

跟踪评级公告

联合[2015] 358 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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，并维持“14玉皇化工CP003” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年三月二十七日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

山东玉皇化工有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 玉皇化工 CP003	5 亿元	2014/9/30~ 2015/9/30	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 3 月 27 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
现金类资产(亿元)	14.54	13.83	20.74	32.74
资产总额(亿元)	88.30	110.07	143.92	177.37
所有者权益(亿元)	36.88	39.99	51.92	59.64
短期债务(亿元)	29.52	36.39	57.71	89.32
全部债务(亿元)	44.64	57.65	78.14	107.35
营业收入(亿元)	128.36	151.99	178.31	191.22
利润总额(亿元)	11.82	9.65	11.16	9.85
EBITDA(亿元)	16.41	14.69	16.88	--
经营性净现金流(亿元)	10.45	12.12	18.63	8.12
营业利润率(%)	11.50	8.19	8.58	8.13
净资产收益率(%)	23.99	18.01	16.03	--
资产负债率(%)	58.24	63.67	63.93	66.38
全部债务资本化比率(%)	54.76	59.04	60.08	64.29
流动比率(%)	134.85	125.52	101.64	94.37
全部债务/EBITDA(倍)	2.72	3.92	4.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.36	4.76	5.17	--
经营现金流流动负债比(%)	28.81	24.83	26.38	--

注: 1.2014 年 3 季度财务数据未经审计;

2.其他流动负债及长期应付款中有息债务部分已计入全部债务。

分析师

王 冰 盛东巍 孙晨歌

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 山东玉皇化工有限公司(以下简称“公司”)在化工行业整体景气度不佳的环境中, 经营实力稳步提升, 收入及利润规模较上年同期增长明显。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 跟踪期内化工行业周期波动明显、顺丁橡胶产品产能过剩、公司投资需求较高以及或有负债风险等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

未来公司生产经营将围绕安全生产、环境保护、产品质量及技术创新等四个方面展开工作, 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。

综合分析, 联合资信维持山东玉皇化工有限公司AA的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“14玉皇化工CP003”A-1的信用等级。

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, 整体抗风险能力较强。
2. 跟踪期内, 公司收入规模及利润总额保持增长态势。
3. 公司经营活动现金流入量对“14玉皇化工CP003”保障程度很强。

关注

1. 跟踪期内, 橡胶行业产能过剩继续, 合成橡胶价格有所下降, 公司顺丁橡胶业务盈利能力受到一定冲击。
2. 顺丁橡胶的主要原料丁二烯价格亦呈下降态势, 公司即将投产的丁二烯项目或受到一定影响。
3. 跟踪期内, 公司短期债务规模快速上升, 债务负担加重, 短期支付压力增大, 债务结构有待改善; 未来公司在建及拟建项目仍面临

持续的外部融资需求。

4. 公司对外担保金额偏高，且对外担保企业区域及行业集中度较高，存在一定的或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山东玉皇化工有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东玉皇化工有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因山东玉皇化工有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山东玉皇化工有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“14 玉皇化工 CP003”到期后失效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于山东玉皇化工有限公司主体长期信用及存续期内债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

山东玉皇化工有限公司（以下简称“公司”或“山东玉皇”）始建于1986年，前身为山东省菏泽市东明县福利化工厂。1994年8月25日，东明县人民政府颁发东政办便字[1994]11号文批复，同意将原东明县福利化工厂改制为东明县玉皇实业有限责任公司。2003年6月24日，经山东省工商行政管理局核准，公司名称变更为山东玉皇化工有限公司。截至2014年9月底，公司注册资金8亿元。公司是由王金书、王金生、王春芝、武留新、张金平、顾雁、陈景林、袁秋林、王洪星和王红英10名自然人持股的公司制企业。除王金书持股62%外，其余股东持股均不超过10%。公司实际控制人为王金书。公司股权架构图见附件1-1。

公司经营范围包括：前置许可经营项目：生产销售间戊二烯、异戊二烯、双环戊二烯、精C₅；销售易燃液体；1,3-二甲苯、2-甲基-1,3-丁二烯、苯、粗苯、二聚环戊二烯、甲醇、甲基苯、甲基叔丁基醚、石脑油、正戊烷、压缩气体及液化气体；1,3-戊二烯、1-丁烯、丙烯、石油气、正丁烷（涉及法律法规行政许可的，凭许可证经营）。一般经营项目：进出口贸易及技术研发推广。

公司设有企管部、生产技术部、资产管理部等十六个职能部门（组织结构图见附件1-2）。截至2014年9月底，公司共拥有子公司8家。

截至2013年底，公司资产总额143.92亿元，所有者权益合计51.92亿元（其中少数股东权益7.53亿元）；2013年，公司实现营业收入178.31亿元，利润总额11.16亿元。

截至2014年9月底，公司资产总额177.37

亿元，所有者权益合计59.64亿元（其中少数股东权益8.65亿元）；2014年1~9月，公司实现营业收入191.22亿元，利润总额9.85亿元。

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。

三、宏观经济和政策环境

2014年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值419908亿元，按可比价格计算，同比增长7.4%。分季度看，一季度同比增长7.4%，二季度增长7.5%，三季度增长7.3%。虽然GDP增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为46.7%，比上年同期提高1.2个百分点，高于第二产业2.5个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为48.5%，比上年同期提高2.7个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额189151亿元，同比名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.8%），增速比上年回落0.1个百分点；固定资产投资（不含农户）357787亿元，同比名义增长16.1%（扣除价格因素实际增长15.3%），增速比上年回落1.2个百分点；进出口总额194223亿元人民币，同比增长3.3%，增速比上年加快2.1个百分点。

2014年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入106362亿元，比去年同期增加7973亿元，增长8.1%。其中税收收入90695亿元，同比增长7.4%。全国财政支出103640亿元，比去年同期增加12107亿元，增长13.2%，完成预算的67.7%，比去年同期提高1.5个百分点。

2014年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭

配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9月末，广义货币（ M_2 ）余额 120.21 万亿元，同比增长 12.9%，狭义货币（ M_1 ）余额 32.72 万亿元，增长 4.8%，流通中货币（ M_0 ）余额 5.88 万亿元，增长 4.2%。9月末，人民币贷款余额 79.58 万亿元，人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出，2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

