



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪995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拟发行的“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，下调贵公司主体信用等级至AA⁺，下调本期债券的信用等级至AA⁺，并将主体及债项信用等级列入可能降级的信用评级观察名单。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年六月二十七日

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（2019）

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.SZ		
发行规模	50.00亿元		
债券余额	26.74亿元		
存续期限	2013/03/06~2020/03/06（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）		
上次评级时间	2018/5/30		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
	债项级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	主体级别	AA ⁺	将主体及债项信用等级列入可能降级的信用评级观察名单

概况数据

盐湖股份	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	263.72	222.36	187.88	185.39
总资产（亿元）	829.46	824.19	749.97	736.58
总债务（亿元）	448.74	481.79	416.39	394.09
营业总收入（亿元）	103.64	116.99	78.90	41.53
营业毛利率（%）	42.68	33.52	26.18	32.50
EBITDA（亿元）	28.12	-7.81	18.92	12.51
所有者权益收益率（%）	0.79	-19.29	-19.16	-6.01
资产负债率（%）	68.21	73.02	74.95	74.83
总债务/EBITDA（X）	15.96	-61.66	22.01	7.87
EBITDA利息倍数（X）	1.22	-0.35	0.82	2.35

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、2019年一季度所有者权益收益率和总债务/EBITDA指标均经年化处理。

分析师

郭敏军 mjwu@ccxr.com.cn
唐启元 qytang@ccxr.com.cn
Tel: (021) 60330988
Fax: (021) 60330991
www.ccxr.com.cn

2019年6月27日

基本观点

青海盐湖工业股份有限公司（以下简称“盐湖股份”或“公司”）系国内第一大钾肥生产企业，行业地位突出，依托察尔汗盐湖资源禀赋优势，公司氯化钾业务具备很强的盈利能力，且跟踪期内国际钾肥价格持续高位走势提振公司氯化钾价格走高，氯化钾业务收入及盈利能力增强。但公司投资的主要化工项目面临原料供应不足、安全生产事故多发和生产工艺有待完善等负面因素，生产负荷低，运营情况不佳，致使公司业绩持续亏损。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、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，中诚信证评下调盐湖股份主体信用等级至AA⁺，下调“青海盐湖工业股份有限公司2012年公司债券（第一期）”信用等级至AA⁺，并将主体及债项信用等级列入可能降级的信用评级观察名单。

正面

- 资源禀赋优势突出。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开发利用，察尔汗盐湖资源蕴藏量丰富，氯化钠、氯化钾和氯化镁等无机盐总储量均位于国内首位。公司具备突出的资源优势，为开展氯化钾、电解镁和碳酸锂等业务开发提供充足的资源保障。
- 市场地位领先。截至2019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。2018年，公司氯化钾产量增长8.12%至483.38万吨，销量同比增长2.96%至468.80万吨。
- 氯化钾业务盈利空间大。察尔汗盐湖丰富的钾资源保障了公司氯化钾生产成本优势较大，获利能力较强。加之跟踪期内国际钾肥价格高位运行提振公司氯化钾销售价格，氯化钾获利能

力进一步增强。2018 年，公司氯化钾业务毛利率为 71.94%，同比升高 7.43 个百分点，业务盈利空间大。

关 注

- 主要化工项目亏损，经营效益差。公司盐湖资源综合利用一、二期项目因天然气供应不足、原料成本上涨，2018 年发生亏损 7.69 亿元。海纳 PVC 项目因安全事故多次停产，2018 年发生亏损 12.24 亿元。金属镁一体化项目投资规模大，但因涉及工艺环节较多，全面达产仍需经进一步工艺完善，产能释放的不确定性较高，生产负荷低，项目逐步达产转固使得亏损幅度扩大，2018 年金属镁一体化项目发生亏损 47.20 亿元。公司主要化工项目运行情况不佳，亏损幅度较大，严重影响公司整体盈利表现，2018 年公司净利润为-36.01 亿元，中诚信证评对主要化工项目运营情况及对公司整体盈利的影响保持关注。
- 生产安全风险。随着主要化工项目逐渐完工投产，公司从钾肥制造商向综合型化工企业转型，经营各环节面临高温高压、易燃易爆以及有毒有害等潜在风险增多，日常安全环保管理压力较大。近年多起安全事故致使公司部分生产装置停工，2018 年公司发生停工损失 9.91 亿元，同比增长 0.84%，安全事故对公司业绩造成较大影响。
- 财务杠杆水平较高，短期偿债压力较大。截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 74.83%和 68.01%，财务杠杆水平较高；且近年长期借款陆续到期偿还或临近到期，短期融资需求上升，截至 2019 年 3 月末公司总债务 394.09 亿元，其中短期债务为 174.06 亿元，短期偿债压力较大。

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）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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

重大事项说明

2017 年和 2018 年，青海盐湖工业股份有限公司（以下简称“盐湖股份”或“公司”）分别实现归属于母公司的净利润-41.59 亿元和-34.47 亿元，连续两个会计年度的经营业绩亏损，根据《深圳证券交易所股票上市规则》的相关规定，公司股票自 2019 年 4 月 30 日起被实行“退市风险警示”处理，股票简称由“盐湖股份”变更为“*ST 盐湖”；同时，根据《证券法》和《深圳证券交易所公司债券上市规则（2018 年修订）》等相关规定，公司发行的公司债券“12 盐湖 01”于 2019 年 5 月 17 日起正式在深交所暂停上市。

总体来看，公司因经营业绩连续亏损被实行退市风险警示，扭亏意愿强烈，但原材料供应稳定性不佳、部分产能利用率低和融资成本高企等因素持续制约公司盈利，中诚信证评将对公司未来业绩表现及退市风险保持持续关注。

行业分析

全球钾肥主要产地与消费地不匹配，随着钾肥需求的增长，钾肥供需平衡紧缩，未来供需格局将逐步改善

钾是农作物生长三大必需的营养元素之一，钾肥稳定供给，直接关系到国家的粮食安全问题。钾肥种类主要包括氯化钾、硫酸钾、硝酸钾、硫酸钾镁肥和磷酸二氢钾等，其中氯化钾由于钾含量高，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，目前全球已探明钾盐储量约为 95.07 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。但钾盐资源分布极度不平衡，加拿大、俄罗斯、白俄罗斯合计储量占据全球钾盐资源总储量的 85% 以上，其中加拿大和俄罗斯的储备量占比分别达到 46.32% 和 34.74%，白俄罗斯储备量位居第三，占比 7.89%，我国储备量占比为仅 2.21%。

