



青海盐湖工业股份有限公司

2017 年度第二期短期融资券信用评级报告

大公报 D【2017】1207 号（债）

信用等级：A-1

发债主体：青海盐湖工业股份有限公司
注册总额：20 亿元
本期发债额度：20 亿元
本期债券期限：365 天
偿还方式：到期一次还本付息
发行目的：偿还到期债券和银行贷款

评级观点

青海盐湖工业股份有限公司（以下简称“盐湖股份”或“公司”）主要从事氯化钾产品以及水泥、PVC 等化工产品的生产和销售业务。评级结果反映了我国钾肥需求将保持增长，公司资源优势与规模优势显著、氯化钾生产设备处于国内领先水平，氯化钾业务盈利能力较强及新增化工业务改变了公司产品结构较为单一的格局等有利因素；同时也反映了国内钾肥价格易受国际钾肥价格波动影响，西部地区铁路运输能力的不足给公司经营及销售带来一定的风险，化肥运费和增值税等优惠政策的取消提高了公司经营成本，公司化工产品盈利能力较弱，处于亏损状态及存在生产安全控制风险等不利因素。综合分析，公司能够对本期融资券的偿还提供很强的保障。

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2017.6	2016	2015	2014
货币资金	57.51	58.13	90.31	32.82
总资产	837.70	829.46	807.13	678.99
所有者权益	259.98	263.72	244.82	192.80
营业收入	50.65	103.64	108.82	104.74
利润总额	-4.86	4.89	7.62	17.20
经营性净现金流	4.01	20.29	7.53	13.56
资产负债率 (%)	68.96	68.21	69.67	71.61
速动比率 (倍)	0.49	0.53	0.69	0.51
毛利率 (%)	30.08	42.68	52.29	51.53
净资产收益率 (%)	-2.00	0.79	2.22	6.91
应收账款周转天数 (天)	16.68	14.63	12.05	9.12
存货周转天数 (天)	164.06	189.66	191.38	178.46
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	0.36	0.88	0.29	0.62
经营性净现金流/流动负债 (%)	1.75	9.68	4.07	9.62

注：2017 年 6 月财务数据未经审计。

有利因素

- 我国是农业大国，在测土配方施肥、科学施肥等要求下，钾肥需求将保持增长；
- 钾肥是典型的资源垄断型行业，公司依托察尔汗盐湖丰富的盐类资源，氯化钾产能持续增长，是我国钾肥行业最大的生产企业，资源优势与规模优势显著；
- 公司氯化钾生产设备处于国内领先水平，科研水平较强，生产工艺先进；
- 公司氯化钾业务毛利率较高，盈利能力较强；
- 新增化工业务对改变公司产品结构较为单一的格局有积极作用，实现了盐湖资源的综合利用。

不利因素

- 我国钾肥进口依存度长期处于较高水平，国内钾肥价格易受国际钾肥价格波动影响；
- 西部地区铁路运输能力的不足给公司经营及销售带来一定风险，化肥经由铁路运输优惠价格的取消以及恢复征收增值税的政策提高了公司的经营成本；
- 2014~2016 年，受化工行业整体不景气、公司化工

评级小组负责人：弓艳华
评级小组成员：金莉 格 根
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传 真：010-84583355
Email : rating@dagongcredit.com



产品生产线尚未完全达产等因素影响，化工业务盈利能力较弱，对公司短期偿债能力有一定影响；

- 2017年1~6月，受公司化工产品盈利较弱、期间费用增长、在建项目转固导致的利息费用化及折旧等因素影响，公司处于亏损状态；
- 2016年以来，公司已发生三起安全生产事故，暴露了存在生产安全控制风险，公司将持续面临环保和安全压力。

大公国际资信评估有限公司
二〇一七年十月二十五日



大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期融资券到期兑付日有效，在有效期内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债情况

本期融资券概况

本期融资券是盐湖股份面向银行间债券市场发行的短期融资券，发行金额为 20 亿元人民币，发行期限为 365 天。融资券面值 100 元，采取簿记建档、集中配售的发行方式，到期日一次还本付息。本期短期融资券无担保。

募集资金用途

本期短期融资券募集的资金将主要用于偿还到期债券和银行贷款。

发债主体信用

盐湖股份的前身是青海盐湖钾肥股份有限公司（以下简称“盐湖钾肥”）。盐湖钾肥成立于 1997 年 8 月 25 日，是以募集方式设立的股份有限公司，成立后总股本为 200,000,000 股，公司股票于 1997 年 9 月 4 日在深圳证券交易所挂牌交易（股票代码：000792）。后经配股、增发、资本公积金转增股本、股权转让、股权分置改革、盐湖钾肥换股吸收合并青海盐湖工业集团股份有限公司等措施，截至 2011 年 3 月 16 日，公司总股本变更为 1,590,509,203 股，青海省国有资产投资管理有限公司（以下简称“青海国投”）持有公司 492,901,654 股，占总股本的 30.99%，成为公司控股股东，青海省国有资产监督管理委员会（以下简称“青海省国资委”）通过持有青海国投 100% 股权成为公司实际控制人。2011 年 5 月，公司名称变更为现名。

2015 年 8 月 25 日，青海国投通过深圳证券交易所交易系统以竞价买入方式增持公司股份 9,144,276 股，持有公司股份数量增加至 502,045,930 股，占公司总股本的 31.57%。2015 年 12 月，公司向泰达宏利基金管理有限公司、申万菱信基金管理有限公司等 8 名特定对象非公开发行 A 股股票 266,884,531 股，募集资金总额 49.00 亿元，扣除发行费用后拟投入到 150 万吨/年钾肥扩能改造工程、30 万吨/年钾碱项目及补充流动资金，此次非公开发行的股份已于 2015 年 12 月 29 日上市流通。截至 2017 年 6 月末，公司股本为 2,786,090,601 股，控股股东青海国投持股比例为 27.03%，青海省国资委为实际控制人¹。

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2017 年 10 月 13 日，公司本部未发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司在债券市场公开发行的各类债务融资工具的本息

¹ 2017 年 10 月 24 日，公司第二大股东中化化肥有限公司（以下简称“中化化肥”）与中国中化集团公司（以下简称“中化集团”）就中化化肥转让其所持有的盐湖股份全部股权达成一致意向，并签订了股权转让协议，对价人民币 80.63 亿元。转让后，中化集团将持有公司 571,578,484 股股份，占盐湖股份总股本 20.52%。截至报告出具日，上述股份转让事宜尚需股东履行相关审批手续。