公司为石油化工的下游加工企业，主要产品涉及碳五类、橡胶类和芳烃类等。

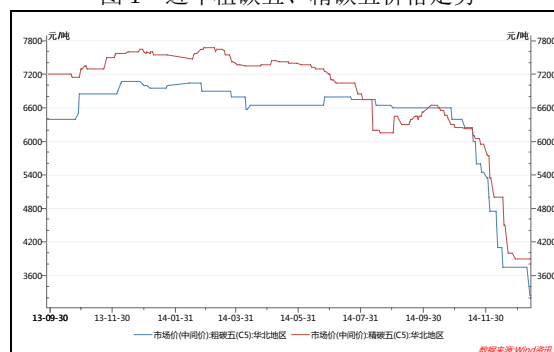
1. 行业概况

碳五行业

裂解碳五是石油烃裂解生产乙烯的副产物，其产量一般为乙烯产量的 2%~15%。随着国内乙烯工业的快速发展，裂解碳五资源成为提高乙烯装置综合竞争力不可忽视的资源，越来越受关注和重视。中国是全球第二大乙烯生产国，2013 年乙烯产量 1623 万吨，由于 75% 以上的乙烯原料为石脑油，碳五资源副产较多，是全球碳五资源最多的国家。随着碳五资源量的持续增加，国内碳五资源的利用程度和利用率将逐步深入和提高。

从近年国内粗碳五和精碳五价格（以华北地区市场中间价为例）走势来看，2013 年三季度至 2014 年上半年粗碳五与精碳五价差基本可保持在 600 元/吨上下，而 2014 年以来，受市场竞争度加剧、下半年原油价格快速下跌等因素影响，粗碳五、精碳五价格呈波动下降态势，下降幅度较大，且价差迅速收窄，利润空间收到严重挤压。

图 1 近年粗碳五、精碳五价格走势



资料来源：Wind 资讯

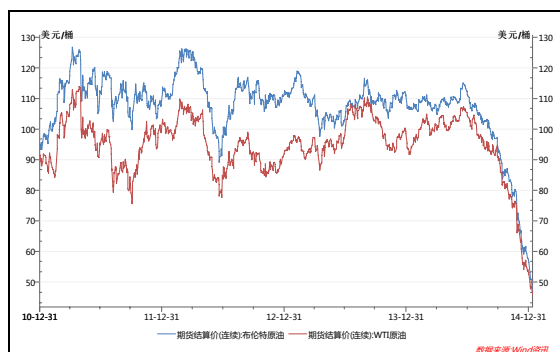
总体看，跟踪期内国内碳五价格波动幅度控制在 1000 元/吨以内，未来随着碳五资源量的持续增加，国内碳五资源的利用程度和利用率将逐步深入和提高。

芳烃（炼油）行业

中国是世界第四大石油生产国、第二大石油消费国及石油进口国。近年来，中国原油消费量持续增长。

原油价格方面，2014 年上半年，原油现货价格整体延续了 2013 年的波动走势，但下半年受美联储退出 QE3、全球原油供大于求、欧美联手抑制投机资金对油价炒作、欧佩克（OPEC）宣布不减产等多重利空因素影响，国际原油价格在短期内大幅下跌，截至 2015 年 1 月 12 日，北海布伦特原油期货结算（连续）价格和 WTI 原油期货结算（连续）价格分别仅为 47.43 美元/桶和 46.07 美元/桶。同期，国内原油价格与国际市场原油价格走势基本一致。

图2 国际原油现货价格走势



资料来源: Wind

2013年3月26日,国家发改委发出《国家发展改革委关于进一步完善成品油价格形成机制的通知》(发改价格【2013】624号,以下简称“通知”),“通知”提出进一步完善成品油价格形成机制,其中包括缩短调价周期由现行22个工作日缩短至10个工作日,并取消上行幅度4%的限制,同时调价幅度如低于每吨50元时,不作调整,并纳入下次调价时累加或冲抵。2013年,中国对成品油价格进行了八升、七降,共十五次调整,汽油标准品价格累计上调人民币5元/吨、柴油标准品价格累计下调人民币15元/吨。2014年1~10月,中国对国内汽油、柴油价格的调整主要以下调为主基调,共累计调整国内汽油、柴油价格14次,汽油标准品价格累计下降人民币925元/吨,柴油标准品价格累计下降人民币890元/吨。

新成品油定价机制的出台,市场化程度有所提高,有利于稳定炼油企业的利润空间更有保障,炼油企业在一定程度上能够规避国内外成品油价格“倒挂”所带来的亏损风险。

2. 区域经济环境

公司主要生产基地及销售市场集中在山东省内及周边区域。

根据《山东省2014年国民经济和社会发展统计公报》,2014年山东省实现生产总值59426.6亿元,同比增长8.7%,其中第二产业增加值28788.1亿元,同比增长9.2%。

工业方面,2014年山东省全部工业增加值

25340.9亿元,比上年增长9.3%。其中,规模以上工业增加值增长9.6%。在规模以上工业中,轻工业增长8.5%,重工业增长10.1%。41个行业大类中,35个行业实现增长。其中,化学原料和化学制品制造业增长11.7%。

固定资产投资方面,2014年山东省固定资产投资41599.1亿元,同比增长15.8%。

总体看,2014年山东省经济继续保持平稳较快增长,为公司经营发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

公司为一家集化工研发、生产、销售、进出口贸易、物流等为一体的综合性企业集团。公司占地300万平方米,拥有国内外先进的检测、检验、生产等设备、设施。公司本部主要设备有20万吨/年碳五精制装置、1万吨/年液化天然气装置、3千吨/年液体乙烷装置、12万吨/年气体分馏装置、10万吨/年MTBE装置、40万吨/年二甲醚装置。旗下子公司华宇橡胶有限责任公司拥有10万吨/年顺丁橡胶装置和10万吨/年丁二烯装置;子公司山东菏泽玉皇化工有限公司拥有20万吨/年苯乙烯装置和10万吨/年粗苯加氢项目;子公司山东玉皇盛世化工有限公司拥有60万吨/年重油催化裂解(MCC)装置以及160万吨延迟焦化装置。