图 1：全球钾肥产能分布情况



资料来源：公司提供

钾肥生产方面，目前全球钾盐（折合 K₂O，下同）产能约为 6,200 万吨，其中北美三大钾肥生产厂商（包括加拿大钾肥 PotashCorp、美国美盛 Mosaic 和加拿大 Agrium）及东欧两大钾肥生产厂商（俄罗斯乌拉尔钾肥公司 Uralkali 和白俄罗斯钾肥有限公司 BPC）垄断了全球约 75% 的钾肥产能，中国的钾肥产能占比为 10%。

2018 年全球钾盐总供给 4,940 万吨，总需求约为 4,300 万吨。东亚、拉丁美洲和北美为主要钾肥消费地，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，消费占比达到 20%。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依然不匹配。

受益于全球化肥总需求增加，化肥用钾盐需求持续增长，2018 年全球钾盐供需失衡有所缓和，但仍处于供过于求状态。根据欧洲化学两处新矿井、土库曼斯坦 Garlyk、美盛、K+S 和 ICL 的产能投放和老矿退出进度，预计至 2021 年全球钾肥产能（折氯化钾）达到 9,335 万吨。2018~2021 年钾肥行业新增产能与产能退出同时存在，每年预计新增需求 200 万吨左右，未来 5 年钾肥行业供需格局或将逐步改善。

总体来看，全球钾肥供应与消费地不匹配，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，随着钾肥需求的增长，钾肥供需平衡紧缩，未来供需格局将逐步改善。

2018年，国际钾肥价格延续高位走势，钾肥进口大合同价格升高，提振国内钾肥价格上涨，为行业运行带来积极影响

我国是钾资源缺乏的国家，目前探明储量仅占全球的 2.21%，主要集中在青海柴达木盆地的盐湖中。我国每年钾肥潜在需求量 2,000 万吨以上，实际消费量 1,500 万吨，约占全球总消耗量的 20%。

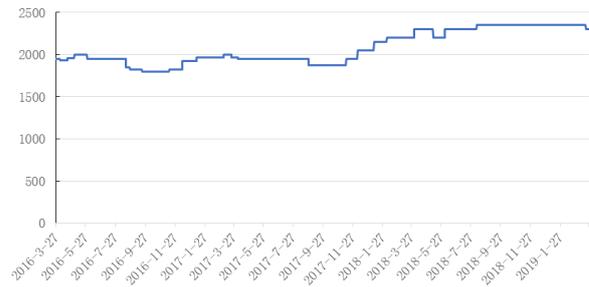
钾肥是典型的资源垄断型产业，我国钾盐资源分布极不均匀，96%的资源分布在青海和新疆，其中以青海察尔汗盐湖氯化钾和新疆罗布泊盐湖硫酸钾为主。我国钾肥生产地区与消费地区距离较远，生产商主要集中在青海和新疆等偏远地区，下游需求主要分布在华东、华中和西南地区，钾盐资源分布区域性的特征使得供需较难有效匹配。

国内钾肥供应方面，我国近年钾肥总产能保持稳定，2018 年 1~11 月我国钾肥产量 605.9 万吨，同比增长 5.1%。但我国自有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。2018 年，我国进口氯化钾 745.58 万吨，较 2017 年的 753.33 万吨减少 1.03%。近三年来我国进口氯化钾数量稳定在 680~750 万吨左右，随着农业种植结构的调整，以及终端用肥量的减少，氯化钾需求量较去年有所下降。另一方面，受国际市场价格上涨影响，2018 年钾肥大合同签订较晚，国际氯化钾供应偏紧，早期供应商订单较为充足，流向我国的进口钾量较往年同期有所减少。

价格方面，2018 年国内氯化钾市场价格整体上扬，当年年初青海盐湖 60%氯化钾到站报价 2,150 元/吨，年底上涨至 2,420 元/吨，涨幅达 13%。青海盐湖 60%氯化钾 2018 年到站报价均价为 2,289 元/吨，同比上涨 368 元/吨，涨幅达 19%。进口钾肥方面，2018 年 9 月中方钾肥联合谈判小组与 BPC（白俄罗斯钾肥公司）就中国 2018~2019 年钾肥海运进口合同达成一致，合同价格为 CFR290 美元，虽然较 2017 年合同价格上涨 60 美元/吨，但仍大幅低于南美等地的涨幅。2018 年，在国际钾肥价格持续高位运行拉动下，国内钾肥价格持续升高。

图 2：2016 年以来国内氯化钾（山东盐湖 60%）价格走势

单位：元/吨



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

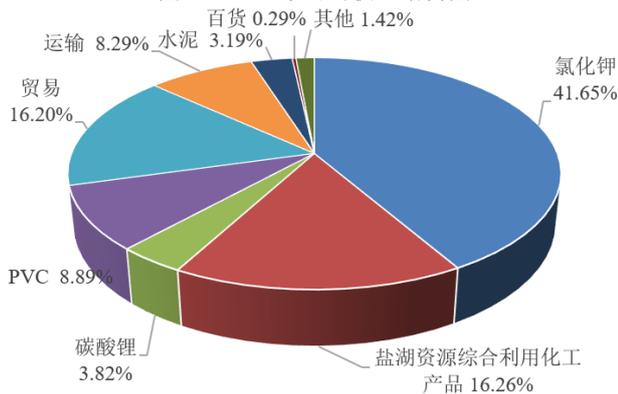
总体来看，我国钾肥供给依然不足，对外依存度较大，跟踪期内国际钾肥市场需求持续旺盛，市场价格高位运行，进口钾肥大合同价格相应升高，促使国内钾肥价格上涨，为钾肥行业运行带来积极影响。

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、贸易和运输等。公司贸易业务主要围绕下游客户及经销商，开展化工产品贸易。运输业务方面，2016 年 7 月起氯化钾资源税由从量计征转变为从价计征，公司随之将氯化钾产品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。

