跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1514 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“负面”

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：

二零一八年 七 月二十七日

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 2018 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：负面

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	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	1.36 亿元	3 年（2+1）	AA	2017.06.23	AA
16 玉皇 01	2.01 亿元	3 年（2+1）	AA	2017.06.23	AA
16 玉皇 03	5.00 亿元	5 年（3+2）	AA	2017.06.23	AA
16 玉皇 04	5.00 亿元	5 年（3+2）	AA	2017.06.23	AA

跟踪评级时间：2018 年 7 月 27 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	236.59	258.81	259.42
所有者权益（亿元）	89.90	97.91	101.13
长期债务（亿元）	51.72	86.63	86.66
全部债务（亿元）	136.08	142.63	143.41
营业收入（亿元）	275.52	279.43	70.27
净利润（亿元）	10.37	9.15	3.24
EBITDA（亿元）	25.85	29.11	--
经营性净现金流（亿元）	17.12	17.25	4.07
营业利润率（%）	8.49	10.02	9.69
净资产收益率（%）	12.47	9.74	3.25
资产负债率（%）	62.02	62.17	61.02
全部债务资本化比率（%）	60.22	59.30	58.65
流动比率（倍）	1.04	1.41	1.46
EBITDA 全部债务比（倍）	0.19	0.20	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.37	3.88	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.93	2.18	--

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、2018 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。2017 年，公司营业收入保持稳定，综合毛利率有所提高；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，整体经营状况良好。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到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；在建项目规模较大，公司存在较大的资本支出压力；债务负担较重且存在集中偿付风险；公司对洪业化工集团股份有限公司（以下简称“洪业化工”）担保事项对公司融资环境造成不利影响，且公司面临较大的或有负债风险。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望调整为“负面”；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. 2017 年，公司主要产品的产销情况良好，大部分产品的产能利用率和产销率保持较高水平。

3. 2017 年，公司营业收入保持稳定，综合毛利率有所提高，且收入实现质量保持良好水平。

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、税收监管趋严等政策影响较大。

2．公司货币资金受限比例高，存货和预付账款所占比重相对较大，对资金形成占用；在建项目规模较大，公司面临较大的资本支出压力。

3．截至 2017 年底，公司提供对外担保规模占公司净资产的比重达 26.23%，其中对洪业化工及其子公司担保金额，已占公司当期净资产的 15.42%，由于洪业化工风险处置方案推进缓慢，相关担保事项已使公司面临较大的或有负债风险。

4．公司债务负担较重，未来三年存在集中偿付压力。同时，受洪业化工风险事件影响，公司的融资渠道受到不利影响，导致公司在偿还大额到期债务后资金流动性紧张，后续的偿债压力很大。

分析师

李　晶
电话：010-85172818
邮箱：lij @unitedratings.com.cn

樊　思
电话：010-85172818
邮箱：fans@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 2018 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 2018 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 年末，公司纳入合并报表范围有 15 家子公司；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 5,901 名。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 258.81 亿元，负债合计 160.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益）97.91 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 98.89 亿元。2017 年，公司实现营业收入 279.43 亿元，净利润（含少数股东损益）9.15 亿元，归属于母公司所有者的净利润 8.97 亿元；经营活动产生的现金流量净额 17.25 亿元，现金及现金等价物净增加-6.62 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司合并资产总额 259.42 亿元，负债合计 158.29 亿元，所有者权益（含少数股东权益）101.13 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 99.08 亿元。2018 年 1~3 月，公司

实现营业收入 70.27 亿元，净利润（含少数股东损益）3.24 亿元，归属于母公司所有者的净利润合计 3.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.07 亿元，现金及现金等价物净增加 1.03 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。2017 年 11 月，“15 玉皇 01”投资者行使回售选择权，回售金额为 3.64 亿元，债券余额为 1.36 亿元，债券利率上调至 6.85%。“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。2018 年 1 月，“16 玉皇 01”投资者行使回售选择权，回售金额为 2.99 亿元，债券余额为 2.01 亿元，债券利率上调至 7.85%。

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	余额（亿元）	期限（年）	票面利率（%）
15 玉皇 01	136056.SH	2015-12-21	2015-11-23	2018-11-23	1.36	3（2+1）	6.85
16 玉皇 01	136182.SH	2016-02-15	2016-01-22	2019-01-22	2.01	3（2+1）	7.85
16 玉皇 03	136847.SH	2016-12-12	2016-11-21	2021-11-21	5.00	5（3+2）	6.00
16 玉皇 04	136871.SH	2016-12-22	2016-12-12	2021-12-12	5.00	5（3+2）	7.00

资料来源：Wind

公司已于 2017 年 11 月 23 日支付“15 玉皇 01”2016 年 11 月 23 日至 2017 年 11 月 22 日期间的利息，并按期支付了投资者回售金额；2018 年 1 月 22 日支付“16 玉皇 01”2017 年 1 月 22 日至 2018 年 1 月 21 日期间的利息，并按期支付了投资者回售金额；2017 年 11 月 21 日支付“16 玉皇 03”2016

年 11 月 21 日至 2017 年 11 月 20 日期间的利息；2017 年 12 月 12 日支付“16 玉皇 04”2016 年 12 月 12 日至 2017 年 12 月 11 日期间的利息。

“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 2018 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、行业分析

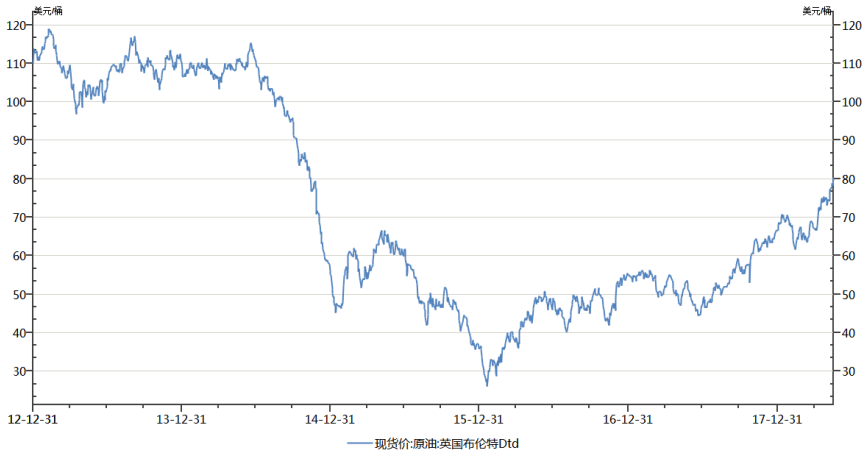
公司营业收入和营业利润占比最大的产品为芳烃，属于我国石油化工行业中的炼油子行业。

1. 行业现状

我国炼油工业产能位居世界第二，为国民经济战略性支柱产业。2017 年，在经济企稳向好，获得进口原油使用权及原油进口的地方炼厂数量增加等因素影响下，国内炼油能力由停滞转进入增长轨道，拉动石油消费增长，全年原油表观消费量为 6.06 亿吨，同比增长 4.9%。

从原油价格来看，近年国际原油价格波动较大，2014 年下半年以来受地缘政治不稳定、世界经济不景气等因素影响，原油价格长期震荡下行，至 2015 年末达到低点。2016 年受 OPEC 多次减产导致原油供给过剩阶段性改善因素影响，价格开始缓慢回升。2017 年，国际及国内主要原油价格总体延续上升态势，但年中波动仍然较大，布伦特原油期货结算价一度下探至 45 美元/桶附近，下半年维持上涨态势至 2018 年 1 月出现小幅回调。

图 1　2013~2018 年 4 月英国布伦特 Dtd 原油现货价（单位：美元/桶）



资料来源：Wind

此外，2018 年 3 月 26 日，我国原油期货在上海国际能源交易中心正式挂牌交易，采用人民币计价、净价交易、保税交割。原油期货上市，弥补了现有国际原油定价体系缺口，为我国石油市场的放开提供市场运作平台，将促进成品油价格机制改革进一步完善。随着美国页岩油产量增加，美国成为实质上的原油自给自足国，中国在全球原油需求端的地位愈发重要。原油期货的推出，弥补了现有国际原油定价体系的缺口，能更好地为亚太地区提供定价基准。

原油供给方面，在当前国际油价仍处于低迷的大环境下，上游生产企业兼顾能源安全与经济效益的考虑，均在产量方面采取保守策略，国内原油产量持续下降，上游生产企业继 2016 年首次大幅调减原油产量之后，2017 年产量持续下降，全年约为 1.9 亿吨，同比下降 4%，但降幅收窄 2.9 个百

