



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪237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  
二零一八年五月三十日

## 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（2018）

发行主体	青海盐湖工业股份有限公司		
债券名称	青海盐湖工业股份有限公司2012年公司债券（第一期）		
债券简称	12 盐湖 01		
债券代码	112154		
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	本期债券发行总额 50 亿元，2018 年 3 月 6 日投资者回售 23.26 亿元，债券余额 26.74 亿元		
存续期限	2013/03/06~2020/03/06		
上次评级时间	2017/6/1		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定

### 概况数据

盐湖股份	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	244.82	263.72	222.36	220.06
总资产（亿元）	807.13	829.46	824.19	800.89
总债务（亿元）	456.27	448.74	481.79	454.00
营业总收入（亿元）	108.82	103.64	116.99	27.01
营业毛利率（%）	52.29	42.68	33.52	25.02
EBITDA（亿元）	30.51	28.12	-7.81	10.40
所有者权益收益率（%）	2.22	0.79	-19.29	-4.24
资产负债率（%）	69.67	68.21	73.02	72.52
总债务/EBITDA（X）	14.95	15.96	-61.66	10.92
EBITDA 利息倍数（X）	1.18	1.22	-0.35	7.50

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、2018 年一季度所有者权益收益率和总债务/EBITDA 指标经年化处理。

### 分析师

曹梅芳 mfcao@ccxr.com.cn

唐启元 qytang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年5月30日

### 基本观点

2017年，青海盐湖工业股份有限公司（以下简称“盐湖股份”或“公司”）持续保持国内第一大钾肥生产企业地位，行业地位领先，且依托盐湖资源优势，在当年钾肥市场需求低迷价格长周期下行环境下，公司氯化钾业务仍保持高盈利能力。但公司投资的主要化工项目面临原料供应不足和安全生产事故等负面因素，运营情况不佳，致使跟踪期内经营性业务利润大幅萎缩，且较大规模资产减值导致公司经营亏损。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司主要投产化工项目亏损、资产减值规模大、财务杠杆水平较高、生产安全风险和金属镁一体化项目短期达产存不确定性等因素可能对公司信用水平产生的影响。

综上，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

- 股东支持力度较大。公司作为青海省国资委下属上市公司，主要承担国有资产察尔汗盐湖无机盐资源综合利用，相关项目投资建设能够得到较大力度的支持。
- 资源优势突出，氯化钾业务盈利空间大。察尔汗盐湖是我国最大的盐湖，氯化钠、氯化钾和氯化镁等无机盐总储量达 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，钾盐资源优势保证公司氯化钾生产具备成本优势，在 2017 年钾肥市场需求不足导致公司氯化钾产销量及销售价格下降情况下，公司氯化钾业务毛利率达 64.51%，业务盈利空间大。
- 规模优势明显。截至 2018 年 3 月末，公司拥有氯化钾产能 500 万吨/年，为国内第一大钾肥生产企业，规模优势显著，行业地位领先。2017 年，公司氯化钾产量为 447.09 万吨，销售量 455.33 万吨，市场占有率约为 40%，居国内首

位。

## 关 注

- 主要投产化工项目亏损。公司盐湖资源综合利用项目于 2016 年正式投产，但因供气不足、原料成本上涨，业务毛利率在 2017 年同比下降 3.12 个百分点至-22.99%。海纳 PVC 项目于 2015 年投产，近年因安全事故多次停产，2017 年毛利率为-22.74%。公司盐湖资源综合利用项目和海纳 PVC 项目投产后的运行情况不佳，亏损幅度较大。
- 资产减值规模大，负面影响盈利。2017 年，公司针对部分完工装置生产成本过高，在建工程停工或实际投资高于可回收价值等因素，计提资产减值损失合计 43.20 亿元，包括固定资产减值损失 20.67 亿元、在建工程减值损失 12.12 亿元和存货跌价损失 7.95 亿元等，当年最终发生亏损 42.88 亿元。
- 生产安全风险。公司多个化工项目逐渐完工投产，业务逐渐从单一钾肥制造商向综合型化工企业转型，生产环节的高温高压、易燃易爆以及有毒有害等潜在风险增多。2017 年，公司海纳 PVC 项目于 2 月 14 日发生火灾，化工分公司于 6 月 28 日发生管线内爆事故，日常经营面临的安全生产管理压力加大。
- 财务杠杆水平较高，偿债压力大。公司近年持续开展项目资本投资，负债规模持续增长，财务杠杆水平较高，截至 2017 年末公司负债总额为 601.82 亿元，总债务为 481.79 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 73.02% 和 68.42%，偿债压力大。
- 金属镁一体化项目短期达产仍存不确定性，负面影响综合盈利。公司金属镁一体化项目基本完工，但因涉及工艺环节较多，全面达产仍需进一步工艺完善，不确定性较高。近年金属镁一体化项目逐步转固，中诚信证评将持续关注该项目的运营情况及对公司整体盈利的影响。

## 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。

## 重大事项

盐湖股份分别于 2018 年 1 月 15 日、16 日、18 日发布《2012 年公司债券（第一期）票面利率调整及回售实施办法的第一次提示性公告》、《2012 年公司债券（第一期）票面利率调整及回售实施办法的第二次提示性公告》和《2012 年公司债券（第一期）票面利率调整及回售实施办法的第三次提示性公告》，选择上调本期债券票面利率，即本期债券存续期后两年的票面年利率为 5.70%。