公司以石油化工为主体,并向精细化工延伸,产品丰富种类,产业链完整,主要产品包括液化气、丙烯、精碳五、双环戊二烯、间戊二烯、异戊二烯、MTBE、二甲醚、顺丁橡胶等化工产品,其中碳五深加工产品产能优势明显,双环戊二烯、间戊二烯、异戊二烯、精碳五等填补省内空白,技术国内领先,被山东省科技厅鉴定为新产品、新材料,替代进口,已形成畅通的销售网络,特别是异戊二烯产品,用于树脂、橡胶、医药等产品中间体,目前国内生产厂家相对较少,产品出口东南亚、英国、美国、巴西、荷兰等国家和地区,整体经济效

益较好。

公司连续多年入选“中国化工企业 500 强”、“中国化工企业经济效益 500 强”、“中国化工最具成长性企业 100 强”、“中国化工化学助剂行业 50 强”。在 2014 年“中国化工企业 500 强”企业中，公司名列 32 位，较 2012 年位次前移了 18 名。

总体看，公司以石油化工为主体，并向精细化工延伸，产品丰富种类，产业链完整；公司主要产品碳五产能优势较为明显。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司根据产品用途的不同，将业务划分为基础化工原料板块和合成材料制造板块。受益于芳烃产销量提升、苯乙烯和聚苯乙烯价格及产销量的增长，以及贸易规模的扩大，2013 年

营业收入及成本较 2012 年水平分别增长 17.31%和 17.07%。公司基础化工原料板块收入占营业收入的比重高，是公司的主要收入来源，近三年基础化工原料板块年均复合增长 23.37%。2013 年，公司实现营业收入 178.31 亿元。

毛利率方面，2012 年以来，公司受到部分原材料采购价格上升及部分产品销售价格下降等不利因素影响，但同年苯乙烯及聚苯乙烯行业景气度的迅速升温以及贸易毛利率的小幅提升，使得公司 2013 年整体毛利率较 2012 年水平基本保持平稳。2013 年，公司综合毛利率为 9.55%，较 2012 年仅增长 0.19 个百分点。

2014 年 1~9 月，受益于公司 160 万吨延迟焦化装置 2013 年 9 月投产后产能逐步释放，以及 50 万吨 MTBE 装置于 2014 年 6 月进入试运行阶段，公司 1~9 月实现营业收入 191.22 亿元，已超过 2013 年全年水平，业务继续保持快速发展。同期，受国内苯乙烯、聚苯乙烯行情下行的影响，公司苯乙烯、聚苯乙烯产品毛利率有所下滑，导致综合毛利率小幅下降至 9.22%。

表 1 2011~2014 年 1~9 月公司营业收入和毛利率情况 (单位: 万元、%)

业务板块	2011 年			2012 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础化工原料	1022548.82	79.66	11.24	1275340.20	83.91	9.29
合成材料制造	260886.53	20.33	15.43	244573.23	16.09	9.66
建筑安装业	160.77	0.01	100.00	22.57	0.00	100.00
合计	1283596.12	100.00	12.11	1519936.00	100.00	9.36
业务板块	2013 年			2014 年 1-9 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础化工原料	1556285.78	87.28	9.36	1753600.83	91.71	9.15
合成材料制造	226774.05	12.72	10.84	158575.28	8.29	9.97
建筑安装业						
合计	1783059.83	100.00	9.55	1912176.11	100.00	9.22

资料来源：公司提供

注：公司建筑安装板块并不对外承揽业务，仅负责公司内部零星工程及工程管理。

表 2 2011~2014 年 1~9 月公司营业收入详细分布 (单位: 万元)

项 目	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1-9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
碳五类	171532.90	12.38%	178957.50	10.88%	157700.27	10.17%	122951.72	10.11%
液化气类	184635.44	8.73%	108155.66	8.13%	94185.87	8.87%	87268.14	9.29%

苯乙烯	149331.96	10.68%	189987.32	9.76%	219596.67	14.20%	141541.71	12.85%
芳烃	151998.05	10.89%	295824.94	10.08%	431037.05	7.94%	806323.02	8.38%
二甲醚	123176.94	10.65%	121620.10	9.96%	116972.24	9.03%	91631.21	9.31%
MTBE							115692.34	11.72%
材料、贸易类	49687.51	18.53%	196292.40	5.42%	251100.53	6.74%	170129.98	6.49%
其他小类产品	192186.02	11.87%	184502.28	10.38%	285693.15	9.91%	218062.71	9.65%
基础化工原料小计	1022548.82	11.24%	1275340.20	9.29%	1556285.78	9.36%	1753600.83	9.15%
聚苯乙烯	74491.58	13.95%	64862.95	11.33%	110770.29	14.32%	73299.88	13.02%
橡胶类	179831.30	17.11%	164052.16	9.52%	101326.73	7.38%	72664.65	6.96%
石油树脂	6563.65	-13.62%	15658.12	4.29%	14677.03	8.54%	12610.75	9.53%
合成材料小计	260886.53	15.43%	244573.23	9.66%	226774.05	10.84%	158575.28	9.97%
建筑安装	160.77	100.00%	22.57	100.00%				
总计	1283596.12	12.11%	1519936.00	9.36%	1783059.83	9.55%	1912176.11	9.22%

资料来源：公司提供

注：其他小类产品为其他类的基础化工产品。

总体看，公司主导产品定位于石油化工行业的中下游，跟踪期内，受石油化工行景气度下降影响，公司盈利能力有所弱化。

2. 生产经营

基础化工原料板块

公司的基础化工原料制造业务的经营主体为公司本部、子公司菏泽玉皇和玉皇盛世，主

要产品包括碳五类（戊烷碳五、异戊二烯、精碳五及双环戊二烯等）、二甲醚、液化气、苯乙烯以及芳烃类（汽油、柴油及燃料油等），此外还包括MTBE、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，全部来自外部采购。