均按期兑付。

表 1 公司存续期债券情况（单位：亿元）

债券名称	发债金额	债券存续期间	募集资金用途
12 盐湖 01	50.00	2013.03.06~2020.03.06	偿还银行贷款、补充流动资金
15 盐湖 MTN001	20.00	2015.06.11~2022.06.11	偿还银行贷款
16 青海盐湖 MTN001	15.00	2016.06.24~2021.06.24	偿还银行贷款
17 青海盐湖 SCP001	20.00	2017.03.16~2017.12.11	偿还银行贷款
17 青海盐湖 CP001	10.50	2017.04.20~2018.04.20	偿还银行贷款
17 青海盐湖 SCP002	8.00	2017.08.09~2018.05.06	偿还到期债券
17 青海盐湖 SCP003	7.00	2017.10.16~2018.07.03	偿还银行贷款
合计	130.50	-	-

数据来源：根据公开资料整理

公司主要从事氯化钾产品以及水泥、PVC、尿素、氢氧化钾、碳酸钾等化工产品的生产和销售业务。截至 2017 年 6 月末，公司主要产品氯化钾产能 450 万吨/年，水泥产能 300 万吨/年，其中，“盐桥”牌钾肥被评为“国家质量免检产品”、“中国名牌产品”等称号。截至 2017 年 6 月末，公司共有主要子公司 18 家。

氯化钾的生产和销售是公司收入和利润的主要来源，得益于钾肥业务盈利能力较强，公司毛利率较高。全球钾资源储量丰富，但分布不均衡。据国际肥料工业协会（IFA）统计，世界已经探明工业钾盐储备量在 200 亿吨以上（按氧化钾计），我国仅占 2.2%。作为典型的资源垄断型行业，资源状况决定了钾肥生产的进入壁垒。目前，我国钾肥资源比较匮乏，且分布极度不均匀，主要分布在青海柴达木盆地（察尔汗盐湖、西台吉乃尔湖）和新疆罗布泊两个地区。公司地处察尔汗盐湖，拥有其 3,700 平方公里的采矿权。察尔汗盐湖总面积达 5,856 平方公里，是我国最大的可溶性钾镁盐矿床，也是世界大型盐湖矿床之一，湖内各类盐的总储量达 600 多亿吨，其中，氯化钾储量超过 5.4 亿吨，工业储量为 1.5 亿吨，探明储量在国内位列第一，资源优势显著。

资源的集中导致了生产的集中，全球钾肥市场呈现寡头垄断格局。目前世界上有 20 多个国家能够生产钾肥，但由于钾肥资源分布不均衡，加拿大、俄罗斯和白俄罗斯 3 个地区的产能占全球总产能的 65%，中国、德国、以色列、约旦、智利等也是主要的钾肥生产基地。2016 年全球钾肥产能达到 5,760 万吨（折纯），消费量为 3,300 万吨（折纯），处于产能过剩状态。在此形势之下，全球主要钾肥生产厂商通过建立卡特尔组织来进行钾肥的销售，目的是提高钾肥的价格并控制其产量，主要有 Canpotex（加拿大钾肥出口公司）和 BPC（白俄罗斯钾肥公司）两个组织。Canpotex 公司由北美的 PotashCorp、Mosaic 和 Agrium 三家企业于 1986 年组建而成，其业务量约占全球钾肥贸易的 35% 左右。

BPC 公司由白俄罗斯 Belaruskali 公司和俄罗斯 Uralkali 公司组建，原为全球最大的钾肥出口机构，其业务量约占全球钾肥贸易的 40%左右，这两个卡特尔联手将钾肥价格维持在远超边际生产成本的水平上。

公司钾肥生产所用主要原材料光卤石矿为盐湖卤水滩晒获得，生产成本较低。公司主要生产线为两套百万吨级钾肥生产装置，分别于 2003 年和 2013 年建成投产。2013 年，公司新建百万吨级钾肥生产装置投产后，氯化钾产能逐年增长；截至 2017 年 6 月末，公司氯化钾产能达 450 万吨/年；其中，公司在建的 150 万吨/年钾肥扩能改造工程项目总投资 27 亿元，已于 2014 年 6 月开工，目前已基本完工，随着设备产能释放，氯化钾产能将进一步提升。2014 年以来，公司产能充分利用，产能利用率超过 100%。此外，公司生产设备处于国内领先水平，科研水平较强，生产工艺先进。

2013 年 7 月，全球第二大钾肥制造企业、也是全球生产成本最低的生产商俄罗斯 Uralkali 宣布退出 BPC 联盟，引发钾肥业供给格局巨变，钾肥价格形成价格低点。短期内，我国钾肥生产企业在近期扩产过程中可能面临国际钾肥价格波动的风险。长期看，我国是农业生产大国，钾肥是保证中国农业生产正常进行的重要战略资源。我国钾肥生产企业在国家确保战略性资源自给率的大背景下具备较好的行业发展前景。随着国内钾肥产能、产量的不断提高，钾肥进口价格谈判方面已完成了从一年一议的钾肥大合同谈判，到半年一次定价再到没有明确量价的合作备忘录的转变，在这一转变中可以看出现阶段国际钾肥供应商逐步退让，定价话语权逐年缩小。目前，国内钾肥已采取跟据国际钾肥价格定价的方式，但是随着我国钾肥产量的提高，国内钾肥生产企业在国内及国际市场上的议价能力不断提高。

钾肥由于其价格相对于其他肥料较高，许多发展中和不发达国家的施肥比率偏低。我国是农业大国，在测土配方施肥、科学施肥的要求下，长期来看，我国钾肥需求量将保持增长。公司是我国钾肥行业最大的生产企业，国内市场占有率第一，规模优势显著。氯化钾是公司收入和利润的主要来源，2014~2016 年，公司氯化钾营业收入分别为 77.60 亿元、78.79 亿元和 67.80 亿元，占公司营业收入比重在 65%以上；毛利润分别为 52.97 亿元、58.06 亿元和 47.94 亿元，占毛利润比重在 98%以上；毛利率分别为 68.26%、73.69%和 70.71%，利润空间较大。2017 年 1~6 月，公司氯化钾售价小幅下降导致了氯化钾收入下降以及利润空间收窄。此外，公司地处青海格尔木市，西部地区铁路运输能力的不足给经营带来一定的风险，加之化肥经由铁路运输优惠价格的取消以及恢复征收增值税的政策提高了公司的经营成本。目前，公司钾肥生产还享受西部大开发战略 15%的所得税优惠政策。

为综合开发利用盐湖丰富的镁、钠、锂等资源，循环利用现有生产过程中产生的废弃物，改变产品结构较为单一的格局，公司于 2005 年开始陆续投资建设多个大型化工项目，主要包括综合利用化工一期、二期项目、金属镁一体化项目、海纳 PVC 一体化项目等。化工业务对