2018 年 3 月 5 日，公司发布《关于“12 盐湖 01”公司债券回售实施结果公告》，根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司对本期债券回售情况的统计，“12 盐湖 01”回售数量为 232,594.25 万张，回售金额为 23.26 亿元，余额为 26.74 亿元。

2017 年 2 月 14 日，公司控股子公司青海盐湖海纳化工有限公司海纳 PVC 项目 VCM 装置精馏单元底层氯乙烯输送泵在维护保养过程中发生火灾事故，无人员伤亡，初步估计造成财产损失约 1,900 万元。2017 年 6 月 28 日，公司化工分公司乙炔厂一车间炭黑水处理系统复位工艺管道至炭黑水槽作业时发生乙炔爆炸事故，共造成 4 人死亡，直接经济损失 282.4 万元。上述安全事故导致公司相关项目暂时停产，年内共发生停工损失 9.82 亿元，制约了全年业绩表现。

## 行业分析

**全球钾盐资源分布集中度较高，主要产地与消费地严重不匹配，国际大型钾肥企业依托资源及资本优势占据市场主导地位，且仍在持续推进项目扩产及建设，产能过剩趋于严重，市场竞争压力难减**

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。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约占全球总产能的 60% 以上。北美地区的加拿大 Canpotex 的氯化钾总产能在 27 百万吨以上，占全球产能的 37% 左右，其成员公司包括加拿大钾肥 PotashCorp、美国美盛 Mosaic 和加拿大 Agrium。欧洲的俄罗斯钾肥巨头乌拉尔钾肥公司（Uralkali）和白俄罗斯钾肥有限公司（BPC）合计拥有约 23 百万吨氯化钾生产能力，两家公司均占全球总产能的 15% 以上。此外，德国、以色列、中国、约旦及智利也是主要的钾肥生产国。

钾肥生产方面，近年全球钾肥生产能力持续增长，2017 年全球钾肥产能在 2016 年基础上进一步扩大 4.6%，达到 5,760 万吨（ $K_2O$ ），产能净增 240 万吨  $K_2O$ （或 400 万吨氯化钾），扩能主要出现在加拿大、俄罗斯和土库曼斯坦等。同时，全年钾盐供应量亦随之增长 4.5%，达到 4,580 万吨  $K_2O$ 。

钾肥消费方面，东亚、拉丁美洲和北美为主要消费地，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，其中我国为全球最大的钾肥消费国。随着中国、印度和巴西钾养分需求增多，2017 年全球钾盐需求达到 4,060 万吨  $K_2O$ ，增长 2.5%。与此同时，钾肥的生产企业多分布在北美，欧洲和中东，钾盐资源的产地和消费地严重不匹配。

目前全球钾肥仍处于供过于求状态，2017 年全球钾肥产能过剩率约 500 万吨  $K_2O$ 。根据 IFA 报告中的世界钾肥供需情况来看，2017~2021 全球钾肥仍将处于供过于求的状态，目前 PCS、Mosaic、Uralkali 三个大型钾肥生产公司分别计划扩产 510 万吨、160 万吨、1,108 万吨。预计至 2023 年共有约 1,500 万吨产能投产，同时伴随着约 700 万吨产能的退出，整体产能过剩将进一步加重。

国际大型钾肥企业依托自身较强的资源和资本实力，在钾肥市场占据主导地位，并在持续推动钾盐项目扩产及建设，鉴于目前钾肥行业产能依然过剩，后续产能持续增长，将使得市场竞争压力加剧。

**受下游复合肥开工低迷、市场需求不足影响，2017年钾肥价格呈长周期下滑，同时受施肥零增长目标和环保严查等因素影响，钾肥未来需求或将持续受到影响，但目前国际钾肥价格保持坚挺，提振2018年初国内钾肥价格，为行业运行带来积极影响**

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、华中和西南地区，钾盐资源分布区域性的特征使得供需较难有效匹配。

图 1：近年我国钾肥产量及进口情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

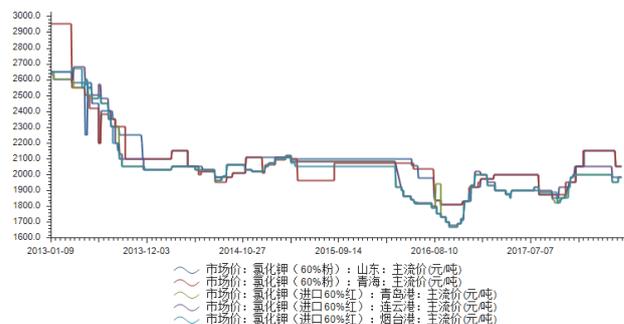
2017年，我国钾肥总产能保持稳定，但受下游需求低迷、钾肥进口量上涨等因素影响，钾肥整体产能利用情况有所下滑，全年氯化钾实物产量为787万吨，硫酸钾实物产量为449万吨。

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。2017年，我国进口氯化钾753.33万吨，较2016年的681.90万吨增长10.48%。从进口地区来看，加拿大、白俄罗斯和俄罗斯为我国主要钾肥供应地区，2017年进口量分别为234.31万吨、169.98万吨和152.94万吨。在国产钾肥企业生产技术不断提高背景下，国产钾肥生产能力逐年提高，进口氯化钾稳定在800

