

跟踪评级公告

联合[2016]603 号

山东玉皇化工有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

山东玉皇化工有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

山东玉皇化工有限公司公开发行的“15 玉皇 01”和“16 玉皇 01”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 六 月 十五 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

山东玉皇化工有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA

上次评级结果：AA

债项信用等级

评级展望：稳定

评级展望：稳定

债券简称	发行规模	债券期限	跟踪评级结果	上次评级时间	上次评级结果
15 玉皇 01	5 亿元	2+1 年	AA	2015 年 10 月 30 日	AA
16 玉皇 01	5 亿元	2+1 年	AA	2016 年 1 月 11 日	AA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 15 日

主要财务数据：

项 目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	180.40	208.33	216.68
所有者权益（亿元）	61.08	76.42	79.04
长期债务（亿元）	15.88	28.67	37.58
全部债务（亿元）	111.16	124.51	129.55
营业收入（亿元）	229.78	260.76	58.23
净利润（亿元）	8.86	9.82	2.62
EBITDA（亿元）	19.45	24.11	--
经营性净现金流（亿元）	19.34	14.71	5.40
营业利润率（%）	7.74	8.03	8.82
净资产收益率（%）	15.68	14.28	3.37
资产负债率（%）	66.14	63.32	63.52
全部债务资本化比率（%）	64.54	61.97	62.11
流动比率（倍）	0.84	0.94	1.03
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.19	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.28	4.42	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.95	2.41	--

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、2016 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；3、长期应付款计入长期债务；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，受益于苯乙烯产品产能和贸易规模的扩张，山东玉皇化工有限公司（以下简称“公司”或“玉皇化工”）的营业收入及盈利规模有所扩张；产品结构和产销率较为稳定，经营稳健。但同时，化工行业不景气的大环境使得公司主要产品销售价格大幅下降、国际原油价格短期内大幅下滑、公司面临持续的外部融资需求及或有负债风险等因素仍可能对公司信用水平产生一定不利影响。

未来随着在建、拟建项目的陆续投产，公司的石油化工产业链将得到进一步延伸，收入及利润规模有望进一步扩大。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“AA”；同时维持“15 玉皇 01”和“16 玉皇 01”的债项信用等级“AA”。

优势

1. 2015 年，公司营业收入和营业利润规模稳步增长；同时，经营活动现金流入较大，收入实现质量较高。

2. 2015 年，公司大部分产品的产能利用和产销率较高且较稳定，经营较为稳健。

3. 2015 年，公司资产质量较好，在建工程持续投入，投产后将有效提高公司的经营规模并进一步完善产业链布局。

关注

1. 石油化工行业周期性波动明显，目前行业内多数产品存在产能过剩的现象，国际原油价格大幅下滑，对石油化工产业链影响大。

2. 公司主要产品所在行业存在供过于求的现象，销售均价均呈现大幅下降的态势，虽然上游采购价格也在快速下降，但是仍面临着产品销售价格波动的风险。

3. 公司仍然以短期债务为主，债务结构

有待改善；公司在建项目规模较大，仍面临持续的外部融资需求。

4. 公司对外担保比率仍然较高，且被担保企业区域及行业集中度较高，存在一定的集中度风险。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

 评 变亚梅

联合信用评级有限公司

一、主体概况

山东玉皇化工有限公司（以下简称“公司”或“玉皇化工”）前身为山东省菏泽市东明县福利化工厂，于 1986 年注册成立。1994 年 8 月，经东明县人民政府批复同意（东政办便字（1994）11 号），公司于当年 9 月完成改制并更名为东明县玉皇实业有限公司。

2000 年 3 月，公司更名为山东东明石化集团玉皇实业有限公司，同年 4 月，公司原股东东明县福利化工厂将所持全部股权转让给王金书、武留新等 12 名自然人股东；同年 7 月，新股东进行了增资，将公司注册资本增至 1,300 万元，其中股东王金书持股 49.54%，玉皇庙村委会持股 11.54%，其余股东持股比例均相对较小。

2003 年 7 月，公司更为现名，同年 12 月，经东明县政府批准（东政复（2003）56 号），原股东玉皇庙村委会将所持股权全部转让与其余自然人股东，本次股权转让后，公司各自然人股东持股比例均有所上升，其中大股东王金书持股比例增至 56%。

2004 年 8 月，公司再次进行增资，将注册资本增至 3,300 万元，各股东持股比例保持不变。2005 年 9 月，股东刘启来将所持全部股权转让与大股东王金书，本次股权转让后，王金书持股比例增至 59%。

此后，公司进行了多次增资和内部股权转让，于 2009 年 12 月将注册资本增至 8 亿元。截至 2016 年 3 月末，公司注册资本 8 亿元，其中第一大股东王金书持股 62%，为公司的实际控制人，具体股权结构情况如下：

表 1 截至 2016 年 3 月末公司股本结构情况表（单位：亿元，%）

股东名称	实缴金额	持股比例
王金书	4.96	62.00
王金生	0.48	6.00
王春芝	0.48	6.00
武留新	0.48	6.00
张金平	0.40	5.00
顾雁	0.40	5.00
陈景林	0.24	3.00
袁秋林	0.24	3.00
王洪星	0.24	3.00
王红英	0.08	1.00
合计	8.00	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

目前公司以精细化工产品的生产加工和销售为主营业务，具体产品分为碳五、苯乙烯和芳烃等基础化工原料和聚苯乙烯、橡胶类和石油树脂等合成材料，主营业务较上年无变化。截至 2016 年 3 月末，公司辖下 8 家一级控股子公司、1 家二级控股子公司、2 家参股公司；内设生产技术部、资产管理部、安全管理部和企管部等 16 个职能部门（详见附件 1）；拥有在职员工 5,683 名。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 208.33 亿元，负债合计 131.92 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 76.42 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 66.46 亿元。2015 年，公司实现营业收入 260.76 亿元，合并净利润（含少数股东损益）9.82 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 8.45 亿元；经营活动产生的现金流量净额 14.71 亿元，现金及现金等价物净增加 1.01 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额 216.68 亿元，负债合计 137.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 79.04 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 68.64 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 58.23 亿元，合并净利润（含少数股东损益）2.62 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 2.18 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.40 亿元，现金及现金等价物净增加 4.75 亿元。

公司注册地址：山东省菏泽市东明县武胜工业开发区；公司法定代表人：王金书。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会（证监许可[2015]2303 号文）核准，公司获准向社会公开发行面值不超过 10 亿元的公司债券。2015 年 11 月公司完成了 2015 年公司债券（第一期）5 亿元的发行（债券简称：“15 玉皇 01”，债券代码：“136056.SH”），2016 年 1 月完成了 2016 年公司债券（第一期）5 亿元的发行（债券简称：“16 玉皇 01”，债券代码：“136182.SH”）。

“15 玉皇 01”于 2015 年 11 月 25 日正式起息，付息日为存续期内每年的 11 月 25 日；“16 玉皇 01”于 2016 年 1 月 22 日正式起息，付息日为存续期内每年的 1 月 22 日。跟踪期内，公司尚未开始支付利息。