改变公司产品结构较为单一的格局有积极作用，实现了盐湖资源的综合利用。

2014~2016年，随着公司新建化工项目产能释放，化工产品的收入规模及其占营业收入的比重均逐年上升，但由于化工行业景气度下滑、生产线未完全达产等因素，单位成本高于售价，因此2015年以来，化工业务持续处于亏损状态，对公司整体盈利能力有一定影响。从毛利率情况来看，2014~2016年，公司毛利率波动下降，化工产品由于售价无法覆盖成本，持续亏损，一定程度上拉低了综合毛利率。2017年1~6月，公司化工业务营业收入为17.20亿元，同比有所下降，主要由于2017年2月和6月，公司发生两起安全生产事故，盐湖综合利用一期项目和子公司盐湖海纳处于停产状态；毛利润为-1.19亿元，亏损有所减少，一是由于受环保督查影响，PVC企业开工率下降，国内市场PVC现货趋紧，PVC售价提升导致利润空间扩大，二是由于公司PVC产品售价无法覆盖成本，由安全事故引起的停工在一定程度上减少了亏损额；毛利率受市场影响小幅上升。

2014年以来，公司已发生三起安全事故，对公司生产和经营造成一定影响，同时也暴露出一定生产安全控制风险，在责任落实、安全监督和现场安全管理等方面需加强规范和监督，未来公司将持续面临环保和安全压力。2017年以来，公司发生的两起安全事故对公司化工产品生产影响较大；其中，2017年2月，子公司盐湖海纳发生安全事故导致工厂停工，其承担的水泥、电石、PVC、烧碱等产品的产出受到影响，预计将于2017年11月复产；2017年6月，公司综合利用一期项目发生安全事故，设备处于停工状态，其承担的PVC、甲醇、尿素、碳酸钾和片碱产品产量均受到影响，由于事故原因尚处于调查阶段，复产时间待定。

综合分析，大公对盐湖股份2017年度企业信用等级评定为AAA。

预计未来1~2年，随着新建项目的完工投产，公司经营规模和经营范围将不断扩大。因此，大公对盐湖股份的评级展望为稳定。

注：发债主体的信用状况是评价短期融资券发行信用风险的基础，本部分观点详见《青海盐湖工业股份有限公司2017年度企业信用评级报告》。

资本结构

2014年末以来，公司资产负债率整体略有下降，有息债务规模较大，存在一定的偿付压力；2015年，公司完成非公开发行A股股票，增强了资本实力

2014~2016年末及2017年6月末，随着经营范围与经营规模的扩大以及基本建设项目的进行对资金需求增加，公司负债规模逐年增长，分别为486.19亿元、562.31亿元、565.74亿元和577.72亿元，其中非流动负债占总负债的比重分别为65.24%、64.20%、61.53%和58.39%。

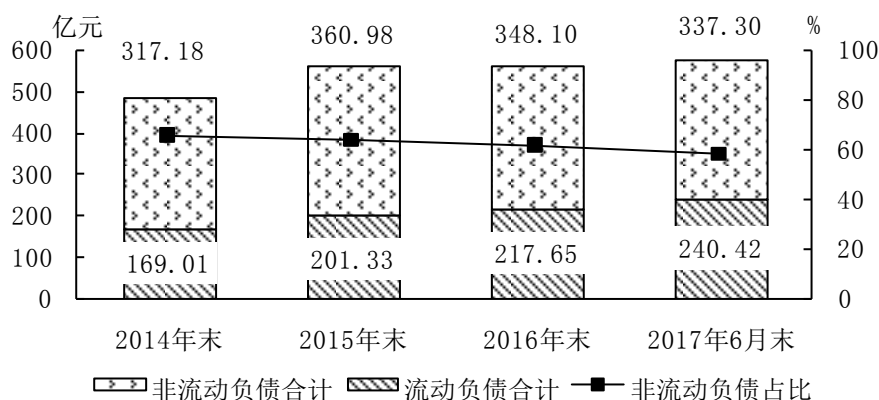


图 1 2014~2016 年末及 2017 年 6 月末公司负债构成情况

公司流动负债分别为应付账款、一年内到期的非流动负债、短期借款、预收款项和其他应付款，2016 年末，上述五项合计占流动负债的比重为 88.79%。

2014~2016 年末，公司应付账款分别为 55.29 亿元、61.64 亿元和 67.77 亿元，主要由于经营范围与经营规模的扩大以及在建项目的进行，应付原材料采购款及建设工程款持续上升。2014~2016 年末，公司一年内到期的非流动负债分别为 54.30 亿元、43.92 亿元和 60.25 亿元，主要是一年内到期的长期信用借款；短期借款分别为 22.70 亿元、16.08 亿元和 44.64 亿元，波动明显，主要是短期信用借款大幅波动所致；预收款项分别为 11.54 亿元、5.23 亿元和 12.68 亿元，波动较大，主要是氯化钾合同预付款。2014~2016 年末，公司其他流动负债波动明显，2015 年末，其他流动负债为 51.00 亿元，主要是 2015 年 6 月发行的“15 盐湖 CP001”、“15 盐湖 CP002”，2015 年 12 月发行的“15 盐湖 CP003”，以及一年期融资租赁款；2016 年末，其他流动负债为 7.50 亿元，主要是 2016 年 8 月发行的“16 青海盐湖 CP001”。

2017 年 6 月末，公司流动负债为 240.42 亿元，较 2016 年末下降 10.46%；其中，应付账款为 63.26 亿元，较 2016 年末下降 6.65%；一年内到期的非流动负债为 69.35 亿元，较 2016 年末增长 15.09%；短期借款为 39.35 亿元，较 2016 年末下降 11.85%；预收款项为 13.16 亿元，较 2016 年末增长 3.79%；其他应付款为 7.41 亿元，较 2016 年末下降 6.32%；其他流动负债为 38.00 亿元，主要由 2017 年 4 月发行的面值为 10.50 亿元的“17 青海盐湖 CP001”和 2017 年 3 月发行的面值为 20 亿元的“17 青海盐湖 SCP001”构成。