万吨以内，钾肥自给率已较往年处于较高水平，基本达到60%。

钾肥进口价格方面，2017年7月13日，由中化、中农和中海化学等组成的中方钾肥联合谈判小组与供应商乌拉尔钾肥公司就2017年钾肥进口合同达成一致，价格为CFR230美元/吨，较2016年219美元合同价格上涨11美元/吨，其他条款不变。随后，2018年8月3日约旦APC公司同意以同样价格的条款在2017年向中化公司销售约70万吨的氯化钾；当月15日白俄罗斯BPC公司与中国客户签订钾肥供应合同，钾肥数量将不会少于2016年下半年的数量130万吨。2017年，我国钾肥进口价格随有所上升，但依然保持在全球低点。

图 2：2013年1月~2018年4月国内氯化钾价格



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

钾肥市场价格方面，2017年我国氯化钾价格在前三季度呈现整体下滑态势，进入四季度后开始平稳上调。2017年一季度，在市场需求不足、进口和国产钾盐供应量回升以及化肥氮磷钾市场均成下跌态势等因素影响下，化肥产品市场价格整体以跌势为主，并延续至二季度。进入三季度，化肥大环境有所好转，进口氯化钾价格上调，但下游市场需求仍未明显好转，氯化钾价格在短期回暖后逐步回落。2017年四季度，受青海发运压力上升影响，国内钾肥货源偏紧，氯化钾市场价格回升。2018年以来，国际钾肥需求向好，国际钾肥价格保持坚挺，加之一季度青海地区部分厂家尚未恢复开工，国产钾供应量较低，国内钾肥价格整体维持上行。

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

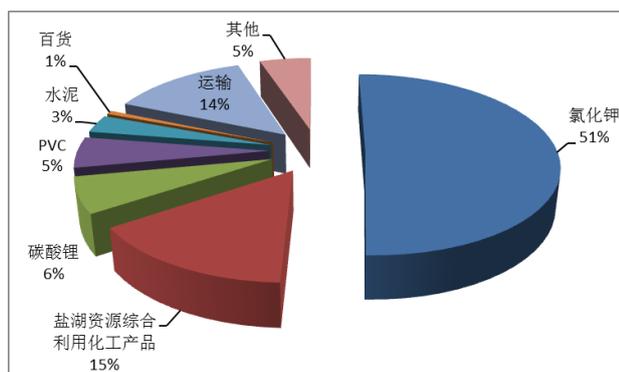
求将逐渐进入增长瓶颈期，短期内出现停滞或减少；此外，环保严查使得钾肥下游复合肥生产企业开工受限，复合肥开工率下降，必将影响钾肥的市场需求。

总体来看，2017年以来受市场需求不足、供应量回升影响，前三季度国内钾肥价格持续下滑，行业运行低迷。同时，施肥零增长目标和环保严查等因素将持续限制钾肥需求，加之氯化钾增值税优惠政策退出，氯化钾行业运行压力增大。但目前国际钾肥市场需求持续旺盛，价格保持坚挺，提振国内钾肥行业信心，钾肥价格在2018年初整体维持上行。

## 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、盐湖资源综合利用化工产品、碳酸锂、PVC、水泥和百货等。2017年，公司实现营业总收入116.99亿元，同比增长12.88%，其中氯化钾业务收入59.17亿元，同比减少12.73%，占营业总收入比重为50.57%，较2016年下降14.85个百分点；盐湖资源综合利用化工产品业务收入17.66亿元，同比增长76.69%，占总收入比重为15.09%，同比上升5.45个百分点；碳酸锂业务收入7.44亿元，同比增长139.92%，占总收入比重6.36%，同比上升3.40个百分点；运输收入15.83亿元，同比增长189.28%，2016年7月氯化钾资源税由从量计征转变为从价计征，公司随之将运输费及运杂费从氯化钾售价中分离，单独向客户收取物流运输费，运输收入因此增长。

图3：2017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

**公司氯化钾产能规模处于行业领先，行业地位突出。跟踪期内受市场需求不足影响，公司氯化钾产销量下降，产品价格下滑，但依托盐湖资源优势公司氯化钾业务仍保持高盈利能力**

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，围绕盐湖资源开展业务运营，资源优势突出。格尔木地区冬季气候寒冷，公司近年通过生产工艺改进，实现冬季不停产，实际生产能力得到提升。同时，公司新建氯化钾产能于2016年下半年投产，总产能从350万吨/年增至500万吨/年（按作业时间每年9个月核算）。目前，公司为国内第一大钾肥生产企业，随着近年实际产能的提升，公司规模优势增强，行业地位进一步巩固。

表1：2015-2018.Q1公司氯化钾产销情况

单位：万吨				
	2015	2016	2017	2018.Q1
产量	521.30	491.73	447.09	72.74
销量	443.40	492.01	455.33	73.11

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

氯化钾销售方面，公司实行“7621”销售模式，包含联营、直供、包销、代理和开放市场五位一体的销售渠道，目前公司共有七家直供客户，六家联营公司，两家包销代理商。公司产品实行统一销售，每年年初根据市场状况向下属各公司安排生产任务，精细化管理生产过程，同时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，提高销售环节的周转效率。2017年，由于国内钾肥市场需求不足，且钾肥进口量增长，公司钾肥销售量下滑，累计销售氯化钾455.33万吨，同比减少7.46%，但钾肥市场占有率仍在40%左右，稳居国内首位。