2018 年，公司实现营业总收入 178.90 亿元，同比增长 52.91%，其中氯化钾业务收入 74.50 亿元，同比增长 25.92%，占营业总收入比重为 41.65%；盐湖资源综合利用化工产品业务收入 29.08 亿元，同比增长 64.69%，占比为 16.26%；碳酸锂业务收入 6.84 亿元，同比减少 8.13%，占比为 3.82%；PVC 业务收入 15.90 亿元，同比增长 147.44%，占比为 8.89%；贸易业务收入为 28.98 亿元，同比增长 599.84%，占比为 16.20%；运输收入 14.83 亿元，同比减少 6.32%，占比为 8.29%。跟踪期内，公司氯化钾产销量稳中有升，销售价格大幅上涨，收入规模提升；盐湖资源综合利用化工产品和 PVC 产品受金属镁一体化项目逐步投产影响，收入规模大幅增长；碳酸锂业务收入受销售价格降低而略有减少；贸易业务收入得益于较大的业务拓展力度实现大幅增长。

图 3：2018 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

公司系国内第一大钾肥生产企业，行业地位突出，察尔汗盐湖显著的资源禀赋优势，保障了公司氯化钾业务很强的盈利能力，且跟踪期内公司氯化钾销售价格大幅上涨，业务毛利率水平进一步升高

察尔汗盐湖是我国最大的盐湖，含有丰富的氯化钠、氯化钾和氯化镁等无机盐，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。截至 2019 年 3 月末，公司拥有氯化钾产能 500 万吨/年（按作业时间每年 9 个月核算），系国内第一大钾肥生产企业，规模优势突出，行业地位领先。

表 1：2016~2019.Q1 公司氯化钾产销情况

	单位：万吨			
	2016	2017	2018	2019.Q1
产量	491.73	447.09	483.38	114.19
销量	492.01	455.33	468.80	114.78

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

氯化钾生产方面，2018 年公司氯化钾产量同比增长 8.12% 至 483.38 万吨，生产情况较为稳定。生产成本方面，2018 年公司氯化钾产量上升使得单位固定成本有所下降，氯化钾产品单位成本同比下降 3.36% 至 445.91 元/吨。

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。公司主要产品实行统一销售，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。

2018 年公司氯化钾销量为 468.80 万吨，同比增长 2.96%，由于当年国内氯化钾进口量有所减少，公司氯化钾销量小幅增长，以弥补市场缺口。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。2018 年，由于国际钾肥市场需求表现较好，市场价格持续高位运行，推升了我国大合同进口钾肥价格，公司氯化钾销售价格相应升高，当年销售均价同比上涨 289.84 元/吨至 1,589.22 元/吨，对产品获利空间提升提供有力支撑。

业务毛利率方面，2018 年公司氯化钾业务毛利率为 71.94%，同比上升了 7.43 个百分点。受氯化钾单位生产成本下降和销售价格大幅上涨推动，公司氯化钾毛利率上升，且盐湖资源禀赋优势显著，为公司氯化钾业务开展提供较大保障，氯化钾业务具备很强的盈利能力。

2019 年以来，国际钾肥价格进一步走高，市场对国内钾肥价格上涨预期强烈，采购规模大幅增长，使得公司一季度氯化钾产销量大幅增长，销售均价持续走高。2019 年一季度，公司氯化钾产量为 114.19 万吨，同比增长 56.98%，销量为 114.78 万吨，同比增长 57.00%，销售均价为 1,907.87 元/吨，较上年销售均价有大幅提升。

总体来看，公司盐湖资源优势显著，系国内最大的氯化钾生产企业，业务盈利能力很强。跟踪期内，公司氯化钾产销情况稳定，销售价格受钾肥国际市场因素快速走高，业务毛利率进一步上升。

公司多个化工项目整体投资规模大，但受原料天然气供应不足、安全生产事故多发和生产工艺有待改善等负面因素，项目生产负荷低，运行情况不佳

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。近年来公司陆续开展多项化工项目建设，加大对盐湖资源的综合开发，投资建设项目包括盐湖资源综合利用一、二期项目、金属镁一体化项目和海纳 PVC 一体化项目等。

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。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。但 2017 年以来，受天然气供应紧张影响，项目在采暖季均因天然气供应不足而停工，项目产能利用率低下，加之供气紧张使得天然气价格升高，生产成本相应增长。此外，盐湖资源综合利用一、二期项目在 2017 年 6 月发生安全事故，项目停工检修对生产稳定造成一定影响。2018 年随着金属镁一体化项目逐步投产，公司调拨部分金属镁一体化项目电石半成品用于综合利用一、二期项目生产，整体产量有所增长，但综合利用效率依然较低，项目盈利状况不佳，全年发生亏损 7.69 亿元。

表 2: 2018 年公司盐湖资源综合利用一、二期项目运行情况

项目名称	产量(万吨/年)	产量同比变动(%)	销量(万吨/年)	销售均价(元/吨)
PVC	9.94	15.25	10.11	5,237.16
片碱	2.93	8.81	3.09	4,466.75
碳酸钾	5.06	36.65	5.11	4,574.29
尿素	25.03	9.69	25.01	1,418.04
甲醇	3.94	40.52	4.08	1,881.01

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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 10 万吨/年的金属镁生产能力。同时，为充分利用氯化镁电解副产的氯气，项目配套建设了 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。金属镁一体化项目预计投资 432.20 亿元，截至 2018 年末工程累计投入已达预算金额的 94%，工程施工及生产装置已

完成建设安装。同时，公司拥有木里煤田聚乎更 7# 井田作为金属镁一体化项目生产用煤配套资源，上述煤矿系年产 500 万吨的露天煤矿，由于生态环保要求，2014 年青海省政府全面叫停木里煤田煤矿开采，公司煤矿持续停产，金属镁一体化项目用煤转向陕西、新疆和内蒙古地区采购，致使原料成本相应增加。

2018 年，公司金属镁一体化项目逐步投产，主要工艺流程打通，并实现全产业链联动生产，各产品产销量大幅增长，但项目生产工艺涉及环节较多，技术难度较大，当前生产负荷低，全面达产仍需进一步工艺完善。当年，公司针对金属镁一体化项目部分设备更新换代及技改导致使用价值降低和老化损耗等，计提减值准备 6.31 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，且技术工艺尚需进一步完善，生产负荷低，经营效益较差，2018 年金属镁一体化项目发生亏损 47.20 亿元，项目大幅亏损对公司盈利造成不利影响。

表 3: 2018 年公司金属镁项目运行情况

项目名称	产量(万吨/年)	产量同比变动(%)	销量(万吨/年)	销售均价(元/吨)
纯碱	46.25	95.91	48.38	1,229.99
金属镁	1.03	100.00	0.83	10,830.31
甲醇	12.49	227.82	4.20	1,465.52
聚丙烯	1.02	2.90	1.51	7,534.98
PVC	16.12	75.65	16.52	5,542.73
钾碱(折吨)	4.46	128.38	4.69	4,759.77
焦炭	27.79	133.61	30.08	1,111.30