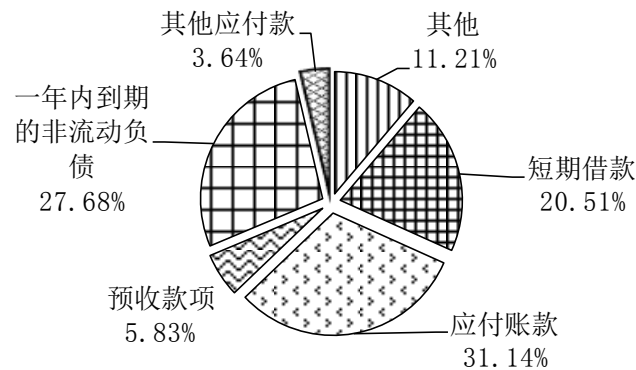


图2 2016年末公司流动负债构成情况

公司非流动负债主要是长期借款和应付债券，2016年末，两者合计占非流动负债的比重为93.04%。

2014年以来，公司使用长期债务融资工具满足项目建设的长期资金需求。2014~2016年末及2017年6月末，公司长期借款分别为255.23亿元、272.13亿元、254.26亿元和245.08亿元；应付债券分别为49.76亿元、69.53亿元、69.62亿元和69.66亿元，主要由2013年3月发行的面值为50亿元的“12盐湖01”、2015年6月发行的面值为20亿元的“15盐湖MTN001”和2016年6月发行的面值为15亿元的“16青海盐湖MTN001”构成。

表2 2014~2016年末及2017年6月末公司有息债务构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年6月末	2016年末	2015年末	2014年末
短期有息债务	146.69	115.66	114.62	80.20
长期有息债务	329.48	340.47	353.76	309.87
总有息债务	476.16	456.13	468.37	390.06
短期有息债务占总总有息债务比重	30.81	25.36	24.47	20.56
长期有息债务占总总有息债务比重	69.19	74.64	75.53	79.44
总有息债务占总负债比重	82.42	80.63	83.30	80.23

2014~2016年末，公司总有息债务有所波动，总有息债务规模较大，占总负债的比重高于80%，存在一定的偿还压力。截至2017年6月末，公司短期有息债务余额为146.69亿元，占总总有息债务的比重较2016年末大幅增长，主要是公司增加流动资金借款以支持生产所致。

表3 截至2017年6月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	>5年	合计
金额	146.69	72.35	115.39	41.16	50.70	49.88	476.16
占比	30.81	15.19	24.23	8.64	10.65	10.48	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

从有息债务期限结构看，截至 2017 年 6 月末，公司有息债务到期期限较为分散；但有息债务规模较大，存在一定到期债务的偿付压力。

表 4 截至 2017 年 6 月末公司未来一年有息债务期限结构（单位：亿元、%）

借款到期季度	短期借款	一年内到期的非流动负债	其他流动负债	合计	占比
2017 年第三季度	2.07	12.98	7.50	22.55	15.37
2017 年第四季度	9.92	20.19	20.00	50.11	34.16
2018 年第一季度	11.30	9.38	10.50	31.18	21.25
2018 年第二季度	16.06	26.80	-	42.86	29.22
合计	39.35	69.35	38.00	146.69	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理

2014~2016 年末，公司所有者权益分别为 192.80 亿元、244.82 亿元和 263.72 亿元，所有者权益逐年增加，主要是盈余公积和未分配利润增加所致；2015 年末所有者权益同比增加 52.03 亿元，主要是由于 2015 年 12 月，公司向 8 名特定对象非公开发行 A 股股票 266,884,531 股，募集资金总额 49.00 亿元，扣除发行费用后实际筹得募集资金净额 48.50 亿元。2017 年 6 月末，公司所有者权益为 259.98 亿元，较 2016 年末小幅下降。

2014 年以来，公司资产负债率和债务资本比率有所波动，长期资产适合率处于一般水平，流动比率和速动比率较低，资产流动性不强。2015 年 12 月，公司完成非公开发行 A 股股票事项使其资产负债率下降，资本结构有所改善。

表 5 2014~2016 年末及 2017 年 6 月末公司部分财务比率指标（单位：%、倍）

指标名称	2017 年 6 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
资产负债率	68.96	68.21	69.67	71.61
债务资本比率	67.84	63.36	65.67	66.92
长期资产适合率	86.80	90.08	94.81	90.17
流动比率	0.62	0.69	0.84	0.67
速动比率	0.49	0.53	0.69	0.51

截至 2017 年 6 月末，公司无对外担保。

2014 年末以来，公司资产负债率整体略有下降，有息债务规模较大，存在一定的偿付压力。2015 年，公司完成非公开发行 A 股股票，增强了资本实力。

内部流动性

2014年以来，公司资产规模逐年增长，以非流动资产为主；在建工程规模较大，预计未来随着在建工程陆续转入固定资产，公司将面临较大的计提折旧以及利息费用化的压力；由于公司氯化钾产品议价能力较强，应收账款周转效率较高

2014~2016年末及2017年6月末，公司总资产分别为678.99亿元、807.13亿元、829.46亿元和837.70亿元，逐年增长；主要由非流动资产构成，非流动资产占比分别为83.30%、79.16%、81.88%和82.14%；由于固定资产和在建工程的增长，公司非流动资产逐年增加，成为公司总资产增长的主要原因。

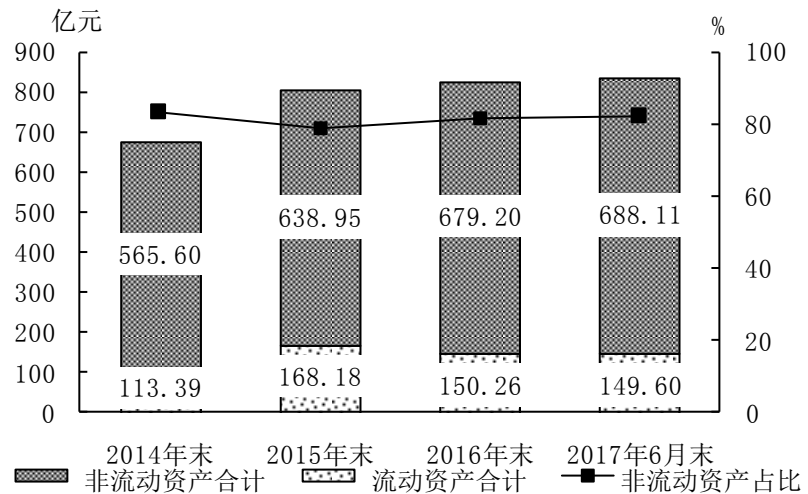


图3 2014~2016年末及2017年6月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由货币资金、存货、其他流动资产和应收票据等构成，2016年末，上述四项占流动资产的比重合计为95.41%。