销售价格方面，公司在国内钾肥市场的占有率较高，氯化钾产品实行自主定价，同时与五矿商会、中化集团和中农集团等建立协商机制，根据钾肥进口节奏、数量与国际市场价格调整氯化钾出厂价。2017年，在国内钾肥市场需求不足影响下，公司氯化钾售价下降至均价1,299.38元/吨，下降幅度为

5.71%。

氯化钾生产方面，受销售量下滑影响，2017 年公司氯化钾产量同比减少 9.08% 至 447.09 万吨。生产成本方面，2017 年公司氯化钾产量下滑使得单位固定成本上升，氯化钾产品单位成本同比上升 14.28% 至 461.14 元/吨。在销售价格下降、生产成本上行现状下，公司氯化钾业务毛利率下滑，2017 年公司氯化钾业务毛利率下滑 6.21 个百分点至 64.51%。整体来看，市场需求不足导致公司氯化钾产量下滑，且毛利率水平下降，但公司具备较强的盐湖资源优势，氯化钾业务仍保持高盈利能力。

2018 年一季度，公司氯化钾产量为 72.74 万吨，同比减少 7.61%，销量为 73.11 万吨，同比增长 4.77%。2016 年 11 月至 2017 年 2 月，公司受青藏地区铁路运力紧张困扰，氯化钾运输通道受阻，期间销售量水平较低，同时随着 2017 年农历新年后铁路运力紧张局面逐步改善，公司为弥补前续未完成订单，加大生产力度，一季度产量同比较高。销售价格方面，2018 年一季度公司氯化钾销售均价为 1,608.12 元/吨，2017 年四季度以来，受供应趋紧影响，国内氯化钾价格回升，同时近年国际氯化钾价格持续坚挺，在 2018 年提振国内氯化钾市场信心，一季度氯化钾价格上行。

总体来看，公司盐湖资源优势显著，氯化钾产能规模处于国内同行业领先，行业地位高。在市场环境影响下，公司跟踪期内的氯化钾产销量下降，且毛利率水平下滑，但业务毛利率仍处于高水平，随着 2018 年以来产品价格快速回升，公司氯化钾业务的盈利能力或将进一步增强。

### 公司投资的主要化工项目面临原料供应不足和安全生产事故等负面因素，运营情况不佳，另金属镁一体化项目因投资规模大，涉及生产环节多，全面达产仍需经进一步工艺完善，短期内难以实现盈利回报

公司作为青海省国资委下属公司，承担了青海省重要国有资产察尔汗盐湖无机盐资源的综合开发利用职责。针对长期以来单纯生产氯化钾产品，未能充分开发镁、锂等资源的现状，近年来公司陆续开展其他无机盐资源的综合开发以及副产品循

环利用工程建设，相关项目投资能够得到地方政府较大力度支持。近年，公司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、二期项目、金属镁一体化项目、海纳 PVC 一体化项目和 1 万吨碳酸锂项目等。

公司盐湖资源综合利用一、二期项目以天然气为主要原料，围绕天然气制合成氨和乙炔气体等工艺以及盐湖钾、钠资源的综合利用，生产 PVC、片碱、甲醇、液氨和尿素等化工产品。综合利用项目于 2015 年打通生产装置工艺流程，2016 年实现较稳定连续试生产，并正式投产。在天然气供应方面，公司拥有 7.8 亿标准立方米的天然气采购指标，但受 2017 年国内天然气供应紧张影响，全年天然气实际供应量仅约 3 亿标准立方米，供气不足导致项目产能利用率低下，加之供气紧张使得天然气价格升高，生产成本压力剧增。2017 年，公司综合利用化工项目共实现收入 17.66 亿元，同比增长 76.69%，毛利率为-22.99%，较 2016 年-19.87% 的毛利率同比下降 3.12 个百分点。公司于 2018 年 4 月份恢复供气，一季度盐湖资源综合利用项目产能利用率低。盐湖资源综合利用化工产品收入在项目正式投产后大幅增长，但供气不足、原料成本上涨使得收入成本倒挂现象加重，项目盈利状况不佳。

公司海纳 PVC 一体化项目生产装置于 2015 年完工投产。2016 年 9 月 18 日，海纳 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。2017 年 2 月 14 日，海纳 PVC 一体化项目聚乙烯输送泵在维护保养过程中发生火灾事故。受安全事故影响，海纳 PVC 一体化项目多次停产，生产稳定性受到重大影响。2017 年，公司 PVC 销售收入同比减少 24.34% 至 6.43 亿元，毛利率为-22.74%，受海纳 PVC 项目安全事故影响，公司 PVC 业务运作情况不佳。值得关注的是，随着公司多个化工项目逐渐完工投产，公司逐渐从单一钾肥制造商向复合型化工企业转型，生产环节潜在的高温高压、易燃易爆以及有毒有害等危险因素增多，公司面临的安全管理压力加大。