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司海纳 PVC 一体化项目生产装置于 2015 年完工投产，拥有 20 万吨/年烧碱、24 万吨/年 PVC、35 万吨/年电石、200 万吨/年水泥、14 万吨/年氢氧化镁和 2,500 吨/日熟料电石渣等产品的生产能力。海纳 PVC 项目分别在 2016 年 9 月和 2017 年 2 月发生安全事故，受此影响海纳 PVC 一体化项目长时间全面停产。2018 年初，海纳 PVC 项目短暂恢复生产，推动产销量增长，但当年 4 月第三方施工单位实施现场装置设备更换作业时，海纳 PVC 项目再次发生安全事故而全面停产，并直至 2018 年

12月复产。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综合型化工企业转型，经营各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，公司面临的日常安全环保管理压力加大。

表 4：2018 年公司海纳 PVC 项目运行情况

项目名称	产量(万吨/年)	产量同比变动(%)	销量(万吨/年)	销售均价(元/吨)
水泥	79.96	230.17	69.86	282.32
熟料	130.08	155.44	49.00	182.39
烧碱	4.38	18.44	1.85	2,837.66
片碱	1.84	581.73	1.69	3,373.07
PVC	4.56	27.43	4.38	5,416.94

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年公司盐湖资源综合利用化工产品和 PVC 板块分别实现收入 29.08 亿元和 15.90 亿元，同比分别增长 64.69% 和 147.44%，受当年金属镁一体化项目陆续投产和海纳 PVC 项目短期复产等因素影响，公司盐湖资源综合利用化工产品和 PVC 收入大幅增长。

总体来看，公司盐湖资源综合利用一、二期项目面临原料天然气供应不足问题，海纳 PVC 项目运行受生产安全事故影响较大，且金属镁一体化项目整体投资规模大，所涉及工艺环节多，生产负荷低，全面达产尚需进一步工艺改善，主要化工项目运行情况不佳，经营效益差，对公司整体盈利造成重大不利影响。

随着碳酸锂生产技术进步，跟踪期内碳酸锂产销量增长，且公司具备充足的锂资源，后续碳酸锂产能扩建将为该板块进一步发展提供支撑

公司主要利用钾肥生产后产生的高镁低锂老卤废液，通过吸附法工艺实现镁锂比从 500:1 到 4:1 的关键分离，耦合多种深度除镁和纯化技术、浓缩、合成，最终得到碳酸锂产品，目前拥有碳酸锂产能 1 万吨/年。锂资源方面，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。

2018 年，公司生产碳酸锂 1.10 万吨，同比增

长 37.5%，销售量为 1.13 万吨，同比增长 44.87%。随着技术进步及技改投入推动，公司碳酸锂产能逐渐达产达标，产销量实现增长。2019 年 1~3 月，生产碳酸锂 0.19 万吨，销量为 0.20 万吨。

销售价格方面，2018 年公司碳酸锂销售均价为 6.05 万元/吨（不含税价），同比下降 3.49 万元/吨。2018 年，受新能源汽车补贴趋严和退坡影响，锂电池市场价格出现下滑，原料端锂盐价格随之大幅下降。公司碳酸锂收入因此出现下滑，2018 年公司实现碳酸锂销售收入 6.84 亿元，同比下降 8.13%。同时，销售价格的下降使得业务毛利率出现回落，当年公司碳酸锂业务毛利率为 49.36%，同比下降 19.23 个百分点，毛利率水平虽有所下降，但仍处于较高水平。

在建项目方面，公司于 2018 年启动“2+3”碳酸锂项目建设，其中子公司青海盐湖比亚迪资源开发有限公司（公司持股比例为 49.5%）新建年产 3 万吨/年电池级碳酸锂项目，子公司青海盐湖佛照蓝科锂业股份有限公司（公司持股比例为 51.42%）扩建 2 万吨/年电池级碳酸锂项目。上述项目预计总投资约 80 亿元，截至 2018 年末发生投资 2.73 亿元。在建碳酸锂项目预计投资需求较大，公司主要通过向锂电池下游企业合资模式扩建碳酸锂产能，为产能扩张形成保障。

总体来看，受碳酸锂价格下跌影响，跟踪期内公司碳酸锂收入减少，毛利率下降，但获利能力仍处较高水平。同时，公司碳酸锂技术不断进步，在建碳酸锂项目布局将推动板块发展，加强业务市场竞争优势。

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 2016~2018 年财务报告及未经审计的 2019 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。

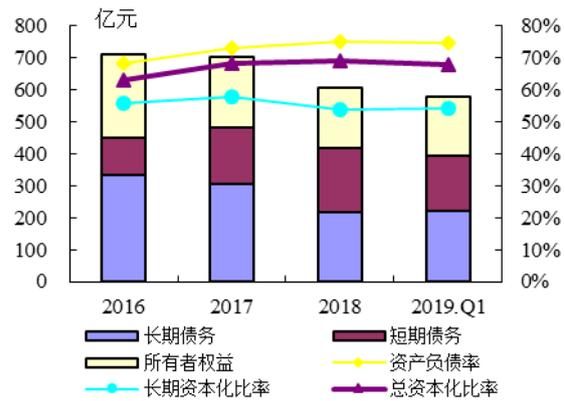
资本结构

跟踪期内，公司大量资金用于偿还到期债务，加之相关资产计提减值规模较大，整体资产规模下

降。截至 2018 年末，公司总资产为 749.97 亿元，同比减少 9.00%。自有资本方面，公司持续大幅亏损使得自有资本实力逐年下降，当年末所有者权益同比下降 15.51% 至 187.88 亿元，包括股本、其他权益工具、资本公积、盈余公积、未分配利润和少数股东权益等，期末金额分别为 27.86 亿元、14.83 亿元、94.78 亿元、19.39 亿元、8.41 亿元和 20.71 亿元，其中其他权益工具系 2016 年发行的 15 亿元永续中票，每五年实行一次续期选择权或票面利率选择权（截至本报告出具日，下次续期选择权或票面选择权日为 2021 年 6 月 24 日）；资本公积均为股本溢价；盈余公积主要为历年积累的法定盈余公积；未分配利润受 2018 年度大幅亏损影响，同比下降 80.74%。截至 2019 年 3 月末，公司总资产为 736.58 亿元，所有者权益为 185.39 亿元，均延续下降趋势。