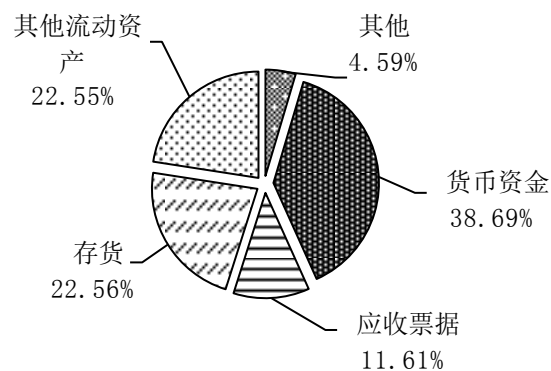


图4 2016年末公司流动资产构成情况

2014~2016年末，公司货币资金分别为32.82亿元、90.31亿元

和 58.13 亿元，波动明显；其中 2015 年末，货币资金同比上升 2.75 倍，主要是 2015 年 12 月公司完成非公开发行股票募集资金 48.50 亿元以及发行 2015 年度第三期短期融资券收到 22.00 亿元募集资金所致；2016 年末，公司货币资金为 58.13 亿元，同比下降 35.63%，主要由银行存款和其他货币资金构成，其他货币资金包括银行承兑汇票保证金以及环境治理恢复保证金。2016 年末，受限的货币资金为 1.62 亿元，占货币资金比重为 2.79%，主要是票据和信用证保证金。

2014~2016 年末，公司存货分别为 26.50 亿元、28.70 亿元和 33.89 亿元，主要为库存商品和原材料，随着经营规模和产能、产量的扩大，存货规模逐年增长；其中，2016 年末，存货计提跌价准备 3.32 亿元。

2014~2016 年末，公司其他流动资产分别为 26.45 亿元、31.48 亿元和 33.89 亿元，主要是待抵扣增值税；应收票据分别为 20.66 亿元、8.91 亿元和 17.45 亿元，其中 2015 年末，应收票据同比下降 56.86%，主要由于随着票据解付及公司以票据背书转让支付基建项目工程设备款所致，2016 年末，应收票据同比增长 95.85%，主要由于使用票据背书方式支付项目工程设备款减少导致应收票据大幅回升。

2017 年 6 月末，公司流动资产构成较 2016 年末变化不大。

公司非流动资产主要由在建工程和固定资产构成，2016 年末，二者合计占非流动资产的比重为 96.68%。

2014~2016 年末，公司固定资产分别为 187.30 亿元、275.41 亿元和 366.13 亿元，其中 2016 年末，金属镁一体化项目以及海纳一体化项目部分已完工设备转入固定资产，部分装置如供热中心、选煤、焦化、纯碱等装置处于试车状态，预计随着试车结束，在建工程陆续转入固定资产，公司将面临较大的计提折旧以及利息费用化的压力。

2014~2016 年末，公司在建工程分别为 326.31 亿元、332.35 亿元和 284.44 亿元，公司在建工程规模较大；2016 年末，在建工程主要包括金属镁一体化项目、20 万吨电石项目以及钾肥装置扩能改造项目等，其中金属镁一体化项目是青海柴达木循环经济试验区建设的核心项目，包括 10 万吨/年金属镁、400 万吨/年煤、240 万吨/年焦化、100 万吨/年煤制甲醇、100 万吨/年 DMT0、80 万吨/年 PVC、120 万吨/年纯碱、16 万吨/年聚丙烯、70,000Nm³/h 焦炉煤气制氢及配套的供热中心、公用工程等建设产品。

2017 年 6 月末，公司非流动资产为 688.11 亿元，较 2016 年末增长 1.31%，主要是在建工程持续投入所致；其中在建工程为 304.12 亿元，较 2016 年末增长 6.92%。截至 2017 年 6 月末，公司主要在建工程项目包括产能 20 万吨/年的硫化碱项目、年产百万吨熔盐项目、化工园区综合废水处理厂项目、能源管理中心及生产运营管控一体化系统、金属镁一体化项目、ADC 发泡剂工程、4,000 吨/年的镁合金铸件项目、20 万吨/年的电石项目、20 万吨/年的硝酸钾项目、1 万吨碳酸锂技改工程、2,000 吨/年防结块剂项目等；其中，金属镁一体化项目、

ADC 发泡剂工程、镁合金压铸件项目、20 万吨/点的电石项目、20 万吨/年的硝酸钾项目已基本完工。

截至 2017 年 6 月末，公司受限资产为 50.62 亿元，占总资产和净资产比重分别为 6.04%和 19.47%；其中受限的货币资金合计 1.49 亿元，用于抵押的土地使用权、投资性房地产和在建工程分别为 0.07 亿元、1.06 亿元和 48.00 亿元。

2014~2016 年，公司存货周转天数分别为 178.46 天、191.38 天和 189.66 天，存货周转效率低于同期行业平均值²；应收账款周转天数分别为 9.12 天、12.05 天和 14.63 天，应收账款周转效率高于同期行业平均值³，因公司议价能力较强，应收账款较少，应收账款周转效率较高。2017 年 1~6 月，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 164.06 天和 16.68 天。

2014 年以来，公司资产规模逐年增长，以非流动资产为主；在建工程规模较大，预计未来随着在建工程陆续转入固定资产，公司将面临较大的计提折旧以及利息费用化的压力；由于公司氯化钾产品议价能力较强，应收账款周转效率较高。

2014 年以来，公司氯化钾生产毛利率较高，盈利能力较强；受化工产品盈利能力较差、期间费用增长的影响，公司利润总额和净利润逐年下降

2014~2016 年，公司营业收入分别为 104.74 亿元、108.82 亿元和 103.64 亿元；毛利率分别为 51.53%、52.29%和 42.68%。

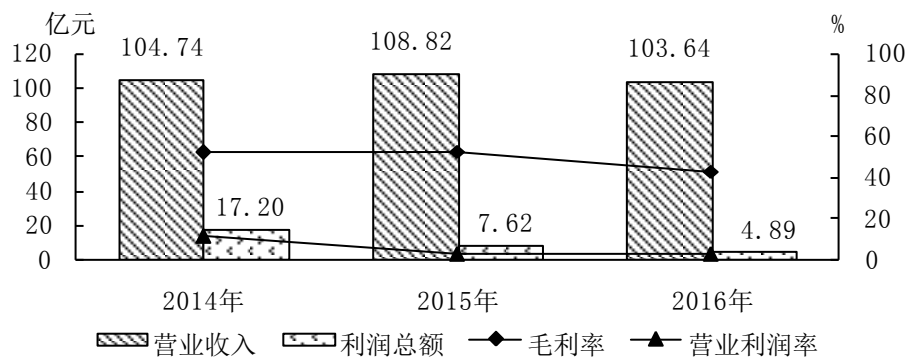


图 5 2014~2016 年公司盈利情况

2014~2016 年，公司期间费用规模逐年增长，占营业收入的比重总体有所波动，挤占了一定的利润空间；销售费用主要由运输和仓储费构成；财务费用逐年增长，主要是由于银行利息、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。2017 年 1~6 月，公司期间费用有所上升，其中管理费用上升主要是安全事故导致的停工损失所致。