公司盐湖锂资源储量居全国首位，按氯化钾年

产 500 万吨测算，每年可产生老卤量约有 2 亿立方米，其中含锂资源折合氯化锂达 20~30 万吨，锂产业发展具备充足的资源保障。公司 1 万吨碳酸锂项目主要采用于 2010 年从俄罗斯引进的吸附法卤水提锂技术，在 2011 年 4 月吸附塔提锂试验获得成功，开展工艺技术改造并在同时进行工业化试生产。目前，公司成功攻克从高镁锂比盐湖卤水中提锂技术难题，为在充分利用现有装置基础上实现达产达标，公司于 2017 年实施填平补齐工程，并在年内基本完成项目前期改造，工业级碳酸锂装置运行稳定，电池级碳酸锂装置进入试车优化阶段。2017 年公司生产碳酸锂 0.80 万吨，同期销量 0.78 万吨，销售收入 7.44 亿元，同比增长 139.92%，毛利率为 68.59%，同比上升 11.74 个百分点。碳酸锂项目在技术进步及技改投入推动下，逐渐达产达标，产销量实现增长，运行情况良好。2018 年 3 月，公司拟启动建设 5 万吨/年碳酸锂产能，包括新建 3 万吨电池级碳酸锂项目，并在现有 1 万吨/年碳酸锂装置基础上扩建 2 万吨/年电池级碳酸锂项目，项目预计总投资在 79.81 亿元。鉴于公司当前负债水平高，经营业绩不佳，相关投资带来的资金压力值得关注，同时近年锂产业快速发展主要来自新能源汽车鼓励政策的持续推动，未来我国对于新能源汽车的补贴标准和上限将在现行标准基础上迎来大幅度退坡，相关补贴政策的调整及废旧锂电池进入回收周期或削弱碳酸锂的整体需求，加大公司拟建项目未来运行的不确定性。

公司金属镁一体化项目以电解镁为核心，主要工艺由卤水精制、脱水干燥、电解、铸造四部分组成，四部分工艺已于 2017 年全部打通，具备了 10 万吨/年的金属镁生产能力。同时，公司为充分利用氯化镁电解副产的氯气，配套建设了 400 万吨/年选煤项目、100 万吨/年甲醇项目、100 万吨/年 DMTO 项目、30 万吨/年乙烯法 PVC 项目、16 万吨/年聚丙烯 PP 项目、240 万吨/年焦化项目、80 万吨/年电石项目、50 万吨/年电石法 PVC 项目、120 万吨/年纯碱项目以及配套供热中心项目。截至 2017 年末，公司金属镁一体化项目大部分生产装置已完成建设安装，主要工艺流程经过投料试车已顺利打通，

但因涉及环节较多，全面达产仍需进一步工艺完善。项目投资方面，截至 2017 年末公司金属镁一体化项目累计发生投资 391.30 亿元，累计转固金额为 293.31 亿元，其中 2017 年转固 193.13 亿元。生产用煤方面，公司在木里煤田拥有产能 500 万吨/年的露天煤矿，由于当地生态受煤炭开采破坏，2014 年青海省政府全面叫停木里煤田煤矿开采，公司煤矿停产至今，主要化工项目用煤转向新疆和内蒙古地区采购。金属镁一体化项目配套自有煤矿建设洗煤和焦化装置，由于自产原煤无法满足生产需要，外购原煤生产导致项目整体经营成本过高，2017 年公司对金属镁一体化项目计提减值 22.82 亿元（包含固定资产减值 15.20 亿元，在建工程减值 7.62 亿元），净值调整为 367.81 亿元，同时对停产煤矿计提减值 2.37 亿元，考虑到金属镁一体化项目未来全面达产仍存不确定性，后续或仍面临进一步减值风险。整体来看，公司金属镁一体化项目所涉及生产环节多，整体投资规模较大，且全面达产仍需进一步工艺完善，短期内难以实现较好盈利回报，在建工程大规模转固对公司盈利造成不利影响。

总体来看，公司碳酸锂项目逐渐达产达标，运行情况较好，但盐湖资源综合利用一、二期项目和海纳 PVC 项目分别因原料供应不足及生产安全事故影响，运行情况不佳，经营效益差。同时，公司金属镁一体化项目整体投资规模大，所涉及工艺环节多，全面达产尚需一定时间，该项目在建工程转固对公司盈利造成不利影响。

## 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 2015~2017 年财务报告及未经审计的 2018 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。

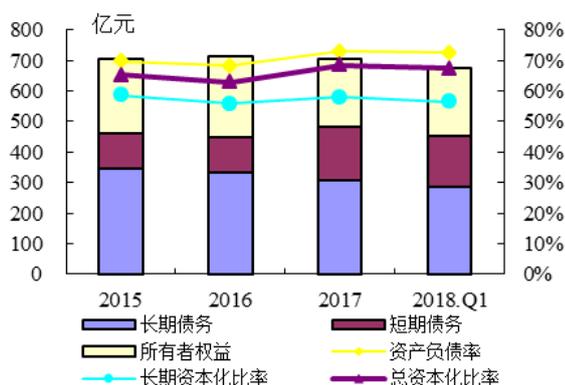
## 资本结构

公司为开展察尔汗盐湖无机盐资源综合利用而投资建设的主要化工项目均已接近完工，相关资产较大幅度计提减值使得 2017 年总体资产规模有

所下滑。截至 2017 年末公司总资产为 824.19 亿元，同比减少 0.64%。自有资本方面，受 2017 年大规模亏损影响，公司自有资本实力下降，当年末所有者权益同比下降 15.68% 至 222.36 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司总资产 800.89 亿元，所有者权益为 220.06 亿元。

