跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]948 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”、“16 玉皇 01”、“16 玉皇 03”和“16 玉皇 04”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年 六 月二十三日

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

山东玉皇化工有限公司
公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

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	3 年（2+1）	AA	2016.06.15	AA
16 玉皇 01	5 亿元	3 年（2+1）	AA	2016.06.15	AA
16 玉皇 03	5 亿元	5 年（3+2）	AA	2016.11.14	AA
16 玉皇 04	5 亿元	5 年（3+2）	AA	2016.11.22	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 23 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	208.33	238.26	261.85
所有者权益（亿元）	76.42	90.79	93.96
长期债务（亿元）	28.67	56.91	76.86
全部债务（亿元）	124.51	137.90	157.03
营业收入（亿元）	260.76	275.52	69.20
净利润（亿元）	9.82	11.08	3.17
EBITDA（亿元）	24.11	26.79	--
经营性净现金流（亿元）	14.71	17.12	2.84
营业利润率（%）	8.03	8.51	8.75
净资产收益率（%）	14.28	13.26	3.43
资产负债率（%）	63.32	61.90	64.11
全部债务资本化比率(%)	61.97	60.30	62.56
流动比率（倍）	0.94	1.14	1.40
EBITDA 全部债务比(倍)	0.19	0.19	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.42	4.53	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.21	1.34	--

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、2017 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，山东玉皇化工有限公司（以下简称“公司”或“玉皇化工”）在产品结构与产业链、生产规模、成本控制、外部支持等方面仍保持了较强的综合竞争优势。2016 年，原油价格逐渐回暖带动下游产品价格上涨，公司营业收入明显增长，盈利水平有所提高；公司产能利用率、产销率、经营现金流状况继续保持较好水平，经营情况良好。但同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司在建项目规模较大，存在一定资本支出压力；债务负担较重且存在集中偿付风险；对外担保金额较大，存在或有负债风险；原材料及产品价格易受原油价格波动等因素给公司信用水平带来的不利影响。

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，成本控制能力有望增强；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，评级展望为“稳定”；同时维持“15 玉皇 01”、“16 玉皇 01”、“16 玉皇 03”和“16 玉皇 04”的债项信用等级“AA”。

优势

1．公司以石油化工为主体，并向精细化工延伸，产品线丰富，产业链完整，有效提升了整体抗风险能力。

2．2016 年，原油价格逐渐回暖带动下游产品价格上涨，公司营业收入和营业利润规模明显增长，且收入实现质量保持良好水平。

3．2016 年，公司经营情况良好，大部分产品的产能利用率和产销率保持较高水平，公司盈利能力较强。

关注

1．公司所处石油化工行业对原油价格走势敏感，国际油价波动将对公司经营产生较大影响；同时现阶段石油化工行业处于产能过剩阶段，受环保政策、油品升级等政策影响较大。

2．公司在建项目规模较大，将给公司带来一定的资本支出压力，同时公司重点在建项目地处美国，易面临一定的汇率波动风险及境外政策、法规变化风险。

3．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，公司将面临一定的或有负债风险。同时，公司债务负担较重且存在一定集中偿付压力。

分析师

王　越
电话：010-85172818
邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn
岳　俊
电话：010-85172818
邮箱：yuej@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：

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 56.00%。

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 59.00%。

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 2017 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 62.00%，为公司的实际控制人，具体股权结构情况如下：

表 1　截至 2017 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材料和聚苯乙烯、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 2017 年 3 月末，公司辖下 9 家一级控股子公司、5 家二级控股子公司；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 5,785 名。

截至 2016 年末，公司合并资产总额 238.26 亿元，负债合计 147.47 亿元，所有者权益（含少数股东权益）90.79 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 88.90 亿元。2016 年，公司实现营业收入 275.52 亿元，净利润（含少数股东损益）11.08 亿元，归属于母公司净利润 9.19 亿元；经营活动产生的现金流量净额 17.12 亿元，现金及现金等价物净增加 6.02 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额 261.85 亿元，负债合计 167.88 亿元，所有者权益（含

少数股东权益）93.96 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 92.03 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 69.20 亿元，净利润（含少数股东损益）3.17 亿元，归属于母公司所有者的净利润合计 3.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.84 亿元，现金及现金等价物净增加 18.42 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

1.“15 玉皇 01”和“16 玉皇 01”

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2015〕2303 号文核准，公司获准面向合格投资者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”发行时票面利率为 6.35%；债券期限为 3 年，在第 2 年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权；“15 玉皇 01”于 2015 年 11 月 23 日正式起息，付息日为存续期内每年的 11 月 23 日。“16 玉皇 01”发行时票面利率为 6.35%；债券期限为 3 年，在第 2 年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权；“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。

2.“16 玉皇 03”和“16 玉皇 04”

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2016〕2392 号文核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值不超过人民币 10 亿元的公司债券。2016 年 11 月公司完成了 2016 年公司债券（第二期）5 亿元的发行（债券简称：“16 玉皇 03”，债券代码：“136847.SH”），2016 年 12 月完成了 2016 年公司债券（第三期）5 亿元的发行（债券简称：“16 玉皇 04”，债券代码：“136871.SH”）。“16 玉皇 03”发行时票面利率为 6.00%；债券期限为 5 年，在第 3 年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权；“16 玉皇 03”于 2016 年 11 月 21 日正式起息，付息日为存续期内每年的 11 月 21 日。“16 玉皇 04”发行时票面利率为 7.00%；债券期限为 5 年，在第 3 年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权；“16 玉皇 04”于 2016 年 12 月 12 日正式起息，付息日为存续期内每年的 12 月 12 日。

表 2　公司债券发行相关情况

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（%）
15 玉皇 01	136056.SH	2015-12-21	2015-11-23	2018-11-23	5	3（2+1）	6.35
16 玉皇 01	136182.SH	2016-02-15	2016-01-22	2019-01-22	5	3（2+1）	6.35
16 玉皇 03	136847.SH	2016-12-12	2016-11-21	2021-11-21	5	5（3+2）	6.00
16 玉皇 04	136871.SH	2016-12-22	2016-12-12	2021-12-12	5	5（3+2）	7.00

资料来源：Wind 资讯

公司已于 2016 年 11 月 23 日支付“15 玉皇 01”2015 年 11 月 23 日至 2016 年 11 月 22 日期间的利息；2017 年 1 月 23 日支付“16 玉皇 01”2016 年 1 月 22 日至 2017 年 1 月 21 日期间的利息；“16 玉皇 03”和“16 玉皇 04”尚未开始付息。

“15 玉皇 01”、“16 玉皇 01”、“16 玉皇 03”和“16 玉皇 04”的募集资金用途均为偿还银行借款和补充公司流动资金。截至 2017 年 3 月底，上述公司债券募集资金已按募集说明书约定用途使用