² 根据 Wind 资讯，2014~2016 年，肥料制造业存货周转天数平均值均为 75.00 天。

³ 根据 Wind 资讯，2014~2016 年，肥料制造业应收账款周转天数平均值均为 30.77 天。

表 6 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司期间费用情况（单位：亿元、%）

指标名称	2017 年 1~6 月	2016 年	2015 年	2014 年
销售费用	1.50	11.92	18.79	16.17
管理费用	5.24	7.37	5.36	4.58
财务费用	6.60	10.65	7.25	6.19
期间费用合计	13.34	29.94	28.78	22.44
期间费用合计占营业收入的比重	26.34	28.89	27.47	27.72

2014~2016 年，公司计提的资产减值准备分别为 6.67 亿元、11.51 亿元和 9.56 亿元，主要是库存化工产品可变现净值低于成本及青海盐湖海虹化工股份有限公司（以下简称“海虹化工”）停产导致计提设备减值所致。2014~2016 年，公司营业外收支净额分别为 5.84 亿元、5.39 亿元和 2.54 亿元，其中，2014 年和 2015 年主要是由增值税返还构成，分别为 5.76 亿元和 4.48 亿元；2016 年未发生增值税返还，主要由于 2015 年 8 月 10 日财政部、国家税务总局发布《关于对化肥恢复征收增值税政策的通知》（财税【2015】90 号），从 2015 年 9 月 1 日，公司钾肥增值税先征后返政策停止执行，导致营业外收支净额有所下降。

2014~2016 年，公司利润总额分别为 17.20 亿元、7.62 亿元和 4.89 亿元，其中 2015 年，同比大幅减少 55.68%，主要是受销售费用、财务费用以及存货跌价损失增长等因素影响；2016 年，利润总额同比下降 35.83%，主要原因是管理费用和财务费用增长，且增值税返还大幅减少；净利润分别为 13.31 亿元、5.44 亿元和 2.95 亿元。2014~2016 年，公司总资产报酬率分别为 3.64%、2.17%和 1.90%，净资产收益率分别为 6.91%、2.22%和 0.79%。

2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 50.65 亿元，同比下降 3.94%；毛利率为 30.08%，同比下降 20.71 个百分点，一是由于化工业务部分设备停工，二是由于镁一体化项目未能完全达产；期间费用为 13.34 亿元，同比有所上升，主要是财务费用和管理费用增长所致；资产减值损失为 4.48 亿元，同比变化不大；投资收益为 0.17 亿元，同比下降 93.23%，主要由于 2016 年 3 月公司处置上海富友房产有限公司股权收到 2.49 亿元的投资收益，2017 年上半年处置股权投资产生的投资收益大幅减少导致公司投资收益同比大幅下降；营业外收入 0.47 亿元，同比有所下降，主要是收到 1 万吨碳酸锂填平补齐项目天然气补助金及金属镁一体化项目补助金所致；公司利润总额为-4.86 亿元，净利润为-5.21 亿元。2017 年 1~6 月，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 0.20%和-2.00%。

综合来看，2014 年以来，公司氯化钾生产毛利率较高，盈利能力较强；受化工产品盈利能力较差、期间费用增长的影响，公司利润总额和净利润逐年下降。

现金流

2014年以来，公司经营性净现金流波动较大，对债务和利息的保障程度不稳定；随着项目逐渐完工，投资性现金流净流出逐年减少

2014~2016年，公司经营性净现金流波动较大；其中2015年，公司经营性净现金流为7.53亿元，同比下降44.45%，主要是净利润减少，以及氯化钾和化工产品产量增加导致的购买商品、接受劳务支付的金额增加；2016年，公司经营性净现金流为20.29亿元，同比增长169.46%，主要是应付账款及预收款项增加，以及支付的各项税费减少所致。2014~2016年，公司投资性现金净流出规模逐年减少，主要是部分在建工程逐渐完工所致；筹资性净现金流波动较大，其中2016年，筹资性净现金流为-22.19亿元，同比大幅下降，主要是公司于2016年发行债券以及收到外来投资的现金规模减小，并相继偿还多期短期融资券所致。

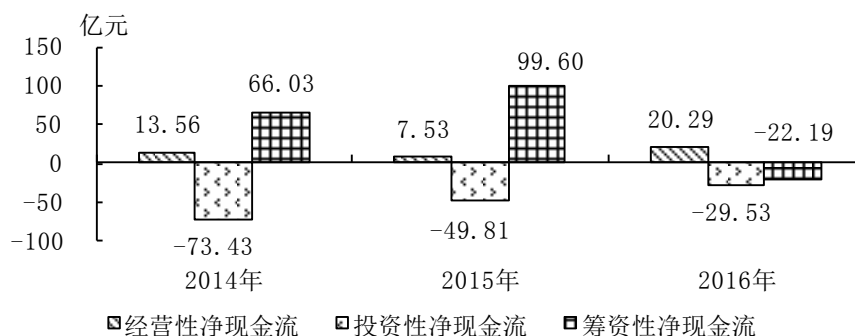


图6 2014~2016年公司现金流情况

2017年1~6月，公司经营性净现金流、投资性净现金流和筹资性净现金流分别为4.01亿元、-15.45亿元和12.09亿元；其中经营性净现金流入有所减少，主要是安全事故停产和化工项目亏损所致；筹资性净现金流同比有所增加，主要是公司增加了银行借款及债券融资所致。

指标名称	2017年1~6月	2016年	2015年	2014年
经营性净现金流/流动负债	1.75	9.68	4.07	9.62
经营性净现金流/总负债	0.70	3.60	1.44	3.14
经营性净现金流利息保障倍数	0.36	0.88	0.29	0.62
EBIT 利息保障倍数	0.15	0.68	0.68	1.14
EBITDA 利息保障倍数	-	1.23	1.18	1.55

2014~2016年，公司经营性净现金流波动较大，对债务的本金和利息的保障程度不稳定；EBIT和EBITDA对利息保障程度有所波动。2017年1~6月，公司经营性净现金流有所减少，对债务的覆盖程度有

所下降。

总体来看，2014 年以来，公司经营性净现金流波动较大，对债务和利息的保障程度不稳定；随着项目逐渐完工，投资性现金流净流出逐年减少。

外部流动性

公司是我国钾肥行业最大的生产企业，国内市场占有率第一，资源优势与规模优势显著，且作为上市公司，具有股权融资优势，财务灵活性较好，受当地政府及金融机构支持力度较大。截至本报告出具日，公司在债券市场已成功发行多期债券，债券市场融资渠道比较畅通。综合来看，公司外部流动性较好。