2017 年，公司自有资本实力下降，对债务融资的依赖性升高，当年末公司负债总额为 601.82 亿元，同比增长 6.38%；总债务为 481.79 亿元，同比增长 7.37%。公司财务杠杆水平较上年度有所提升，且财务杠杆水平较高。2017 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 73.02% 和 68.42%，分别同比上升 4.81 个百分点和 5.44 个百分点。截至 2018 年 3 月末，公司负债总额为 580.83 亿元，总债务 454.00 亿元，资产负债率为 72.52%，总资本化比率为 67.35%。

图4：2015~2018.Q1公司资本结构分析



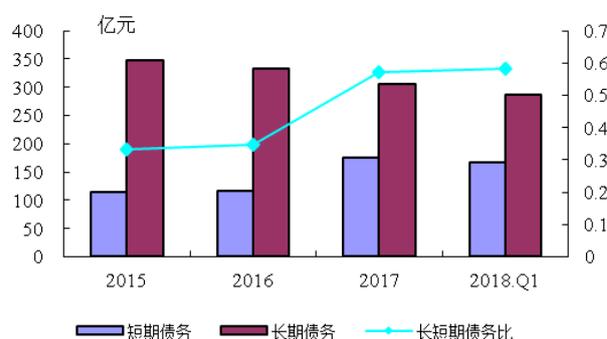
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，截至 2017 年末公司非流动资产 660.06 亿元，占资产总额的 80.09%，主要由固定资产和在建工程构成，分别占非流动资产的 79.75% 和 15.44%。当年，公司固定资产发生以金属镁一体化项目为主的减值准备合计 21.46 亿元，但金属镁一体化项目在建工程持续转固，固定资产规模提升，当年末公司固定资产同比增加 43.78% 至 526.42 亿元。公司在建工程以在建的金属镁一体化项目和 20 万吨电石项目等为主，当年因部分在建项目停工或实际投入高于可回收价值，计提减值准备 12.12 亿元，鉴于金属镁一体化项目未来全面达产仍存不确定性，该项目后续或面临进一步减值风险。公司流动资产主

要为货币资金、应收票据、存货和其他流动资产，其中货币资金以银行存款为主，流动性较强；应收票据均为应收的银行承兑汇票，回收风险较小；存货中库存商品和原材料占比分别为 42.37% 和 37.00%；其他流动资产以待抵扣税金为主。

从债务期限结构来看，2017 年末公司长短期债务比为 0.57 倍，同比上升 0.23 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，长短期债务结构仍较合理。

图5：2015~2018.Q1公司债务结构分析



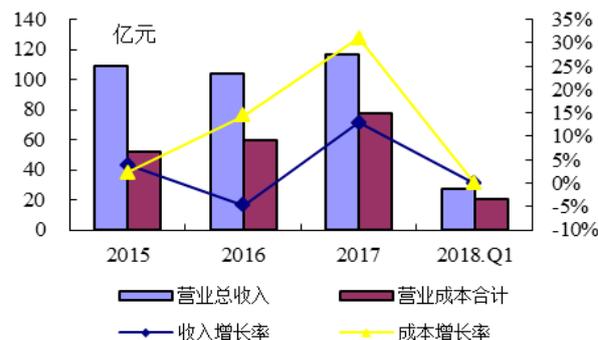
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司债务期限结构较为合理，但跟踪期内公司自有资本实力下降，负债规模增长，财务杠杆水平进一步升高，资本结构稳健性下降。

## 盈利能力

2017 年，得益于公司盐湖资源综合利用和碳酸锂等化工项目逐渐完工达产，化工产品业务收入增长，推动整体营业收入增长。2017 年，公司实现营业收入 116.99 亿元，同比增长 12.88%。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 27.01 亿元，同比增长 27.71%。

图6：2015~2018.Q1公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2017 年公司氯化钾销售价格下降，生产成本上涨，业务毛利率下滑，当年氯化钾

业务毛利率为 64.51%，同比下降 6.21 个百分点。碳酸锂收入随着项目逐渐达产达标，实现平稳运行，毛利率同比上升 11.74 个百分点至 68.59%。而盐湖资源综合利用项目受天然气供应不足和价格上涨，综合利用化工产品毛利率同比下降 3.12 个百分点至-22.99%。此外，公司金属镁一体化项目生产装置基本完工，相关在建工程逐步转固，整体折旧计提规模扩大，进一步导致毛利率水平下降。2017 年，公司主要产品毛利率均出现不同程度的下降，营业毛利率同比下降 9.17 个百分点至 33.52%。2018 年 1~3 月，公司营业毛利率为 25.02%，同比下降 1.37 个百分点，受农历新年和春节期间运力紧张等因素影响，公司一季度氯化钾销售量普遍处于年内低点，削弱整体获利能力。

表 2：2017 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	59.17	64.51	-12.73	-6.21
盐湖资源综合利用化工产品	17.66	-22.99	76.69	-3.12
碳酸锂	7.44	68.59	139.92	11.74
PVC	6.43	-22.74	-24.34	30.05