完毕。

三、运营环境

1．行业概况

2016 年，我国石油化工行业发展整体稳中趋缓，我国石油和化工行业规模以上企业全年实现主营业务收入 13.29 万亿元，同比增长 1.7%；其中石油加工业行业规模以上企业实现主营收入 2.88 万亿元，同比下降 2.0%，主要原因系产能过剩和安全环保压力加大使得行业效益出现下滑。

截至 2016 年末，我国炼油能力已达 7.5 亿吨/年，占全球炼油总能力的 15%，居世界第二位，其中全国地方炼厂（含央企收购或控股的地炼企业）的炼油总产能为 2.62 亿吨/年，占全国炼油总产能的 34.8%。从经营主体看，我国形成了以中石油、中石化为主，中海油、中国化工、中化、中国兵器、地方炼油、外资及煤基油品企业等多元化市场主体的竞争格局。从炼厂数看，中石油 26 家，中石化 35 家，中海油 12 家，煤制油 15 家，其他炼厂（主要为中小型炼厂）100 余家。2016 年，全国千万吨级炼厂有 24 座，合计炼油能力 3.14 亿吨/年，仅占全国的 42%。炼厂平均规模上，中石化 743 万吨/年，中石油 725 万吨/年，接近世界平均规模。但众多中小规模炼厂的存在，使全国炼厂的平均规模仅为 405 万吨/年左右，大大低于世界平均水平 754 万吨/年。2016 年我国原油炼油能力 7.5 亿吨，原油加工量只有 5.4 亿吨，各类炼厂开工率平均值仅为 76.7%，其中地炼企业开工率为 52.6%。

基础化工方面，2016 年我国乙烯累计产量为 1,781.14 万吨，同比增长 3.90%，增速较上年提高 2.30 个百分点；丙烯累计产量为 2,261.00 万吨，同比增长 13.63%，增速较上年提高 5.85 个百分点。合成材料方面，2016 年我国合成橡胶累计产量为 545.80 万吨，同比增长 8.90%；合成树脂及共聚物累计产量为 8,226.70 万吨，同比增长 6.60%；合成纤维单体累计产量为 3,770.27 万吨，同比增长 5.50%。在宏观经济逐渐回暖带动下，2016 年我国基础化工和合成材料仍保持稳健发展。

总体看，石油石化行业在国民经济中占据重要地位，在宏观经济逐渐复苏的环境下，2016 年石油化工整体发展稳中趋缓，但我国石化产业仍处于产业结构调整和化解产能过剩的阶段。

2．行业上下游

（1）行业上游

我国油气资源较为丰富，但资源赋付条件差，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。随着 2015 年国家进口原油权面向地炼企业的开放，截至 2016 年末，国家已对 22 家地炼企业发放了 8,193 万吨/年原油使用配额，全年进口原油量由 2015 年的 110 万吨大幅增至 4,490 万吨，总量已占国内原油进口总量的 11.8%，增量占全国原油当年进口增量的 74.4%，一定程度上缓解了我国石油化工行业原料供应的短缺局面。

从原油价格来看，2016 年一季度原油价格从历年低位开始触底反弹，随后开始震荡上行；受欧佩克减产协议达成导致原油供需关系改善影响，2016 年三季度起原油价格稳步回升，目前英国布伦特 Dtd 原油价格在 50 美元/桶左右震荡。2016 年，石油化工行业原料采购成本呈上涨趋势，但仍处于历史较低水平。

总体看，2016 年我国原油进口使用配额和进口量有所增长，一定程度上缓解了我国石油化工行业原料供应的短缺局面；受欧佩克减产协议达成，原油价格逐步回升，短期内石油化工行业原料采购成本呈上涨趋势。

（2）行业下游

成品油消费方面，2016 年全年国内柴油表观消费量为 1.65 亿吨，同比下降 4.99%；汽油表观消费量 1.20 亿吨，同比上涨 3.40%，增速下降 5.69 个百分点，出口 969.29 万吨，同比增长 64.50%，剔除出口增幅后，国内消费增长动力不足；煤油表观消费量 3,025 万吨，同比增加 9.25%，增速下降 7.93 个百分点，但仍处于较高水平，主要系航空煤油消耗量逐年增加所致。2016 年成品油（汽煤柴合计）累计表观消费量为 3.15 亿元，同比下降 0.52%，总体仍保持基本稳定，但以第一产业结构发展为消费驱动的柴油、汽油在我国产业结构调整过程中需求放缓。

2016 年我国乙烯表观消费量为 1,945.84 万吨，同比增长 4.27%，增速较上年提高 3.20 个百分点。合成材料方面，2016 年，全国合成纤维单体表观消费量为 4,560.90 万吨，同比增长 41.49%，增速提高 43.05 个百分点；合成橡胶表观消费量为 855.70 万吨，同比增长 22.98%，增速提高 17.71 个百分点；合成树脂表观消费量为 10,835.00 万吨，同比增长 4.38%，增速下降 3.17 个百分点，受国内外宏观经济增速回暖影响，特别是 2016 年房地产市场回暖，合成材料消费有所增长。

总体看，2016 年受产业结构调整影响，国内柴油、汽油消费增速趋缓；但宏观经济回暖带动基础化工及合成材料消费量大幅增长。

3．行业政策

2016 年 2 月，国家发改委、公安部、环保部、商务部、工商总局、质监总局、能源局等 11 部委近日联合印发《关于进一步推进成品油质量升级及加强市场管理的通知》（发改能源〔2016〕349 号），要求严格按时限停售低标准油品，规范成品油流通管理，加强炼厂质量升级和生产监管，落实相关管理责任。

2016 年 7 月，国务院发布《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》，提出要淘汰工艺技术落后、安全隐患大、环境污染严重的落后产能；推进沿海七大石化产业基地建设，炼油、乙烯、芳烃新建项目有序进入石化产业基地；重点推动传统化工企业兼并重组，形成一批具有国际竞争力的大型企业集团。

2016 年 9 月，工信部印发《石化和化学工业发展规划（2016-2020 年）（以下简称“规划”）》，规划提出“十三五”期间石化和化学工业增加值年均增长 8%，销售利润率小幅提高，2020 年达到 4.9%。

2017 年 4 月 27 日，国家发改委发布《国家发展改革委关于有关原油加工企业申报使用进口原油问题的通知》（发改运行〔2017〕791 号，以下简称“通知”），自 2017 年 5 月 5 日起，发改委停止接收有关原油加工企业使用进口原油的申报材料。对 2017 年 5 月 4 日前已按规定完整提交申报材料的企业，发改委将按照发改运行〔2015〕253 号文件（以下简称“253 号文”）规定，继续开展后续核查评估等工作。