“15 玉皇 01”募集资金净额为 49,650 万元，其中 5,379.80 万元用于购买原材料，44,270.2 万元用于偿还银行借款；“16 玉皇 01”募集资金净额为 49,650 万元，其中 3,000 万元用于购买原材料，46,650 万元用于偿还银行借款。以上资金均已全部使用完毕。

表 2 公司债券发行相关情况

项目	名称	证券代码	上市日期	起息日	到期日	金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)
2015 年公司债券（第一期）	15 玉皇 01	136056.SH	2015-12-21	2015-11-23	2018-11-23	5	3（2+1）	6.35
2016 年公司债券（第一期）	16 玉皇 01	136182.SH	2016-02-15	2016-01-22	2019-01-22	5	3（2+1）	6.35

资料来源：Wind 资讯

三、运营环境

1. 行业概况

石油化工是化学工业的重要组成部分，它囊括了很多生产部门，如橡胶助剂行业、合成材料行业、农药行业、化肥行业等，在中国国民经济的发展中有重要作用，是中国的支柱产业部门之一。石化工业的持续高速发展，能有效地推动农业、机械、建筑、轻纺等相关产业的发展，从而促使整个国民经济高速发展。在石化行业中，由于能供给地炼企业的原油很少，而原油进口渠道又被中央政府管制，因此地炼企业主要以加工进口的燃料油为主，占地炼企业总加工量的 60%左右。

在国际原油价格大幅下跌的情况下，2015 年我国石化行业运行基本平稳，生产稳步增长，安全环保压力不断加大，效益大幅下滑，投资和新开工项目增速减缓。全年原油加工量 5.22 亿吨，增长 12.20%；其中成品油产量为 3.35 亿吨，同比增长 19%。

2015 年以来世界经济将继续温和复苏，能源结构将持续调整，国际能源市场将保持供大于求的格局，原油价格中短期仍呈走低趋势。我国经济社会发展进入新常态，石化产业需求增速放缓，随着新的环保法的实施，安全环保要求日益严格，产业发展面临严重的挑战。同时，中央一系列全面深化改革的政策将进一步激发市场的活力，工业化、信息化、城镇化和农业现代化深入推进，

“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等战略的全面实施，将给行业发展带来新的机遇。

总体看，跟踪期内，我国石油化工行业仍处于成长期，预计未来随着我国经济社会发展进入新常态，石油化工行业将保持平稳发展态势。

（1）行业上下游

石油化工行业的主要原材料是原油。从世界范围内看，全球油气资源地区分布很不均衡，中东地区原油探明储量占同期世界原油总探明储量的一半左右，而亚洲和大洋洲地区的原油探明储量仅占同期世界原油总探明储量不到 5%。从国内情况来看，虽然我国油气资源较为丰富，但资源禀赋条件差，勘探程度相对较低，尚不能满足国内需求，油气资源供需缺口较大。

2015 年，发达国家的经济增长带动石油消费增长，全球石油需求量为 9,650 万桶/天，较 2014 年的 9,244 万桶/天增长 4.39%。从下游需求来看，石油化工产品是当前能源的主要供应者，其相关产品在汽车、建材、家电、纺织和医药等基础工业中扮演着重要角色。2015 年，国内化工产品需求基本保持平稳，据 Wind 数据统计，国内合成树脂及合成橡胶表观消费量分别同比增长 7.55% 和 5.28%，乙烯当量表观消费量同比增长 6.73%，合成纤维表观消费量同比下降 8.59%。

总体看，我国原油市场的对外依赖程度较高；下游各产业持续稳定的需求增长有助于促进石油化工行业健康、持续发展。

（2）定价机制

原油定价方面，由于国内市场原油经营主体较少，竞争不充分，国内市场原油交易价格主要参照国际市场定价。根据原油组分不同选择对应的国际原油现货价格，目前主要参照标准包括迪拜（Dubai）、米纳斯（Minas）、杜里原油现货价格等，但基本与纽约 WTI 期货价格保持同步趋势。2015 年国际石油市场供需基本面进一步宽松，国际油价持续低位震荡运行，北海布伦特原油现货年平均价格为 53.6 美元/桶，较上年下降 46.1%，其中 12 月 22 日跌至 36.11 美元/桶，创 2008 年金融危机以来新低。WTI 现货年平均价格为 48.70 美元/桶，比上年同期下降 47.8%。

成品油定价方面，根据国家发改委《关于进一步完善成品油价格形成机制有关问题的通知》（发改价格[2016]64 号），自 2016 年 1 月 13 日起，设定成品油价格调控下限为 40 美元/桶，建立油价调控风险准备金，当国际市场原油价格低于 40 美元（含）调控下限时，国内成品油价格不再下调，未调金额全部纳入上述准备金，用于节能减排、提升油品质量及保障石油供应安全等方面；当国际市场原油价格高于 130 美元/桶（含）时，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，国内成品油价格原则上不提或少提。

总体看，油价价格波动较为明显，目前处于低谷震荡的位置；随着新成品油定价机制的出台，市场价格将进一步稳定。

（3）行业政策

2015 年 2 月，国家发改委发布了《国家发展改革委关于进口原油使用管理有关问题的通知》，将允许符合条件的地方炼油厂在淘汰一定规模落后产能或建设一定规模储气设施的前提下使用进口原油，油气改革“破垄断”趋势逐渐开始。

2015 年 2 月，国家放开民企原油进口权、使用权，国内获得进口原油使用权的地方炼厂目前已扩至 12 家。其中，有 10 家民营地炼企业获得原油进口使用“双权”；3 家民营地炼企业已经完成首次原油进口。原油进口权虽已放开，但目前符合炼能申请条件的企业有限，或引发炼油企业并购加剧、行业内集中度的提高。

2016 年 1 月，国家发改委公布了《关于进一步完善成品油价格形成机制有关问题的通知》，

有助于稳定原油价格，保障石油行业稳定运行。

“十三五”时期，我国石油炼化行业将继续加快淘汰落后产能，合理优化区域炼化能力布局，积极推进差异化发展，提高高端油品和下游精细化学品的比重，延伸并丰富产业价值链。

总体看，国家放开民企原油进口权和使用权的改革可能会引起行业内部并购加剧和行业集中度的提高；“十三五”期间，国家将继续引导有序发展。

2. 行业关注

第一，原油价格大幅下跌。大宗石化产品价格全线下跌，同时由于前期高价油库存较高、成品油价格数次下调等原因，原油开采行业效益增速大幅下滑。

第二，炼油行业产能结构性过剩。2015 年，我国炼油一次加工能力的产能利用率为 66.19%，其中部分地方炼油企业受原料供应和装置匹配能力限制平均产能利用率只有 33%，而发达国家的产能利用率通常为 85%左右。

