

信用等级公告

联合[2014] 092 号

联合资信评估有限公司通过对山东玉皇化工有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

山东玉皇化工有限公司
主体长期信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
评级业务专用章
二零一四年一月十五日



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
电话：(010) 85679696
传真：(010) 85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

山东玉皇化工有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级时间: 2014 年 1 月 15 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 9 月
资产总额(亿元)	67.61	88.30	110.07	133.50
所有者权益合计(亿元)	24.03	36.88	39.99	48.16
长期债务(亿元)	12.92	15.13	21.26	24.26
全部债务(亿元)	37.90	44.64	57.65	72.82
营业收入(亿元)	95.56	128.36	151.99	132.91
利润总额(亿元)	7.79	11.82	9.65	8.27
EBITDA(亿元)	11.62	16.41	14.69	--
营业利润率(%)	10.18	11.50	8.19	8.40
净资产收益率(%)	24.16	23.99	18.01	--
资产负债率(%)	64.45	58.24	63.67	63.93
全部债务资本化比率(%)	61.20	54.76	59.04	60.19
流动比率(%)	101.72	134.85	125.52	114.08
全部债务/EBITDA(倍)	3.26	2.72	3.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.42	7.36	4.76	--

注: 1. 2013 年三季度财务数据未经审计;

2. 已将其他流动负债及长期应付款中有息债务部分计入全部债务。

分析师

盛东巍 侯煜明

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对山东玉皇化工有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为石油化工及其下游产品生产企业,在产品结构与产业链、碳五产品生产规模、技术水平及储备、盈利能力及稳定性、经营获现能力和外部支持等方面具备的优势。同时,联合资信也关注到化工行业周期波动明显、部分产品产能扩张较快、面临持续的外部融资需求、或有负债风险等因素对公司的生产经营和财务状况产生的不利影响。

公司盈利能力显著强于同规模的地方炼油企业;2013年前三季度公司收入规模及利润总额较2012年同期提升较大,整体经营较为稳健,抗周期波动风险能力相对突出。

公司 10 万吨/年丁二烯项目正处于工艺、设备磨合期,若设备顺利投产,将提升顺丁橡胶的原料自给水平和增强抵御丁二烯价格波动风险的能力,有助于稳定和改善顺丁橡胶经营状况;公司 160 万吨延迟焦化项目已于 2013 年 9 月进入试生产阶段,芳烃类产品结构更加丰富。未来随着在建、拟建项目的陆续投产,公司在石油化工产业链中将得到进一步延伸、收入及盈利规模有望持续提升,整体抗风险能力不断增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 产业链及主导产业规模优势。公司以石油化工为主体,并向精细化工延伸,产品丰富,产业链完整,有效提升了整体抗风险能力;公司主要产品碳五产能优势较为明显。
2. 盈利能力及稳定性较好。公司盈利能力显

著强于同规模的地方炼油企业；2013年前三季度公司收入规模及利润总额较2012年同期提升较大，整体经营较为稳健。

3. 经营活动获现能力较强。公司经营性净现金流逐年增长。
4. 技术研发优势及外部支持。公司技术储备较多，研发实力较强，为后续良性发展提供了较好保障；公司作为菏泽市重点工业企业，在税收优惠、政府补助及政策支持方面得到地方政府的大力扶持。

关注

1. 石油化工行业周期性波动明显。房地产、汽车（轮胎）行业增速放缓导致碳五、顺丁橡胶需求疲软；同时，碳五、顺丁橡胶产能增长较快，行业竞争加剧，公司面临一定的经营压力。
2. 债务规模增长与持续的外部融资需求。公司有息债务规模持续上升；公司在建及拟建项目仍面临持续的外部融资需求。
3. 存货跌价风险。公司存货规模较大，并以原材料和库存商品为主，在行业景气度下行阶段存在一定的跌价风险。
4. 或有负债风险。公司对外担保金额较大，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、山东玉皇化工有限公司主体长期信用等级自 2014 年 1 月 15 日至 2015 年 1 月 14 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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 2013 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 2012 年底，公司纳入合并范围的子公司共 4 家。