总体看，2016 年，国家产业政策仍从控制上游原料供给、提高环保要求、鼓励兼并重组等多方面调整我国石化行业产能过剩现状，推进行业结构调整；同时油品质量升级对炼油企业工艺、产品质量等方面提出更高要求。

4．行业关注

第一，原油对外依存度高。虽然我国油气资源较为丰富，但资源赋存条件差，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。2016 年我国原油进口 3.81 亿吨，同比增长 13.60%，12 月底原油对外依存度高达 65.44%。

第二，炼油行业产能过剩。2016 年我国原油炼油能力 7.5 亿吨，加工量只有 5.4 亿吨，各类炼厂开工率平均值仅为 76.7%，其中地炼企业开工率为 52.6%，而发达国家的产能利用率通常为 85%左右，表明我国炼油行业产能过剩。

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。

5．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，扩大对外科技交流与合作，引进石化先进技术装备，培育一批油气开采、油气化工、煤化工等境外基地，提高资源能源保障能力，提升资源国深加工能力。

第三，推动石化行业两化深度融合，在大型石化企业开展智能制造试点示范，突破一批石化智能制造关键技术，以信息化改造传统产业，提高生产效率，降低成本，增强核心竞争力。

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。2016 年，公司实现营业收入 275.52 亿元，同比增长 5.66%，主要系芳烃类产品销售价格大幅提高，带动基础化工原料制造板块收入增加所致；2016 年，公司实现净利润 11.08 亿元，同比增长 12.86%，其中归属于母公司所有者净利润为 9.19 亿元，同比增长 8.74%。

营业收入分板块看，2016 年，基础化工原料板块仍是公司最主要的收入来源，实现营业收入 259.63 亿元，同比增长 5.89%，主要系在原油价格回暖带动下，公司芳烃类产品销售价格增幅较大所致；合成材料板块实现营业收入 15.89 亿元，同比增长 1.99%，主要系石油树脂产能扩大，产销量实现增长所致；公司各板块收入占比较上年变化不大。

毛利率分板块看，2016 年，公司基础化工原料板块毛利率上升 0.51 个百分点至 9.65%，主要系公司根据原料价格积极调整采购原料品种，基础化工营业成本增幅小于收入增幅所致；合成材料板块毛利率上升 0.66 个百分点至 11.81%，主要由于合成材料中的石油树脂产能扩大摊薄单位生产成本从而带动该板块毛利率提高；公司综合毛利率小幅提高 0.51 个百分点至 9.77%。

表 3　2015~2016 年公司营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%，个百分点）

项目	2015 年			2016 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	245.18	94.03	9.14	259.63	94.23	9.65	5.89	0.20	0.51
合成材料	15.58	5.97	11.15	15.89	5.77	11.81	1.99	-0.20	0.66
合计	**260.76**	**100.00**	**9.26**	**275.52**	**100.00**	**9.77**	**5.66**	**--**	**0.51**

资料来源：公司提供

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 69.20 亿元，同比增长 18.84%，主要系产品价格较去年同期增长所致；实现净利润 3.17 亿元，同比增长 20.71%。

总体看，2016 年，受益于芳烃类产品销售价格上涨，公司营业收入实现增长；同时，公司各板块毛利率小幅提高。

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”），公司主要产品包括碳五类（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，2016 年，在原油价格逐渐回暖带动下，公司大部分基础化工原料制造板块产品价格上涨，营业收入实现增长，其中芳烃产品仍然是该板块占比最高的产品，收入同比增长 15.61%至 113.29 亿元，增幅较大；苯乙烯，二甲醚，材料、贸易类收入均有不同程度上涨。碳五类产品销售收入同比下降 7.07%至 9.99 亿元；液化气类产品同比下降 20.25%至 6.45 亿元；MTBE 产品销售收入同比下降 12.43%至 21.53 亿元，主要系受行业产能扩张过快，导致供给宽松的市场因素影响，产品销售价格下降所致。公司基础化工原料业务毛利率略微上涨 0.51 个百分点至 9.65%，各产品毛利率变化不大，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	2015 年		2016 年		同比变化		2017 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	107,515.81	9.71	99,909.24	9.35	-7.07	-0.36	23,745.14	9.47
液化气类	80,898.92	9.06	64,513.13	9.01	-20.25	-0.05	18,247.46	8.96
苯乙烯	271,314.48	14.62	287,402.67	14.38	5.93	-0.24	79,206.20	14.41
芳烃	979,936.37	8.85	1,132,898.44	10.73	15.61	1.88	280,275.42	10.27
二甲醚	77,573.10	9.02	88,802.57	9.29	14.48	0.27	25,049.85	9.52
MTBE	245,806.30	10.29	215,253.81	10.13	-12.43	-0.16	56,146.90	9.85
材料、贸易类	367,820.93	5.12	393,934.51	4.18	7.10	-0.94	84,206.52	2.06
其他小类产品	320,983.80	9.01	313,543.91	8.25	-2.32	-0.76	75,241.02	8.37
基础化工原料小计	**2,451,849.71**	**9.14**	**2,596,258.28**	**9.65**	**5.89**	**0.51**	**642,118.51**	**9.35**

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，2016年公司大部分原材料采购均价均有所下降，降幅基本在20%以内，有效降低了公司生产成本。其中，燃料油作为公司芳烃产品的主要原料，2016年，受燃料油价格跌幅较大影响，综合品质、产出、价格等因素考虑，2016年燃料油性价比要高于稀释沥青，公司调整2015年使用稀释沥青来替代燃料油的策略，加大燃料油采购数量，有效降低了采购成本。2016年5万吨/年稀土顺丁橡胶装置技改为8万吨/年SBS的项目已完成并投入生产，丁二烯作为顺丁橡胶的主要原材料，受顺丁橡胶产量下降影响，丁二烯采购量下降；同时2016年7万吨/年丁二烯二期项目已达到试生产条件，若产能全部释放，后期丁二烯原料有望全部自供。其余原材料采购数量变动幅度均不大；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	2015年		2016年		同比变化		2017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	19.35	3,833.78	19.43	3,851.01	0.41	0.45	5.08	3,785.21
甲醇	48.69	1,711.44	49.85	1,719.71	2.38	0.48	12.53	2,155.62
粗苯	32.82	3,243.26	32.93	3,455.53	0.34	6.54	8.31	4,349.06
裂解原料	19.57	4,023.67	19.33	3,216.65	-1.23	-20.06	4.83	3,681.31
燃料油	53.26	2,687.10	95.87	2,189.21	80.00	-18.53	32.73	2,192.65
丁二烯	7.13	5,719.77	3.83	7,919.77	-46.28	38.46	0.04	9,908.67
乙烯	12.15	7,799.04	12.36	7,879.18	1.73	1.03	3.11	8,201.82
醚后碳四	69.63	3,869.99	70.91	3,416.29	1.84	-11.72	16.65	3,673.93
稀释沥青	167.60	2,046.32	126.87	1,820.95	-24.30	-11.01	21.72	2,179.49