分点。

由于国内原油产量下降、需求增长等原因，2017 年我国原油进口量继续较快增长，全年进口量为 4.2 亿吨，同比增长 10.7%，原油对外依存度达到 68.4%，较上年提高 3 个百分点。我国原油进口实行国营贸易管理，同时允许一定数量的非国营贸易进口。2017 年，新增 10 家企业获得 2,036 万吨原油配额，总配额达到 10,563 万吨。

原油加工方面，由于 2017 年获得“两权”的地炼增加进口原油，自地炼突破加工原料瓶颈后，炼油量和产量大幅提高，全年加工量为 5.7 亿吨，同比增长 5%，增幅较上年扩大 1.4 个百分点。从开工率来看，2017 年以来国内炼厂总开工率基本保持平稳，但是地炼开工率由 54%左右提高至接近 70%，开工率显著走高。全年成品油产量 3.6 亿吨，同比增加 2.9%，相较产能来看，成品油供给过剩，供需盈余依然较大。2017 年，国家收紧出口配额，全年出口成品油约 4,090 万吨，增速降至 7.1%，而过去五年成品油出口平均增速高达 50%

近几年，民营炼厂也开始注重结构调整。截至 2017 年底，已有 29 家炼厂获批合计 9,525 万吨/年的进口原油使用配额，覆盖一次加工能力 1.3 亿吨/年，占全国的 16%；民营炼厂开工率由 2015 年的 42%增至 57%，原料结构得到优化，装置结构与主营炼厂差距不断缩小，特别是加氢及重整装置占比进一步提高；输油管道建设进一步完善，继 2016 年烟台—淄博原油运输管道投产之后，2017 年董家口—潍坊一期原油管道正式输油，与汽车运输相比，管输费用降幅在 30%以上；2017 年山东 16 家民营炼厂参股成立山东炼化能源有限公司，推动民营炼厂向一体化、大型化、高端化、园区化方向发展。

成品油市场方面，消费整体趋缓趋稳。2011 年以来中国经济结束 30 余年均 10%左右的高速增长周期，进入减速换挡区间。2017 年成品油市场需求侧有所改善，终端需求动能转换，市场呈现“汽油趋冷，煤油稳增，柴油回暖”态势，成品油表观消费 3.26 亿吨，同比增长 3.9%；汽油消费受到乘用车销量低迷、公车改革政策、共享单车扩张等因素影响，终端需求增速放缓；此轮工业生产回暖带动商用车销量大涨，支撑柴油终端消费增速由负转正；航空运输周转率保持高速增长带动煤油消费依然强劲。

竞争方面，多元化供应格局形成。2015 年起进口原油使用权放开，地方炼厂资源不足的困局基本解决，产能得到快速释放。2017 年国内炼油产能超过 8 亿吨/年，增量主要来自云南炼厂 1,300 万吨/年及惠州炼厂二期 1,000 万吨/年。从供应主体来看，中石油天然气集团公司、中国石油化工集团公司、中国海洋石油集团有限公司三大集团占比由 2015 年的 69%下降到 65%；其他国企(中国化工集团有限公司、中国兵器工业集团有限公司、陕西延长石油（集团）有限责任公司、中国中化集团有限公司)占比 9%，与 2015 年持平；民营炼厂由 22%上升到 26%，市场多元竞争格局业已形成。

总体看，2017 年国际及国内主要原油价格总体延续上升态势，但年中波动仍然较大，我国原油期货正式挂牌交易，将有助于为亚太地区提供定价基准。由于国内原油产量持续下降，我国原油市场的对外依赖程度依然较高。2017 年以来国内炼厂总开工率基本保持平稳，但是地炼开工率显著走高，成品油消费趋缓趋稳，原油加工能力整体过剩。民营地炼的装置结构与主营炼厂差距不断缩小，促进多元化供应格局逐步形成。

2. 行业关注

（1）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。2017 年我国原油进口量继续较快增长，全年进口量为 4.2 亿吨，同比增长

10.7%，原油对外依存度达到 68.4%，较上年提高 3 个百分点。

（2）产能过剩问题依然突出

近年来，我国炼油工业快速发展，结构性过剩问题凸显。2017 年炼油能力达到 8.3 亿吨/年，相对 5.6 亿吨的原油加工量，产能出现明显过剩，加工负荷不足 70%，显著低于世界 83%的平均水平。此外，炼油工业结构性问题突出体现在：一是先进产能不足，全国单厂规模超千万吨级的企业 25 家，能力占全国的 40%；二是落后产能大量存在，规模低于 200 万吨/年的企业 129 家，能力占全国的 11%；三是一体化水平有待提高，仅有 17 家炼化一体化企业，综合加工能力有待提升。炼油产能过剩造成成品油大量出口。过去国内成品油以满足国内需求为主，但近几年大量出口，其中 2016 年出口量达到 3820 万吨，同比大涨 52%；2017 年政府出于“去产能、调结构”的目的，严控成品油出口配额，全年出口量与上年大体持平，但仍保持高位，成品油出口呈现常态化、规模化的特点。

（3）市场分化加剧

近年来，随着环保要求持续升级，国内油品质量升级步伐不断加快。2017 年 10 月起，京津冀及周边“2+26”城市已经全部供应符合国六标准的车用汽柴油，禁止销售普通柴油。从质量指标看，国六标准主要指标与欧洲标准相当，部分指标甚至严于欧洲标准。另一方面，部分地区市场上国VI、国V、国IV、国III、车柴和普柴、非标油等多品种共存，价差进一步扩大，导致市场分化加剧。但随着成品油消费税监管进一步趋严，地炼的价格优势明显缩水，成品油市场竞争将愈发激烈，地炼企业将不得不整合，部分可能将关闭甚至破产。

（4）国内下游需求放缓

随着经济增长放缓，三大产业结构性调整仍在继续，第二产业逐渐被第三产业取代，我国汽油、柴油需求动力不足，消费增速放缓。此外，2017 年，多个替代能源政策出台推动替代能源发展加快，逐渐形成了煤制油、甲醇和生物燃料等多种替代能源共同发展的格局。

3. 行业发展

（1）市场活力将持续释放

2017 年国务院下发了《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，这一顶层设计着力于完善油气进出口管理体制、改革油气管网运营机制、改革油气产品定价机制和深化下游环节市场竞争性。商务部发布《原油成品油流通管理办法（征求意见稿）》，市场准入条件进一步放宽。财政部提出，恢复成品油一般贸易出口退税政策。2018 年成品油领域市场化改革与配套措施让市场在资源配置中的基础作用日益凸显，市场活力将持续释放。同时，价格市场化将迫使成品油生产和销售环节毛利下滑，需要企业不断提升竞争力。

（2）预计国内市场需求相对平稳

一般来讲，决定成品油消费变化的主要因素是汽车行业和航空运输的发展等。预计 2018 年全年汽车销量与 2017 年大体持平。受购置税优惠政策到期的影响，乘用车销量增幅将会较低，同时，车用能源继续向绿色化、低碳化方向发展；宏观经济增长趋缓、治超换车作用降低，货车销量转为下降。近年来，国内高铁和城市轨道交通的快速发展，拉低铁路用油；环保限产措施将持续发酵，工矿企业用油继续下滑。2018 年航空运输仍然在高速增长的通道中，有效支撑航煤需求的持续上升。综合上述分析，预计 2018 年国内成品油需求增长相对平稳。

（3）产能扩张与结构调整并行

民营企业已成为国内增加炼油能力的主力军。由于受到环保及安全督查压力，2017 年京博、鑫泰、中海东营等民营企业建成的常减压装置将推迟至 2018 年开工，恒力石化的 2,000 万吨/年炼化项

目也计划于 2018 年下半年投产。

今后，炼油结构调整将主要体现在淘汰落后产能和一体化发展、向化工转型等方面。2017 年国家发展改革委暂停了对进口原油使用权的审批，强调对淘汰落后产能的核查及后续监督；今后新建的千万吨级炼厂是否也要淘汰相应的落后产能换取必要的进口原油使用权尚在研究中。另一方面，炼油结构持续调整优化，一是新建大型炼油化工一体化企业的成品油收率低于 40%，化工原料大幅增加，二是原有地方炼厂不仅生产聚丙烯，也在探讨发展乙烯和 PX 等产品。