负债方面，跟踪期内，公司到期偿还债务规模较大，使得负债及总债务规模均出现回落，截至 2018 年末公司负债总额为 562.10 亿元，同比下降 6.60%；同期末总债务为 416.39 亿元，同比下降 13.57%。财务杠杆方面，公司跟踪期内的负债规模虽有所下降，但大幅亏损削弱自有资本实力使得财务杠杆水平小幅升高，截至 2018 年末资产负债率和总资本化比率分别为 74.95% 和 68.91%，同比分别上升 1.93 个百分点和 0.49 个百分点。公司于 2019 年 3 月偿还 15 亿元超短期融资券，一季度负债和债务规模均出现回落。截至 2019 年 3 月末，公司负债总额为 551.19 亿元，较上年末下降 1.94%，总债务为 394.09 亿元，较上年末下降 5.36%，同期末公司资产负债率和总资本化比率分别为 74.83% 和 68.01%，分别较上年末下降 0.12 个百分点和 0.90 个百分点，但杠杆比率仍维持较高水平。

图4：2016~2019.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 2018 年末非流动资产 629.98 亿元，占资产总额的 84.00%，主要包括固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产等，期末规模分别为 518.47 亿元、86.31 亿元、9.75 亿元和 3.65 亿元，占非流动资产比重为 82.30%、13.70%、1.55% 和 0.58%。公司固定资产以房屋、构筑物 and 机器设备为主，2018 年末账面价值分别为 46.91 亿元、231.96 亿元和 214.73 亿元，当年固定资产发生减值准备合计 9.56 亿元，其中金属镁一体化项目计提减值 6.31 亿元，同时部分设备因老化或工艺改进后无法继续使用计提减值准备 3.25 亿元，鉴于金属镁一体化项目未来全面达产仍存不确定性，后续仍将面临资产减值风险。公司在建工程主要为金属镁一体化项目和 20 万吨电石项目，期末上述项目在建投入分别为 60.56 亿元和 10.86 亿元，鉴于金属镁一体化项目投资规模大，随着其陆续投产转固，在建工程规模持续缩减，2018 年在建工程规模同比下降 15.34%，但公司 5 万吨碳酸锂在建项目未来资本支出规模较大，后续项目建设进展及资本投入情况值得关注。无形资产以采矿权、土地使用权和专利权为主，期末账面价值分别为 4.53 亿元、2.73 亿元和 1.92 亿元。期末其他非流动资产均为预付的工程和设备款。

流动资产方面，2018 年末公司流动资产合计 119.99 亿元，占资产总额的 16.00%，包括货币资金、应收票据及应收账款、存货和其他流动资产，期末规模分别为 34.46 亿元、9.94 亿元、30.31 亿元和

36.39 亿元，占比为 28.72%、8.28%、25.26% 和 30.32%。公司货币资金主要为银行存款，占比达 92.33%，其中包括应付股利款冻结资金 0.56 亿元，此外期末其他货币资金 2.64 亿元，以各类保证金等为主，使用均受到限制，2019 年一季度公司偿还 15 亿元超短期融资券，致使货币资金规模下降，3 月末货币资金余额为 17.81 亿元，较上年末下降 48.31%。应收票据及应收账款包括 5.35 亿元应收票据和 4.58 亿元应收账款，其中应收票据均为银行承兑汇票，同比下降 77.66%，跟踪期内公司为满足偿债资金需求，加大了资金回收力度，销售结算环节的票据使用比率下降，应收票据规模大幅减少。存货中原材料和库存商品的占比分别为 42.86% 和 31.67%，当年公司计提存货跌价准备 16.10 亿元，其中库存商品跌价准备 14.48 亿元，来自金属镁一体化项目的存货跌价准备 12.46 亿元，在金属镁一体化项目达产率较低影响下，产品生产成本超过市场价格，存货跌价损失规模较大，鉴于金属镁一体化项目生产负荷低现状有待通过工艺完善改进，短期内产能利用效率提升面临较大不确定性，未来仍将面临较大的存货跌价压力。其他流动资产主要为待抵扣增值税进项税金。

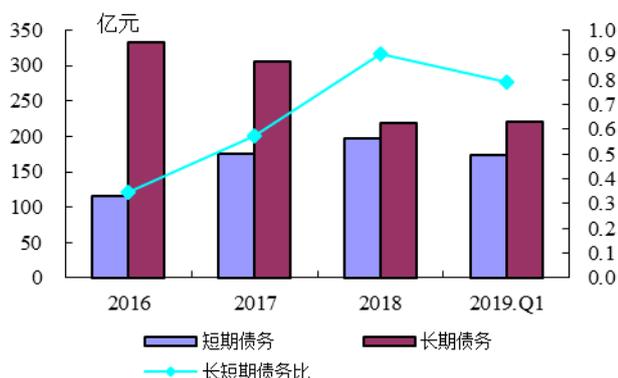
负债方面，截至 2018 年末公司流动负债合计 328.92 亿元，占负债总额的 58.52%，包括短期借款、应付票据及应付账款、预收款项、应交税费、其他应付款、一年内到期非流动负债和其他流动负债，期末规模分别为 62.60 亿元、78.15 亿元、22.65 亿元、12.31 亿元、10.47 亿元、114.95 亿元和 15.00 亿元，占流动负债的比重分别为 19.03%、23.76%、6.88%、3.74%、3.18%、34.94% 和 4.56%。公司短期借款以信用类借款为主，随着 2018 年大量长期债务到期偿还，公司对银行短期借款的需求上升，短期借款规模同比增幅达 37.76%。公司应付票据及应付账款包括 5.36 亿元应付票据和 78.16 亿元应付账款，其中应付票据主要为应付的银行承兑汇票，应付账款包括 33.19 亿元应付工程款、17.20 亿元应付设备款、18.32 亿元应付材料款和 0.45 亿元应付劳务款等，账龄超过 1 年的重要应付款合计 32.13 亿元，主要为应付款的工程款和设备款。预收款项

主要为预收的客户货款，公司在氯化钾销售环节的市场地位较高，客户基本采用预付模式，氯化钾价格和销量增长使得预收款规模上升，当年末预收款项同比增长 43.63%。应交税费均为应交的增值税、所得税和资源税等，受年末尚未缴纳的税金增加影响，应交税费大幅增长。其他应付款以保证金和应付利息为主。一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款 108.35 亿元和一年内到期的长期应付款 6.59 亿元，其中长期应付款主要为应付的融资租赁款。其他流动负债系 2018 年发行的 15 亿元超短期融资券，本金已于 2019 年 3 月份兑付。