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。

2016年，公司全部原材料前五大供应商分别为中石油燃料油有限责任公司、BENEWELL LIMITED、辽宁华路特种沥青有限公司、江苏恒茂再生能源有限公司、盘锦东旺沥青有限公司，其合计采购金额为61.57亿元，占年度采购总额的比例为24.77%，集中度较低。

（3）产品生产

从产能来看，公司基础化工原料业务产品产能未发生变化。从产量来看，苯乙烯由于2015年产能扩张，2016年产能继续释放，产量同比增长7.92%至44.82万吨；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		2015年	2016年	2017年1~3月
碳五类	产能（万吨）	20.00	20.00	20.00
	产量（万吨）	19.24	19.33	5.02
	产能利用率（%）	96.20	96.65	100.40
液化气	产能（万吨）	20.00	20.00	20.00
	产量（万吨）	19.21	19.03	4.75
	产能利用率（%）	96.05	95.15	95.00
芳烃类	产能（万吨）	220.00	220.00	220.00
	产量（万吨）	213.41	216.13	53.01

	产能利用率（%）	97.00	98.24	96.38
二甲醚	产能（万吨）	40.00	40.00	40.00
	产量（万吨）	36.01	36.43	9.15
	产能利用率（%）	90.03	91.08	91.50
苯乙烯	产能（万吨）	40.00	40.00	40.00
	产量（万吨）	41.53	44.82	11.43
	产能利用率（%）	103.83	112.05	114.30
MTBE	产能（万吨）	50.00	50.00	50.00
	产量（万吨）	49.62	49.07	12.27
	产能利用率（%）	99.24	98.14	98.16

资料来源：公司提供
注：2017 年 1 季度产能利用率已年化

（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，保底包销公司 80%的成品油产品。上述销售模式同样适用于合成材料板块。

2016 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、中国石油天然气股份有限公司河南销售分公司、青岛盖达石化有限公司、上海南熙国际贸易有限公司、中国石化销售有限公司河南石油分公司；其合计直接销售金额为 61.80 亿元，占年度销售总额的比例为 22.43%。

2016 年，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。销售价格上，液化气和 MTBE 受市场下行影响，价格均呈下降趋势，其中液化气销售均价同比下降 18.35%至 3,445.54 元/吨；MTBE 销售均价同比下降 7.16%至 4,635.28 元/吨；其余产品的销售均价呈现上升的态势，主要系原油价格回升传导至下游市场所致。销售数量上，碳五类、液化气和 MTBE 略有下降，其余产品销量略有上涨，公司产销率基本保持稳定，基本维持在 90%左右。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		2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
碳五类	销量（万吨）	19.22	17.97	4.19
	销售均价（元/吨）	5,593.02	5,561.23	5,663.94
	产销率（%）	99.90	92.96	83.47
液化气	销量（万吨）	19.17	18.72	4.68
	销售均价（元/吨）	4,220.03	3,445.54	3,899.03
	产销率（%）	99.79	98.37	98.53
芳烃类	销量（万吨）	213.26	215.02	52.61
	销售均价（元/吨）	4,595.02	5,268.77	5,327.36
	产销率（%）	99.93	99.49	99.25
二甲醚	销量（万吨）	30.21	32.12	7.57
	销售均价（元/吨）	2,568.06	2,764.35	3,308.95
	产销率（%）	83.89	88.17	82.73

苯乙烯	销量（万吨）	35.93	37.49	9.22
	销售均价（元/吨）	7,551.33	7,665.68	8,587.56
	产销率（%）	86.52	83.65	80.66
MTBE	销量（万吨）	49.23	48.53	12.06
	销售均价（元/吨）	4,992.70	4,635.28	4,654.76
	产销率（%）	99.21	98.90	94.44

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，公司基础化工材料制造板块产品产销量均保持稳定，在原油价格逐渐回暖带动下，公司产品销售均价有所上涨；公司基础化工板块销售收入实现增长。

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，公司一套年产 5 万吨的顺丁橡胶设备已于 2015 年 10 月开始技改为 SBS 橡胶设备，2016 年完成技改并进行试生产，受上述因素影响，2016 年橡胶类产品产销量减少导致销售收入同比下降 6.38%至 5.62 亿元，毛利率较上年提高了 0.85 个百分点至 7.57%，毛利率变动幅度不大；2016 年石油树脂产能扩大至 3.50 万吨，产销量增加带动销售收入同比增长 32.62%至 2.56 亿元，石油树脂产能扩大摊薄单位生产成本，毛利率同比提高 1.94 个百分点；聚苯乙烯销售收入、毛利率情况基本保持稳定。受上述因素影响，公司合成材料业务毛利率同比提高 0.66 个百分点至 11.81%，基本情况如下表所示。

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	2015 年		2016 年		同比变化		2017 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率（个百分点）	收入	毛利率
聚苯乙烯	76,463.07	15.13	77,116.29	15.13	0.85	0.00	22,155.10	14.86
橡胶类	59,980.39	6.72	56,153.04	7.57	-6.38	0.85	20,823.70	12.22
石油树脂	19,335.69	9.15	25,642.17	11.09	32.62	1.94	6,888.16	9.82
合成材料小计	**155,779.15**	**11.15**	**158,911.50**	**11.81**	**2.01**	**0.66**	**49,866.96**	**11.73**

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,2016 年已达到试生产条件，若后期产能全部释放，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，丁二烯仍需部分外购（见表 5）。公司聚苯乙烯的原料来源于公司自产的苯乙烯。

（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 3.5 万吨/年石油树脂的产能，其中顺丁橡胶 2016 年产能下降至 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；石油树脂 2016 年产能上升至 3.50 万吨，主要系公司扩产所致；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；顺丁橡胶受产能下降影响，产能利用率大幅提高 33.50 个百分点至 104.60%；石油树脂产能利用率下降 4.00 个百分点至 86.00%，主要系扩产的 1.5 万吨石油树脂装置产能未完全释放所致。

表 9　公司合成材料制造板块主要产品生产情况

项目		2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
顺丁橡胶	产能（万吨）	10.00	5.00	5.00
	产量（万吨）	7.11	5.23	1.37
	产能利用率（%）	71.10	104.60	109.60
聚苯乙烯	产能（万吨）	10.00	10.00	10.00
	产量（万吨）	9.23	9.31	2.39
	产能利用率（%）	92.30	93.10	95.60
石油树脂	产能（万吨）	2.00	3.50	3.50
	产量（万吨）	1.80	3.01	0.85
	产能利用率（%）	90.00	86.00	97.14