总体看，未来国内成品油行业完全实现市场化还面临诸多羁绊，为保障行业健康可持续发展，政府还将进一步完善市场监管；随着七大石化产业基地的推进，集群化、规模化发展是我国石化行业发展的必然趋势。未来行业整体将保持平稳发展。

四、管理分析

2018 年 6 月 22 日，公司发布《山东玉皇化工有限公司关于董事长、董事、监事、高级管理人员、经营范围发生变更的公告》，根据公告显示，公司同意王金书同志不再担任公司董事会董事长，张金平同志不再担任公司董事会董事，陈景林同志不再担任公司董事会董事，王胜伟同志不再担任公司董事会董事兼总经理，王金生同志不再担任公司监事会监事，韩月红女士不再担任公司监事会监事，刘洪义同志不再担任公司监事会监事；同意谭相海同志担任公司董事会董事长，王金书同志担任公司董事会董事兼总经理，王进山同志担任公司董事会董事，张应战同志担任公司董事会董事，张金平同志担任公司监事会监事长，段国华担任公司监事会监事，代广胜担任公司监事会监事，王文波担任公司财务负责人。

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员变动幅度较大，联合评级将持续关注上述人员变动对公司经营的影响。

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。2017 年，公司实现营业收入 279.43 亿元，同比增长 1.42%，基本保持稳定；2017 年，公司实现营业利润 15.22 亿元，同比增长 16.90%，主要系芳烃类产品毛利率提高进而带动公司综合毛利率提高所致，实现净利润 9.15 亿元，同比下降 11.78%，主要系预计对外担保代偿损失增加 2.59 亿元所致，其中归属于母公司所有者的净利润 8.97 亿元。

营业收入分板块看，2017 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 258.82 亿元，小幅下降 0.31%；合成材料板块实现营业收入 20.61 亿元，同比增长 29.70%，主要系橡胶类产能扩大，产销量实现增长同时合成材料板块中的产品价格同比大幅提高所致；公司各板块收入占比较上年变化不大。

毛利率分板块看，2017 年，公司基础化工原料板块毛利率上升 1.61 个百分点至 11.26%，主要系芳烃类产品价格上涨且原材料采购均价同比下降导致其毛利率同比提高所致；合成材料板块毛利率上升 0.75 个百分点至 12.56%，主要顺丁橡胶的原料自给率提高带动其毛利率同比提高 3.44 个百分点所致；但基础材料中材料、贸易类销售收入同比大幅下降，同时毛利率同比下降 0.99 个百分点，在一定程度上对公司综合毛利率产生负面影响，综合以上因素，公司综合毛利率提高 1.59 个百分点至 11.36%。

表 3　2016~2017 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	2016 年			2017 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	259.63	94.23	9.65	258.82	92.62	11.26	-0.31	-1.61	1.61
合成材料	15.89	5.77	11.81	20.61	7.38	12.56	29.70	1.61	0.75
合计	**275.52**	**100.00**	**9.77**	**279.43**	**100.00**	**11.36**	**1.42**	**--**	**1.59**

资料来源：公司提供

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 70.27 亿元，同比增长 1.55%；利润总额 4.30 亿元，同比增长 2.13%；净利润为 3.24 亿元，同比增长 2.28%；其中归属于母公司所有者的净利润为 3.20 元。

总体看，跟踪期内，公司营业收入基本保持稳定，各板块毛利率小幅提高，经营状况保持良好。

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。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，2017 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 4.34%至 118.21 亿元；苯乙烯、液化气类、二甲醚、MTBE 收入均有不同程度增长。碳五类收入同比下降 4.03%至 9.59 亿元，主要系产品销售价格同比下降所致。材料、贸易类销售收入同比下降 23.86%，主要系公司根据资金情况主动降低贸易规模所致。受上述因素影响，公司基础化工原料业务收入基本保持稳定，为 258.82 亿元。公司基础化工产品中芳烃的毛利率增幅较大，主要系芳烃产品原材料采购均价下降所致，其他产品的毛利率基本保持稳定，受上述因素影响，公司基础化工原料业务毛利率同比提高 1.61 个百分点至 11.26%。

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：亿元，%、百分点）

产品	2016 年			2017 年			同比变化		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
碳五类	9.99	3.85	9.35	9.59	3.71	8.91	-4.03	-0.14	-0.44
液化气类	6.45	2.48	9.01	7.32	2.83	8.53	13.53	0.34	-0.48
苯乙烯	28.74	11.07	14.38	33.17	12.82	15.22	15.41	1.75	0.84
芳烃	113.29	43.64	10.73	118.21	45.67	13.48	4.34	2.04	2.75
二甲醚	8.88	3.42	9.29	9.17	3.54	9.45	3.23	0.12	0.16
MTBE	21.53	8.29	10.13	22.81	8.81	10.36	5.99	0.52	0.23
材料、贸易类	39.39	15.17	4.18	29.99	11.59	3.19	-23.86	-3.58	-0.99
其他小类产品	31.35	12.07	8.25	28.55	11.03	8.72	-8.94	-1.04	0.47
基础化工原料小计	**259.63**	**100.00**	**9.65**	**258.82**	**100.00**	**11.26**	**-0.31**	**--**	**1.61**

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，采购模式较上年基本无变化，由于 2017 年公司流动资金较为紧张，公司原材料结算账期较上年有所延长。

由于公司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，其中，燃料油和稀释沥青作为公司芳烃产品的主要原料，为公司采购数量最大的原材料。2017 年，燃料油采购数量同比增长 48.80%，稀释沥青采购量同比下降 35.85%，主要系受燃料油价格比稀释沥青更具优势，综合品质、产出、价格等因素考虑，2017 年燃料油性价比要高于稀释沥青，公司调整 2016 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 7 万吨/年丁二烯二期项目已投产，2017 年产能全部释放，丁二烯的自给率大幅提高，丁二烯采购量同比下降 53.79%至 1.77 万吨。公司粗碳五、甲醇、粗苯等其他原材料的采购数量变动幅度不大。采购价格方面，由于受原油上涨传导至下游产品影响，粗苯、裂解原料、醚后碳四、稀释沥青等原材料价格均呈现不同程度的上涨；甲醇受原料煤价格上涨推动影响，采购均价也呈同比上涨态势；不利于公司的成本控制。公司粗碳五、燃料油、丁二烯采购均价同比下降，与行情走势相背离，其中，粗碳五采购均价同比下降 2.64%，主要系 2017 年公司更改运费结算机制，部分运费由原料供应商承担所致；燃料油采购均价同比下降 4.91%，主要系公司自有铁路已投入运营有利于降低公司的运输成本，同时公司保障质量的前提下，择低采购所致，燃料油采购均价的下降对提高芳烃的毛利率有较大贡献；丁二烯采购均价同比下降 5.06%，主要系公司丁二烯的自给率提高后公司根据行业走势酌情购买，2017 年在后期价格处于低位时购入加大采购数量所致。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	2016 年		2017 年		同比变化	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
粗碳五	19.43	3,851.01	19.11	3,749.32	-1.65	-2.64
甲醇	49.85	1,719.71	46.94	1,962.35	-5.84	14.11
粗苯	32.93	3,455.53	32.48	4,496.71	-1.37	30.13
裂解原料	19.33	3,216.65	18.79	3,361.19	-2.79	4.49
燃料油	95.87	2,189.21	142.65	2,081.62	48.80	-4.91
丁二烯	3.83	7,919.77	1.77	7,519.08	-53.79	-5.06
乙烯	12.36	7,879.18	12.37	7,802.83	0.08	-0.97
醚后碳四	70.91	3,416.29	70.24	3,552.43	-0.94	3.99
稀释沥青	126.87	1,820.95	81.39	2,078.55	-35.85	14.15

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。

公司于 2017 年 10 月取得了 144 万吨进口原油使用权的资质，2017 年共使用约 20 万吨，主要通过代理商在国际市场上购买或从国际能源公司直接购买，结算方式采用带款提货的方式，预付款比例为 15%，2018 年公司若提高原油采购比例，有利于提高公司产品的轻油收率，同时有望降低采购成本。