截至 2018 年末，公司非流动负债合计 233.17 亿元，主要包括长期借款、应付债券和长期应付款，期末规模分别为 163.59 亿元、46.54 亿元和 16.17 亿元，占非流动负债的比重分别为 70.16%、19.96% 和 6.93%。公司长期借款主要为信用借款，受长期借款逐步到期偿还或临近到期影响，长期借款整体规模出现较大下滑，当年长期借款同比下降 29.70%。应付债券主要为 2013 年发行的公司债券和 2015 年发行的中期票据，其中公司债券于 2018 年 3 月回售 23.29 亿元，应付债券规模随之下滑，同比下滑幅度为 33.24%。长期应付款主要为应付的融资租赁款。

从债务期限结构来看，2018 年末公司长期债务 218.49 亿元，同比下降 28.7%，短期债务 197.90 亿元，同比增长 12.85%，长短期债务比为 0.91 倍，同比上升 0.33 倍。截至 2019 年 3 月末公司总债务 394.09 亿元，其中短期债务为 174.06 亿元，短期偿债压力较大。随着长期债务陆续偿还或临近到期，跟踪期内公司长期债务规模大幅下降，但短期债务规模增长，长短期债务比升高，考虑到公司资产集中于固定资产和在建工程等长期资产，资产流动性欠佳，短期偿债压力上升使得债务结构稳健性面临较大挑战。

图 5：2016~2019.Q1 公司债务结构分析



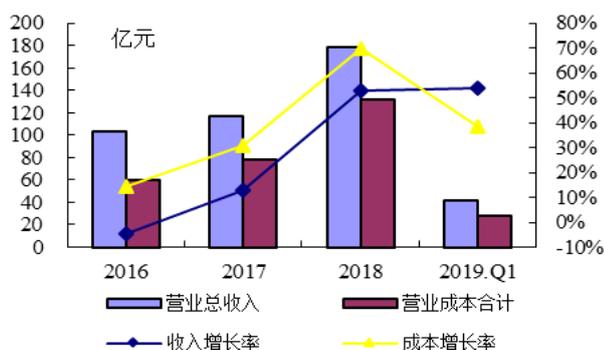
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司持续亏损使得自有资本实力不断减弱，财务杠杆水平上升，且短期债务比重提高，债务期限结构不断缩短，资本结构稳健性下降。

盈利能力

受益于氯化钾销售价格上升、金属镁一体化项目产销量增长以及贸易业务扩张等多重因素推动，公司在跟踪期内的整体收入规模实现大幅增长。2018 年，公司实现营业总收入 178.90 亿元，同比增长 52.91%。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 41.53 亿元，同比增长 53.75%。

图 6：2016~2019.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，2018 年氯化钾市场价格持续回升，业务毛利率上升，当年氯化钾业务毛利率为 71.94%，同比上升 7.43 个百分点。碳酸锂项目已实现达产达标，但跟踪期内新能源动力电池补贴退坡使得锂材料价格快速下滑，公司产品毛利率下降，当年碳酸锂产品毛利率为 49.36%，同比下降 19.23 个百分点。盐湖资源综合利用化工产品受金属镁一体化项目产能逐步释放影响，收入规模大幅增长，但其中综合利用化工项目面临天然气供应不足问

题，产能利用不充分，金属镁一体化项目因生产工艺尚未成熟，生产效率较低，业务生产成本倒挂，毛利率持续为负值。

综合来看，2018 年，公司氯化钾业务毛利率虽有所上升，但盐湖资源综合利用化工产品和 PVC 产品业务毛利亏损，贸易等业务的毛利率水平较低，其业务比重升高使得综合毛利率出现下滑。2018 年，公司综合毛利率为 26.18%，同比下降 7.33 个百分点。2019 年 1~3 月，公司营业毛利率为 32.50%，同比上升 7.49 个百分点，2019 年以来氯化钾价格延续高位运行，一季度整体毛利率回升。

表 5：2018 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	74.50	71.94	25.92	7.43
盐湖资源综合利用化工产品	29.08	-18.17	64.69	4.82
碳酸锂	6.84	49.36	-8.13	-19.23
PVC	15.90	-46.91	147.44	-24.17
贸易	28.98	1.56	599.84	0.86
运输	14.83	5.17	-6.32	2.61

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司期间费用合计支出 43.19 亿元，同比增长 35.85%，其中销售费用支出 4.06 亿元，同比增长 30.26%，管理费用支出 16.68 亿元，同比增长 8.65%，研发费用支出 2.03 亿元，同比增长 1,441.85%，财务费用支出 20.42 亿元，同比增长 54.82%。公司销售费用主要为交通运输费和工资等，2017 年以来随着钾肥资源税从按量计征调整为按金额计征，公司将钾肥产品运输费单独列支，相关运费及运杂费调整至运输成本中核算，销售费用大幅减少，2018 年随着化工产品业务量的增长，销售费用回升；管理费用方面，海纳 PVC 项目分别于 2017 年 2 月和 2018 年 4 月发生安全事故，化工分公司于 2017 年 6 月份发生安全事故，相关产能因此多次停产，2018 年公司共产生停工损失 9.91 亿元，管理费用规模有所增长；财务费用主要为利息支出，受在建工程逐步转固影响，大规模融资成本使得利息费用化支出增加，财务费用规模升高。2018 年，公司期间费用率同比下降 3.03 个百

分点至 24.14%，期间费用率受收入规模增长而有所下降，但整体水平依然较高，公司对期间费用的控制能力有待加强。2019 年 1~3 月，公司期间费用合计支出为 7.66 亿元，同比增长 11.65%，占营业收入的比率为 18.45%。

表 6：2016~2019.Q1 公司期间费用占比情况

单位：亿元、%

	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	11.92	3.12	4.06	0.59
管理费用	7.37	15.35	16.68	1.87
研发费用	-	0.13	2.03	0.25
财务费用	10.65	13.19	20.42	4.96
期间费用合计	29.95	31.79	43.19	7.66
营业总收入	103.64	116.99	178.90	41.53
期间费用率	28.90	27.17	24.14	18.45

