司综合利用化工项目的投资规模不断增加, 资产规模随之增长, 截至 2016 年末公司总资产为 829.46 亿元, 同比增长 2.77%。自有资本方面, 公司于 2016 年 6 月份发行 15 亿元永续中期计入其他权益工具, 所有者权益增加。截至 2016 年末, 公司所有者权益合计 263.72 亿元, 同比增长 7.72%, 自有资本实力很强。

资本结构方面, 2016 年末公司负债总额为 565.74 亿元, 同比增长 0.61%; 总债务 448.74 亿元, 同比减少 2.70%。同期, 公司资产负债率和总资本化比率分别为 68.21% 和 62.98%, 分别同比下降 1.46 个百分点和 2.34 个百分点。2016 年, 公司自有资本实力的增强使得负债规模增幅减缓, 负债率水平有所降低, 但近年公司对化工项目维持较大的资本投入, 负债规模持续增长, 财务杠杆水平仍较高。截至 2017 年 3 月末, 公司负债总额为 573.68 亿元, 资产负债率 68.73%。

图3: 2014~2017.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 3: 2016 年末主要化肥类上市公司资本结构情况

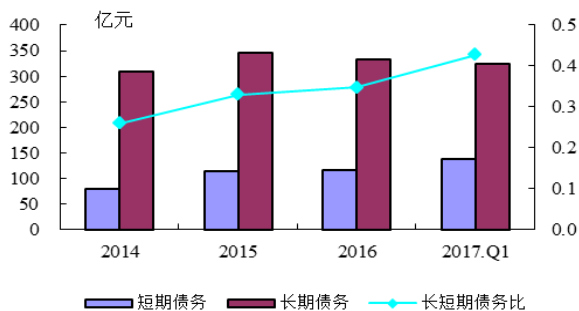
名称	单位: 亿元、%	
	资产总计	资产负债率
盐湖股份	829.46	68.21
云天化	677.24	92.48
湖北宜华	397.73	82.89
澄星股份	72.61	71.91
六国化工	58.37	67.12

资料来源: 公开资料, 中诚信证评整理

从资产结构来看, 公司大力度开展化工项目建设, 相关资本投入大, 资产以非流动资产为主。2016 年末, 公司非流动资产 670.20 亿元, 占资产总额的 81.88%, 主要为固定资产 (366.13 亿元) 和在建工程 (284.44 亿元), 分别占非流动资产的 53.91% 和 34.29%。2016 年, 公司金属镁一体化项目生产工艺全线打通, 部分设备转固, 固定资产同比增长 32.94%。公司流动资产主要为货币资金、存货和其他流动资产等, 分别占流动资产的 38.69%、22.56% 和 22.55%, 其中货币资金中包含 5.55 亿元应付股利款冻结资金, 整体的流动性受限; 存货中库存商品和原材料占比分别为 33.64% 和 48.38%; 其他流动资产主要为待抵扣税金。

从债务期限结构来看, 2016 年末公司长短期债务比为 0.35 倍。公司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, 长短期债务结构较为合理。

图 4: 2014~2017.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

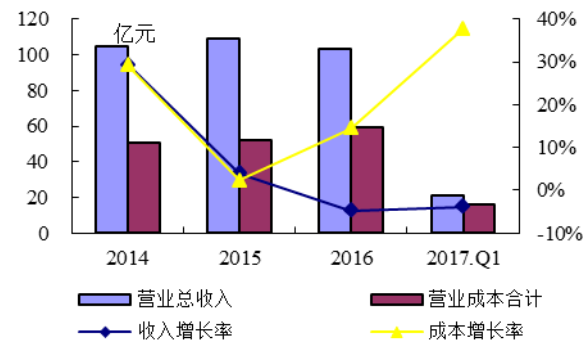
总体来看, 公司债务期限结构较为合理, 永续中期发行一定程度上增强了自有资本实力, 但公司综合利用化工项目的持续投资使得负债规模逐年增长, 财务杠杆水平较高。