表3 公司基础化工原料主要产品情况（单位：万吨、元/吨）

产品类别	项目	2011年	2012年	2013年	14年1-9月	产品类别	项目	2011年	2012年	2013年	14年1-9月
碳五类	产能	20	20	20	20	二甲醚	产能	40	40	40	40
	产量	19.50	20.95	19.12	15.88		产量	35.10	37.76	36.07	28.51
	销量	19.10	19.01	18.65	15.39		销量	32.90	37.88	35.18	27.89
	销售均价	8980.78	9413.86	8455.78	7988.29		销售均价	3743.98	3210.67	3324.96	3284.95
	毛利率	12.38%	10.88%	10.17%	10.11%		毛利率	10.65%	9.96%	9.03%	9.31%
液化气	产能	32	20	20	20	苯乙烯	产能	20	20	20	20
	产量	32.80	21.46	19.01	15.64		产量	23.80	23.94	23.97	18.29
	销量	32.20	21.45	18.09	14.92		销量	16.51	20.17	19.35	13.97
	销售均价	5734.02	5042.22	5206.52	5847.96		销售均价	9044.94	9419.30	11348.67	10132.68
	毛利率	8.73%	8.13%	8.87%	9.29%		毛利率	10.68%	9.76%	14.20%	12.85%
芳烃类	产能	60	60	220	220	MTBE	产能				50
	产量	26.00	42.07	62.06	117.59		产量				17.02
	销量	21.90	40.01	60.25	116.86		销量				16.72
	销售均价	6940.55	7394.39	7154.14	6899.77		销售均价				6920.31

	毛利率	10.89%	10.08%	7.94%	8.38%		毛利率				11.72%
--	-----	--------	--------	-------	-------	--	-----	--	--	--	--------

资料来源：公司提供，以上价格不含税。

注：公司部分苯乙烯用于生产聚苯乙烯，其余部分对外销售，因此苯乙烯产量与销量差异较大。

生产与销售方面，2013 年，除芳烃类产品外，公司基础化工原料板块主要产品的产能利用率均达到较高水平，产销率也均处于较好水平（公司苯乙烯产销率较低主要是自用苯乙烯生产聚苯乙烯所致）。芳烃类产品由玉皇盛世负责生产，由于生产装置老旧且工艺落后，公司于 2011 年进行检修及技术改造后，产能利用率也只能发挥 70%左右的水平；随着 160 万吨延迟焦化装置于 2013 年 9 月初进入试生产阶段，在芳烃类产品产能大幅提升的同时也带动了 2013 年芳烃类产量的增长，但其产能利用率仍然处于较低水平。

毛利率方面，2013 年原材料粗碳五价格下行有效缓解了公司成本压力，碳五毛利率下降幅度有所减缓；由于二甲醚装置所用催化剂的使用期限为 3 年，公司通常每三年备货一次，而 2013 年催化剂已达 3 年期限，造成甲醇单耗升高，进而生产成本提升，导致 2013 年二甲醚毛利率出现下滑；受到燃料油采购成本上升以及产品销售价格下降的双重压力，公司芳烃类产品毛利率大幅下滑；2013 年公司液化气产品经营较为平稳，随着产品价格的提升，产品毛利率小幅增长；受益于国内外市场需求度迅速提升，苯乙烯销售价格自 2013 年 1 季度以来快速增长，产品毛利率亦呈大幅增长态势。

2014 年 1~9 月，由于公司 160 万吨延迟焦化装置投产后产能逐步释放，芳烃类产品产量大幅提升，但产能利用率依旧不高，未来仍有较大增长空间。公司 50 万吨 MTBE 装置（120

万吨液化气综合利用配套工程一期）于 6 月进入试运行阶段，MTBE 下游主要应用于无铅汽油和低铅油的调和（是一种汽油添加剂），截至 2014 年 9 月底，公司已生产 17.02 万吨 MTBE，且产销率较高。另外，受行业景气度下滑的影响，公司苯乙烯产品价格有所下降，进而影响了其利润水平。

合成材料制造板块

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制造。

公司顺丁橡胶产品产能利用率近年来始终保持在 90%左右的水平，而聚苯乙烯在 2013 年受市场行情较好的影响，产量较往年大幅提升；公司合成材料主要产品产销率保持较高水平。毛利率方面，2013 年由于顺丁橡胶市场供大于求，且原材料丁二烯价格大幅下跌，导致顺丁橡胶价格大幅下跌，产品毛利率较 2012 年下降 2.14 个百分点；聚苯乙烯产品因有部分原料自给、销售价格上升，2013 年产品毛利率上升近 3 个百分点。

2014 年 1~9 月，公司顺丁橡胶和聚苯乙烯产品产销率依然保持较高水平。价格及毛利率方面，顺丁橡胶市场延续了 2013 年低迷的环境，价格有所下滑，但下滑幅度明显收窄；由于下游需求疲软及原料价格下跌，聚苯乙烯价格下降较快。受上述因素影响，公司顺丁橡胶和聚苯乙烯产品毛利率均有所下滑。

表 4 公司合成材料主要产品产销情况（单位：万吨、元/吨）

产品类别	项目	2012 年	2013 年	14 年 1-9 月	产品类别	项目	2012 年	2013 年	14 年 1-9 月
顺丁橡胶	产能	10	10	10	聚苯乙烯	产能	10	10	10
	产量	9.55	8.76	6.76		产量	6.47	9.51	6.72
	销量	8.96	8.48	6.62		销量	6.09	9.24	6.90
	销售均价	18309.39	11948.91	10981.14		销售均价	10650.73	11988.13	10619.29

	毛利率	9.52%	7.38%	6.96%		毛利率	11.33%	14.32%	13.02%
--	-----	-------	-------	-------	--	-----	--------	--------	--------

资料来源：公司提供，以上价格不含税。

注：目前公司 5 万吨稀土顺丁橡胶生产线产品为镍系顺丁橡胶。

总体来看，跟踪期内公司主要产品产能利用率及产销率维持较好水平。受益于下游市场需求度提升，苯乙烯及聚苯乙烯产品盈利能力有所提升；碳五类、液化气及二甲醚产品盈利水平相对保持稳定；由于行业景气度低迷，顺丁橡胶产品盈利能力不断下滑。

3. 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、燃料油以及焦化粗苯等。公司地处华北平原腹地，原料来源地多方，交通便利，便于运输。公司原料采购运输方式以公路运输为主。