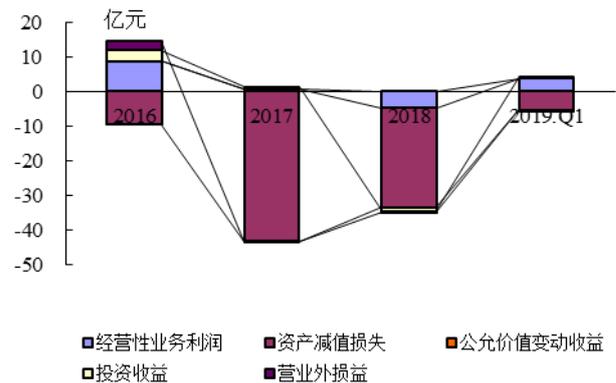
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

注：根据财会〔2018〕15 号文，将原“管理费用”分拆为“管理费用”和“研发费用”两个科目列报，2016 年度未追溯调整。

利润总额方面，2018 年公司实现利润总额-33.52 亿元，主要为经营性业务利润、资产减值损失、其他收益和投资收益等。跟踪期内，因停工损失以及较重的债务成本负担导致期间费用支出大幅增长，对经营获利造成严重侵蚀，2018 年公司经营性业务利润大幅减少，且呈现亏损经营，当年实现经营性业务利润-4.79 亿元，同比下降 625.91%。资产减值损失方面，2018 年公司发生资产减值损失 28.64 亿元，同比下降 33.72%，其中存货跌价损失 16.10 亿元，同比增长 102.51%，固定资产减值损失 9.56 亿元，同比减少 53.77%，长期股权投资减值损失 2.66 亿元。公司存货跌价损失主要来自金属镁一体化项目，由于金属镁一体化项目生产工艺有待改进，镁产品生产成本倒挂，跌价损失计提规模较大，系资产减值损失主要来源；长期股权投资减值损失主要来自子公司青海盐湖海虹化工股份有限公司（以下简称“海虹化工”），2018 年海虹化工申请破产重整，公司对海虹化工的长期股权投资确定资产减值损失 2.66 亿元。公司其他收益均为与经营活动相关的政府补助，2018 年规模为 1.43 亿元，同比增长 75.19%。投资收益方面，2018 年公司实现投资收益-1.16 亿元，主要由于海虹化工破产重整，公司将计提的资产减值损失和坏账损失 18.86 亿元与确认的超额亏损转回形成的投资收益合并，差额在

投资收益列示，影响投资收益-1.00 亿元，系全年投资收益的主要构成。最终盈利方面，2018 年公司实现净利润-36.01 亿元，同比减少亏损 16.04%。2019 年 1~3 月，公司实现净利润-2.79 亿元，亏损金额同比扩大 19.28%，当期公司资产减值损失为 5.32 亿元，同比增长 607.70%，资产减值损失对公司持续盈利造成负面影响。

图 7：2016~2019.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

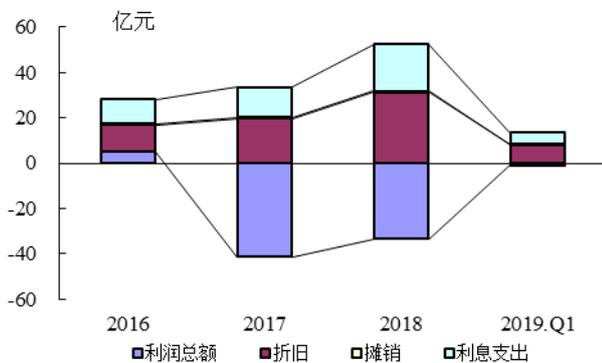
总体来看，公司跟踪期内收入规模大幅提升，但盐湖资源综合利用化工产品面临原料天然气供应不足和金属镁一体化项目生产工艺有待改进等问题，主要化工项目的生产负荷低，随着金属镁一体化项目建设投入逐步转固，公司费用化利息支出增长，存货跌价损失规模扩大，跟踪期内的业绩表现不佳。

偿债能力

公司运营资金回笼效率较高，跟踪期内公司进一步加大资金回收力度，经营性现金净流量呈现大幅增长。2018 年，公司实现经营性现金净流 71.47 亿元，同比增长 370.75%。同期末，公司经营净现金流/总债务为 0.17 倍，同比上升 0.14 倍，经营性现金流利息保障倍数为 3.08 倍，同比上升 2.40 倍，随着经营净现金流的增加，其对债务本息的覆盖程度上升。进入 2019 年公司维持较大收款力度，经营性净现金流表现较好，2019 年 1~3 月经营性净现金流为 10.76 亿元。2018 年，公司发生投资性净现金流-7.18 亿元，净流出规模同比下降 69.31%，随着金属镁一体化项目建设逐步完工，投资性现金流净流出规模大幅减少。2019 年 1~3 月，

公司投资性净现金流为-1.14 亿元，净流出规模同比下降 50.01%。

图 8：2016~2019.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，跟踪期内公司大幅亏损较大程度由于金属镁一体化项目逐步转固使得折旧规模大幅增长，且原资本化利息转入财务费用列示，加之整体减值规模下降使得公司利润总额亏损幅度有所减少，EBITDA 实现增长。2018 年公司 EBITDA 为 18.92 亿元，同比增加 26.74 亿元，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 22.01 倍和 0.82 倍，获现能力对债务本息的保障程度有限。2019 年一季度，公司实现 EBITDA 为 12.51 亿元，总债务/EBITDA（经年化处理）和 EBITDA 利息保障倍数分别为 7.87 倍和 2.35 倍。

表 7：公司 2016~2019.Q1 部分偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务（亿元）	115.66	175.37	197.90	174.06
长期债务（亿元）	333.08	306.42	218.49	220.03
长短期债务比（X）	0.35	0.57	0.91	0.79
总债务（亿元）	448.74	481.79	416.39	394.09
经营性净现金流（亿元）	20.29	15.18	71.47	10.76
经营净现金流/短期债务（X）	0.18	0.09	0.36	0.25
经营净现金流/总债务（X）	0.05	0.03	0.17	0.11
EBITDA（亿元）	28.12	-7.81	18.92	12.51
总债务/EBITDA（X）	15.96	-61.66	22.01	7.87
EBITDA 利息倍数（X）	1.22	-0.35	0.82	2.35

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

注：2019 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 2019 年 3 月末，公司担保金额为 33.60 亿元，均为对下属企业担保，或有风险相对可控。涉诉案件方面，截至 2019 年 3 月