表 1 纳入合并范围子公司情况（万元）

序号	企业名称	持股比例	注册资本	业务范围
1	山东菏泽玉皇化工有限公司	99.96%	35000	苯乙烯、聚苯乙烯、苯等石化产品生产销售
2	山东玉皇盛世化工股份有限公司	45.00%	53888	石化产品的生产销售
3	东明玉皇建安有限公司	100%	1000	建筑工程施工，防腐、保温工程施工
4	华宇橡胶有限责任公司	100%	40000	橡胶的生产与销售

资料来源：公司提供。

注：公司对山东玉皇盛世化工股份有限公司持股比率为 45%，但具有实际控制权，因此将其纳入合并财务报表范围。

截至 2012 年底，公司资产总额 110.07 亿元，所有者权益合计 39.99 亿元（其中少数股东权益 3.94 亿元）；2012 年公司实现营业收入 151.99 亿元，利润总额 9.65 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司资产总额 133.50 亿元，所有者权益合计 48.16 亿元（其中少数股东权益 6.35 亿元）；2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 132.91 亿元，利润总额 8.27 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、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012 年三季度以来，随着中央领导层换届完成，在“调结构、转方式”的政策基调和新型城镇化发展战略作用下，中国宏观经济整体运行平稳；新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级，近四个季度经济增速呈现小幅波动调整态势。根据国家统计局数据初步核算，2013 年上半年中国实现国内生产总值 248009 亿元，同比增长 7.6%，GDP 连续两个季度同比增速回落，一季度同比增长 7.7%，二季度增长 7.5%。

图 1 2009 年以来中国 GDP 季度增长情况



资料来源：国家统计局

2013 年上半年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.3%，增速比一季度回落 0.2 个百

分点；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现主营业务收入 478365.4 亿元，同比增长 11.4%；规模以上工业企业实现利润总额 25836.6 亿元，同比增长 11.1%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速持续下滑。具体而言：①消费平稳增长。2013 年上半年社会消费品零售总额为 110764 亿元，同比名义增长 12.7%，增速比一季度加快 0.3 个百分点。②投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年上半年固定资产投资（不含农户）181318 亿元，同比增长 20.1%，增速比一季度回落 0.8 个百分点，比上年同期回落 0.3 个百分点。③对外贸易增速进一步下滑，贸易顺差持续扩大。2013 年上半年，中国进出口总额为 19977 亿美元，同比增长 8.6%，增速比一季度回落 4.9 个百分点，其中出口金额同比增长 10.4%，增速回落 8.0 个百分点，进口金额同比增长 6.7%，增速回落 1.9 个百分点，贸易顺差达 1079.5 亿美元，较上年同期的 689.2 亿美元显著扩大。

2013 年上半年，中国 CPI 同比增长 2.4%，涨幅与一季度持平，比上年同期回落 0.9 个百分点；从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2013 年上半年中国 PPI 同比下降 2.2%，降幅比一季度扩大 0.5 个百分点，比去年同期扩大 1.6 个百分点；由于受国内外宏观经济增速放缓影响，PPI 呈不断下降趋势。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年上半年，中国财政累计收入为 68591 亿元，累计

支出为 59714 亿元，同比增长分别为 7.5%和 10.8%，增幅比上年同期下降 4.7 和 10.5 个百分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，教育、医疗卫生、社会保障和就业、节能环保等各方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，4 月 10 日召开的国务院常务会议决定，8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。据国家税务总局统计，2013 年 7 月底已确认纳入营改增试点范围的纳税人 104.26 万户。据测算，此次进一步扩大“营改增”试点，2013 年企业将减轻负担约 1200 亿元。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设，包括以下六方面：①市政地下管网建设和改造；②污水和生活垃圾处理及再生利用设施建设；③燃气、供热老旧管网改造；④地铁、轻轨等大容量公共交通系统建设；⑤城市配电网建设；⑥生态环境建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；运用公开市场操作、再贷款、再贴现等工具，发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长；进一步推进利率市场化改革，自 7 月 20 日起全面放开贷款利率管制；扩大人民币在跨境贸易和投资中的使用；继续稳步推进金融企业改革；深化外汇管理体制改革的。