## 盈利能力

随着盐湖资源综合利用化工项目逐步建成投

产, 公司化工产品销售收入持续增加, 但化工项目大部分仍处于装置技改或试生产阶段, 业务规模小, 营业收入仍以氯化钾销售收入为主。2016 年, 公司钾肥销量上涨, 但其市场行情低迷, 价格持续走低, 整体收入规模下滑, 当年公司营业总收入 103.64 亿元, 同比减少 4.76%。2017 年 1~3 月, 公司受到市场和运输影响, 当期实现营业总收入 21.15 亿元, 同比减少 3.87%。

图 5: 2014~2017.Q1 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

毛利率方面, 2016 年公司氯化钾生产成本虽有所下降, 但销售价格跌幅较大, 业务毛利率收窄。当年公司氯化钾业务毛利率为 70.72%, 同比下降了 2.97 个百分点。化工产品方面, 公司主要化工项目尚未完全达产, 规模效应不明显, 加之主要原料价格上涨, 业务亏损幅度进一步增大。同期, 公司化工产品业务毛利率为 -35.00%, 同比下降了 10.79 个百分点。2017 年 1~3 月份, 公司毛利率为 23.65%, 同比下降 23.10 个百分点, 主要是因为 2017 年一季度铁路运力紧张导致氯化钾销量同比减小, 且随着公司金属镁一体化项目和海纳 PVC 项目等生产装置均已建成, 相关在建工程逐步转入固定资产, 2016 年公司在建工程转固规模达 106.30 亿元, 折旧计提规模增加, 化工业务亏损幅度进一步加大, 致使 2017 年一季度毛利率水平进一步下降。

表 4: 2016 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 (个百分点)
氯化钾	67.80	70.72	-13.95	-2.97
化工产品	18.49	-35.00	16.86	-10.79
碳酸锂	3.10	56.85	163.66	49.39

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 5：2016 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	526.34	6.76	-35.37
湖北宜华	151.82	11.90	-14.08
<b>盐湖股份</b>	<b>103.64</b>	<b>42.68</b>	<b>2.10</b>
六国化工	44.57	6.35	-2.07
澄星股份	32.68	14.60	0.71

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

三费方面，2016 年公司销售费用为 11.92 亿元，同比减少 36.55%，主要是因为运输收取模式变化，运费及运杂费调整到其他业务成本中核算所致；管理费用为 7.37 亿元，同比增加 10.11%，主要来自停工损失的增加；财务费用为 10.65 亿元，同比增加 5.28%，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，财务费用增大。2016 年，公司期间费用占营业收入的比率为 28.90%，同比下降了 3.82 个百分点。

表 6：2014~2017.Q1 公司三费占比情况

单位：亿元、%

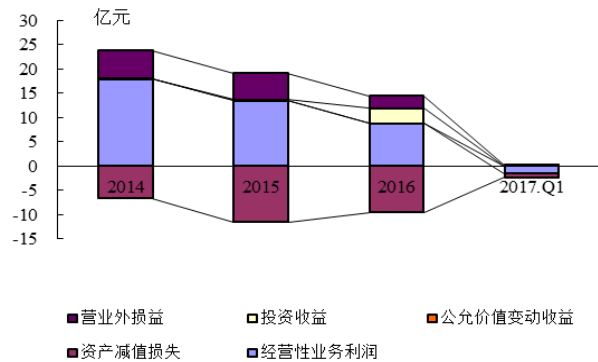
	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	16.17	18.79	11.92	0.67
管理费用	5.36	6.69	7.37	1.12
财务费用	7.25	10.12	10.65	3.69
三费合计	28.78	35.61	29.95	5.48
营业总收入	104.74	108.82	103.64	21.15
三费收入占比	27.47	32.72	28.90	25.89

数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失、投资收益和营业外损益构成。2016 年，公司实现经营性业务利润 8.86 亿元，同比下降 34.54%，公司化工产品亏损幅度加大致使经营性业务利润减少，但氯化钾业务具备较强获利能力，经营性业务利润状况仍较好。当年，公司发生资产减值损失 9.56 亿元，主要是来自化工产品存货跌价。公司于 2016 年 1 月出售所持上海富友房产有限公司股权，交易价格为 3.27 亿元，确认投资收益 2.49 亿元，当年公司投资收益大幅增长至 3.05 亿元。营业外损益方面，2016 年公司营业外损益为 2.54 亿元，同比下降了 52.79%，主要系钾肥增值税返还取消，导致营业外收入大幅减少（2015 年公司取得增值税返还 4.48 亿元）。综合而言，2016 年公