第三，下游产品创新能力弱。长期以来，下游乙烯工业为了解决大宗初级产品供应问题，大多遵循“大规模、短流程、低成本”的产品方案，下游以合成树脂为主体的核心业务相对集中，而差异化产品和中高端产品比例相对较低。

第四，对外依存度高。目前我国石化行业从原料到产品对外依存度都较高，截至 2015 年底，我国原油对外依存度为 60.77%，同比上升 1.34 个百分点；下游产品中，对二甲苯、乙烯当量对外依存度分别为 52.9%和 51%；合成树脂、合成橡胶和合成纤维单体对外依存度分别为 28%、20%和 30.3%。

3. 未来发展

第一，提高行业创新能力，基础条件较好的炼化企业进行挖潜和技术改造，形成与区域市场需求相匹配的、符合国Ⅳ、国Ⅴ标准的成品油生产能力。

第二，原油进口权的放开，炼油企业为达到炼能申请条件，可能进行一系列并购重组，将带来行业集中度的增加，同时国企进口权垄断将被打破，有利于国内炼油行业的长远发展。

总体看，未来石油化工行业未来重点的发展方向在于技术研发；伴随着原油进口权的放开，行业集中度有进一步提高的趋势。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司根据产品用途的不同，将业务划分为基础化工原料制造板块和合成材料制造板块。2015 年，公司实现营业收入 260.76 亿元，较 2014 年增长 13.48%，主要系公司苯乙烯生产装置技改后年生产能力由 20 万吨升至 40 万吨，销售规模扩大所致；2015 年，公司实现净利润 9.82 亿元，较 2014 年增长 10.85%，主要系公司业务规模的扩大所致，变动原因与营业收入保持一致，其中归属于母公司所有者净利润为 8.45 亿元，同比增长 8.20%。

营业收入分板块看，2015 年基础化工原料板块仍是公司收入占比最大的业务，实现营业收入 245.18 亿元，较上年增长 16.78%，主要系公司 2015 年产能扩张所致；合成材料板块实现营业收入 15.58 亿元，较上年减少 21.42%，主要系橡胶类产能利用率降低、顺丁橡胶及聚苯乙烯价格下降所致。

毛利率分板块看，基础化工原料板块毛利率上升 0.21 个百分点至 9.14%，基本保持稳定；合成材料板块毛利率上升 1.43 个百分点至 11.15%，主要系原材料采购价格下降及公司拥有完整产业链优势所致。

表 3 2014~2015 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%，百分点）

项目	2014 年			2015 年			变化情况		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础化工原料	209.95	91.37	8.93	245.18	94.03	9.14	16.78	2.66	0.21
合成材料	19.82	8.63	9.72	15.58	5.97	11.15	-21.42	-2.66	1.43
合计	229.78	100.00	9.00	260.76	100.00	9.26	13.48	--	0.26

资料来源：公司提供

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 58.23 亿元，占 2015 年全年收入的 22.33%；实现净利润 2.62 亿元，占 2015 年全年净利润的 26.71%。

总体看，跟踪期内，受益于苯乙烯生产装置技改使得产能扩张，公司营业收入增幅较大；同时，公司各板块毛利率基本保持稳定。

2. 基础化工原料

（1）经营概况

公司的基础化工原料制造业务的经营主体为公司本部、子公司山东菏泽玉皇化工有限公司（以下简称“菏泽玉皇”）和山东玉皇盛世化工股份有限公司（以下简称“玉皇盛世”），公司产品包括碳五类（间戊二烯、异戊二烯、精碳五及双环戊二烯等）、二甲醚、液化气、苯乙烯、MTBE 以及芳烃类（汽油、柴油及燃料油等），此外还包括聚丙烯、沥青、异丁烯、石油焦、丙烯等小类产品。此外，公司贸易业务主要由玉皇盛世负责，贸易产品主要包括石脑油、重质油和燃料油等，产品全部来自外部采购。

基础化工原料制造板块方面，2015 年，随着公司 50 万吨 MTBE 装置不断释放产能，公司 MTBE 收入增长 35.69%；苯乙烯生产装置技改的完成使得产能扩大，公司苯乙烯收入增长 47.09%；芳烃产品仍然是该板块占比最高的产品，收入同比增长 2.37%，基本保持稳定；随着贸易规模的扩大，公司材料、贸易类收入增长 100.41%；碳五类、液化气类和二甲醚收入有不同程度的下降，主要系相关细分行业低迷，销售均价大幅下降所致。此外，由于各类化工产品基本都呈现下行的趋势，公司大部分基础化工原料业务各产品毛利率均略有下降，具体情况如下表所示。

表 4 公司基础化工原料制造板块营业收入和毛利率详细分类情况（单位：万元，%）

产品	2014 年		2015 年		同比变化		2016 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率（百分点）	收入	毛利率
碳五类	150,101.89	10.12	107,515.81	9.71	-28.37	-0.41	22,150.14	9.32
液化气类	103,082.56	9.21	80,898.92	9.06	-21.52	-0.15	15,168.85	8.75
苯乙烯	184,454.14	12.63	271,314.48	14.62	47.09	1.99	62,927.38	15.01

芳烃	957,240.22	8.01	979,936.37	8.85	2.37	0.84	235,656.13	9.89
二甲醚	104,301.45	9.36	77,573.10	9.02	-25.63	-0.34	17,292.13	9.17
MTBE	181,149.86	11.05	245,806.30	10.29	35.69	-0.76	49,569.36	9.73
材料、贸易类	183,538.44	6.17	367,820.93	5.12	100.41	-1.05	75,922.50	4.21
其他小类产品	235,669.97	9.22	320,983.80	9.01	36.20	-0.21	69,779.02	8.93
基础化工原料小计	2,099,538.53	8.93	2,451,849.71	9.14	16.78	0.21	548,465.51	9.48

资料来源：公司提供

（2）原材料采购

公司基础化工原料生产中，主要原料有粗碳五、甲醇、燃料油、焦化粗苯、裂解原料、稀释沥青及醚后碳四等，采购模式和结算模式较上年基本无变化。

公司由于每年产品结构会有所调整，因此采购原材料数量也会有所波动。从采购均价来看，由于化工行业低迷，各类原材料采购均价均有所下降，且降幅基本在 20%~40%之间，有效降低公司生产成本。其中，燃料油作为公司芳烃产品的主要原料，2015 年芳烃产量大幅提高，但是燃料油的采购量却大幅下降主要系公司逐步采用稀释沥青来替代燃料油，用于芳烃类产品生产，因此燃料油采购量大幅减少。由于稀释沥青进口环节免除关税，有效降低了采购成本，综合品质、产出、价格等因素考虑，稀释沥青较燃料油性价比要高。具体情况如下表所示。