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

三费方面，主要由于 2017 年运输收取模式变化，运费及运杂费调整至运输成本中核算，公司销售费用同比减少 73.87%至 3.12 亿元；管理费用为 15.48 亿元，同比增长 110.08%，当年海纳化工 2.14 火灾事故和化工分公司 6.28 事故导致停产，共发生停工损失 9.82 亿元，导致管理费用大幅增长；财务费用为 13.19 亿元，同比增长 23.80%，债务规模上升以及在建工程转固后利息费用化使得财务费用上涨。受 2017 年两期安全事故影响，公司当年发生较大规模停工损失，致使期间费用规模大福提升，三费支出合计维持增长。2017 年，公司三费支出合计 31.79 亿元，同比增长 6.15%，占营业收入的比率为 27.17%，同比下降 1.72 个百分点。2018 年 1~3 月，公司三费合计支出为 6.86 亿元，占营业收入的比率为 25.41%。

表 3：2015~2018.Q1 公司三费占比情况

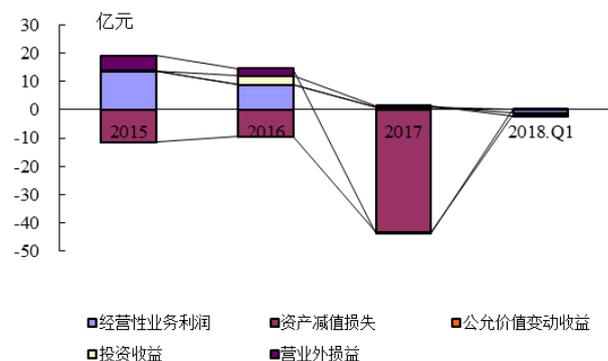
单位：亿元、%

	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	18.79	11.92	3.12	0.51
管理费用	6.69	7.37	15.48	1.55
财务费用	10.12	10.65	13.19	4.81
三费合计	35.61	29.95	31.79	6.86
营业总收入	108.82	103.64	116.99	27.01
三费收入占比	32.72	28.90	27.17	25.41

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润和资产减值损失构成。2017 年，受期间毛利率下滑和停工损失等因素影响，公司经营性业务利润大幅减少，当年实现经营性业务利润 0.91 亿元，同比减少 89.72%。当年，公司计提资产减值损失 43.20 亿元，包括固定资产减值损失 20.67 亿元、在建工程减值损失 12.12 亿元和存货跌价损失 7.95 亿元。较大规模资产减值影响下，2017 年公司利润总额为-41.24 亿元，同比减少 942.62%，最终净利润为-42.88 亿元。2018 年 1~3 月，公司利润总额和净利润分别为-2.11 亿元和-2.34 亿元。

图 7：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

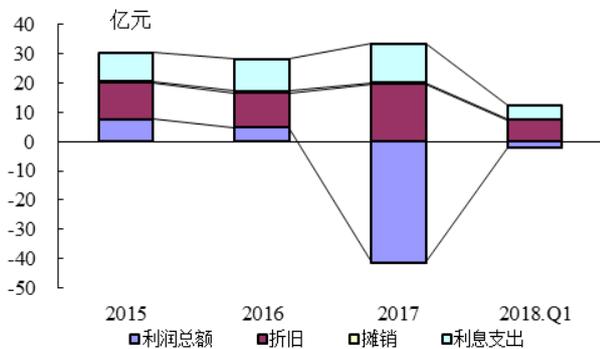
总体来看，公司在 2017 年受到钾肥需求不足、原料天然气供应不足、安全事故以及大量在建工程转固等因素影响，经营性业务利润大幅萎缩，且当年公司发生大规模资产减值，最终出现大幅亏损。

## 偿债能力

2017 年，受经营性业务盈利能力减弱影响，经营性现金净流量有所减少，为 15.18 亿元，同比减少 25.16%。2017 年，公司经营活动净现金流/总债务为 0.03 倍，经营性现金流利息保障倍数为 0.68

倍，经营活动净现金流对债务本息的覆盖程度较低。进入 2018 年公司加大收款力度，应收票据大幅减少、预收款项增加，经营性净现金流表现较好，2018 年 1~3 月为 16.15 亿元。

图 8：2015~2018.Q1 公司 EBITDA 变化情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，2017 年公司 EBITDA 主要由折旧、利息支出和利润总额构成，受利润总额大幅亏损的影响，EBITDA 由 2016 年的 28.12 亿元减少至 2017 年的 -7.81 亿元，获现能力表现较差，无法对债务利息形成保障。2018 年一季度，公司氯化钾产品销售价格整体上行，主业边际贡献提升，推动 BEITDA 增长至 10.40 亿元。

表 4：公司 2015~2018.Q1 部分偿债能力指标

	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务 (亿元)	114.62	115.66	175.37	167.30
长期债务 (亿元)	341.66	333.08	306.42	286.70
长短期债务比 (X)	0.34	0.35	0.57	0.58
总债务 (亿元)	456.27	448.74	481.79	454.00
经营性净现金流 (亿元)	7.53	20.29	15.18	16.15
经营净现金流/短期债务 (X)	0.07	0.18	0.09	0.39
经营净现金流/总债务 (X)	0.02	0.05	0.03	0.14
EBITDA (亿元)	30.51	28.12	-7.81	10.40
总债务/EBITDA	14.95	15.96	-61.66	10.92
EBITDA 利息倍数 (X)	1.18	1.22	-0.35	1.87

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

注：2018 年一季度经营净现金流/短期债务、经营净现金流/总债务和总债务/EBITDA 指标均经年化处理

或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司担保金额为 39.43 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 2018 年 3 月末，公司获得