政府通过盘活存量资金支持结构调整，货币供应量增速回落，信贷结构调整力度加大。2012 年央行两次下调存款准备金率共 1 个百分点后，进入 2013 年市场资金紧张局面尚未改善；至二季度末市场流动性异常紧张，银行间隔夜市场拆借利率虽大幅拉升，但央

行未予干涉；截至 2013 年 8 月末，央行未对存款准备金率进行调整。2013 年 6 月末，M₂ 存量达 105.4 万亿，同比增长 14%，高于预期目标 1 个百分点。从信贷数量来看，2013 年 6 月末，人民币贷款余额为 68.1 万亿元，同比增长 14.2%，比年初增加 5.08 万亿元，同比多增 2217 亿元，货币信贷保持合理增长有效支撑实体经济。2013 年上半年，非信贷社会融资规模 5.07 万亿，同比增长 69.7%，其中信托贷款同比增长 258.4%、委托贷款同比增长 130%，社会融资方式多元化进一步凸显。人民币汇率方面，截至 2013 年 6 月末，人民币兑美元汇率中间价为 6.1787，比上年末升值 1.73%；上半年汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。继续促进农业稳定发展，夯实粮食丰收基础，落实“米袋子”省长负责制，加大对重大农业基础设施建设的支持力度，加强耕地保护和高标准农田建设。遏制产能严重过剩行业盲目扩张，以钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业为重点，出台化解产能过剩的政策措施。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；但从上半年房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，房地产调控政策面临更大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，研究部署加快棚户区改造，促进经济发展和民生改善，未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户，其中 2013 年改造 304 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批

速度；鼓励“债贷组合”方式用于棚改债券；允许棚改债券规模由项目总投资的 60%提升至 70%。

总体来看，2013 年上半年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展并成为经济增长主要推动力量。

三、行业及区域经济环境

1. 行业概况

公司为石油化工的下游加工企业，主要产品涉及碳五类、芳烃类、橡胶类等。

(1) 碳五（C₅）行业

碳五概况

乙烯副产裂解碳五（C₅）通过分馏可得到多种高附加值化工产品，如异戊二烯、环戊二烯、间戊二烯、异戊烯、1-戊烯、2-丁炔、3-甲基-1-丁烯、环戊烷、环戊烯、异戊烷、正戊烷等；其中异戊二烯、环戊二烯（双环戊二烯）和间戊二烯这 3 种双烯烃含量约占一半左右。裂解碳五是一种具有潜在价值的基本原料，下游开发后可生产一系列高附加值化工产品，从而降低乙烯生产成本，提高企业经济效益和竞争力。

在所有 C₅ 馏分中，目前以异戊二烯的用途最为广泛，异戊二烯（IP）用途为①合成高分子化合物系列，包括异戊橡胶、丁基橡胶、SIS 等；②合成萜烯类化合物，制取新激素、维生素 E、香料等；③生产农药杀虫剂。异戊二烯的主要用途是生产橡胶，如聚异戊二烯橡胶、丁基橡胶、SIS 等。也可以合成许多精细

化工产品。

环戊二烯和双环戊二烯是碳五利用的重要内容。国内环戊二烯和双环戊二烯应用以三元乙丙橡胶、不饱和聚酯树脂、石油树脂为主，环烯共聚物（COC）附加值高。不饱和聚酯树脂（UPR）是 C₅ 馏分双环戊二烯的一大利用方向，中国是世界不饱和聚酯树脂产销量最大的国家，同时中国对 UPR 的需要量正在增加。

间戊二烯主要用于生产石油树脂和固化剂，还可作为共聚单体及合成香料、农药等的中间体。

整体看，主要碳五产品终端产品与房地产、汽车行业关联度高，受上述两个行业波动影响大。

市场格局

裂解碳五（C₅）是重质烃裂解装置裂解制乙烯过程中的副产物，以石脑油为原料所得的碳五烯烃含量比较高，二烯烃含量为 40~55%，碳五的产量占乙烯产量的 10~20%之间。根据中国石油经济技术研究院发布的《2012 年国内外油气行业发展报告》，2012 年中国新增乙烯产能 140 万吨/年，截至 2012 年底，中国乙烯总产能已达 1709.50 万吨/年，位居世界第二位。按 2012 年的产能保守估计，国内乙烯生产裂解过程中约有 170 万吨/年的碳五副产物产生。