资料来源：公司提供
注：2017 年 1 季度产能利用率已年化

（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。产品价格上，合成材料的销售均价呈现上升的态势，主要系原油价格回升传导至下游市场所致；石油树脂产品均价较 2015 年下降 21.25%至 8,486.70 元/吨，主要系我国高速公路、铁路投资下滑导致石油树脂的下游粘胶剂、路标漆行业需求放缓，市场价格下行所致；销售量上，顺丁橡胶受产能下降影响，产销量均下降；聚苯乙烯产品销售量基本保持不变；石油树脂产能扩大带动销量实现增长；2016 年各类主要产品的产销率基本维持在 95%以上，销售情况良好；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		2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
顺丁橡胶	销量（万吨）	7.04	4.97	1.28
	销售均价（元/吨）	8,515.12	11,292.35	16,264.25
	产销率（%）	99.02	95.03	93.43
聚苯乙烯	销量（万吨）	9.14	9.11	2.37
	销售均价（元/吨）	8,361.81	8,462.54	9,365.73
	产销率（%）	99.02	97.85	99.16
石油树脂	销量（万吨）	1.79	3.02	0.84
	销售均价（元/吨）	10,777.35	8,486.70	8,174.36
	产销率（%）	99.44	100.00	98.82

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，公司原有的 5 万吨稀土橡胶装置技改为 8 万吨 SBS 聚合物装置，顺丁橡胶产销量有所下降；合成树脂聚产能扩大，产销量均实现增长；苯乙烯产销量则基本保持稳定。公司合成材料制造板块产能利用率、产销率基本保持在较高水平。

4．在建项目

截至 2017 年 3 月底，公司在建项目计划总投资 78.98 亿元，包括铁路专用线项目和天然气制甲醇项目，已投金额为 13.13 亿元，尚需投资金额为 66.37 亿元，根据公司投资计划安排，2017 年投资金额较大。在建工程中，天然气制甲醇项目为公司未来重点建设项目，该项目总计划投资金额为 11.89 亿美元（折合人民币为 77.25 亿元），其中银团贷款（已通过中国银行、 恒丰银行、 中国进出口银行总行的贷款审批）8 亿美元（折合人民币约为 51.98 亿元），自筹资金 3.89 亿美元（折合人民币约为 25.27 亿元），公司仍面临着一定的资本支出压力。天然气制甲醇项目地处美国，公司借助当地天然气优势和能源成本具有高度竞争力的优势，以实现资源基地及高端的供应物流配置，实现国际化的发展战略，但同时也会使公司面临一定的汇率波动及境外政策、法规变化等风险。公司运输能力为 240 万吨/年铁路专用线总长 10.87 公里，分别有危险化学品专用线三股，煤及粮食类专用线各一条，到发线一条；该项目预计于 2017 年 7 月建成运行，建成后，年吞吐量达 240 万吨，其中危险化学品吞吐量 140 万吨，项目预计可实现营业收入 5 亿元，可进一步提高公司营业收入及利润规模。

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2017年3月底已投金额（亿元）	未来还需投入（亿元）	2017年4~12月计划投入	2018年计划投入
铁路专用线项目	240.00	1.73	2.24	0.01	0.01	--
天然气制甲醇项目	180.00	77.25	10.89	66.36	24.29	31.05
合计	--	**78.98**	**13.13**	**66.37**	**24.30**	**31.05**

资料来源：公司提供

总体看，公司在建工程尚需投资额度较大，未来公司面临着一定的资本支出压力；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，成本控制能力有望增强；收入及利润规模有望进一步扩大。

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）公司生产过程中会产生一定量的废水、废气和废渣等污染物，随着环保政策趋严，公司环保风险加大；同时，公司部分产品在生产、运输、销售过程中存在一定安全风险。

（3）公司目前主要在建项目的后续资金投入需求较大，易使公司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。

公司发展战略主要是在完善有机化工产业链的同时，推进特种橡胶、热塑性弹性体、高端树脂等新型合成材料研发及产业化的推进工作，提升产业附加值。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，重点抓好公司油品技术改造工作。第

三，重点抓好高科技项目及原有装置技术改造工作。第四，重点抓好公司美国新能源项目建设。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”，有利于公司迈入高新技术产品-甲基丙烯酸甲酯细分行业；公司与长春合众合作建设“加氢催化剂装置”，有利于提高现有闲置资产利用率。

总体看，公司的经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。随着公司各项目的稳步推进，生产成本有望得以下降，规模效益将继续增强，公司整体竞争力有望进一步增强。

六、财务分析

1．财务状况

公司 2016 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的审计意见，公司 2017 年一季度财务数据未经审计。公司财务报表按照企业会计准则的要求编制。合并范围变化上，2016 年，公司通过股权购买方式增加了 3 家子公司，分别为东明盛物流有限公司、山东玉皇盛世化工销售有限公司和荷泽圣世能源有限公司。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 2016 年末，公司合并资产总额 238.26 亿元，负债合计 147.47 亿元，所有者权益（含少数股东权益）90.79 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 88.90 亿元。2016 年，公司实现营业收入 275.52 亿元，净利润（含少数股东损益）11.08 亿元，归属于母公司净利润 9.19 亿元；经营活动产生的现金流量净额 17.12 亿元，现金及现金等价物净增加 6.02 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额 261.85 亿元，负债合计 167.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）93.96 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 92.03 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 69.20 亿元，净利润（含少数股东损益）3.17 亿元，归属于母公司所有者的净利润合计 3.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.84 亿元，现金及现金等价物净增加 18.42 亿元。

2．资产质量

截至 2016 年末，公司合并资产总额为 238.26 亿元，较年初增长 14.36%，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 44.08%，占比较年初减少 2.60 个百分点，非流动资产占 55.92%。

流动资产

截至 2016 年末，公司流动资产合计 105.02 亿元，较年初增长 8.00%，主要系货币资金增加所致，公司流动资产构成以货币资金（占 29.27%）、预付款项（占 25.34%）、存货（占 27.35%）和其他流动资产（5.72%）为主。

截至 2016 年末，公司货币资金为 30.74 亿元，较年初增长 23.29%，主要系销售规模销售回款增加所致，主要由银行存款（占 38.20%）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 61.62%）构成，受限资金占比较高。公司应收票据为 3.85 亿元，较年初下降 34.38%，主要系公司采用票据结算规模减少所致，其中商业承兑汇票占比 83.30%，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 26.61 亿元，较年初增长 5.35%，变动幅度不大。公司存货账面价值为 28.73 亿元，较年初增长 3.91%，基本保持稳定，其中产成品占 62.00%，原材料占 38.00%，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易受原油价格波动影响，可能存在一定的存货跌价风险。公司其他流动资产为 6.01 亿元，较年初增长 16.23%，主要系由尚未摊销的投入材料-催化剂构成的待摊费用增加所致。