表 5 公司部分主要原料采购情况（单位：万吨、元/吨）

原料类别	2012 年		2013 年		14 年 1~9 月	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
粗碳五	22.63	7134.85	19.62	6332.96	16.31	6079.08
甲醇	46.10	2454.83	49.12	2287.67	40.08	2111.95
粗苯	32.95	6101.77	32.89	6504.19	24.69	5902.66
乙醇	15.40	6300.12	3.85	6160.26		
裂解原料	22.30	5438.06	19.37	5487.42	17.82	5833.26
燃料油	45.68	3787.33	63.54	3904.01	120.65	3879.62
丁二烯	10.52	14157.46	9.26	8302.81	6.98	7879.76
乙烯			5.72	9618.96	5.04	9982.14

资料来源：公司提供

注：2013 年以后，公司采用部分乙烯替代乙醇作为苯乙烯的生产原料。

公司 20 万吨/年碳五精制原料粗碳五主要来源于中石化下属子公司等国家大型乙烯厂并与客户建立了稳定良好的原料供应关系，由于公司有较大的需求量，基本可以以原料产地最低价格购得原料。

公司气体分馏装置所需原料是石油液化气，主要来自濮阳中原油田采油六厂、北京燕山石化、包头神华等，该原料为石化产品的中间产品，受石油价格涨跌的影响较大，原料价格波动幅度较大。

二甲醚的主要原料是甲醇，主要来自兖矿煤化、新乡中新化工、山西天泽化工、山东鲁西化工、鹤壁煤电、江苏宏伟等企业，原料供应有可靠保证。由于公司的二甲醚装置规模较大，可以较同类企业以较低的价格购买到原料，周边原料丰富，交通便利。

公司苯加氢装置主要原料为焦化粗苯，主要在周边地区济宁、枣庄等地及山西煤炭产区购买。

苯乙烯装置的主要原料为工业级乙烯和苯。乙烯来源较为广泛，公司粗苯精制项目可以为苯乙烯项目提供约 50%左右的苯来源，有利于形成产业链，降低生产成本，提高市场竞争能力，剩余所需纯苯可以在化工市场外购或直接从生产厂家购买，供应量较为充足。

公司所需原材料燃料油（重油），主要通过代理商在国际市场上购买。目前公司已经与国内较大的燃料油进口企业达成了供货协议，原材料来源比较有保障。

顺丁橡胶的原料为丁二烯，受化工市场变化影响较大。公司丁二烯年需求量约为 10 万吨，公司已和山海绿地能源（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，项目原料来源比较可靠。在丁二烯国外价格较国内价格低时，公司择优从国外进口。为了解决原料来源受限制约，公司自建 10 万吨/年丁二烯项目已于 2013 年四月投入试生产，但目前工艺、设备正在磨合，公司目前丁二烯仍全部外购。未来若设备磨合改善，装置生产成本降低，则完全达产后公司顺丁橡胶原料供应将实现全部自给，将有效抵御丁二烯价格波动风险。

总体来看，2013 年粗碳五及丁二烯价格下降幅度较大，在一定程度上减轻了下游客五类及顺丁橡胶产品的成本压力。近年来随着芳烃类产品产量的提升，公司加大了其主要原材料燃料油的采购规模。

产品销售方面，公司 20 万吨/年碳五项目属高科技项目，是目前全国最大的裂解碳五加工装置之一，产销率一直保持较高水平。碳五系列产品中异戊二烯以出口为主，其余产品主要销往华北、华东等地区，主要是山东海力、蚌埠新奥等公司；苯乙烯主要销售对象为江浙及华北地区的见龙国际贸易有限公司、江苏诺度工贸有限公司、常州宇诺化工有限公司等精细化工厂家；二甲醚主要销售到河南、山东等周边区域，主要为下游客户作为化工原料使用，部分添加到民用液化气中作为燃料使用，主要客户有长垣惠丰液化气、菏泽昊天商贸等；液化气主要用于民用液化气燃料，主要销售周边

地区的液化气站；聚苯乙烯主要用途为泡塑产品板材，其广泛应用于建筑保温、隔热材料，泡塑产品包装以及泡塑浮材的制造及工艺品等，市场前景好；2014 年新增的 MTBE 产品主要销售给中国石化化工销售有限公司。

由于公司产品生产用原料质量较好，所产产品质量在同行业居中上游水平，具有较强的竞争优势。公司产品的销售结算方式主要采用预收货款的结算方式。

4. 经营效率

近三年，公司销售债权周转次数呈快速下降趋势，2013 年下降至 79.51 次，销售债权周转效率仍较高，主要系产品销售采用现金现货方式结算所致。2011~2013 年，公司存货周转次数分别为 9.79 次、8.40 次和 8.24 次，始终保持较高水平。2013 年公司总资产周转次数 1.40 次，总资产周转效率较高。

总体来看，作为石油化工产品的生产企业，近年来公司存货周转效率保持较高水平，增加了流动资金的使用效率，从而保证了公司的收入及利润水平。

5. 未来发展

截至 2014 年 9 月底，公司在建项目计划总投资 57.88 亿元，主要在建项目包括 30 万吨/年异丁烷脱氢、丁二烯（一期及二期）、乙醇胺、160 万吨延迟焦化以及杂环芳烃深加工项目。

表 6 公司主要在建项目情况（单位：亿元）

序号	项 目	建设规模 (万吨/年)	计划 总投资	截至 2014 年 9 月底 已投金额	2014 年 10~12 月计划投资	2015 年 计划投资
1	异丁烷脱氢	30	5.27	2.89	2.35	0.03
2	液化气综合利用配套工程	120	17.31	13.86	0.55	2.65
3	乙醇胺	7.5	6.29	4.96	1.25	0.08
4	丁二烯一期	10	5.92	4.09	1.71	0.12
5	丁二烯二期	7	6.52	3.20	3.27	0.05
6	延迟焦化	160	6.61	6.60	0.01	
7	杂环芳烃深加工项目	100	9.96	1.65	6.27	2.00

	合计	--	57.88	37.25	15.41	4.93
--	----	----	-------	-------	-------	------

资料来源：公司提供

公司在建项目具有较好的技术和成本优势，如能顺利投产，将有助于公司提升自身竞争力。公司主要在建项目及拟建项目在未来两年内计划投资规模较大，基于公司目前的现金流状况及筹资计划，公司面临持续的外部融资需求，债务水平或将继续上升。

八、财务分析

公司提供的 2011~2013 年财务报告已经国富浩华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2014 年三季度财务报表未经审计。