表 2 2012 年国内部分碳五产能分布（单位：万吨/年）

序号	公司名称	产能	备注
1	上海金山	22.5	一套 7.5 万吨/年，一套 15 万吨/年。
2	山东玉皇	20	
3	宁波金海德旗	15	
4	抚顺伊克斯	15	
5	淄博鲁华	14.5	含茂名基地
6	淄博凯信	6	
7	濮阳新豫	5	
8	兰州新兰	5	
9	吉化	0.5	
10	武汉博达	15	正在建设中，2013 年下半年投产
11	南京源港	15	正在建设中

12	燕山石化	15	正在建设中
13	鲁华（盘锦）	15	正在筹划中

资料来源：联合资信整理

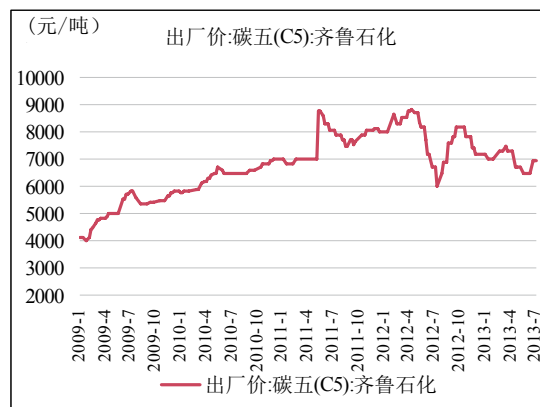
截至 2012 年底，中国裂解碳五的生产企业主要有上海金山石化、山东玉皇化工、宁波金海德旗、抚顺伊克斯、淄博鲁华等，合计总产能约 103.50 万吨/年，其中高端产品异戊二烯的生产能力约为 15.70 万吨。今后几年，中国还将有武汉博达、南京源港、燕山石化和鲁华（盘锦）等多套碳五分离装置建成投产，累计确定新增产能至少达 60 万吨/年。

市场构成方面，目前以山东、河南、上海、茂名为主的 C₅ 深加工基地；以河南、山东为主的异戊二烯橡胶加工基地；以常州、临淄为主的双环树脂基地；以嘉兴、大连、中原为主的固化剂和间戊树脂基地，基本构成了国内 C₅ 产业链的基本框架。

价格走势

2009 年以来，随着国际原油价格的稳步回升以及下游需求的增长，国内碳五产品价格逐年震荡上行，于 2012 年 4 月到达高位后价格重心持续下移。

图 2 碳五价格走势（元/吨）



资料来源：公司提供

注：出厂价为各类碳五产品出厂价的平均

未来发展

乙烯作为基础化工原料，下游应用相当广泛。目前中国乙烯当量消费自给率仅为 50%左右。根据《乙烯行业“十二五”规划》，中国将通过加快在建大型乙烯项目、对现有装置扩

能改造等途径大幅提升国内乙烯产能和自给率，预计到 2015 年，乙烯产能将达到 2700 万吨，碳五源量保守估计将达到 270 万吨。目前，碳五的下游综合利用正在各地悄然升温。在碳五下游应用方面，最为业界关注的当属异戊二烯衍生产品。以往由于国内异戊二烯下游产品市场需求小，产品以出口为主；2010 年，随着茂名鲁华和青岛伊科思两套异戊橡胶装置的建成投产，带动了国内对碳五资源利用的持续升温；2012 年 10 月山东神驰异戊二烯橡胶顺利投产；北京燕化异戊橡胶装置预计 2013 年 3 月底投产，此外盘锦和运集团以及青岛第派公司异戊橡胶装置正在筹划中，因此未来国内异戊二烯资源量将会较为紧张。此外，作为碳五下游的另一大宗产品碳五石油树脂，目前国内主要生产企业已有 30 余家，年总产能达 35 万吨；聚双环戊二烯的技术开发也日益受到业界的重视，国内在该领域已取得部分进展。