2017 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、华岳集团有限公司、山东滨化滨阳燃化有限公司、盘锦东旺沥青有限公司、天津石然化工有限公司。其合计采购金额为 8.21 亿元，占年度采购总额的比例为 28.90%，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，由于二甲醚市场竞争较为激烈，公司根据下游需求调节产量，2017 年二甲醚产量同比下降 5.60%至 34.39 万吨，产能利用率下降 5.60 个百分点至 85.98%。公司其他产品产量基本保持稳定，产能利用率处于较高水平，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		2016 年	2017 年	同比变化
碳五类	产能（万吨）	20.00	20.00	0.00
	产量（万吨）	19.33	18.92	-2.12
	产能利用率（%）	96.65	94.60	-2.12
液化气	产能（万吨）	20.00	20.00	0.00
	产量（万吨）	19.03	18.55	-2.52
	产能利用率（%）	95.15	92.75	-2.52
芳烃类	产能（万吨）	220.00	220.00	0.00
	产量（万吨）	216.13	217.35	0.56
	产能利用率（%）	98.24	98.80	0.57
二甲醚	产能（万吨）	40.00	40.00	0.00
	产量（万吨）	36.43	34.39	-5.60
	产能利用率（%）	91.08	85.98	-5.60
苯乙烯	产能（万吨）	40.00	40.00	0.00
	产量（万吨）	44.82	44.67	-0.33
	产能利用率（%）	112.05	111.68	-0.33
MTBE	产能（万吨）	50.00	50.00	0.00
	产量（万吨）	49.07	48.25	-1.67
	产能利用率（%）	98.14	96.50	-1.67

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，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。

2017 年，公司基础产品前五大客户分别为中国石化化工销售有限公司华北分公司、中国石油天然气股份有限公司东北销售分公司、洛阳炼化宏达实业有限责任公司、山东海右石化集团有限公司、安徽国本信投能源有限公司。其合计销售金额为 49.97 亿元，占年度销售总额的比例为 19.31%。

2017 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，碳五类销售价格同比下降 3.48%至 5,367.91 元/吨，主要系公司运费改变为由客户承担所致；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，芳烃销量同比小幅增长 0.58%至 216.26 万吨，销量基本保持稳定；二甲醚产品销售数量同比下降 5.79%至 30.26 万吨，主要系二甲醚行业产能过剩严重，产品竞争激烈所致；其他产品的销量略有下降，产销率基本保持

稳定，基本维持在 90%左右。苯乙烯产销率略低于其他产品，主要由于公司部分苯乙烯内部消耗，用于生产聚苯乙烯所致。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		2016 年	2017 年	同比变化
碳五类	销量（万吨）	17.97	17.86	-0.61
	销售均价（元/吨）	5,561.23	5,367.91	-3.48
	产销率（%）	92.96	94.40	1.55
液化气	销量（万吨）	18.72	18.16	-2.99
	销售均价（元/吨）	3,445.54	4,033.45	17.06
	产销率（%）	98.37	97.90	-0.48
芳烃类	销量（万吨）	215.02	216.26	0.58
	销售均价（元/吨）	5,268.77	5,465.97	3.74
	产销率（%）	99.49	99.50	0.01
二甲醚	销量（万吨）	32.12	30.26	-5.79
	销售均价（元/吨）	2,764.35	3,029.55	9.59
	产销率（%）	88.17	87.99	-0.20
苯乙烯	销量（万吨）	37.49	36.29	-3.20
	销售均价（元/吨）	7,665.68	9,139.46	19.23
	产销率（%）	83.65	81.24	-2.88
MTBE	销量（万吨）	48.53	47.51	-2.10
	销售均价（元/吨）	4,635.28	4,801.73	3.59
	产销率（%）	98.90	98.47	-0.43

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，燃料油采购均价同比下降，公司调节原材料采购结构，加大燃料油采购数量，有利于公司芳烃产品成本控制，进而提高其毛利率；2017 年，公司基础化工材料制造板块产品除芳烃类销量基本保持稳定外，其他产品销量略有下降；在原油价格逐渐回暖带动下，公司产品销售均价有所上涨；2017 年公司二甲醚产能利用率和产销率略有下降，其他产品产能利用率和产销率变动幅度不大，均维持在较高水平。综合以上因素，公司基础化工板块销售收入基本保持稳定，毛利率在芳烃产品带动下略有上涨。

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和销售。

合成材料制造板块方面，公司原有的 5 万吨稀土橡胶装置技改为 8 万吨 SBS 聚合物装置于 2017 年 3 月投产，橡胶类产品的产销量大幅提高；同时公司合成材料的销售价格同比均大幅提高，带动公司合成材料各类产品收入均实现不同程度的上涨，其中聚苯乙烯收入同比增长 16.99%至 9.02 亿元，橡胶类收入同比增长 50.31%至 8.44 亿元，石油树脂类收入同比增长 22.97%至 3.15 亿元。由于橡胶类原料丁二烯自给率大幅提高，其毛利率同比提高了 3.44 个百分点至 11.01%，石油树脂类毛利率同比下降 1.34 个百分点至 9.75%，主要系原材料价格上涨、生产工人工资增加、机物料价格上涨、能耗成本上涨所致。聚苯乙烯产品毛利率基本保持稳定。受上述因素影响，公司合成材料业务毛利率同比提高 0.75 个百分点至 12.56%，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，%、个百分点）

产品	2016 年		2017 年		同比变化	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
聚苯乙烯	77,116.29	15.13	90,221.78	14.99	16.99	-0.14
橡胶类	56,153.04	7.57	84,403.39	11.01	50.31	3.44
石油树脂	25,642.17	11.09	31,531.99	9.75	22.97	-1.34
合成材料小计	**158,911.50**	**11.81**	**206,157.16**	**12.56**	**29.73**	**0.75**

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，2017 年产能全部释放，公司顺丁橡胶原料供应自给率大幅提高，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 10 万吨/年聚苯乙烯和 3.5 万吨/年石油树脂的产能，2017 年聚苯乙烯和石油树脂的产能均未发生变化，顺丁橡胶扩产至 13.00 万吨/年，主要系原有的 5 万吨稀土橡胶装置技改为 8 万吨 SBS 聚合物装置于 2017 年 3 月投产所致。2017 年公司聚苯乙烯和石油树脂的产量变动均保持在 5%以内的浮动范围；顺丁橡胶由于产能扩大，产量同比增长 26.77%至 6.63 万吨。

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；2017 年石油树脂的产能年利用率同比提高了 4.65 个百分点至 90.00%，主要系公司于 2016 年扩产的 1.50 万吨石油树脂装置产能释放所致。2017 年公司顺丁橡胶的产能利用率同比下降 51.24 个百分点至 51.00%，主要系技改的 8 万吨 SBS 聚合物装置产能尚未完全释放所致。

表 9　公司合成材料制造板块主要产品生产情况

项目		2016 年	2017 年	同比变化
顺丁橡胶	产能（万吨）	5.00	13.00	160.00
	产量（万吨）	5.23	6.63	26.77
	产能利用率（%）	104.60	51.00	-51.24
聚苯乙烯	产能（万吨）	10.00	10.00	0.00
	产量（万吨）	9.31	9.05	-2.79
	产能利用率（%）	93.10	90.50	-2.79
石油树脂	产能（万吨）	3.50	3.50	0.00
	产量（万吨）	3.01	3.15	4.65
	产能利用率（%）	86.00	90.00	4.65

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。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；销售量上，顺丁橡胶受产能提升影响，产销量均提高；聚苯乙烯和石油树脂的销量变动幅度均保持在 5%以

内；2017 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		2016 年	2017 年	同比变化
顺丁橡胶	销量（万吨）	4.97	6.49	30.58
	销售均价（元/吨）	11,292.35	13,008.12	15.19
	产销率（%）	95.03	97.89	3.01
聚苯乙烯	销量（万吨）	9.11	9.01	-1.10
	销售均价（元/吨）	8,462.54	10,111.82	19.49
	产销率（%）	97.85	99.56	1.75
石油树脂	销量（万吨）	3.02	3.15	4.30
	销售均价（元/吨）	8,486.70	9,998.68	17.82
	产销率（%）	100.00	100.00	0.00

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司原有的 5 万吨稀土橡胶装置技改为 8 万吨 SBS 聚合物装置已顺利投产，顺丁橡胶产销量有所提高；合成树脂和聚苯乙烯的产能均未发生变化，产销量变动幅度不大。公司合成材料制造板块产能利用率（顺丁橡胶产能利用率由于技改项目投产时间影响处于较低水平）、产销率基本保持在较高水平。顺丁橡胶的原材料丁二烯自给率大幅提高使得其毛利率同比增长 3.44 个百分点，进而带动合成材料板块毛利率略有提高。合成材料的销售均价均同比提高进而带动该板块收入大幅增长。