从合并范围变化情况看，2013 年公司新增合并子公司 3 家，合并范围变化对财务报表数据可比性影响较小。2014 年公司合并范围无变化。

截至2013年底，公司资产总额143.92亿元，所有者权益合计51.92亿元（其中少数股东权益7.53亿元）；2013年公司实现营业收入178.31亿元，利润总额11.16亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额 177.37 亿元，所有者权益合计 59.64 亿元（其中少数股东权益 8.65 亿元）；2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 191.22 亿元，利润总额 9.85 亿元。

1. 盈利能力

受益于主要产品产销量增长以及贸易规模的扩大，2013 年公司实现营业收入 178.31 亿元，较 2012 年增长 17.31%；营业利润率为 8.58%，较 2012 年增长 0.39 个百分点。

从期间费用看，随着经营及债务规模的增大，公司人员工资及财务费用上升较快，期间费用占营业收入比重逐年上行，2013 年为 3.40%，但整体看公司对期间费用的控制水平仍较好。

2013 年，公司营业外收入 1.94 亿元，其中

政府补助 1.82 亿元，主要是收到基础设施补助费、税源培育扶持基金和土地补偿款。税源培育扶持基金和土地补偿款是一次性补贴，不可持续。

2013 年，公司实现利润总额 11.16 亿元，同比增加 15.62%；公司实现净利润为 8.32 亿，同比增长 15.55%。

从盈利财务指标看，2013 年公司总资产收益率和净资产收益率分别为 8.09% 和 16.03%。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 191.22 亿元，营业利润率 8.13%。同期，公司实现利润总额 9.85 亿元。

总体看，受经营规模扩大的影响，2013 年公司收入及利润规模同比有所上升，但受石油化工行业景气度下降影响，公司盈利能力有所弱化。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2013 年，公司经营活动现金流入 239.35 亿元，主要由销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金组成。公司经营活动现金流出 220.72 亿元，分别由购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金组成。随着经营规模的扩大，公司销售商品、提供劳务收到的现金较 2012 年增长 28.38%；公司收到、支付其他与经营活动有关的现金主要是与其他单位的往来款累计形成。从现金收入比看，2013 年为 124.80%，收入实现质量好的原因主要是公司货款回收以及预收款项增加所致。2013 年，公司经营活动产生的现金流量净额 18.63 亿元。

从投资活动看，2013 年，公司投资活动现金流入 0.04 亿元，公司近年来投资主要集中于自身的在建项目，对外投资很少，因此投资收到的现金流入规模很小。2013 年，公司投资活动现金流出 27.96 亿元，主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金组成。公司投资活动产

生的现金流量净额-27.92 亿元。公司投资支出压力较大。

从筹资活动看，2013 年，公司筹资活动现金流入 65.12 亿元，来源主要为取得借款收到的现金。2013 年筹资活动现金流出 48.55 亿元，主要表现为偿还借款及利息支付。2013 年，筹资活动产生的现金流量净额 16.57 亿元。

2014 年 1~9 月，公司经营活动现金流入量 221.80 亿元，经营活动现金流量净额 8.12 亿元；投资活动现金流量净额-11.99 亿元；筹资活动现金净流入合计 11.11 亿元。

总体看，随着经营规模的扩大，公司经营活动现金流入量快速上升，总体规模较大且获现能力较强。跟踪期内，公司对在建项目的投资导致公司资本性支出压力较大，债务资金以净流入为主。

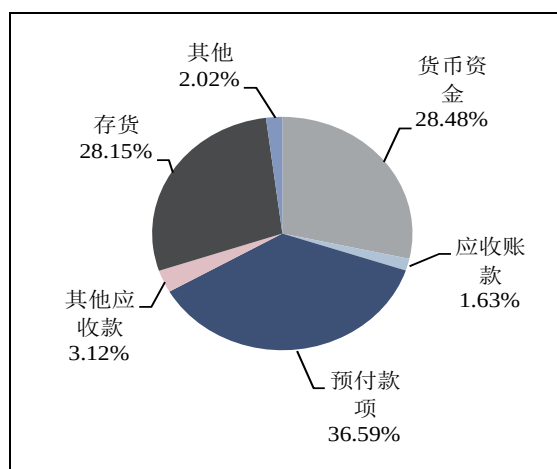
3. 资本及债务结构

截至 2013 年底，公司资产总额为 143.92 亿元。从资产构成情况看，2013 年公司流动资产和非流动资产占资产总额的比重分别为 49.87%和 50.13%。

流动资产

截至 2013 年底，公司流动资产为 71.76 亿元，主要由存货、预付款项和货币资金构成。

图 3 截至 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司货币资金 20.44 亿元，

主要由银行存款（占 26.81%）和其他货币资金（占 72.62%）构成，公司其他货币资金 14.84 亿元为银行承兑汇票及信用保证金存款。公司货币资金中受限资金规模较大。

公司产品销售以现金为主，应收类资产规模较小。截至 2013 年底，企业采用票据结算减少，公司应收票据 0.30 亿元，全部为银行承兑汇票；因子公司玉皇盛世赊销减少，截至 2013 年底，公司应收账款规模有所下降。应收账款账龄较短（1 年内占 81.35%），公司累计计提坏账 419 万元，整体计提比例 3.45%。

截至 2013 年底公司存货原值 20.20 亿元，主要由原材料（占 42.94%）和产成品（占 55.27%）构成，2013 年末存货不存在减值情形，且公司存货周转效率较高，公司存货未计提跌价准备。

截至 2013 年底，公司预付账款 26.25 亿元，同比增长 20.30 个百分点，主要系预付原料、工程款增长。从预付款项前五名情况看，其金额占预付款项总额的比重为 35.13%，其中主要供应商与公司长期合作、信誉度高，预付账款风险较小。

表 7 公司 2013 年底前五名预付账款明细

单位名称	金额（亿元）	所占比例（%）
山东鲁润石化有限公司	2.82	10.74
华岳集团有限公司	2.69	10.24
山东菏泽华昌机械科技有限公司	2.00	7.61
LUMMUS TECHNOLOGY INC(鲁姆斯技术)	0.94	3.58
沈阳透平机械股份有限公司	0.78	2.96
合计	9.22	35.13