总体看，新建碳五项目设备的相继分批投产增加了行业内企业间的竞争；同时随着中国乙烯产能规模的扩张，碳五裂解生产企业将得到稳定的原料供应；碳五下游应用较为广泛，终端产品与房地产、汽车行业关联度高，2012 年二季度以来整体价格呈震荡下行态势。未来随着重点行业（异戊二烯橡胶、碳五石油树脂）等装置的投产，碳五下游市场或将稳定增长。

（2）顺丁橡胶行业

顺丁橡胶概况

橡胶分为天然橡胶和合成橡胶。橡胶制品，如轮胎、橡胶板管带、再生橡胶等，被广泛地应用于工业、农业、国防、交通运输、机械制造、医药卫生等领域。天然橡胶主要来源于三叶橡胶树，是应用最广的通用橡胶。合成橡胶是三大合成材料之一，按用途可分为通用型和特种两类。通用型合成橡胶主要包括顺丁橡胶（BR）、氯丁橡胶（CR）、乙丙橡胶（EPM）、丁基橡胶（IIR）、异戊橡胶（IR）、丁腈橡胶（NBR）和丁苯橡胶（SBR）等。通用合成橡胶是目前需求量最大的合成橡胶，占合成橡胶

产量的 80%以上。制造通用合成橡胶的原材料主要包括乙烯、丙烯、丁二烯、苯乙烯等烯烃。

顺丁橡胶是顺式 1, 4-聚丁二烯橡胶的简称 BR，其分子式为 $(C_4H_6)_n$ ，属混合物。顺丁橡胶是由丁二烯聚合制得的结构规整的合成橡胶。顺丁橡胶经过硫化后，其耐寒性、耐磨性和弹性特别优异，动负荷下发热少，较耐老化，易与天然橡胶、氯丁橡胶或丁腈橡胶并用。顺丁橡胶特别适用于制造汽车轮胎和耐寒制品，还可以制造缓冲材料以及各种胶鞋、胶布、胶带和海绵胶等。

市场供需

2011 年全球顺丁橡胶产能已达到 363 万吨，需求量 293 万吨。从全球顺丁橡胶的消费结构看，70%用于轮胎及其制品，12%用于聚苯乙烯生产，3.8%用于生产 ABS，剩余部分用于其它领域。

中国顺丁橡胶主要用于轮胎（65%）、制鞋（10%）、高抗冲聚苯乙烯 HIPS（10%）、胶管/带（9%）和其他（6%）。2001~2010 年，受益于中国橡胶制品（主要为汽车轮胎和制鞋业）的高速增长，中国顺丁橡胶消费量十年复合增长率达到了 9.4%，而产量增长率为 5.4%，自给率在近几年一直维持在 70~85%之间，不足部分主要从周边的韩国、泰国、日本采购。面对产量不足的局面，2011 年以来部分企业新建或改扩建了顺丁橡胶项目生产线，以满足市场不断增长的需求。根据传化股份（股票代码：002010）“10 万吨/年顺丁橡胶项目可行性研究报告”：2012 年中国新增顺丁橡胶的产能 34 万吨/年，总产能已达到 120 万吨/年，其中中石化和中石油两大巨头旗下企业产能合计达 73 万吨/年，其他企业产能合计 47 万吨/年。

表 3 2012 年底中国顺丁橡胶产能（单位：万吨/年）

隶属关系	企业名称	产能
中石化下属企业	燕山石化	15
	高桥石化	17
	齐鲁石化	7
	巴陵石化	6
	茂名石化	3

	小计	48
中石油下属企业	大庆石化	16
	锦州石化	3
	独山子石化	6
	小计	25
其他企业	山东玉皇化工	10
	台橡字部（南通）	7.5
	福建石化	5
	天利高新	5
	山东华懋新材料	10
	福建福橡	5
	山东万达	3
	其他	1.5
	小计	47
合 计		120