4. 在建项目

在建工程中，天然气制甲醇项目为公司未来重点建设项目，该项目位于美国路易斯安那州，建设规模为 4,950 吨/天天然气制甲醇装置，并配套建设空分装置、空压站、净水场、储运设施、办公楼等公用工程设施。该项目总计划投资金额为 11.89 亿美元（折合人民币为 76.27 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，自筹资金 3.89 亿美元）。截至 2018 年 3 月底，公司已投入资金 5.29 亿美元（折合人民币 33.93 亿元），其中银团贷款已投入 2.84 亿美元，自有资金已投入 2.30 亿美元，其他银行融资 0.15 万美元。该项目目前进展顺利，已完成设计的 98%，完成了所有设备的采购，设备正按计划运抵现场，获得了施工阶段需要的全部许可，已完成地下工程建设，转入地上设备安装及工程；2018 年公司拟投入 28.79 亿元，其中银团贷款 22.45 亿元，自有资金拟投入 5.40 亿元，其他银行融资 0.94 亿元；2019 年公司拟投入 13.45 亿元，其中银团贷款 10.42 亿元，自有资金 3.03 亿元。公司仍面临较大的资本支出压力。

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2018年3月底已投金额（亿元）	未来还需投入（亿元）	2018年4~12月计划投入	2019年计划投入
天然气制甲醇项目	4,950 吨/天	76.27	33.93	42.34	22.79	13.45

资料来源：公司提供
注：汇率按照 2018 年 5 月 31 日银行间外汇市场人民币汇率中间价为：1 美元对人民币 6.4144 元

总体看，公司目前主要在建项目位于美国，项目后续开发和运营或将存在一定的管理风险和政治风险。公司在建工程尚需投资额度较大，未来公司面临着较大的资本支出压力。虽然该项目有助于公司经营规模的扩大，但能否按期投产存在不确定性。

5. 重大事项

2017 年初，因金融市场环境发生变化及洪业化工集团股份有限公司（以下简称“洪业化工”）主要产品价格在短时间内大幅下降的不利因素联合影响导致的流动性风险和经营性风险，洪业化工部分生产厂区处于停产状态。截至 2017 年 6 月 30 日，公司对洪业化工合并口径下提供的对外担保余额为 13.46 亿元，占公司当期净资产总额的 13.97%。公司与洪业化工为互保关系，仅少部分担保追加风险缓释措施。

根据洪业化工 2017 年 7 月 7 日发布的公告，为化解其经营风险，山东省政府积极协调洪业化工的债权人组建债委会，保证对洪业化工和玉皇化工所有存量融资不压贷、不抽贷、不断贷、不起诉。在保证风险敞口不减少的前提下，对到期债务可以多种形式续作或延长融资期限。对存量债务和新增融资，自 2017 年 6 月 21 日开始调整为基准贷款利率。同时，洪业化工与玉皇化工建立对接帮扶关系，由玉皇化工对其提供生产经营、科技创新、节能创效上的帮助。

由于洪业化工的风险处置方案尚处推进阶段，公司对洪业化工的担保事项尚存一定的不确定性，且由于受洪业化工风险事件影响，玉皇化工的间接融资渠道受限导致玉皇化工在偿还大额到期债务后资金流动性出现紧张。

同时，2017 年内，金融租赁公司及个人等多个债权人向洪业化工及其子公司提起诉讼，公司因对洪业化工提供担保而涉及诉讼情况如下表，公司对因对洪业化工及其子公司而产生的诉讼事项确认预计负债 2.59 亿元。同时，2018 年 3 月 22 日，根据案号（2018）浙 01 执 2 号，执行依据文号（2017）者 01 民初 419 号，杭州市中级人民法院把公司纳入失信被执行人名单。2018 年 6 月 29 日，浙江省杭州市中级人民法院出具《结案通知》，被执行人已履行案款，本案执行完毕；在执行中，法院采取了查封、冻结、扣划、边控、限制变更、列入失信名单等强制措施，现上述措施已经解除。

根据中国执行信息公开网显示，玉皇化工于 2018 年 7 月 9 日被乌鲁木齐市中级人民法院纳入被执行人名单，案号为（2018）新 01 执 379 号。

表 12　截至 2017 年底，公司对洪业化工提供担保而涉及的诉讼事项

原告	被告	一审法院	判决日期	判决书文号	诉讼进展
李国亮	洪业化工、山东方明化工、东巨化工、吉安化工、洪鼎化工、方明药业、玉皇化工、余庆明、余洪勇	浙江省杭州市中级人民法院	2017.7.17	（2017）浙 01 民初 419 号	2017 年 10 月 23 日，浙江省高级人民法院出具（2017）浙民终 692 号《民事调解书》，已调解
孔文娣	洪业化工、方明化工、东巨化工、吉安化工、洪达化工、方明药业、天秀工贸、玉皇化工、余洪勇	浙江省杭州市中级人民法院	2017.11.6	（2017）浙 01 民初 427 号	根据浙江省高院（2018）浙 01 执 20 号及与孔文娣签订的《执行和解协议》内容，已与孔文娣和解
江南金融租赁有限公司	洪达化工、洪业化工、玉皇化工、余庆明、余洪勇	江苏省常州市中级人民法院	2017.12.5	（2017）苏 04 民初 49 号	已向江苏省高级人民法院提起上诉，二审 2018 年 4 月 17 日开庭，尚未判决
江南金融租赁有限公司	方明化工、洪业化工、玉皇化工、余庆明、余洪勇	江苏省常州市中级人民法院	2017.12.5	（2017）苏 04 民初 48 号	已向江苏省高级人民法院提起上诉，二审 2018 年 4 月 17 日开庭，尚未判决
华融金融租赁股份有限公司	东巨化工、方明化工、玉皇化工	杭州市西湖区人民法院	2017.12.22	（2017）浙 0106 民初 2892 号	已向杭州市中级人民法院提起上诉，二审 2018 年 5 月 21 日开庭
长城国兴金融租赁有限公司	洪达化工、洪业化工、菏泽玉皇、余庆明	新疆维吾尔自治区高级人民法院	2017.9.22	（2017）新民初 11 号	已上诉至中华人民共和国最高人民法院，二审 2018 年 3 月 16 开庭

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司对洪业化工的对外担保合计金额为 15.10 亿元，占公司当期净资产总额的 15.42%，具体构成情况如下表所示。根据洪业化工 2018 年 3 月 26 日发布的《洪业化工集团股份有限公司关于生产厂区恢复生产的临时公告》，洪业化工 10 万吨环己酮生产线、8 万吨尼龙 6 切片生

产线、10 万吨己内酰胺生产线、120 万吨焦炭生产线于 2017 年底正产生产；郓城县 10 万吨环己酮于 2018 年 2 月中旬恢复生产，14 万吨己二酸项目单线于 2018 年 3 月中旬开工生产。洪业化工所处的东明县北部化工厂区因政府规划处于停产状态，东巨化工二期 10 万吨己内酰胺仍处于停产状态。洪业化工及其子公司为玉皇化工的互相担保对象，由于其经营环境发生变化，目前正在重组之中，菏泽市人民政府、中国信达资产管理有限公司山东省分公司、洪业化工债委会三方已签订合作意向框架协议，决定努力化解洪业化工事件相关风险，妥善解决玉皇化工等企业在洪业化工债务风险中的担保问题，但该事项具有不确定性。

表 13　截至 2017 年底，公司对洪业化工合并范围内对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保事项	金额	到期时间
山东吉安化工有限公司	短期借款	9,740.00	2018 年内到期 8,040 万元，2020 年内到期 1,700 万元
山东吉安化工有限公司	长期借款	4,300.00	2018 年内到期
山东吉昌化工有限责任公司	短期借款	1,500.00	2018 年内到期
洪业化工集团股份有限公司	长期借款	3,300.00	2018 年内内到期
洪业化工集团股份有限公司	非公开发行公司债券	50,000.00	2019 年内到期
洪业化工集团股份有限公司	短期借款	15,800.00	2018 年内到期 7,500 万元，2020 年内到期 8,300 万元。
洪业化工集团股份有限公司	过桥资金	12,300.00	2018 年内到期
山东洪达化工有限公司	短期借款	4,000.00	2018 年内到期
山东洪达化工有限公司	融资租赁	14,914.09	2018 年内到期 7,474.51 万元，2019 年内到期 7,439.58 万元
山东方明化工股份有限公司	长期借款	600.00	2018 年内到期
山东方明化工股份有限公司	银行承兑	9,000.00	2018 年内到期
山东方明化工股份有限公司	短期借款	10,000.00	2018 年内到期
山东方明化工股份有限公司	融资租赁	7,644.00	2019 年到期
山东东巨化工有限公司	长期借款	1,600.00	2019 年到期
山东东巨化工有限公司	融资租赁	6,310.00	2018 年到期
合计	--	**151,008.09**	--