表 5 公司基础化工原料制造板块主要原材料采购情况（单位：万吨，元/吨）

原料类别	2014 年		2015 年		同比变化		2016 年 1~3 月	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
粗碳五	19.67	5,928.94	19.35	3,833.78	-1.63	-35.34	5.10	3,339.14
甲醇	49.81	1,949.31	48.69	1,711.44	-2.25	-12.20	12.73	1,557.27
粗苯	32.69	5,737.11	32.82	3,243.26	0.40	-43.47	8.06	2,756.15
裂解原料	19.21	5,365.34	19.57	4,023.67	1.87	-25.01	5.01	3,046.20
燃料油	151.51	3,651.48	53.26	2,687.10	-64.85	-26.41	10.25	1,984.95
丁二烯	8.43	7,697.87	7.13	5,719.77	-15.42	-25.70	1.21	5,255.44
乙烯	6.82	9,946.85	12.15	7,799.04	78.15	-21.59	3.03	7,127.61
醚后碳四	39.17	5,327.71	69.63	3,869.99	77.76	-27.36	16.98	3,138.05
稀释沥青	-	-	167.60	2,046.32	--	--	45.85	1,491.42

资料来源：公司提供

注：裂解原料即气分原料，主要为石油液化气。

（3）产品生产

从产能来看，公司基础化工原料业务除苯乙烯生产装置技改后年生产能力由 20 万吨升至 40 万吨，其他主要产品产能未发生变化。从产量来看，公司 160 万吨延迟焦化装置自 2013 年 9 月进入试生产，近两年芳烃类产能持续释放，2015 年产量较 2014 年增长 67.14 万吨至 213.41 万吨；苯乙烯由于产能扩张，2015 年产量增至 41.53 万吨；其他产品产量基本保持稳定。公司基础化工原料业务整体产能利用率较高，具体情况如下表所示。

表 6 公司基础化工原料制造板块主要产品生产情况

项目		2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
碳五类	产能（万吨）	20.00	20.00	20.00
	产量（万吨）	19.39	19.24	5.03
	产能利用率（%）	96.95	96.20	25.15
液化气	产能（万吨）	20.00	20.00	20.00
	产量（万吨）	18.92	19.21	4.89
	产能利用率（%）	94.60	96.05	24.45
芳烃类	产能（万吨）	220.00	220.00	220.00
	产量（万吨）	146.27	213.41	53.51
	产能利用率（%）	66.49	97.00	24.32
二甲醚	产能（万吨）	40.00	40.00	40.00
	产量（万吨）	36.29	36.01	9.25
	产能利用率（%）	90.73	90.03	23.13
苯乙烯	产能（万吨）	20.00	40.00	40.00
	产量（万吨）	23.86	41.53	11.23
	产能利用率（%）	119.30	103.83	28.08
MTBE	产能（万吨）	50.00	50.00	50.00
	产量（万吨）	29.16	49.62	12.02
	产能利用率（%）	58.32	99.24	24.04

资料来源：公司提供

（4）产品销售

2014 年 2 月，公司与中国石化化工销售有限公司签订了《战略合作框架协议书》，并于同年 4 月签订了详细的《合作协议》，中国石化化工销售有限公司对公司所有大宗化工产品（如：苯乙烯、MTBE、顺丁橡胶等），按市场统一销售价进行包销；对大宗化工原料（如：粗碳五、乙烯、丙烯、纯苯、甲醇、丁二烯等），按内供价格对公司进行供应。另外，中国石化化工销售有限公司每年给公司提供其新疆春风油田生产的 50 万吨原油，自 2014 年 12 月开始执行。而成品油销售方面，公司与中石化、中石油等签署了战略合作框架，中石化、中石油在公司均设有办事处，包销公司 80% 的成品油产品。上述销售模式同样适用于合成材料板块。

跟踪期内，公司基础化工原料产品销售的结算模式和销售方式基本不变，公司产销率基本保持稳定，维持在 90% 左右；各类产品的销售均价均呈现下降的态势，主要系原油价格持续下降传导至主要下游市场所致，具体情况如下表所示。

表 7 公司基础化工原料制造板块主要产品销售情况

项目		2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
碳五类	销量（万吨）	19.13	19.22	4.36
	销售均价（元/吨）	7,846.28	5,593.02	5,77.73
	产销率（%）	98.66	99.90	86.68
液化气	销量（万吨）	18.65	19.17	4.82
	销售均价（元/吨）	5,525.95	4,220.03	3,144.68
	产销率（%）	98.57	99.79	98.57
芳烃类	销量（万吨）	145.66	213.26	53.24
	销售均价（元/吨）	6,571.83	4,595.02	4,426.58
	产销率（%）	99.58	99.93	99.50
二甲醚	销量（万吨）	33.02	30.21	7.03
	销售均价（元/吨）	3,158.74	2,568.06	2,458.62
	产销率（%）	90.99	83.89	76.00
苯乙烯	销量（万吨）	18.63	35.93	8.83
	销售均价（元/吨）	9,899.17	7,551.33	7,126.28
	产销率（%）	78.08	86.52	78.63
MTBE	销量（万吨）	28.30	49.23	11.91
	销售均价（元/吨）	6,400.52	4,992.70	4,162.12
	产销率（%）	97.05	99.21	99.08

资料来源：公司提供

总体看，公司基础化工材料制造板块由于部分产品产能扩张，部分产品产量和销量有所增长；同时，由于原油价格持续下降，公司原材料采购价格和产品销售均价均有所下降，但公司整体毛利率基本保持稳定，略有上升。

3. 合成材料

（1）经营概况

公司合成材料制造板块包括顺丁橡胶、聚苯乙烯以及石油树脂的生产。

合成材料制造板块方面，2015 年，受市场竞争加剧影响，公司产品价格大幅下降，聚苯乙烯收入同比下降 18.97%至 7.65 亿元、橡胶类产品收入同比下降 31.30%至 6.00 亿元。但上述两类产品毛利率有所增长，主要系原材料采购价格下降及公司拥有完成产业链优势所致。石油树脂收入为 1.93 亿元，较上年增长 16.64%，但对公司收入贡献度较小，具体情况如下表所示。

表 8 公司合成材料板块营业收入和毛利率详细分类情况（单位：万元，%）

产品	2014 年		2015 年		同比变化		2016 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率（百分点）	收入	毛利率
聚苯乙烯	94,363.67	13.10	76,463.07	15.13	-18.97	2.03	19,250.29	15.78
橡胶类	87,305.62	6.17	59,980.39	6.72	-31.30	0.55	7,796.46	5.85
石油树脂	16,577.41	9.19	19,335.69	9.15	16.64	-0.04	6,759.64	10.89
合成材料小计	198,246.71	9.72	155,779.15	11.15	-21.42	1.43	33,806.39	12.51

资料来源：公司提供

（2）原材料采购

顺丁橡胶的原料为丁二烯，受化工市场变化影响较大。目前公司已和上海绿地能源（集团）有限公司签订了 2.5 万吨/年的丁二烯供应合作意向书，和辽宁华锦通达化工股份有限公司签订了 2 万吨/年的丁二烯供应合作意向书，项目原料来源比较稳定。在丁二烯国外价格较国内价格低时，公司择优从国外进口。公司自建 10 万吨/年丁二烯项目已于 2013 年 4 月投入试生产；7 万吨/年丁二烯二期项目已达到试生产条件，若完全达产后公司顺丁橡胶原料供应将实现全部自给，但目前工艺、设备正在磨合，丁二烯仍全部外购。公司聚苯乙烯的原料来源于公司自产的苯乙烯。