授信总额 485.99 亿元，其中未使用授信额度为 154.83 亿元，仍具备一定的备用流动性。

受限资产方面，截至 2017 年末公司使用受限资产总额为 50.39 亿元，其中以 48 亿元用于抵押借款的在建工程为主，受限资产占总资产和净资产的比重分别为 6.11% 和 22.66%，受限资产整体规模较小。

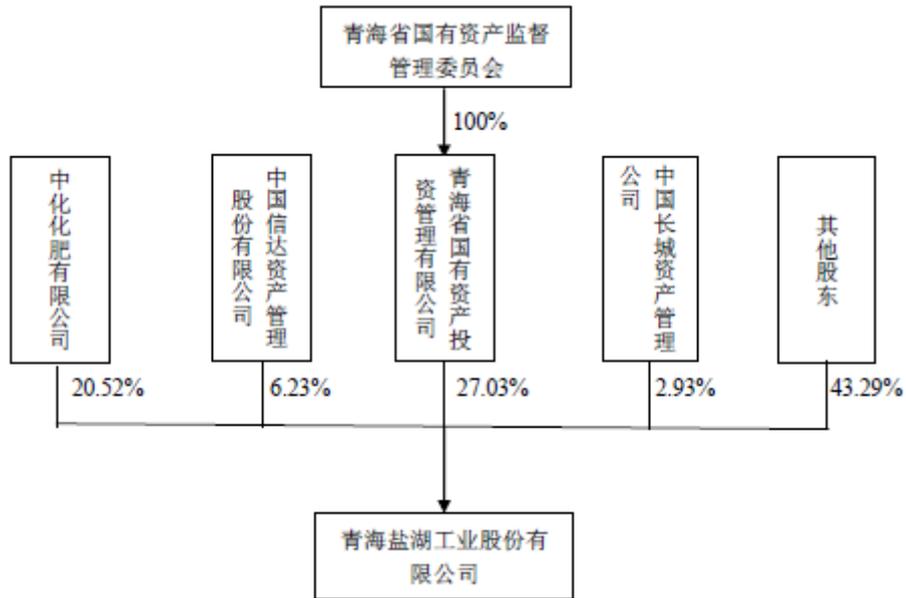
总体来看，跟踪期内公司经营性业务利润大幅下滑，大规模资产减值导致全年净利润严重亏损，但公司作为青海省国资委下属上市公司，承担国有资产察尔汗盐湖资源的综合开发利用，能够得到青海省政府的大力度支持，加之公司债务期限结构合理，经营性现金流维持净流入，整体偿债风险依然可控。

## 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 2018 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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	903,065.52	581,294.84	625,590.76	436,353.44
应收账款净额	49,379.62	34,878.90	35,906.57	57,122.73
存货净额	287,035.14	338,921.07	330,357.83	322,170.46
流动资产	1,681,847.89	1,502,588.98	1,641,249.68	1,385,578.88
长期投资	56,335.21	58,568.96	53,384.77	54,328.66
固定资产合计	6,159,371.17	6,554,845.93	6,331,134.05	6,365,718.46
总资产	8,071,320.75	8,294,588.79	8,241,852.97	8,008,939.77
短期债务	1,146,151.27	1,156,600.37	1,753,689.64	1,673,039.70
长期债务	3,416,573.30	3,330,786.94	3,064,228.53	2,866,950.04
总债务（短期债务+长期债务）	4,562,724.57	4,487,387.31	4,817,918.17	4,539,989.74
总负债	5,623,076.27	5,657,435.72	6,018,233.21	5,808,311.52
所有者权益（含少数股东权益）	2,448,244.47	2,637,153.07	2,223,619.76	2,200,628.25
营业总收入	1,088,222.25	1,036,413.89	1,169,940.61	270,092.25
三费前利润	491,362.91	388,049.60	326,992.87	56,840.00
投资收益	2,151.88	30,526.36	4,389.90	-2,876.85
净利润	54,423.51	20,959.16	-428,841.11	-23,351.48
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	305,135.19	281,220.75	-78,135.59	103,969.77
经营活动产生现金净流量	75,306.04	202,881.72	151,832.64	161,522.26
投资活动产生现金净流量	-498,129.19	-295,298.54	-234,078.15	-22,731.34
筹资活动产生现金净流量	996,015.24	-221,862.82	139,457.51	-328,287.28
现金及现金等价物净增加额	573,192.09	-314,279.64	57,212.00	-189,496.36
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	52.29	42.68	33.52	25.02
所有者权益收益率（%）	2.49	0.79	-19.29	-4.24
EBITDA/营业总收入（%）	28.04	27.13	-6.68	38.49
速动比率（X）	0.69	0.53	0.47	0.38
经营活动净现金/总债务（X）	0.02	0.05	0.03	0.14
经营活动净现金/短期债务（X）	0.07	0.18	0.09	0.39
经营活动净现金/利息支出（X）	0.29	0.88	0.68	2.91
EBITDA 利息倍数（X）	1.18	1.22	-0.35	1.87
总债务/EBITDA（X）	14.95	15.96	-61.66	10.92
资产负债率（%）	69.67	68.21	73.02	72.52
总资本化比率（%）	65.08	62.98	68.42	67.35
长期资本化比率（%）	58.26	55.81	57.95	56.57

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2018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/短期债务和总债务/EBITDA指标均经过年化处理。

**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。