资料来源：审计报告

总体看，由于洪业化工 2017 年初面临流动性风险和经营性风险，公司对洪业化工的担保事项尚存一定的不确定性，且由于受洪业化工风险事件影响，玉皇化工的间接融资渠道受限导致公司在偿还大额到期债务后资金流动性偏紧，同时，公司对因对洪业化工及其子公司而产生的诉讼事项确认预计负债 2.59 亿元。截至 2017 年底，公司对洪业化工及其子公司对外担保金额仍较大，且洪业化工风险处置方案仍处于推进阶段，公司对洪也化工的担保事项尚存不确定性，使得公司面临较大的或有负债风险。

6. 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，易使公司面临较大的资本支出压力。

（4）受洪业化工风险事件影响，玉皇化工的融资渠道受到影响导致公司在偿还大额到期债务后资金流动性偏紧，同时，公司对因对洪业化工及其子公司而产生的诉讼事项确认预计负债 2.59 亿元。公司当前对洪业化工的担保金额仍较大，在洪业化工风险处置方案尚未结束之前，公司仍面临较大的或有负债风险。

7. 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，主要以附加值更高的产品延伸。同时，项目推进的资本支出大，为实现项目的稳步推进，公司面临较大的融资压力

六、财务分析

1. 财务状况

公司 2017 年度合并财务报表已经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见，公司 2018 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，2017 年，公司通过股权购买方式增加了 1 家子公司，为山东优一新材料有限公司。根据 2018 年 5 月 25 日，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《前期重大差错更正的专项说明》〔亚会 B 专审字（2018）0471 号〕，公司对合并财务报表的多项会计差错进行更正并对相关项目数据进行追溯调整，对个别会计科目的影响较大，整体影响有限。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 2017 年末，公司合并资产总额 258.81 亿元，负债合计 160.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益）97.91 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 95.89 亿元。2017 年，公司实现营业收入 279.43 亿元，净利润（含少数股东损益）9.15 亿元，归属于母公司所有者的净利润 8.97 亿元；经营活动产生的现金流量净额 17.25 亿元，现金及现金等价物净增加-6.62 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司合并资产总额 259.42 亿元，负债合计 158.29 亿元，所有者权益（含少数股东权益）101.13 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 99.08 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 70.27 亿元，净利润（含少数股东损益）3.24 亿元，归属于母公司所有者的净利润合计 3.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.07 亿元，现金及现金等价物净增加 1.03 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年末，公司合并资产总额为 258.81 亿元，较年初增长 9.39%，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 40.50%，占比较年初下降 1.10 个百分点，非流动资产占 59.50%。

（1）流动资产

截至 2017 年末，公司流动资产合计 104.83 亿元，较年初增长 6.50%，主要系预付款项和存货增加所致，公司流动资产构成以货币资金（占 23.74%）、预付款项（占 27.10%）、存货（占 37.44%）为主。

截至 2017 年末，公司货币资金为 24.89 亿元，较年初下降 19.03%，主要系自有资金偿还债务的规模增加所致，主要由银行存款（占 53.27%）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（46.41%）构成，受限资金占比较高。

截至 2017 年末，公司应收账款为 5.14 亿元，较年初变动不大，公司累计对应收账款计提坏账准备 0.17 亿元，计提比例为 3.24%；账龄主要集中在 1 年以内。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。

截至 2017 年末，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 28.41 亿元，较年初增长 36.65%，主要受原材料价格上涨以及公司获得原油进口使用权指标后，在国际上购买原油预付款增加所致。

截至 2017 年末，公司其他应收款账面价值为 4.44 亿元，较年初增长 13.49%，主要系往来款增加所致；公司共对其他应收款计提坏账准备 0.17 亿元，计提比例为 3.74%，其他应收款账龄在 1 年以内的占 71.91%，1~2 年的占 26.75%，账龄主要集中在 2 年以内。公司其他应收款主要由保证金（占 48.55%）和往来款（占 51.03%）构成，其中往来款主要为与非关联方贸易所交付的保证金。

截至 2017 年末，公司存货账面价值为 39.25 亿元，较年初增长 36.64%，主要系为配合春季装置检修，公司加大产成品储备所致；同时由于产品价格及原材料价格上涨使得存货价值提升所致，其中产成品占 69.94%，原材料占 30.06%，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。

（2）非流动资产

截至 2017 年末，公司非流动资产合计 153.98 亿元，较年初增长 11.45%，主要系固定资产和在建工程增长所致；公司非流动资产构成仍以固定资产（占 60.45%）、在建工程（占 18.56%）和无形资产（占 14.53%）为主。其中，公司固定资产账面价值为 93.08 亿元，较年初增长 13.55%，主要系 8 万吨/年 SBS 聚合物装置和铁路专用线项目等在建工程转入固定资产所致；账面价值 3.24 亿元的固定资产因办理银行贷款及授信已抵押，占固定资产比重为 3.48%；固定资产累计计提折旧 41.26 亿元，成新率为 69.29%，成新率水平一般；未办妥产权证书的固定账面价值为 10.80 亿元，占固定资产的比例为 11.61%。公司在建工程为 28.58 亿元，较年初增长 20.22%，主要由天然气制甲醇项目构成；公司未对在建工程计提减值准备。公司无形资产为 22.38 亿元，较年初下降 2.64%，主要由土地使用权（占 49.45%）、非专利技术（占 33.91%）和专利权（占 16.56%）构成；公司对土地使用权累计计提摊销 4.15 亿元；公司未对无形资产计提减值准备；账面价值 0.69 亿元的土地因贷款已抵押，占无形资产比例为 3.08%。

截至 2017 年末，公司受限资产合计 15.48 亿元，主要由受限的货币资金 11.55 亿元、固定资产 3.24 亿元和无形资产 0.69 亿元构成；占公司总资产的比例为 5.98%，受限比例较小。

截至 2018 年 3 月末，公司合并资产总额为 259.42 亿元，较上年末增长 0.24%，资产构成较上年末变动不大。

总体看，2017 年，公司固定资产和在建工程等非流动性资产规模持续增长导致公司资产规模同

比增长；公司资产构成仍以非流动资产为主。流动资产中货币资金受限比例较高，存货和预付账款所占比重相对较大，对资金形成占用；同时存货存在跌价风险。公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2017 年末，公司负债总额为 160.91 亿元，较年初增长 9.65%，主要系非流动负债增加所致，其中流动负债占 46.16%、非流动负债占 53.84%，非流动负债占比较年初上升 18.59 个百分点，负债结构转变为以非流动负债为主。

截至 2017 年末，公司流动负债合计 74.28 亿元，较年初下降 21.83%，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 45.71%）、应付票据（占 25.75%）和应付账款（占 13.94%）构成。其中，公司短期借款为 33.95 亿元，较年初下降 8.69%，主要由保证借款（占 82.92%）和抵押并保证借款（占 17.08%）构成。公司应付票据为 19.12 亿元，较年初下降 19.66%，应付账款为 10.35 亿元，较年初增长 109.80%，主要系公司为缓解流动资金压力，延长原材料支付账期所致。

截至 2017 年末，公司非流动负债为 86.63 亿元，较年初增长 67.50%，主要系长期借款和应付债券增加所致，主要由长期借款（占 32.32%）、应付债券（占 64.62%）和预计负债（占 2.99%）构成。其中公司长期借款为 28.00 亿元，较年初增长 163.82%，主要系公司天然气制甲醇项目贷款逐渐下放所致。从期限分布来看，2019 年到期 5.79 亿元、2020 年到期 6.70 亿元、2023 年到期 15.52 亿元；公司应付债券为 55.98 亿元，较年初增长 39.21%，主要为新增高收益境外美元债。公司预计负债为 2.59 亿元，全部由预计对外担保代偿损失构成。

截至 2018 年 3 月底，公司应付债券的构成如下表所示，若不考虑投资者回售选择权的影响，2018 年 3 月以后应付债券到期规模为 6.36 亿元，2019 年到期 17.51 亿元，2020 年到期 3 亿美元，2021 年到期 10.00 亿元；若考虑投资者回售权的影响，2018 年 3 月以后应付债券到期规模为 11.86 亿元，2019 年到期规模为 22.01 亿元，2020 年到期规模为 3.00 亿美元，公司近三年存在集中偿付风险。