司经营性业务利润状况仍较好，但其规模下降，加之钾肥增值税返还取消，利润总额大幅减少，2016 年公司利润总额同比减少 35.81% 至 4.89 亿元。2017 年 1~3 月，公司利润总额为 -2.24 亿元，主要是因为业务获利能力走弱，经营性业务利润亏损所致。

图 6：2014~2017.Q1 公司利润总额构成



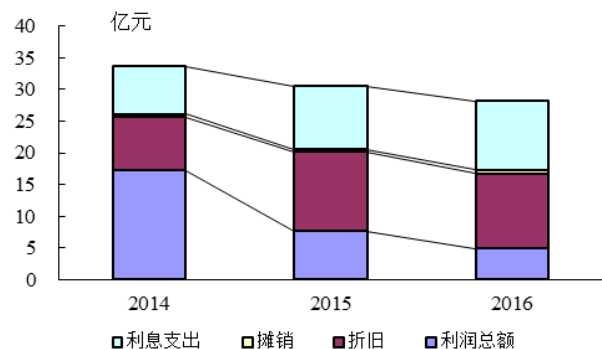
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2016 年，公司实现净利润 2.10 亿元，同比减少 61.49%。中诚信证评认为，公司为国内钾肥行业龙头企业，行业地位牢固，主营氯化钾业务利润空间较大，但公司大力度投资的化工业务存在产能释放程度低、规模效应不明显等问题，短期内仍将处于亏损状态，加之后续大量在建工程将逐步转固，对未来盈利将造成一定影响。

## 偿债能力

2014~2016 年，公司经营活动净现金流分别为 13.56 亿元、7.53 亿元和 20.29 亿元，经营性现金流持续净流入，且在 2016 年出现较大幅度的增长。2016 年，公司经营活动净现金流/总债务为 0.05 倍，经营活动净现金流对债务的覆盖程度仍较低。

图 7：2014~2016 年公司 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 2014~2016 年 EBITDA 分别为 33.64 亿元、30.51 亿元和 28.12 亿元；总债务

/EBITDA 分别为 11.45 倍、14.95 倍和 15.96 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 1.55 倍、1.18 倍和 1.22 倍。整体来看，公司获现能力较强，且稳定性较好，但随着债务规模的增长，EBITDA 对债务本息的保障程度有所下滑。

表 7：公司 2014~2017.Q1 部分偿债能力指标

	2014	2015	2016	2017.Q1
短期债务（亿元）	80.20	114.62	115.66	138.35
长期债务（亿元）	304.99	341.66	333.08	323.90
长短期债务比（X）	0.26	0.34	0.35	0.43
总债务（亿元）	385.19	456.27	448.74	462.25
经营性净现金流（亿元）	13.56	7.53	20.29	-4.74
经营净现金流/短期债务（X）	0.17	0.07	0.18	-0.14
经营净现金流/总债务（X）	0.04	0.02	0.05	-0.04
EBITDA（亿元）	33.64	30.51	28.12	-
总债务/EBITDA（X）	11.45	14.95	15.96	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.55	1.18	1.22	-

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2016 年末，公司担保金额为 53.40 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 2017 年 3 月 31 日，公司获得授信总额 732.89 亿元，其中已使用授信额度为 354 亿元，未使用授信额度为 379 亿元，备用流动性较充足。