末，公司无重大未决诉讼概况。

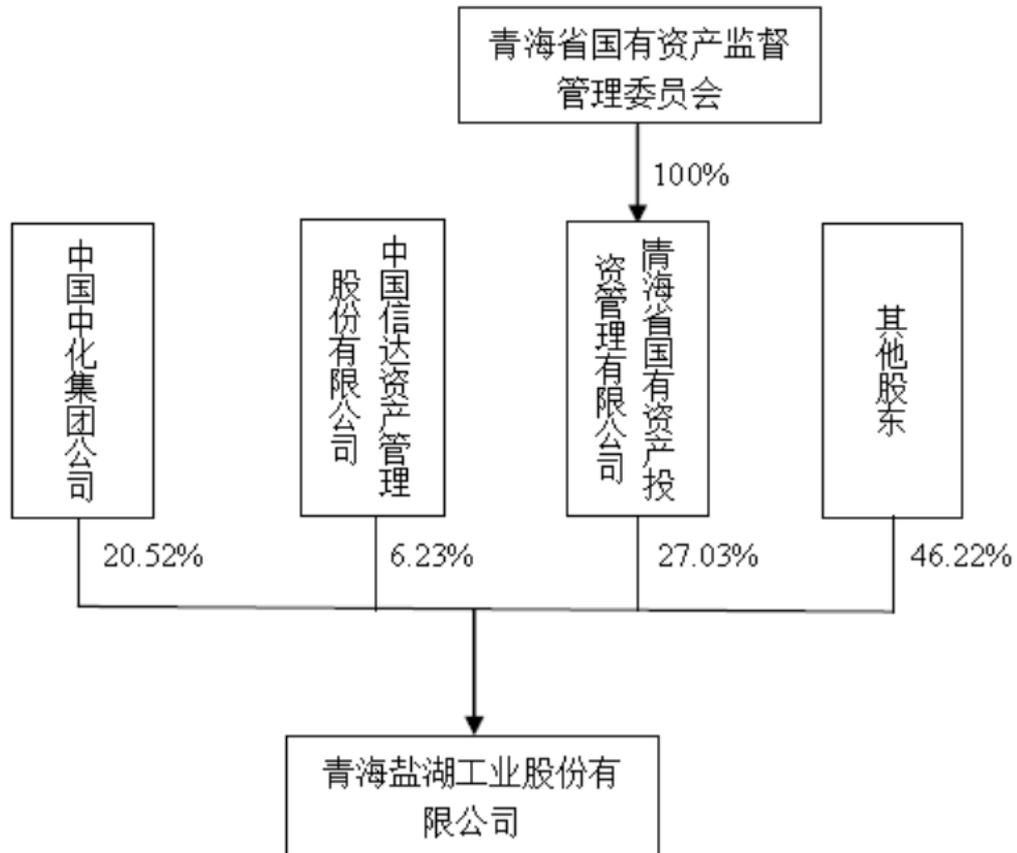
备用流动性方面，公司与多家金融机构保持长期良好合作关系，截至 2019 年 3 月末，公司获得授信总额 380.05 亿元，其中未使用授信额度为 37.34 亿元，备用流动性有限。

总体来看，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，系国内最大的钾肥生产企业，行业地位突出，且具备较好的经营性净现金流状态，但公司同时面临金属镁一体化项目生产工艺有待改善、天然气原料供应不足和财务利息支出高企等问题，主要化工项目产能负荷低，减值规模较大，跟踪期内经营持续亏损，加之短期债务规模有所上升，整体偿债风险加大。

结 论

中诚信证评下调发行主体盐湖股份主体信用等级至 **AA⁺**，下调“青海盐湖工业股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）”的信用等级至 **AA⁺**，并将主体及债项信用级别列入可能降级的信用评级观察名单。

附二：青海盐湖工业股份有限公司股权结构图（截至 2019 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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	581,294.84	625,590.76	344,647.58	178,139.23
应收账款净额	34,878.90	35,906.57	45,831.35	63,856.75
存货净额	338,921.07	330,357.83	303,089.33	337,509.56
流动资产	1,502,588.98	1,641,249.68	1,199,948.47	1,141,898.94
长期投资	58,568.96	53,384.77	54,023.03	53,840.41
固定资产合计	6,554,845.93	6,331,134.05	6,060,310.85	5,952,278.33
总资产	8,294,588.79	8,241,852.97	7,499,735.70	7,365,830.12
短期债务	1,156,600.37	1,753,689.64	1,978,990.09	1,740,569.47
长期债务	3,330,786.94	3,064,228.53	2,184,947.52	2,200,304.11
总债务（短期债务+长期债务）	4,487,387.31	4,817,918.17	4,163,937.61	3,940,873.58
总负债	5,657,435.72	6,018,233.21	5,620,968.03	5,511,887.49
所有者权益（含少数股东权益）	2,637,153.07	2,223,619.76	1,878,767.67	1,853,942.63
营业总收入	1,036,413.89	1,169,940.61	1,788,973.57	415,257.92
期间费用率	388,049.60	326,992.87	383,998.88	115,048.12
投资收益	30,526.36	4,389.90	-11,627.18	489.42
净利润	20,959.16	-428,841.11	-360,055.89	-27,852.73
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	281,220.75	-78,135.59	189,214.55	125,147.29
经营活动产生现金净流量	202,881.72	151,832.64	714,748.00	107,591.85
投资活动产生现金净流量	-295,298.54	-234,078.15	-71,840.25	-11,364.08
筹资活动产生现金净流量	-221,862.82	139,457.51	-945,066.73	-263,353.75
现金及现金等价物净增加额	-314,279.64	57,212.00	-302,158.98	-167,125.98
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	42.68	33.52	26.18	32.50
所有者权益收益率（%）	0.79	-19.29	-19.16	-6.01
EBITDA/营业总收入（%）	27.13	-6.68	10.58	30.14
速动比率（X）	0.53	0.47	0.27	0.25
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.03	0.17	0.11
经营活动净现金/短期债务（X）	0.18	0.09	0.36	0.25
经营活动净现金/利息支出（X）	0.88	0.68	3.08	2.02
EBITDA 利息倍数（X）	1.22	-0.35	0.82	2.35
总债务/EBITDA（X）	15.96	-61.66	22.01	7.87
资产负债率（%）	68.21	73.02	74.95	74.83
总资本化比率（%）	62.98	68.42	68.91	68.01
长期资本化比率（%）	55.81	57.95	53.77	54.27

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2019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；

3、中诚信证评在分析财务指标时，将“其他流动负债”中的“短期融资券”和“超短期融资券”计入短期债务，将“长期应付款”中的“应付融资租赁款”计入长期债务。

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

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。