2015 年，公司全部原材料前五大供应商分别为 BENEWELL LIMITED，抚宁东奥石油炼化有限公司，舟山万福原石油化工有限公司，FORTUNE OIL HOLDINGS LIMITED，PETROEAST SINGAPORE PTE LTD，其合计采购金额为 55.85 亿元，占年度采购总额的比例为 23.60%，集中度较低。

（3）产品生产

公司合成材料制造板块包括顺丁橡胶、聚苯乙烯以及石油树脂的生产。公司目前拥有 5 万吨/年顺丁橡胶、10 万吨/年聚苯乙烯和 2 万吨/年石油树脂的产能，其中，顺丁橡胶 2016 年第一季度产能下降至 5 万吨，主要系原有的 5 万吨稀土橡胶装置技改为 8 万吨 SBS 聚合物装置所致；聚苯乙烯产能无变化。

从产能利用率来看，公司聚苯乙烯产能利用率较高，基本稳定在 90%以上；顺丁橡胶产能利用率有所下降，主要系公司根据市场情况主动降低产量所致。

表 9 公司合成材料制造板块主要产品生产情况

项目		2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
顺丁橡胶	产能（万吨）	10.00	10.00	5.00
	产量（万吨）	8.27	7.11	1.10
	产能利用率（%）	82.70	71.10	22.00
聚苯乙烯	产能（万吨）	10.00	10.00	10.00
	产量（万吨）	9.12	9.23	2.46
	产能利用率（%）	91.20	92.30	24.60

资料来源：公司提供

（4）产品销售

公司合成材料制造板块的主要销售和结算模式未发生变化，主要客户区域也未发生变化。各类主要产品的产销率基本维持在 98%以上，但是由于市场供过于求，销售均价均有所下降，具体情况如下表所示。

表 10 公司合成材料制造板块主要产品销售情况

项目		2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
顺丁橡胶	销量（万吨）	8.16	7.04	1.02
	销售均价（元/吨）	10,695.74	8,515.12	7,616.29
	产销率（%）	98.67	99.02	92.73
聚苯乙烯	销量（万吨）	9.01	9.14	2.42
	销售均价（元/吨）	10,470.48	8,361.81	7,942.68
	产销率（%）	98.79	99.02	98.37

资料来源：公司提供

2015 年，公司前五大销售客户分别为中国石化销售有限公司华北分公司、上海胜能燃料有限公司、青岛盖达石化有限公司、中国石油天然气股份有限公司河南销售分公司和中国石化销售有限公司河南石油分公司，其合计销售金额为 72.66 亿元，占年度销售总额的比例为 27.86%。

总体看，跟踪期内，公司根据市场情况主动降低顺丁橡胶产量，聚苯乙烯产量则基本保持稳定。公司合成材料制造板块产销率基本保持稳定，但受市场竞争激烈影响，合成材料销售均价持续下降。

4. 在建项目

截至 2016 年 3 月底，公司在建项目计划总投资 100.02 亿元，主要在建项目包括乙醇胺、丁二烯二期、杂环芳烃深加工项目和天然气制甲醇项目，已投金额为 17.72 亿元，尚需投资金额为 74.03 亿元，资金需求较大，公司面临着一定的资本支出压力。下述主要在建项目有助于公司在石油化工、精细化工产业链中进一步延伸。

表 11 公司主要在建项目情况

项目名称	建设规模 (万吨/年)	计划总投资 (亿元)	截至2016年3月底 已投金额(亿元)	未来还需投入 (亿元)
乙醇胺	7.50	6.29	6.15	0.14
丁二烯二期	7.00	6.52	6.41	0.11
杂环芳烃深加工项目	100.00	9.96	1.69	--
天然气制甲醇项目	170.00	77.25	3.47	73.78
合计	--	100.02	17.72	74.03

资料来源：公司提供

注：根据公司发展规划，杂环芳烃深加工项目已被否决，不再继续投建，前期投入 1.69 亿元，主要是公共基础设施、罐区等建设，因周围有国道及高速路出口，交通便利，公司考虑建设储运基地。

总体看，目前主要在建工程有助于公司在石油化工、精细化工产业链中得到了进一步延伸，提升自身竞争力；同时，联合评级注意到公司尚需投资额度较大，公司面临着一定的资本支出压力。

5. 经营关注

(1) 公司收入主要来自于销售基础化工原料、合成材料及其它化工产品，部分业务及相关产品具有较强的周期性特点，对宏观经济环境、地区及全球经济的周期性变化、生产能力及产量变化、消费者的需求、原料的价格及供应情况、替代产品的价格及供应情况等比较敏感，公司上游原材料及产品销售价格变动较大。此外，二甲醚、苯乙烯及聚苯乙烯、顺丁橡胶近几年由于产能增长过快等各种因素的影响，市场竞争更加激烈。

(2) 公司生产所需原材料主要包括原油（燃料油）及其下游炼化产品粗碳五、碳四液化气、丁二烯以及粗苯、甲醇、乙醇等，涉及石油化工、煤化工以及生物化工领域。这些原材料会随着国内外经济形势的变化，尤其是国际原油供给及价格的变动而出现供应及价格的波动，因而使公司生产经营面临一定的风险。

(3) 公司目前主要在建项目的尚需资金为 74.03 亿元，资金需求较大，未来公司可能面临一定的资本支出压力。

6. 未来发展

十三五期间，公司规划新增固定资产 100 亿元，资产总规模达到 400 亿元，新增销售收入 200

亿元/年，销售收入总规模突破 500 亿元/年。

公司制订了“四个重点、两个突出”的战略发展方向。第一，重点抓好美国甲醇项目建设。第二，重点抓好盛世油品技术改造工作。第三，重点抓好高科技项目及原有装置技术改造工作。第四，重点抓好玉皇新能源项目建设。第五，突出科研及科技创新工作。第六，突出对外合作共赢工作，共创双盈市场，公司与上海华谊集团合作建设“5 万吨/年甲基丙烯酸甲酯（MMA）项目”。

六、财务分析

1. 财务状况

公司 2015 年度合并财务报表已经瑞华会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计意见，公司 2016 年一季度财务数据未经审计。公司根据财政部 2014 年发布的《企业会计准则第 2 号—长期股权投资》等八项会计准则变更了相关会计政策并对比较财务报表进行了追溯重述，上述会计政策变更未对财务报表形成累计影响。2015 年，公司通过投资新设增加了 1 家子公司山东玉皇合众环保科技有限公司。总体看，公司会计政策连续，合并范围变化不大，财务数据可比性较强。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 208.33 亿元，负债合计 131.92 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 76.42 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 66.46 亿元。2015 年，公司实现营业收入 260.76 亿元，合并净利润（含少数股东损益）9.82 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 8.45 亿元；经营活动产生的现金流量净额 14.71 亿元，现金及现金等价物净增加 1.01 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额 216.68 亿元，负债合计 137.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 79.04 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 68.64 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 58.23 亿元，合并净利润（含少数股东损益）2.62 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 2.18 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.40 亿元，现金及现金等价物净增加 4.75 亿元。