短期偿债能力

2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，公司货币资金分别为 32.82 亿元、90.31 亿元、58.13 亿元和 57.51 亿元；流动比率分别为 0.67 倍、0.84 倍、0.69 倍和 0.62 倍；速动比率分别为 0.51 倍、0.69 倍、0.53 倍和 0.49 倍，流动比率和速动比率均有所波动，流动资产对流动负债的覆盖程度较低；现金比率有所波动，分别为 19.42%、44.85%、26.71%和 23.92%；现金回笼率分别为 85.99%、90.82%、98.69%和 106.95%，现金回笼情况较好。2014~2016 年，公司经营性净现金流分别为 13.56 亿元、7.53 亿元和 20.29 亿元，波动明显。2017 年 1~6 月，公司经营性净现金流为 4.01 亿元；经营性净现金流对利息的保障倍数为 0.36 倍，保障程度较低。截至 2017 年 6 月末，公司获得银行授信总额为 582.30 亿元，已使用授信额度为 320.81 亿元。综合来看，公司具有很强的短期偿债能力。

结论

综合分析，公司能够对本期融资券的到期偿付提供很强的保障。

跟踪评级安排

青海盐湖工业股份有限公司（以下简称“发债主体”）拟发行 20 亿元人民币的 2017 年度第二期短期融资券。在本期短期融资券的存续期内，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对其进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体本期融资券的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期融资券发行后 6 个月内发布定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2) 跟踪评级程序安排

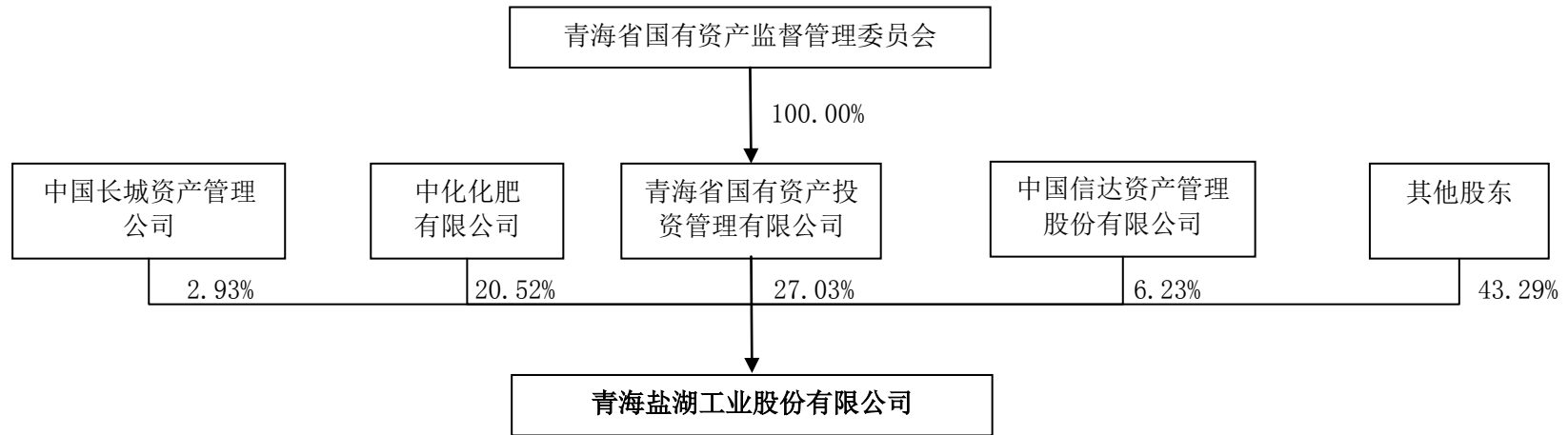
跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