非流动资产

截至 2016 年末，公司非流动资产合计 133.24 亿元，较年初增长 19.93%，主要系无形资产增长所致，公司非流动资产构成仍以固定资产（占 59.11%）、在建工程（占 17.52%）和无形资产（占 20.16%）为主。其中，公司固定资产账面价值为 78.76 亿元，较年初增长 23.18%，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 10.98 亿元，占固定资产比重为 13.94%；固定资产累计计提折旧 32.27 亿元，成新率为 70.94%，成新率水平一般；未办妥产权证书的固定账面原值为 66.60 亿元，占固定资产原值的比例为 59.98%。公司在建工程为 23.34 亿元，较年初下降 3.73%。公司无形资产为 26.86 亿元，较年初增长 30.64%，主要系 2016 年股东王金书用经由北京北方亚事资产评估有限责任公司评估的价值合计为 9.77 亿元的专利技术向子公司山东菏泽玉皇化工有限公司增资所致。

截至 2016 年末，公司受限资产合计 14.78 亿元，占公司总资产的比例为 5.64%，受限比例较小。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额为 261.85 亿元，较年初增长 9.90%，主要系流动资产增长所致，公司流动资产为 129.50 亿元，较年初增长 23.31%，主要系货币资金增加所致；非流动资产为 132.35 亿元，较年初略微下降 0.67%；资产结构上，流动资产占比 49.46%，占比较年初提高 5.38 个百分点，非流动资产占比 50.54%。

总体看，2016 年，公司固定资产和无形资产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，对资金形成占用。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；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

负债

截至 2016 年末，公司负债总额为 147.47 亿元，较年初增长 11.79%，主要系非流动负债增加所致，其中流动负债占 62.45%、非流动负债占 37.55%，负债结构仍以流动负债为主。

截至 2016 年末，公司流动负债合计 92.09 亿元，较年初下降 10.80%，主要系应付票据和其他流动负债减少所致，主要由短期借款（占 40.38%）、应付票据（占 25.85%）、应付账款（占 5.42%）和其他流动负债（占 21.72%）构成。其中，公司短期借款为 37.19 亿元，较年初下降 4.05%，变化幅度小，主要由保证借款（占 92.79%）和质押借款（占 7.21%）构成。公司应付票据为 23.80 亿元，较年下降 23.40%，主要系公司调整债务结构，应付债券发行成功使公司资金充足，减少使用应付票据规模所致。公司应付账款为 4.99 亿元，较年初增长 7.72%，主要系销售规模扩大所致。公司其他流动负债为 20.00 亿元，较年初下降 23.08%，主要由短期融资券（14 亿元）和超短期融资券（6 亿元）构成。

截至 2016 年末，公司非流动负债为 55.38 亿元，较年初增长 93.13%，主要系公司调整债务结构，应付债券增长所致，主要由长期借款（占 24.34%）和应付债券（占 73.13%）构成。其中，公司长期借款为 13.48 亿元，较年初下降 14.40%，从期限分布来看，2017 年到期 1.52 亿元、2018 年到期 2.78 亿元、2019 年到期 0.3 亿元、2020 年到期 5.12 亿元、2021 年到期 3.77 亿元；公司应付债券为 40.50 亿元，较年初增长 305.00%，主要为新增“16 玉皇 01”、“16 玉皇化工 MTN001”、“16 玉皇债”、“16

玉皇 02”、“16 玉皇 03”和“16 玉皇 04”。其构成如下表所示，结合长期借款到期情况，未来两年公司将存在一定集中偿付压力。

表 12　截至 2016 年末公司应付债券构成情况（单位：亿元，%）

债券简称	发行总额	票面利率	债券期限
15 玉皇化工 MTN001	5.00	6.80	2015.10.15~2018.10.15
15 玉皇 01	5.00	6.35	2015.11.23~2018.11.23
16 玉皇 01	5.00	6.35	2016.01.22~2019.01.22
16 玉皇化工 MTN001	5.00	6.30	2016.03.16~2019.03.16
16 玉皇债	5.00	6.30	2016.05.18~2019.05.18
16 玉皇 02	5.50	7.50	2016.11.09~2019.11.09
16 玉皇 03	5.00	6.00	2016.11.21~2021.11.21
16 玉皇 04	5.00	7.00	2016.12.12~2019.12.12
合计	**40.50**	--	--

资料来源：公司提供

截至 2016 年末，公司全部债务为 137.90 亿元，较年初增长 10.75%，其中长期借款 56.91 亿元，较年初增长 98.46%；短期借款 80.99 亿元，较年初下降 15.49%。债务结构上，短期债务占 58.73%；长期债务占 41.27%，长期债务占比较年初提高 18.24 个百分点，债务结构得以改善。截至 2016 年末，公司长期债务资本化比率较年初上升 11.24 个百分点至 38.53%；全部债务资本化比率较年初下降 1.67 个百分点至 60.30%，公司资产负债率较年初下降 1.42 个百分点至 61.90%，整体债务负担有所略有减轻，但仍属于较高水平。

截至 2017 年 3 月末，公司负债总额为 167.88 亿元，较年初增长 13.84%，主要系应付债券增长所致；其中流动负债为 92.68 亿元，较年初增长 0.63%；非流动负债为 75.21 亿元，较年初增长 35.81%，主要系公司新发 17 玉皇化工 MTN001 所致；负债结构上，流动负债占比 55.20%，占比较年初下降 7.25 个百分点，非流动负债占比 44.80%，负债结构仍以流动负债为主，但负债结构已得到明显改善。

截至 2017 年 3 月末，公司有息债务规模继续增长，全部债务为 157.03 亿元，较年初增长 13.88%，其中短期债务为 80.17 亿元（占 51.05%），长期债务为 76.86 亿元（占 48.95%），债务结构继续优化。截至 2017 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 64.11%、62.56%和 44.99%，较年初分别提高了 2.22 个百分点、2.26 个百分点、6.46 个百分点，债务负担有所加重。

总体看，2016 年，由于公司发行公司债券使得负债总额和债务规模大幅增长，公司非流动负债占比进一步提升，负债结构有所改善；同时，公司通过债务置换使得债务结构已有所改善，长短期债务结构较为均衡。

所有者权益

截至 2016 年末，公司所有者权益合计 90.79 亿元，较年初增长 18.80%，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 97.92%；归属于母公司的所有者权益中实收资本占 9.00%、资本公积占 23.88%、其他综合收益占 1.61%、盈余公积占 6.85%、未分配利润占 58.66%，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 2016 年末，公司资本公积较年初增长 136.31%，主要系子公司少数股东增资所致。