资料来源：公司审计报告

因公司加强往来款项管理，2013 年公司其他应收款同比减少 46.94%，年末余额为 2.24 亿元。对于账龄分析组合，账龄在一年以内的占 46.02%，1-2 年占 23.89%，2-3 年占 30.09%，公司对该部分计提坏账准备 0.13 亿元，整体计提比例 5.80%。

近三年，公司非流动资产年均复合增长 35.39%，截至 2013 年底为 72.15 亿元，主要由固定资产、无形资产和在建工程构成。

截至 2013 年底，公司固定资产原值 39.13 亿元，主要为机器设备和房屋建筑物构成，固定资产累计折旧 12.64 亿元，固定资产净额 26.49 亿元，固定资产成新率 67.72%；随着资本性支出规模的增加，截至 2013 年底，公司在建工程 33.90 亿元，主要为异丁烷脱氢、丁二烯项目、液化气综合利用配套工程等。

公司无形资产主要为土地使用权和非专利技术，截至 2013 年底为 12.72 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额 177.37 亿元，较 2013 年底增长 23.24%，增长主要来自货币资金、应收票据和固定资产。其中，固定资产为 51.61 亿元，增长原因主要系南部工业园区在建工程转入固定资产所致。

总体看，跟踪期内，公司资产规模增长较快。流动资产中货币资金、存货及预付款规模较大，考虑到预付款项主要用于采购原料，且存货周转效率较高，公司资产流动性较好；非流动资产中主要以固定资产及无形资产为主。总体看，公司整体资产质量尚可。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益为 51.92 亿元。从归属于母公司所有者权益构成情况看，实收资本和资本公积合计占 26.09%，未分配利润占 66.23%，公司所有者权益稳定性弱。

截至 2014 年 9 月底，公司所有者权益合计达到 59.64 亿元，较 2013 年底增长 14.87%，主要来自于未分配利润和资本公积的增长，其中资本公积的增长主要系公司于 2014 年 9 月对子公司玉皇盛世进行资产重组，并通过收购股权的形式对其持股比例由 47.17%增长至 54.15%所致。

总体看，跟踪期内，受未分配利润快速增长的影响，公司所有者权益规模不断扩大。公司所有者权益中未分配利润占比较高，存在一定分红压力，公司所有者权益稳定性弱。

负债

截至 2013 年底，公司负债总额 92.00 亿元，其中流动负债占 76.74%，非流动负债占 23.26%。

截至 2013 年底，公司流动负债 70.60 亿元，主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和其他流动负债构成。

随着经营规模扩大、成本上行，公司应付类资产规模逐年有所增长，截至 2013 年底公司应付票据 22.24 亿元，全部为银行承兑汇票；公司应付账款 5.49 亿元，以一年内为主（占 87.60%）。

公司部分产品销售采用预收账款方式，但由于公司产品周转快、预收期限短，同时受年底集中结算的影响，公司预收款项账面金额较小，截至 2013 年底为 2.67 亿元。

由于暂借款、保证金、风险金、暂收款及押金减少，公司其他应付款有所下降，截至 2013 年底为 5.05 亿元，账龄以一年内为主（占 80.02%）；2013 年公司发行了 4 亿元短期融资券，计入其他流动负债科目。

截至 2013 年底，公司非流动负债以长期借款和长期应付款为主，其中长期应付款 3.41 亿元。其中有息债务 2.44 亿元，计入长期债务。

截至 2013 年底，公司全部债务 78.14 亿元，其中短期债务占 73.86%，公司债务结构以短期为主。

从负债指标情况看，2013 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.93%、60.08%和 28.23%，公司债务水平较高。

截至 2014 年 9 月底，公司负债总额上升至 117.73 亿元。同期，公司全部债务 107.35 亿元，其中短期债务占 83.20%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.38%、64.29%和 23.22%。2014 年三季度，公司债务负担有所上升。

总体看，跟踪期内公司债务规模上升较快，债务负担较重，且短期债务占比快速上升，短

期支付压力加大。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013 年，公司流动比率和速动比率波动下行，三年均值分别为 115.45%和 81.87%，2013 年分别为 101.64%和 73.03%，截至 2014 年 9 月底分别为 94.37%和 70.55%；近三年，随着流动负债规模的上行，公司经营现金流动负债比有所回落，2013 年为 26.38%。公司流动资产中受限货币资金规模以及预付款比例较高，考虑到最近一年公司短期债务规模大幅增加，公司短期支付压力加大，短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2013 年公司 EBITDA16.88 亿元，EBITDA 利息倍数为 5.17 倍，EBITDA 对利息保障能力较好。同期，公司全部债务/EBITDA 倍数小幅上行，2013 年为 4.63 倍。总体看，公司整体偿债能力较强。

截至 2014 年 9 月底，公司现金类资产（剔除受限货币资金）为 16.65 亿元，为“14 玉皇化工 CP003”的 3.33 倍，对“14 玉皇化工 CP003”保障程度较强。2013 年，公司经营活动现金流入量及经营活动现金净额分别为 239.35 亿元和 18.63 亿元，分别为“14 玉皇化工 CP003”的 47.87 倍和 3.73 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对“14 玉皇化工 CP003”的保障程度很强。若考虑公司 2014 年发行的额度为 4 亿元的“14 玉皇化工 CP002”（“14 玉皇化工 CP001”已如期兑付），截至 2014 年 9 月底，公司现金类资产对“14 玉皇化工 CP002”和“14 玉皇化工 CP003”合计（以下简称“两期短期融资券”）的 1.85 倍；2013 年，公司经营活动现金流入量及经营活动现金净额对两期短期融资券的保障倍数分别为 26.59 倍和 2.07 倍。公司经营活动现金流入量对两期短期融资券的保障程度强。

截至 2014 年 9 月底，公司对外担保余额为 9.09 亿元，担保比率 15.24%。担保对象均为公司在菏泽市当地的互保企业，包括洪业化工集

团股份有限公司（以下简称“洪业化工”）、山东呈祥电工电气有限公司（以下简称“呈祥电工”）、山东方明化工股份有限公司（以下简称“方明化工”）、山东达驰电气有限公司（以下简称“达驰电气”）、东明鑫昌沥青化工有限公司（以下简称“鑫昌化工”）、山东方明药业股份有限公司（以下简称“方明药业”）和山东明胜纺织有限公司（以下简称“明胜纺织”）。