2. 资产质量

截至 2015 年末，公司合并资产总额为 208.33 亿元，较年初增长 15.49%，主要系非流动资产的增加所致。公司资产构成较年初变化不大，其中流动资产占 46.68%（较年初减少 1.28 个百分点），非流动资产占 53.32%。

截至 2015 年末，公司流动资产合计 97.24 亿元，较年初增加 12.40%，主要系存货的增加所致，公司流动资产构成以货币资金（占 25.64%）、应收票据（占 6.03%）、预付款项（占 25.98%）和存货（占 28.43%）为主。其中，公司货币资金为 24.93 亿元，较年初增加 6.20%，主要系银行存款的增加，主要由银行存款（占 31.73%）和因银行承兑汇票及信用证保证金存款而使用受限的其他货币资金（占 67.67%）构成，受限资金占比较高；公司应收票据为 5.87 亿元，较年初增加 421.94%，主要系公司采用商业承兑汇票结算规模变化所致，其中商业承兑汇票占比 95.93%，有一定回收风险，但应收票据无受限情况，由于公司产品销售主要采用现款现货的结算模式，应收类资产规模一直较小，该类资产的波动对整体资产结构稳定性的影响小；公司预付款项主要为预付原料款和存缴海关的进出口保证金，账面价值为 25.26 亿元，较年初减少 2.13%，基本保持稳定；公司存货账面价值为 27.64 亿元，较年初增加 11.74%，主要系生产规模扩大导致库存产品增加所致，其中，产成品占比 72.09%，原材料占比 27.91%，由于公司存货不存在减值情形，且存货周转速度较快，

因此公司未计提存货跌价准备，但考虑到主要产品价格基本呈现下行态势，可能存在一定的存货跌价风险。

截至 2015 年末，公司非流动资产合计 111.09 亿元，较年初增长 18.34%，主要系固定资产和无形资产的增长所致，公司非流动资产构成仍以固定资产（占 57.56%）、在建工程（占 21.82%）和无形资产（占 18.51%）为主。其中，公司固定资产账面价值为 63.94 亿元，较年初增长 14.01%，主要系在建工程转入固定资产所致，受限的固定资产账面价值合计 11.57 亿元，受限资产比例为 18.10%，固定资产累计计提折旧 25.33 亿元，成新率为 60.38%，成新率水平一般；公司在建工程为 24.24 亿元，较年初减少 3.26%，主要系公司部分在建工程完工转入固定资产所致，其中账面价值为 3.56 亿元的在建工程已抵押受限，受限比例为 14.69%；公司无形资产为 20.56 亿元，较年初增长 67.17%，主要系公司购置土地增加的土地使用权和股东投入增加的专利权大幅增加所致。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额为 216.68 亿元，较年初增长 4.00%，资产结构仍以非流动资产为主。截至 2016 年 3 月末，公司流动资产为 103.28 亿元，较年初增长 6.21%；非流动资产为 113.40 亿元，较年初增加 2.08%。

总体看，跟踪期内，公司固定资产和在建工程等非流动性资产规模持续增长，同时流动资产中存货和预付账款所占比重相对较大。考虑到公司非流动资产的增长将带来产品产能增加和产品经济价值的提升，公司目前原材料采购和产品销售模式稳定，存货周转速度较快，销售收入回款稳定等因素，公司整体资产质量较高。

3. 负债及所有者权益

截至 2015 年末，公司负债总额为 131.92 亿元，较年初增加 10.56%，主要系非流动负债的增加所致，其中流动负债占 78.26%、非流动负债占 21.74%，负债结构仍以流动负债为主。

截至 2015 年末，公司流动负债合计 103.24 亿元，较年初略微增长 0.75%，基本保持稳定，主要由短期借款（占 37.54%）、应付票据（占 30.10%）和其他流动负债（占 25.18%）构成。其中，公司短期借款为 38.76 亿元，较年初增长 22.41%，主要系保证借款和信用借款的增加所致，主要由保证借款（占 81.25%）、信用借款（占 6.89%）和质押借款（占 11.86%）构成；公司应付票据为 31.08 亿元，较年初减少 19.53%，主要系结算到期票据所致；公司其他流动负债为 26.00 亿元，较年初增加 4.00%，主要系公司在 2015 年成功发行四期短期融资券（合计 19.00 亿元）和非公开定向债务融资工具（7 亿元）所致。

截至 2015 年末，公司非流动负债为 28.67 亿元，较年初增长 70.18%，主要系应付债券的增长所致，主要由长期借款（占 54.91%）、应付债券（占 34.87%）和长期应付款（占 10.21%）构成。其中，公司长期借款为 15.75 亿元，较年初增长 25.87%，主要系保证借款的增加所致，从期限分布来看，主要是在 2018 年和 2020 年到期，有一定的集中偿付压力；公司应付债券为 10.00 亿元，全部为 2015 年新增，主要系公司在 2015 年发行的 3 年期的中期票据融资券（5.00 亿元）和公司债券（5.00 亿元）；公司长期应付款为 2.93 亿元，较年初减少 32.53%，主要系公司与城联融资租赁签订的融资租赁协议到期所致，2015 年公司长期应付款全部为融资租赁款。

截至 2015 年末，公司全部债务为 124.51 亿元，较年初增长 12.01%，其中短期债务占 76.97%，长期债务占 23.03%，以短期债务为主的债务结构有待改善。由于公司 2015 年发行中期票据以及公司债券，长期债务规模增长，截至 2015 年末，公司长期债务资本化比率较年初上升 6.65 个百分点至 27.29%；全部债务资本化比率较年初下降 2.57 个百分点至 61.97%，整体债务负担有所下降，债务结构有所调整。公司资产负债率较年初下降 2.82 个百分点至 63.32%，整体仍处于合理水

平。

截至 2016 年 3 月末，公司负债总额为 137.64 亿元，较年初增长 4.34%，负债结构仍以流动负债为主。截至 2016 年 3 月末，公司流动负债为 100.06 亿元，较年初减少 3.09%；非流动负债为 37.58 亿元，较年初增长 31.06%，主要系公司发行公司债 5 亿元（“16 玉皇 01”）、短期融资券 4 亿元（“16 玉皇化工 SCP001”）和中期票据 5 亿元（“16 玉皇化工 MTN001”）所致。

截至 2016 年 3 月末，公司有息债务规模继续增长，全部债务为 129.55 亿元，其中短期债务为 91.97 亿元，长期债务为 37.58 亿元，债务结构仍以短期债务为主。截至 2016 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 63.52%、62.11%和 32.23%，公司整体债务水平较年初变化不大。