截至 2017 年 3 月末，公司所有者权益为 93.96 亿元，较年初增加 3.50%，主要系未分配利润增加所致，其中归属于母公司所有者权益占 97.94%；归属于母公司所有者权益中的实收资本占 8.69%、资本公积占 23.07%、其他综合收益占 1.55%、盈余公积占 6.61%、未分配利润占 60.08%，权益结构

较年初变化不大。

总体看，2016 年，受益于未分配利润及资本公积的增长，公司所有者权益实现增长，但未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性一般。

4．盈利能力

受基础化工原料板块中芳烃类价格大幅上涨影响，2016 年公司实现营业收入 275.52 亿元，同比增长 5.66%。2016 年，公司实现净利润 11.08 亿元，同比增长 12.86%；实现归属于母公司所有者的净利润 9.19 亿元，同比增长 8.74%。

从期间费用看，财务费用同比增长 43.28%至 4.84 亿元，主要由于债务规模扩大导致财务费用增加；销售费用同比小幅下降 1.39%至 2.20 亿元；管理费用同比下降 22.98%至 2.57 亿元，主要系税费减少所致。2016 年，公司期间费用总额为 9.61 亿元，同比增长 7.43%；费用收入比为 3.49%，同比上升 0.06 个百分点，公司费用控制能力强。

2016 年公司投资收益为 0.07 亿元，同比下降 45.80%，主要系公司短期理财产品减少所致，占利润总额的比重为 0.52%；营业外收入为 1.08 亿元，同比下降 9.46%，主要系政府补助减少所致，占利润总额的比重为 7.20%。

受公司根据原材料市场价格及时调整采购原料品种影响，营业成本增长幅度小于营业收入，公司营业利润率由上年的 8.03%提高至 8.51%，主营业务毛利率由上年的 9.26%提高至 9.77%。由于所有者权益的增加，公司净资产收益率指标由上年的 14.28%略微下降至 13.26%，但公司仍具有很强的盈利能力。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 69.20 亿元，同比增长 18.84%，主要系产品售价较上年同期增长所致；利润总额 4.22 亿元，同比增长 20.85%；净利润为 3.17 亿元，同比增长 20.71%；其中归属于母公司所有者的净利润为 3.12 亿元，同比增长 42.78%。

总体看，2016 年，受基础化工原料板块中芳烃类价格大幅上涨影响，公司营业收入规模有所增长，同时公司根据原材料市场价格及时调整采购原料品种，营业成本增幅小于营业收入，盈利水平有所提高；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

受公司经营规模扩大影响；2016 年，公司经营活动现金流入 330.52 亿元，同比增长 6.45%，与公司收入规模变化趋势保持一致；经营活动现金流出 313.40 亿元，同比增长 5.95%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致；受上述因素影响，2016 年经营活动现金流量净额为 17.12 亿元，同比增长 16.40%，现金收入比为 114.21%，同比提高 0.50 个百分点，现金收入质量好。

2016 年，公司投资活动现金流入为 0.15 亿元，同比增长 15.86%，主要系处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额增加所致；公司投资活动现金流出为 21.98 亿元，同比下降 18.93%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致。受上述因素影响，2016 年投资活动现金净流出 21.83 亿元，同比下降 19.10%。

2016 年，公司筹资活动现金流入 110.14 亿元，同比增长 11.77%，主要系公司调整债务结构即为满足偿还到期债务资金需要，发行债券所收到的现金增加所致；公司筹资活动现金流出 99.40 亿元，同比增长 16.60%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。受上述因素影响，2016 年筹资活动现金流量净额为 10.74 亿元，同比下降 19.22%。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为 2.84 亿元，投资活动产生的现金流量净流出 2.97

亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 18.56 亿元，现金及现金等价物净增加额 18.42 亿元。

总体看，2016 年，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，公司仍存在较强的外部融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债指标看，2016 年，受公司债务结构调整影响，公司流动比率、速动比率均有所提高。其中，流动比率由上年的 0.94 倍提升至 1.14 倍；速动比率由上年的 0.67 倍提升至 0.83 倍；公司现金短期债务比由上年的 0.32 倍提升至 0.43 倍，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；2016 年，公司经营现金流动负债比率由上年的 14.25%上升至 18.59%。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看，2016 年受利润总额增长的影响，公司 EBITDA 同比增长 11.13%至 26.79 亿元；主要由折旧（占 29.12%）、利润总额（占 55.79%）、计入财务费用的利息支出（占 13.16%）和摊销（占 1.93%）构成。2016 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 4.42 倍上升至 4.53 倍；EBITDA 全部债务比为 0.19 倍，较上年持平，EBITDA 对利息支出和全部债务的保障程度尚可。2016 年，公司经营现金债务保护倍数为 0.12 倍，较上年持平，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，长期偿债能力指标略有上升，但长期偿债能力仍属一般水平。

截至 2017 年 3 月末，公司获得银行授信额度共计 200.51 亿元，已实际使用 118.82 亿元，尚余未使用的授信额度为 81.69 亿元，公司间接融资渠道较通畅。

截至 2017 年 3 月末，公司无重大诉讼或未决事项。

截至 2016 年末，公司提供对外担保合计 25.24 亿元，占公司净资产的 27.80%，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 13　截至 2016 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	183.97	93.61	252.77	14.15	6.88
2	山东吉安化工有限公司	37.47	19.50	15.98	1.36	1.90
3	山东洪达化工有限公司	30.62	14.04	17.89	1.35	0.50
4	山东方明化工股份有限公司	35.98	21.97	26.15	2.02	3.08
5	山东东巨化工股份有限公司	35.25	17.26	31.34	2.75	0.97
6	山东吉昌化工有限责任公司	9.94	5.13	18.56	1.52	0.15
7	山东达驰电气有限公司	33.49	16.54	26.29	1.88	0.60
8	山东方明药业集团股份有限公司	28.76	14.91	22.02	2.82	0.40
9	山东省呈祥电工电气有限公司	26.41	13.44	22.66	1.82	0.30
10	山东明胜纺织有限公司	11.72	7.25	8.93	0.52	0.20
11	山东润银生物化工股份有限公司	92.89	30.52	52.54	1.79	4.57
12	菏泽交通集团有限公司	52.67	22.86	20.97	0.48	5.70
合计		--	--	--	--	**25.24**