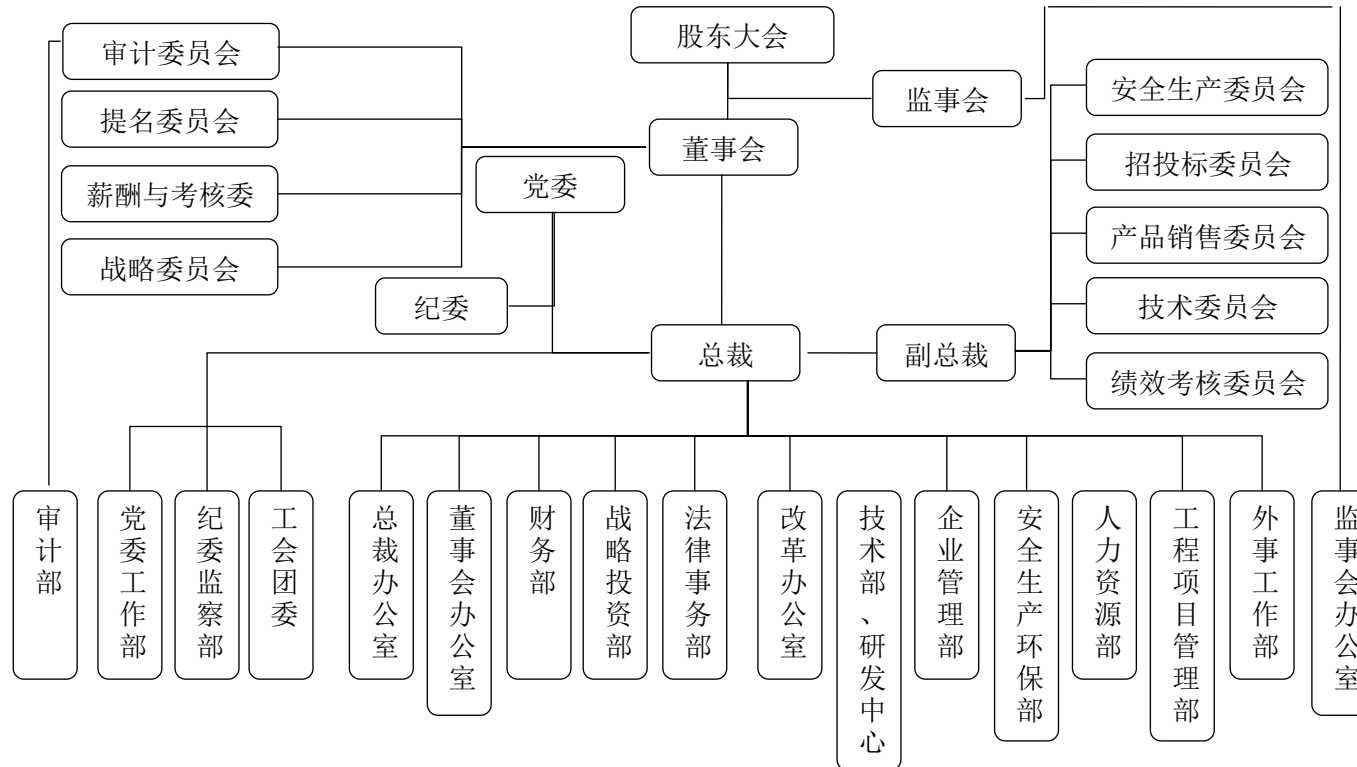
附件 1

截至 2017 年 6 月末青海盐湖工业股份有限公司股权结构图



附件 2

截至 2017 年 6 月末青海盐湖工业股份有限公司组织结构图





附件 3 青海盐湖工业股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2017年6月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
资产类				
货币资金	575,057	581,295	903,066	328,211
应收票据	170,815	174,478	89,118	206,572
存货	306,708	338,921	287,035	264,989
其他流动资产	355,634	338,878	314,838	264,521
流动资产合计	1,495,967	1,502,589	1,681,848	1,133,911
固定资产	3,552,227	3,661,343	2,754,112	1,872,986
在建工程	3,041,213	2,844,425	3,323,480	3,263,070
非流动资产合计	6,881,068	6,792,000	6,389,473	5,656,020
资产总计	8,377,034	8,294,589	8,071,321	6,789,931
占资产总额比 (%)				
货币资金	6.86	7.01	11.19	4.83
应收票据	2.04	2.10	1.10	3.04
存货	3.66	4.09	3.56	3.90
其他流动资产	4.25	4.09	3.90	3.90
流动资产合计	17.86	18.12	20.84	16.70
固定资产	42.40	44.14	34.12	27.58
在建工程	36.30	34.29	41.18	48.06
非流动资产合计	82.14	81.88	79.16	83.30
负债类				
短期借款	393,500	446,400	160,800	227,000
应付账款	632,644	677,663	616,399	552,885
一年内到期的非流动负债	693,365	602,481	439,202	542,953
其他流动负债	380,000	75,000	510,000	0
流动负债合计	2,404,154	2,176,466	2,013,318	1,690,128
长期借款	2,450,800	2,542,575	2,721,275	2,552,250
应付债券	696,605	696,166	695,298	497,647
非流动负债合计	3,373,045	3,480,970	3,609,758	3,171,818
负债合计	5,777,199	5,657,436	5,623,076	4,861,945

附件 3 青海盐湖工业股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2017年6月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
占负债总额比(%)				
短期借款	6.81	7.89	2.86	4.67
应付账款	10.95	11.98	10.96	11.37
一年内到期的非流动负债	12.00	10.65	7.81	11.17
其他流动负债	6.58	1.33	9.07	0.00
流动负债合计	41.61	38.47	35.80	34.76
长期借款	42.42	44.94	48.39	52.49
应付债券	12.06	12.31	12.37	10.24
非流动负债合计	58.39	61.53	64.20	65.24
权益类				
少数股东权益	211,332	184,706	157,154	159,444
股本	278,609	185,739	185,739	159,051
资本公积	947,820	1,040,690	1,048,784	591,509
盈余公积	184,570	184,570	170,950	158,964
未分配利润	809,757	873,664	858,916	828,683
归属于母公司所有者权益	2,388,503	2,452,447	2,291,090	1,768,541
所有者权益合计	2,599,836	2,637,153	2,448,244	1,927,985
损益类				
营业收入	506,542	1,036,414	1,088,222	1,047,436
营业成本	354,176	594,062	519,212	507,719
营业税金及附加	28,950	54,302	77,647	72,885
销售费用	15,019	119,233	187,927	161,683
管理费用	52,416	73,710	66,942	53,564
财务费用	65,983	106,534	101,189	72,510
资产减值损失	44,834	95,590	115,095	66,735
投资收益	1,696	30,526	2,152	1,262
营业利润	-53,139	23,508	22,361	113,601
营业外收支净额	4,563	25,433	53,877	58,415
利润总额	-48,577	48,941	76,238	172,016
净利润	-52,058	20,959	54,424	133,138
归属于母公司所有者的净利润	-52,250	34,126	55,897	130,226

附件 3 青海盐湖工业股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2017年6月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
占营业收入比 (%)				
营业成本	69.92	57.32	47.71	48.47
营业税金及附加	5.72	5.24	7.14	6.96
销售费用	2.96	11.50	17.27	15.44
管理费用	10.35	7.11	6.15	5.11
财务费用	13.03	10.28	9.30	6.92
资产减值损失	8.85	9.22	10.58	6.37
投资收益	0.33	2.95	0.20	0.12
营业利润	-10.49	2.27	2.05	10.85
营业外收支净额	0.90	2.45	4.95	5.58
利润总额	-9.59	4.72	7.01	16.42
净利润	-10.28	2.02	5.00	12.71
归属于母公司所有者的净利润	-10.32	3.29	5.14	12.43
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	40,121	202,882	75,306	135,565
投资活动产生的现金流量净额	-154,466	-295,299	-498,129	-734,322
筹资活动产生的现金流量净额	120,937	-221,863	996,015	660,284
财务指标				
EBIT	17,090	157,295	175,550	247,455
EBITDA	-	281,567	305,135	336,382
总有息负债	4,761,642	4,561,256	4,683,750	3,900,622

附件 3 青海盐湖工业股份有限公司主要财务指标（续表 3）

年 份	2017年6月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
毛利率(%)	30.08	42.68	52.29	51.53
营业利润率(%)	-10.49	2.27	2.05	10.85
总资产报酬率(%)	0.20	1.90	2.17	3.64
净资产收益率(%)	-2.00	0.79	2.22	6.91
资产负债率(%)	68.96	68.21	69.67	71.61
债务资本比率(%)	67.84	63.36	65.67	66.92
长期资产适合率(%)	86.80	90.08	94.81	90.17
流动比率(倍)	0.62	0.69	0.84	0.67
速动比率(倍)	0.49	0.53	0.69	0.51
保守速动比率(倍)	0.31	0.35	0.49	0.32
存货周转天数(天)	164.06	189.66	191.38	178.46
应收账款周转天数(天)	16.68	14.63	12.05	9.12
经营性净现金流/流动负债(%)	1.75	9.68	4.07	9.62
经营性净现金流/总负债(%)	0.70	3.60	1.44	3.14
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	0.36	0.88	0.29	0.62
EBIT 利息保障倍数(倍)	0.15	0.68	0.68	1.14
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	1.23	1.18	1.55
现金比率(%)	23.92	26.71	44.85	19.42
现金回笼率(%)	106.95	98.69	90.82	85.99
担保比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.67

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数⁴ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁵ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

⁴ 半年取 180 天。

⁵ 半年取 180 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 5 短期债券信用等级符号和定义

- A-1 级：**为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
- A-2 级：**还本付息能力较强，安全性较高。
- A-3 级：**还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
- B 级：**还本付息能力较低，有一定的违约风险。
- C 级：**还本付息能力很低，违约风险较高。
- D 级：**不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。