资料来源：联合资信整理

从地域产能分布情况看，华北和华东为主要的下游需求聚集地，供应量业较为集中，东北地区亦有较大的产能分布，除满足当地市场外，部分供应华东和华北。

受部分生产企业装置检修以及下游需求疲软因素的影响，2012 年中国顺丁橡胶产量仅 73.26 万吨，产量利用率仅为 61%，表观消费量 98.00 万吨，反映出顺丁橡胶对进口有一定的依赖性（主要是部分月份进口价格较国内价有优势及部分轮胎生产企业采取来料加工经营模式所致）。

价格走势

顺丁橡胶价格受天然胶价格、原料丁二烯价格和轮胎厂商开工率水平的综合影响，从价格走势看：顺丁橡胶价格波动剧烈，2011 年三季度后，随着中国宏观经济放缓，下游用胶行业需求疲软，其价格持续震荡下行，截至 2013 年 7 月仍未现止跌企稳迹象。

图 3 顺丁橡胶价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

总体看，随着顺丁橡胶产能不断扩张以及下游需求的持续疲软，2011 年三季度后其价格持续震荡下行，累计跌幅较大，相关生产企业面临较大的经营压力。

（3）苯及其衍生物（苯、苯乙烯、聚苯乙烯）

苯及其衍生物概况

苯是最重要的基础有机化工原料之一，可合成苯乙烯、环己烷、苯酚、苯胺及烷基苯等，成为合成树脂、合成橡胶、合成纤维、合成洗涤剂以及染料、有机颜料、医药、香料、农药等化工产品的重要原料，也可用作热载体和溶剂。中国纯苯主要用于化学工业，其消费结构为：苯乙烯占 27.25%，环己烷占 12.65%，苯酚占 11.37%，氯化苯占 10.98%，硝基苯占 9.8%，烷基苯占 7.84%，农用化学品占 5.56%，顺酐占 4.71%，其它医药、轻工及橡胶制品业等占 9.84%。据不完全统计，截至 2012 年底中国石油苯总产能已达到 860 万吨/年以上，若再考虑焦化苯及加氢苯的产能（保守估计两者合计产能大于 200 万吨/年），则中国纯苯总产能规模将进一步扩大。从产量情况看，2012 年中国生产纯苯 662.64 万吨，同比下降 4.11 个百分点，而上年同期增幅达到 22.10%；2012 年国内纯苯进口量累计 43.94 万吨，同比大幅增长 136.62%，出口 4.94 万吨左右，同比降幅达 55.22%。整体看，2012 年受国内宏观经济增速放缓影响，中国炼油厂和乙烯厂开工率降低导致纯苯产量同比有所下滑，日本、美国等纯苯出口国因采取量化宽松货币政策，导致进口价格优势显现，进口量大幅提升。

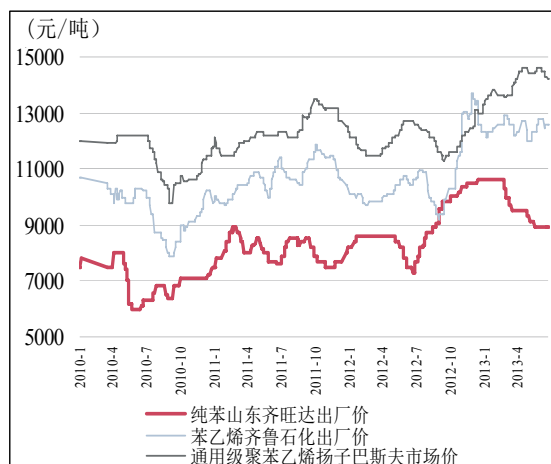
苯乙烯是一种重要的基本有机化工原料，其最主要的用途是作为合成橡胶和塑料的单体，用来生产丁苯橡胶、聚苯乙烯、泡沫聚苯乙烯；也用于与其他单体共聚制造多种不同用途的工程塑料。截至 2012 年，中国苯乙烯产能约为 662 万吨/年，同比增加 50 万吨/年，自给率由 2005 年的 30%提升至目前的 56%。近年来，国内苯乙烯消费增长较快，中国对苯乙