表 8 公司对外担保情况（截至 2014 年 9 月底）

单位	金额（万元）
达驰电气	9000
洪业化工	36800
方明药业	1500
鑫昌化工	560
方明化工	30000
呈祥电工	10000
明胜纺织	3000
合计	90860

资料来源：公司提供

目前被担保方经营状况正常。但被担保方均在同一区域，最大金额的对外担保方洪业化工与公司行业相同，若未来化工行业受经济周期影响或洪业化工因经营环境发生变化而出现运营困难，公司将面临一定的或有负债风险。

截至 2014 年 9 月底，公司共获得各家银行授信总额为 132.34 亿元（未包含债务融资工具授信额度），尚未使用额度为 42.39 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（报告编号为：B-201404020028779585），截至 2015 年 3 月 27 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，公司过往信贷信息记录较好。

6. 抗风险能力

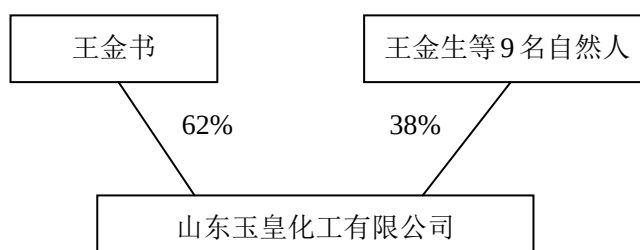
公司作为石油化工及其下游产品生产企业，产品结构较为丰富，重点碳五产品具有较强的规模优势。公司技术水平先进，专利储备较多，具有较强的可持续发展潜力，同时在区域内获得的外部支持较多。

基于对行业运行情况、区域经济环境、公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

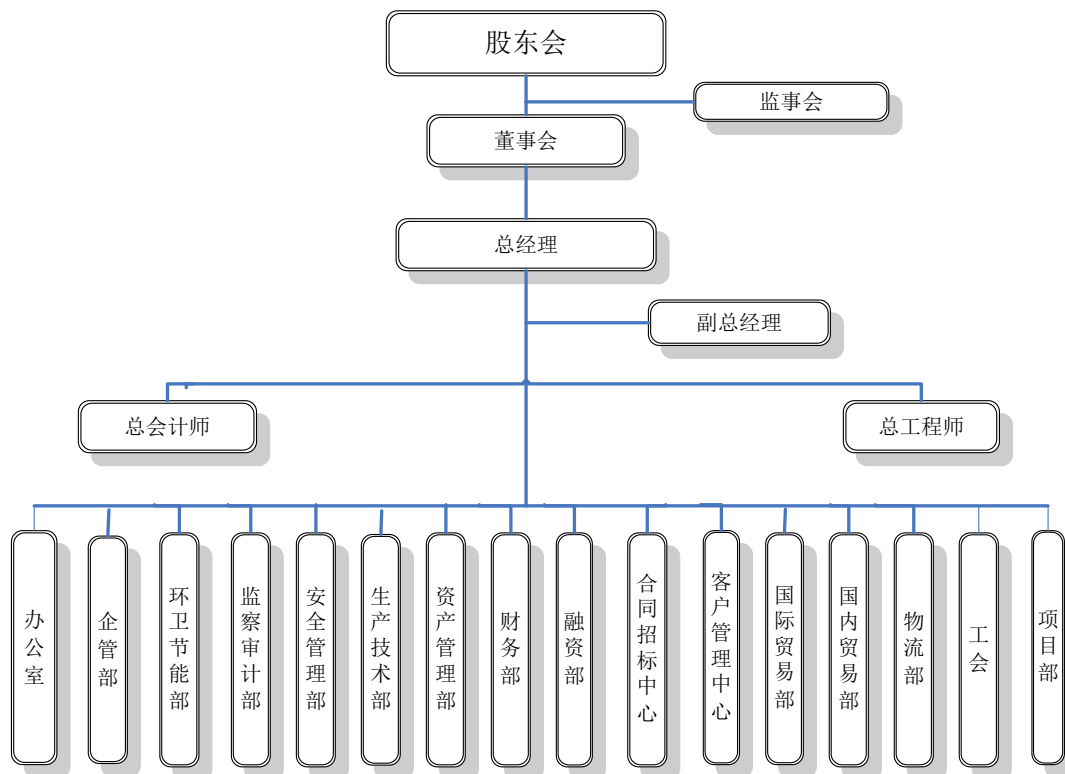
九、结论

综合考虑，联合资信维持山东玉皇化工有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14玉皇化工CP003” A-1的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.54	13.83	20.74	32.74
资产总额(亿元)	88.30	110.07	143.92	177.37
所有者权益(亿元)	36.88	39.99	51.92	59.64
短期债务(亿元)	29.52	36.39	57.71	89.32
长期债务(亿元)	15.13	21.26	20.43	18.03
全部债务(亿元)	44.64	57.65	78.14	107.35
营业收入(亿元)	128.36	151.99	178.31	191.22
利润总额(亿元)	11.82	9.65	11.16	9.85
EBITDA(亿元)	16.41	14.69	16.88	--
经营性净现金流(亿元)	10.45	12.12	18.63	8.12
财务指标				
销售债权周转次数(次)	440.00	90.76	79.51	--
存货周转次数(次)	9.79	8.40	8.24	--
总资产周转次数(次)	1.65	1.53	1.40	--
现金收入比(%)	105.12	114.04	124.80	115.22
营业利润率(%)	11.50	8.19	8.58	8.13
总资本收益率(%)	13.05	9.50	8.09	--
净资产收益率(%)	23.99	18.01	16.03	--
长期债务资本化比率(%)	29.09	34.71	28.23	23.22
全部债务资本化比率(%)	54.76	59.04	60.08	64.29
资产负债率(%)	58.24	63.67	63.93	66.38
流动比率(%)	134.85	125.52	101.64	94.37
速动比率(%)	96.70	86.72	73.03	70.55
经营现金流动负债比(%)	28.81	24.83	26.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.36	4.76	5.17	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.72	3.92	4.63	--

注：1.2014 年三季度财务数据未经审计；

2.其他流动负债及长期应付款中有息债务部分已计入全部债务。

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	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

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