截至 2015 年末，公司所有者权益合计 76.42 亿元，较年初增长 25.12%，主要系未分配利润和资本公积的增加所致，其中归属于母公司所有者权益占 86.96%；归属于母公司的所有者权益中实收资本占 12.04%、资本公积占 13.52%、盈余公积占 7.71%、未分配利润占 66.09%，未分配利润占比较大，公司所有者权益结构稳定性一般。截至 2015 年底，公司资本公积较年初增长 130.47%，主要系 2015 年 12 月公司股东王金书以专利技术评估价值 50,879.00 万元注入公司所致。

截至 2016 年 3 月末，公司所有者权益为 790.38 亿元，较年初增加 3.43%，主要系未分配利润的增加所致，其中归属于母公司所有者权益占 86.84%；归属于母公司所有者权益中的实收资本占 11.66%、资本公积占 13.09%、盈余公积占 7.46%、未分配利润占 67.17%，权益结构较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，随着公司资本性投入规模的不断增加，有息债务压力持续增加，同时公司的债务结构有所优化，但仍以短期债务为主。公司所有者权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

受苯乙烯产品产能和贸易规模扩大的影响，2015 年公司实现营业收入 260.76 亿元，较上年增加 13.48%。2015 年，公司实现净利润 9.82 亿元，较上年增加 10.85%；实现归属于母公司所有者的净利润 8.45 亿元，较上年增加 8.20%。

从期间费用看，管理费用、销售费用和财务费用均较上年有所增长。其中，财务费用因有息债务规模的扩大较上年增加 30.57%至 3.38 亿元；管理费用因人工成本增加较上年增长 23.27%至 3.33 亿元；销售费用因业务规模扩大较上年增长 8.64%至 2.23 亿元。2015 年，公司期间费用总额为 8.94 亿元，较上年增加 21.75%；费用收入比为 3.43%，较上年上升 0.23 个百分点，但费用控制能力仍然较强。

2015 年公司投资收益为 0.13 亿元，较上年增长 330.69%，主要系公司短期理财产品增加所致，在利润总额中占比为 1.00%；营业外收入为 1.19 亿元，较上年减少 25.36%，主要系政府补助减少所致，在利润总额中占比 8.99%。

受原材料下降幅度高于产品销售价格的下降幅度所致，公司营业利润率由上年的 7.74%提高至 8.03%；主营业务毛利率由上年的 9.00%提高至 9.26%。由于所有者权益的增加，公司净资产收益率指标由上年的 15.68%略微下降至 14.28%，但公司仍具有很强的盈利能力。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 58.23 亿元，利润总额 3.49 亿元，净利润为 2.62 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.18 亿元。

总体看，跟踪期内，公司由于苯乙烯产品产能和贸易规模扩大，公司营业收入及净利润规模有所增长，公司整体盈利能力较强。未来随着在建工程的如期投产，公司收入规模和盈利能力有

望进一步提升。

5. 现金流

2015 年，公司经营活动现金流净额为 14.71 亿元，较上年减少 23.96%，主要系公司银行承兑汇票到期结算使得经营活动现金流出增加所致；公司现金收入比为 113.71%，较上年下降了 0.78 个百分点，仍处于较高水平，收入实现质量较好。2015 年，公司投资活动现金流入规模较上年大幅增长 349.65%，主要系公司短期理财产品确认的投资收益增加所致；投资活动现金流出规模较上年减少 1.79%至 27.12 亿元；投资活动现金净流出 26.99 亿元。2015 年，公司筹资活动现金净流入 13.29 亿元，较上年增长 4.14%，主要系公司发行债券收到的现金增长所致。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为 5.40 亿元，投资活动产生的现金流量净流出 5.59 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 4.94 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流状况良好，经营性现金流规模较大，收入实现质量较高，但仍不能满足公司现阶段的投资活动所需，公司尚存较强的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年，公司流动比率、速动比率均较上年有所提高。其中，流动比率由上年的 0.84 倍提升至 0.94 倍；速动比率由上年的 0.60 倍提升至 0.67 倍。2015 年，公司现金短期债务比为 0.32 倍，较上年有所提升，但考虑到部分资金受限，实际指标水平略低于上述测算倍数；经营现金流动负债比率由上年的 18.87%下降至 14.25%。整体看，公司短期偿债能力一般。

2015 年，受利润总额增长的影响，公司 EBITDA 较上年增长 23.90%至 24.11 亿元；主要由折旧（占 30.21%）、利润总额（占 54.89%）、计入财务费用的利息支出（占 11.80%）和摊销（占 3.10%）构成。2015 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.28 倍上升至 4.42 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.18 倍上升至 0.19 倍，EBITDA 对利息支出和全部债务的保障程度尚可。2015 年，公司经营现金债务保护倍数由上年的 0.17 倍下降至 0.12 倍，经营性现金流量净额对全部债务的保护能力一般。整体看，公司 EBITDA 有所增长，使得公司长期偿债能力指标略有上升，公司长期偿债能力有所增强，但仍属一般水平。

截至 2016 年 3 月末，公司获得银行授信额度共计 157.58 亿元，已实际使用 127.87 亿元，尚余未使用的授信额度为 29.71 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司无重大诉讼或未决事项。

截至 2015 年末，公司提供对外担保合计 17.90 亿元，占公司净资产的 23.42%，主要是山东省内的企业，基本上是长期互保协议，区域集中度较高，且大部分被担保企业属于化工行业，公司面临着一定的或有负债风险（见下表）。

表 12 截至 2015 年末公司对外担保情况表（单位：亿元）

编号	单位名称	资产	净资产	营业收入	净利润	担保金额
1	洪业化工集团股份有限公司	168.19	83.03	243.27	13.81	4.04
2	山东吉安化工有限公司	34.57	18.14	15.90	1.52	1.95
3	山东吉昌化工有限公司	7.41	3.61	10.03	0.73	0.38
4	山东洪达化工有限公司	27.59	12.69	18.53	0.93	2.10
5	山东东方明化工股份有限公司	33.06	19.95	26.78	2.39	4.13
6	山东东巨化工有限公司	34.60	14.51	24.08	2.38	2.50

7	山东达驰电气有限公司	32.50	14.66	24.55	1.75	1.00
8	山东方明药业集团股份有限公司	26.38	12.09	21.95	2.90	0.70
9	山东省呈祥电工电气有限公司	24.70	11.58	21.55	1.81	0.40
10	山东明胜纺织有限公司	12.03	6.72	8.33	0.48	0.70
	合计	--	--	--	--	17.90

资料来源：公司提供，联合评级整理。

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2016 年 2 月 26 日，公司无未结清的不良信贷信息记录；已结清的信贷信息记录中，关注类存在 1 笔贷款和 2 笔保理业务，全部为公司在工商银行股份有限公司东明支行办理，该三笔业务因银行系统原因未及时划扣，非公司原因造成；公司无关注和不良的对外担保信息。