表 14　截至 2018 年 3 月末公司应付债券构成情况（单位：亿元，%）

债券简称	债券余额	票面利率	发行日期	债券期限
15 玉皇化工 MTN001	5.00	6.80	2015/10/15	3 年
15 玉皇 01	1.36	6.85	2015/11/25	2+1 年
16 玉皇 01	2.01	7.85	2016/1/22	2+1 年
16 玉皇化工 MTN001	5.00	6.30	2016/3/16	3 年
16 玉皇债	5.00	6.30	2016/5/18	3 年
16 玉皇 02	5.50	7.50	2016/11/9	2+1 年
16 玉皇 03	5.00	6.00	2016/11/21	3+2 年
16 玉皇 04	5.00	7.00	2016/12/12	3+2 年
高收益境外美元债	3.00 亿美元	6.625	2017/3/27	3 年

资料来源：公司提供

截至 2017 年末，公司全部债务为 142.63 亿元，较年初增长 4.81%，其中长期债务 86.63 亿元，较年初增长 67.50%；短期债务 56.00 亿元，较年初下降 33.62%。债务结构上，短期债务占 39.26%；长期债务占 60.74%，长期债务占比较年初提高 22.73 个百分点，债务结构有所改善。截至 2017 年末，公司长期债务资本化比率较年初上升 10.42 个百分点至 46.94%；全部债务资本化比率较年初下降 0.92 个百分点至 59.30%，公司资产负债率较年初上升 0.15 个百分点至 62.17%，整体债务负担仍属于较

高水平。

截至 2018 年 3 月末，公司负债总额为 158.29 亿元，较上年末下降 1.63%，其中流动负债为 71.63 亿元，较上年末下降 3.56%；非流动负债为 86.66 亿元，较上年末增长 0.04%；负债结构上，流动负债占比 45.25%，占比较上年末下降 0.91 个百分点，非流动负债占比 62.17%，负债结构转变为以非流动负债为主。

截至 2018 年 3 月末，公司有息债务规模继续增长，全部债务为 143.41 亿元，较上年末增长 0.55%，其中短期债务为 56.75 亿元（占 39.57%），长期债务为 86.66 亿元（占 60.43%），债务结构较上年末变动不大。截至 2018 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 61.02%、58.65%和 46.15%，较上年末分别下降了 1.15 个百分点、0.65 个百分点、0.80 个百分点，债务负担仍属较重水平。

总体看，2017 年，由于天然气制甲醇项目贷款下放以及成功发行美元债，公司长期债务大幅提高，负债结构转变为以非流动负债为主，债务构成以长期债务为主。同时公司偿还一年内到期的非流动负债规模较大，公司债务规模总体略有增长，债务负担仍属较重。由于洪业化工的债委会约定对玉皇化工的银行借款实行“不抽贷、不断贷”的原则，公司短期内银行间接融资偿债压力较小，但公开市场的应付债券若考虑投资者回售权行使的影响，近三年存在集中偿付风险，公司整体偿债压力较大。

所有者权益

截至 2017 年末，公司所有者权益合计 97.91 亿元，较年初增长 8.91%，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%；归属于母公司的所有者权益中实收资本占 8.34%、资本公积占 22.14%、其他综合收益占 0.36%、盈余公积占 7.37%、未分配利润占 61.78%，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 2018 年 3 月末，公司所有者权益为 101.12 亿元，较上年末增加 3.29%，主要系未分配利润增加所致，权益结构较年初变化不大。

总体看，2017 年，受益于未分配利润的增长，公司所有者权益实现增长，但未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2017 年公司实现营业收入 279.43 亿元，同比增长 1.42%。2017 年，公司实现营业利润 15.22 亿元，同比增长 16.90%，主要系芳烃类产品毛利率提高公司利润增加所致，实现净利润 9.15 亿元，同比下降 11.78%，主要系预计对外担保代偿损失增加 2.59 亿元所致，其中归属于母公司所有者的净利润 8.97 亿元。

从期间费用看，财务费用同比增长 27.08%至 6.91 亿元，主要由于债务规模扩大以及融资成本提高导致财务费用增加；销售费用同比下降 4.44%至 2.10 亿元；管理费用同比提高 28.92%至 3.66 亿元，主要系中介机构费用及折旧费用增加所致。2017 年，公司期间费用总额为 12.68 亿元，同比增长 20.96%；费用收入比为 4.54%，同比上升 0.73 个百分点，公司费用控制能力仍属较强。

2017 年公司投资收益为 0.06 亿元，同比下降 19.43%，主要系投资分红减少所致，占营业利润的比重为 0.38%；营业外收入为 0.14 亿元，同比下降 86.78%，主要系政府补助减少所致，占利润总额的比重为 1.12%。

2017 年，公司营业外支出为 2.64 亿元，基本由预计对外担保代偿损失（2.59 亿元）构成，其详细分析见上文的重大事项处。

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 8.49%提高至 10.02%，受预计对外担保代偿损失导致公司利润总额和净利润均同比下降影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率同比分别下降 0.06 个百分点、0.34 个百分点和 2.73 个百分点至 6.48%、7.54%和 9.74%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 70.27 亿元，同比增长 1.55%；利润总额 4.30 亿元，同比增长 2.13%；净利润为 3.24 亿元，同比增长 2.28%；其中归属于母公司所有者的净利润为 3.20 元。

总体看，2017 年，公司营业收入基本保持稳定；主营业务毛利率受芳烃类产品毛利率提高略有上升；但公司期间费用增幅较大，同时预计对外担保代偿损失金额较大，对公司营业利润形成侵蚀。

5. 现金流

2017 年，公司经营活动现金流入 340.13 亿元，同比增长 2.91%；经营活动现金流出 322.89 亿元，同比增长 3.03%，2017 年经营活动现金流量净额为 17.25 亿元，同比增长 0.76%，现金收入比为 116.87%，同比提高 2.66 个百分点，收入实现质量高。

2017 年，公司投资活动现金流入为 1.26 亿元，同比增长 723.21%，主要系减持菏泽农村商业银行股份有限公司的股份使得收回投资收到的现金增加所致；公司投资活动现金流出为 24.18 亿元，同比下降 9.98%，主要系天然气制甲醇项目持续投资所致。受上述因素影响，2017 年投资活动现金净流出 22.92 亿元，净流出规模同比增长 4.99%。

2017 年，公司筹资活动现金流入 71.68 亿元，同比下降 34.92%，主要系受洪业化工风险事件影响，公司融资渠道受限所致；公司筹资活动现金流出 72.55 亿元，同比下降 27.01%，主要由偿还债务支付的现金构成。受上述因素影响，2017 年筹资活动现金流量净额由上年的净流入 10.74 亿元转为净流出 0.88 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为 4.07 亿元，投资活动产生的现金流量净流出 5.42 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 2.39 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.03 亿元。

总体看，2017 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，且 2017 年公司受洪业化工风险事件影响，公司融资渠道受限，且偿还债务规模较大，公司资金较为紧张，未来公司外部融资压力大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2017 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 1.04 倍提升至 1.41 倍；速动比率由上年的 0.73 倍提升至 0.88 倍；公司现金短期债务比由上年的 0.41 倍提升至 0.45 倍，但考虑到部分资金受限，实际指标水平低于上述测算倍数；2017 年，公司经营现金流动负债比率由上年的 18.02%上升至 23.22%。但考虑到，公司由于洪业化工风险事件影响，融资渠道受到一定影响，同时“16 玉皇 02”于 2018 年 11 月存在投资者行使回售选择权的可能，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，2017 年公司 EBITDA 同比增长 12.63%至 29.11 亿元；主要由折旧（占 32.12%）、利润总额（占 43.68%）、计入财务费用的利息支出（占 20.50%）和摊销（占 3.71%）构成。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 4.37 倍下降至 3.88 倍，EBITDA 对利息支出的保证程度尚可；EBITDA 全部债务比由上年的 0.19 倍提高至 0.20 倍；公司经营现金债务保护倍数为由上年的 0.13 倍下降至 0.12 倍，EBITDA 和经营性现金流量净额对全部债务的保护能力一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年底，公司重大诉讼或未决事项见上文的重大事项。

截至 2017 年底，公司提供对外担保合计 25.68 亿元，占公司净资产的 26.23%，其中对洪业化工及其子公司的对外担保合计金额为 15.10 亿元，占公司当期净资产总额的 15.42%，具体详情见上文的重大事项处；对其他公司的担保金额为 10.58 亿元，具体情况见下表，公司对外担保企业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，公司面临着较大的或有负债风险（见下表）。