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 2017 年 5 月 8 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，存在 4 笔欠息记录，主要系银行系统原因未及时划扣所致；1 笔关注类贷款和 2 笔关注类保理业务，全部为公司在中国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，公司偿债能力仍属很强，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、本次公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 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 53.99 亿元，约为“15 玉皇 01”、“16 玉皇 01”、“16 玉皇 03”、“16 玉皇 04”本金合计（20 亿元）的 2.70 倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度较高；净资产达 93.96 亿元，约为债券本金合计（20 亿元）的 4.70 倍，公司现金类资产和净资产能够对“15 玉皇 01”、“16 玉皇 01”、“16 玉皇 03”、“16 玉皇 04”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 26.79 亿元，约为债券本金合计（20 亿元）的 1.34 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 330.52 亿元，约为债券本金合计（20 亿元）的 16.53 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”、“16 玉皇 01”、“16 玉皇 03”、“16 玉皇 04”的偿还能力很强。

八、综合评价

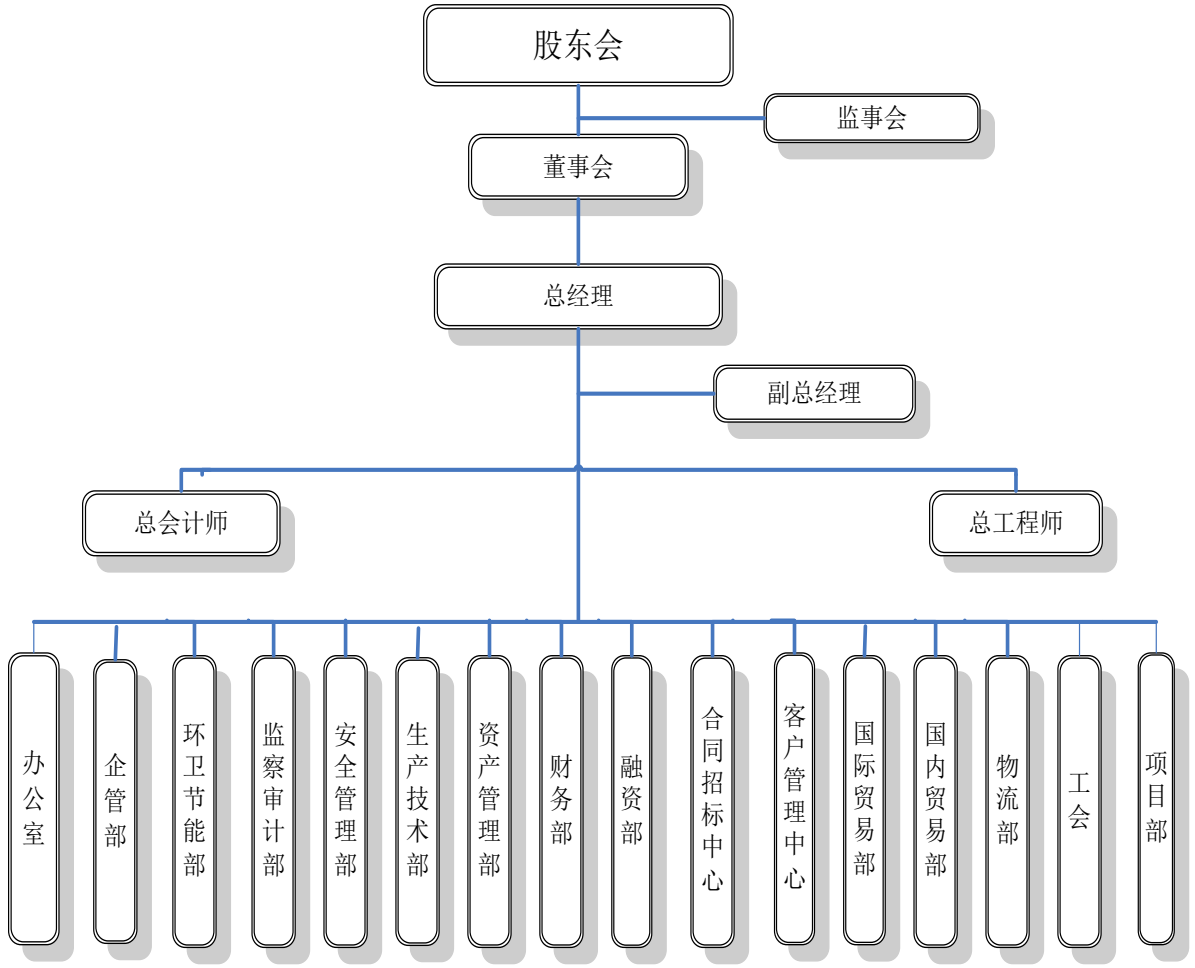
跟踪期内，公司在产品结构与产业链、生产规模、成本控制、外部支持等方面仍保持了较强的综合竞争优势。2016 年，原油价格逐渐回暖带动下游产品价格上涨，公司营业收入明显增长，盈利水平有所提高；公司产能利用率、产销率、经营现金流状况继续保持较好水平，经营情况良好。但同时联合评级也关注到公司在建项目规模较大，存在一定资本支出压力；债务负担较重且存在集中偿付风险；对外担保金额较大，存在或有负债风险；原材料及产品价格易受原油价格波动等因素给公司信用水平带来的不利影响。

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，成本控制能力有望增强；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，评级展望为 “稳定”；同时维持“15 玉皇 01”、“16 玉皇 01”、“16 玉皇 03”和“16 玉皇 04”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	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	208.33	238.26	261.85
所有者权益（亿元）	76.42	90.79	93.96
短期债务（亿元）	95.83	80.99	80.17
长期债务（亿元）	28.67	56.91	76.86
全部债务（亿元）	124.51	137.90	157.03
营业收入（亿元）	260.76	275.52	69.20
净利润（亿元）	9.82	11.08	3.17
EBITDA（亿元）	24.11	26.79	--
经营性净现金流（亿元）	14.71	17.12	2.84
应收账款周转次数（次）	68.98	56.53	--
存货周转次数（次）	9.03	8.82	--
总资产周转次数（次）	1.34	1.23	0.28
现金收入比率（%）	113.71	114.21	116.72
总资本收益率（%）	6.80	6.80	--
总资产报酬率（%）	8.27	8.27	--
净资产收益率（%）	14.28	13.26	3.43
营业利润率（%）	8.03	8.51	8.75
费用收入比（%）	3.43	3.49	2.70
资产负债率（%）	63.32	61.90	64.11
全部债务资本化比率（%）	61.97	60.30	62.56
长期债务资本化比率（%）	27.29	38.53	44.99
EBITDA 利息倍数（倍）	4.42	4.53	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.19	0.19	--
流动比率（倍）	0.94	1.14	1.40
速动比率（倍）	0.67	0.83	1.04
现金短期债务比（倍）	0.32	0.43	0.67
经营现金流动负债比率（%）	14.25	18.59	3.06
EBITDA/待偿本金合计(倍）	1.21	1.34	--

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、2017 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。

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。