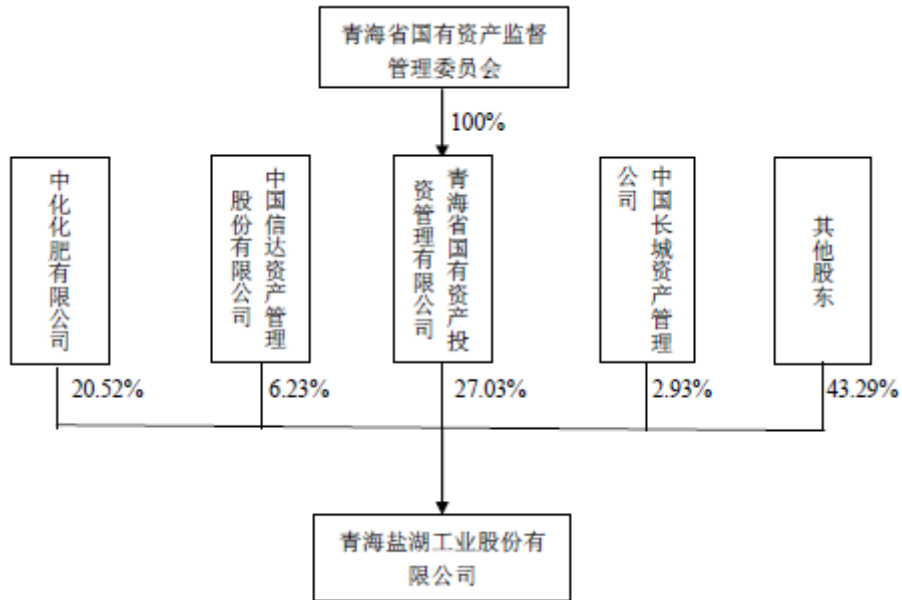
总体来看，公司为充分开发利用盐湖资源，在建化工项目的资本投入较大，负债规模持续增长，财务杠杆水平较高，但公司氯化钾行业地位牢固，业务盈利能力持续保持高水平，加之自有资本实力很强，经营活动净现金流和获现能力稳定性较好，整体偿债风险可控。

## 结 论

中诚信证评维持发行主体盐湖股份主体信用等级 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）”的信用等级 AAA。



附二：青海盐湖工业股份有限公司股权结构图（截至 2017 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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	328,211.01	903,065.52	581,294.84	613,402.72
应收账款净额	23,464.30	49,379.62	34,878.90	51,706.00
存货净额	264,988.98	287,035.14	338,921.07	299,941.12
流动资产	1,133,911.00	1,681,847.89	1,502,588.98	1,463,888.35
长期投资	56,460.78	56,335.21	58,568.96	57,892.98
固定资产合计	5,311,758.74	6,159,371.17	6,554,845.93	6,554,845.93
总资产	6,789,930.61	8,071,320.75	8,294,588.79	8,346,367.03
短期债务	801,953.48	1,146,151.27	1,156,600.37	1,383,501.56
长期债务	3,049,897.22	3,416,573.30	3,330,786.94	3,238,956.79
总债务（短期债务+长期债务）	3,851,850.71	4,562,724.57	4,487,387.31	4,622,458.35
总负债	4,861,945.36	5,623,076.27	5,657,435.72	5,736,805.43
所有者权益（含少数股东权益）	1,927,985.26	2,448,244.47	2,637,153.07	2,609,561.60
营业总收入	1,047,436.32	1,088,222.25	1,036,413.89	211,489.40
三费前利润	466,832.02	491,362.91	388,049.60	39,591.70
投资收益	1,261.54	2,151.88	30,526.36	166.07
净利润	133,138.21	54,423.51	20,959.16	-27,421.03
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	336,381.60	305,135.19	281,220.75	-
经营活动产生现金净流量	135,565.17	75,306.04	202,881.72	-47,368.63
投资活动产生现金净流量	-734,321.91	-498,129.19	-295,298.54	-73,976.56
筹资活动产生现金净流量	660,284.32	996,015.24	-221,862.82	158,963.07
现金及现金等价物净增加额	61,527.58	573,192.09	-314,279.64	37,617.88
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	51.53	52.29	42.68	23.65
所有者权益收益率（%）	7.14	2.49	0.79	-4.20
EBITDA/营业总收入（%）	32.11	28.04	27.13	-
速动比率（X）	0.51	0.69	0.53	0.52
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	0.02	0.05	-0.04
经营活动净现金/短期债务（X）	0.17	0.07	0.18	-0.14
经营活动净现金/利息支出（X）	0.62	0.29	0.88	-1.28
EBITDA 利息倍数（X）	1.55	1.18	1.22	-
总债务/EBITDA（X）	11.45	14.95	15.96	-
资产负债率（%）	71.61	69.67	68.21	68.73
总资本化比率（%）	66.64	65.08	62.98	63.92
长期资本化比率（%）	61.27	58.26	55.81	55.38

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2017年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务经过年化处理。

**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。