总体看，跟踪期内，公司部分偿债指标水平较上年有所增强，公司偿债能力仍属较强，但公司对外担保比例较高，区域集中度较大，且大部分被担保企业属于化工行业，存在一定的或有负债风险。

七、本次公司偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年 3 月末，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 34.97 亿元，约为“15 玉皇 01”和“16 玉皇 01”本金合计（10 亿元）的 3.50 倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度较高；净资产达 79.04 亿元，约为债券本金合计（10 亿元）的 7.90 倍，公司现金类资产和净资产能够对“15 玉皇 01”和“16 玉皇 01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 24.11 亿元，约为债券本金合计（10 亿元）的 2.41 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 310.51 亿元，约为债券本金合计（10 亿元）的 31.05 倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司经营规模较大，经营获现能力强等因素，公司对“15 玉皇 01”和“16 玉皇 01”的偿还能力较强。

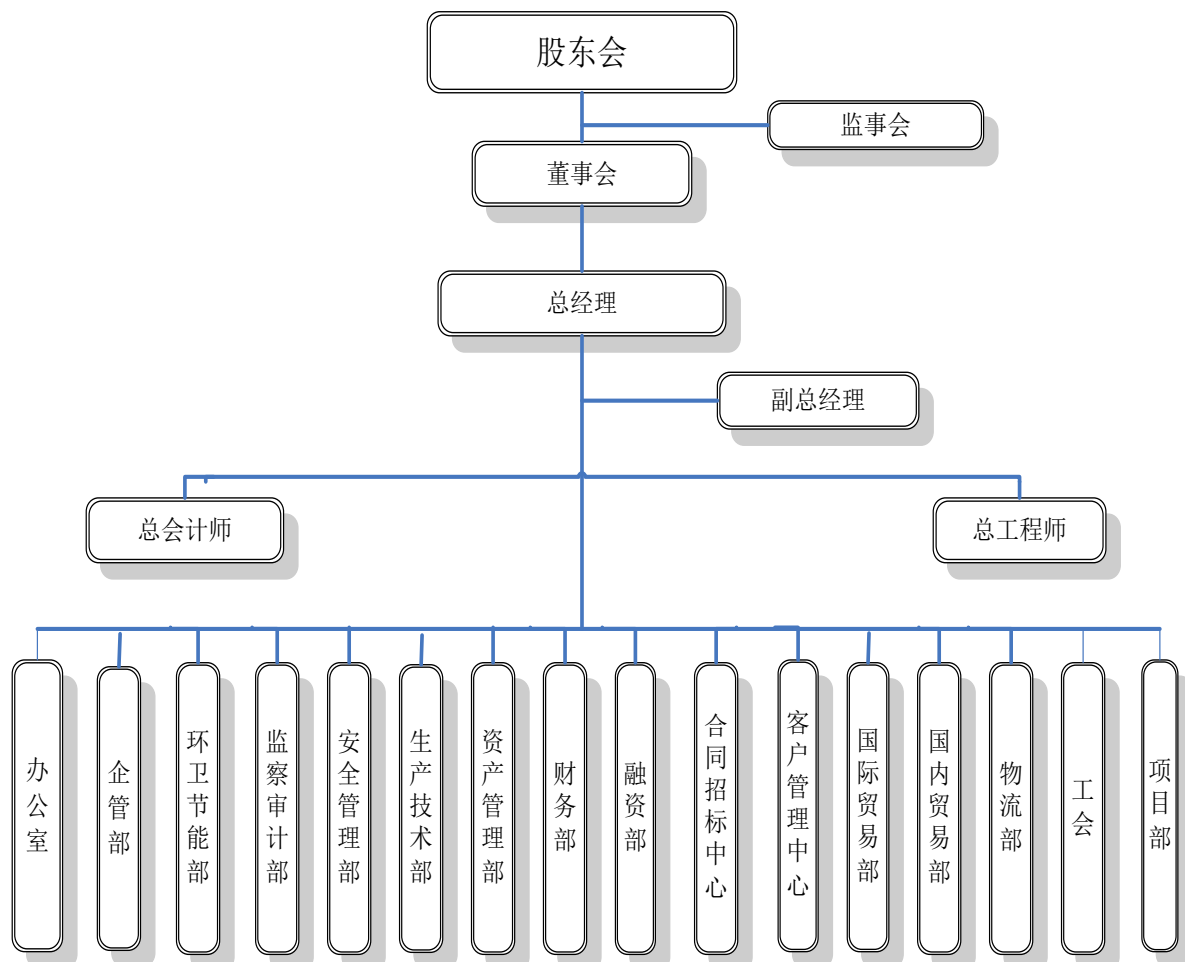
八、综合评价

跟踪期内，受益于苯乙烯产品产能和贸易规模的扩大，公司的营业收入及盈利规模有所扩张；产品结构和产销率较为稳定，经营稳健，经营获现能力强，整体经营状况良好。但同时，化工行业不景气的大环境使得公司主要原材料和产品销售价格大幅下降、国际原油价格短期内大幅下滑、公司面临持续的外部融资需求及或有负债风险等因素对公司的信用水平产生的不利影响。

未来随着在建、拟建项目的陆续投产，公司在石油化工产业链中将得到进一步延伸，收入及利润规模有望进一步扩大。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“AA”；同时维持“15 玉皇 01”和“16 玉皇 01”的债项信用等级“AA”。

附件 1 山东玉皇化工有限公司 组织结构图



附件 2 山东玉皇化工有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	180.40	208.33	216.68
所有者权益（亿元）	61.08	76.42	79.04
短期债务（亿元）	95.28	95.83	91.97
长期债务（亿元）	15.88	28.67	37.58
全部债务（亿元）	111.16	124.51	129.55
营业收入（亿元）	229.78	260.76	58.23
净利润（亿元）	8.86	9.82	2.62
EBITDA（亿元）	19.45	24.11	--
经营性净现金流（亿元）	19.34	14.71	5.40
应收账款周转次数（次）	105.39	68.99	--
存货周转次数（次）	9.31	9.03	--
总资产周转次数（次）	1.42	1.34	0.27
现金收入比率（%）	114.49	113.71	116.72
总资本收益率（%）	7.43	6.79	--
总资产报酬率（%）	8.30	8.27	--
净资产收益率（%）	15.68	14.28	3.37
营业利润率（%）	7.74	8.03	8.82
费用收入比（%）	3.20	3.43	2.94
资产负债率（%）	66.14	63.32	63.52
全部债务资本化比率（%）	64.54	61.97	62.11
长期债务资本化比率（%）	20.63	27.29	32.23
EBITDA 利息倍数（倍）	3.28	4.42	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.19	--
流动比率（倍）	0.84	0.94	1.03
速动比率（倍）	0.60	0.67	0.75
现金短期债务比（倍）	0.26	0.32	0.38
经营现金流动负债比率（%）	18.87	14.25	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.95	2.41	--

注：1、由于2016年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

2、长期应付款计入长期债务。

3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。