表 15　截至 2017 年末公司对外担保情况表（单位：亿元）

编号	被担保单位名称	资产	净资产	营业收入	净利润	担保金额
1	山东省呈祥电工电气有限公司	27.51	14.62	21.33	1.18	0.57
2	山东明胜纺织有限公司	11.91	7.78	9.10	0.53	0.10
3	山东方明药业集团股份有限公司	--	--	--	--	0.15
4	山东达驰电气有限公司	41.43	20.95	31.49	2.19	1.05
5	山东润银生物化工股份有限公司	92.50	38.07	52.76	3.29	4.62
6	菏泽交通集团有限公司	53.74	23.39	23.02	0.36	4.09
合计		--	--	--	--	**10.58**

资料来源：公司提供，联合评级整理。
注：此表未统计对洪业化工及其子公司的对外担保情况

截至 2018 年 3 月末，公司获得银行授信额度共计 187.33 亿元，已实际使用 123.59 亿元，尚未使用的授信额度为 63.74 亿元，其中在建项目美国甲醇制天然气项目银团贷款尚未使用的银行授信为 32.44 亿元，同时由于洪业化工风险事件影响，银行无法向公司新增授信额度，公司间接融资渠道一般。

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2018 年 6 月 15 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 笔关注类保理业务。

总体看，2017 年，受公司债务结构调整影响，公司短期偿债指标略有改善，但考虑到，公司由于洪业化工风险事件影响，融资渠道受到一定影响，同时“16 玉皇 02”于 2018 年 11 月存在投资者行使回售选择权的可能，公司短期偿债能力一般。公司长期偿债指标较上年略有下降，长期偿债能力仍属一般水平。公司除对洪业化工及其子公司外的企业对外担保金额仍较大，区域集中度较大，且大部分被担保企业属于化工行业，同时洪业化工风险事项尚未完全解决，公司面临较大的或有负债风险。

七、本次公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月末，公司现金类资产达 24.99 亿元，约为“15 玉皇 01”、“16 玉皇 01”、“16 玉皇 03”、“16 玉皇 04”本金余额合计（13.37 亿元）的 1.87 倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度一般；净资产达 97.91 亿元，约为债券本金余额合计（13.37 亿元）的 7.32 倍，公司净资产能够对“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，2017 年，公司 EBITDA 为 29.11 亿元，约为债券本金余额合计（13.37 亿元）的 2.18 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 2017 年经营活动产生的现金流入 340.13 亿元，约为债券本金余额合

计（13.37 亿元）的 25.44 倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较高。公司 2017 年经营活动产生的现金净流入 17.25 亿元，约为债券本金余额合计（13.37 亿元）的 1.29 倍，公司经营活动现金净流入量对债券本金的覆盖程度一般。

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。

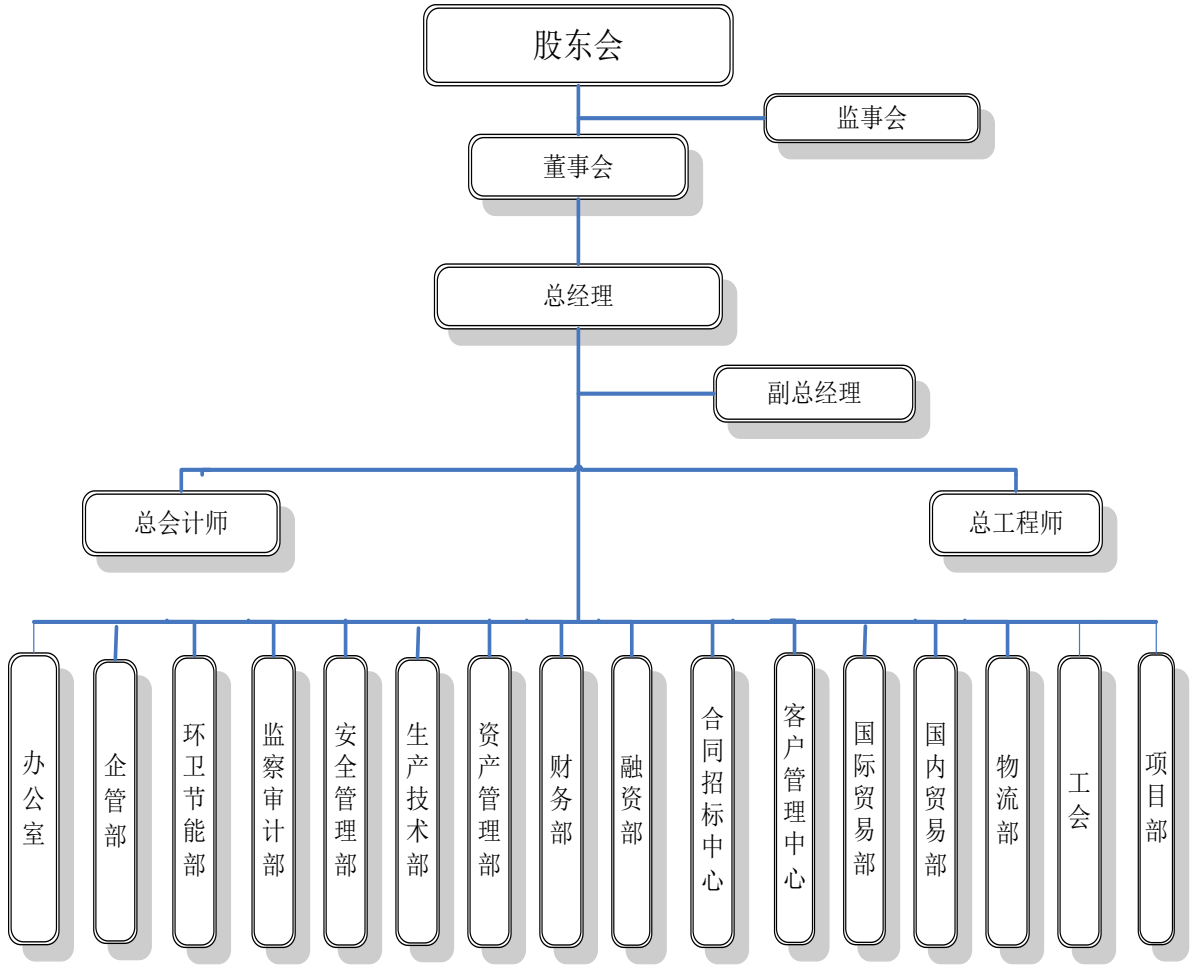
八、综合评价

跟踪期内，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。2017 年，公司营业收入保持稳定，综合毛利率有所提高；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，整体经营状况良好。同时联合评级也关注到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；在建项目规模较大，公司存在较大的资本支出压力；债务负担较重且存在集中偿付风险；公司对洪业化工担保事项对公司融资环境造成不利影响，且公司面临较大的或有负债风险。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望调整为“负面”；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	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	236.59	258.81	259.42
所有者权益（亿元）	89.90	97.91	101.13
短期债务（亿元）	84.36	56.00	56.75
长期债务（亿元）	51.72	86.63	86.66
全部债务（亿元）	136.08	142.63	143.41
营业收入（亿元）	275.52	279.43	70.27
净利润（亿元）	10.37	9.15	3.24
EBITDA（亿元）	25.85	29.11	--
经营性净现金流（亿元）	17.12	17.25	4.07
应收账款周转次数（次）	56.53	52.48	13.84
存货周转次数（次）	8.82	7.29	1.63
总资产周转次数（次）	1.24	1.13	0.27
现金收入比率（%）	114.21	116.87	116.09
总资本收益率（%）	6.54	6.48	--
总资产报酬率（%）	7.88	7.54	--
净资产收益率（%）	12.47	9.74	3.25
营业利润率（%）	8.49	10.02	9.69
费用收入比（%）	3.80	4.54	3.60
资产负债率（%）	62.02	62.17	61.02
全部债务资本化比率（%）	60.22	59.30	58.65
长期债务资本化比率（%）	36.52	46.94	46.15
EBITDA 利息倍数（倍）	4.37	3.88	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.19	0.20	--
流动比率（倍）	1.04	1.41	1.46
速动比率（倍）	0.73	0.88	0.93
现金短期债务比（倍）	0.41	0.45	0.48
经营现金流动负债比率（%）	18.02	23.22	5.68
EBITDA/待偿本金合计(倍）	1.93	2.18	--

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。