烯系列的合成材料产品需求增长势头很猛，相应促进了国内苯乙烯的生产。国内苯乙烯生产厂家主要有北京燕山石化公司、齐鲁石化公司、扬子石化公司、广州石化等。国内也新上了几套干气制乙苯的装置。中国苯乙烯单体的生产远不能满足国内的需求，国内近年建设的一批苯乙烯系下游装置，如张家港、宁波等地的聚苯乙烯装置和 ABS 装置，都采用进口苯乙烯生产。另外，苯乙烯下游产品聚苯乙烯、ABS 等产品也有较好的市场前景。

价格走势

纯苯、苯乙烯及聚苯乙烯（简称“苯及其衍生物”）的价格走势具有高度的相关性。2009 年开始，随着国际原油价格的上涨，苯及其衍生物价格震荡上行并在高位区间震荡；2012 年 4 月以来，下游需求走弱，产品价格基本回落至 2011 年初的水平。进入三季度后，随着油价的企稳反弹以及下游需求的复苏，苯及其衍生物的价格呈加速上行态势。

图 4 苯及其衍生物的价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

总体看，苯及其衍生物的市场价格受国际原油价格的影响较大。国际油价短期内受到国际政治局势、欧洲债务危机、美元等因素的影响波动较为剧烈。国际油价的波动传导给苯及其衍生物的价格带来较大的波动。

(4) 二甲醚

二甲醚又称甲醚，简称 DME。作为液化石油气（“LPG”）和石油类的替代燃料，二甲

醚是具有与 LPG 的物理性质相类似的化学品，在燃烧时不会产生破坏环境的气体，能便宜而大量地生产。

近几年，基于对二甲醚前景的良好预期，国内二甲醚产能呈井喷式增长。根据卓创资讯的不完全统计，截止 2012 年底，中国二甲醚产能已达到 1275 万吨。目前二甲醚主要用于掺烧液化气，在胶黏剂、气雾剂、制冷剂 and 医药麻醉剂等新领域拓展及应用的很少。产能的大幅扩张和下游市场开发的严重滞后使得二甲醚产业呈现出开工率持续低位徘徊的态势。

随着人们对二甲醚性能和使用效果的深入了解，以及价格的攀升，原来笼罩在二甲醚头上的“热值高、价格低、经济实惠”的光环逐渐黯淡。就热值而言，同等条件下，二甲醚热值为 31450 千焦/千克，不足液化石油气 45760 千焦/千克的 70%。考虑到液化石油气不能燃尽的残液部分，二甲醚实际热值约为液化石油气的 80%。这意味着，同等价格二甲醚无法与液化石油气竞争。而与天然气相比，二甲醚又无管道长距离输送的便利；与焦炉煤气和城市混合燃气相比，二甲醚亦无“废气综合利用，获取政府补贴”的优势。

国家标准化委员会网站发布标准号为 GB25035-2010 的《城镇燃气用二甲醚》已于 2012 年 7 月 1 日起正式实施。此次国家标准规定，城镇燃气用二甲醚质量分数≥99.0%，甲醇<1.0%，也就是要求纯烧，而且专瓶专用。二甲醚 90%以上是用于与液化气掺烧，并且目前市场上用的都是液化气钢瓶掺混二甲醚。2012 年，随着宏观经济景气度的走弱、新增产能的投产及相关部门对国内瓶装液化气掺混二甲醚混合气监察力度的加大，行业景气度持续下行，市场价格持续回落。

图5 二甲醚价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

（5）芳烃（炼油）行业

2013年2月6日，国务院常务会议确定油品升级时间表，要求在已发布第四阶段车用汽油标准的基础上，由国家质检总局、国家标准委尽快发布国四汽用柴油标准，过渡期至2014年底；2013年6月底前发布的国五柴油标准和2013年底发布国五汽油标准，过渡期均至2017年底，即2015年将全面实施国四汽、柴油标准；2018年将全面实施国五汽、柴油标准。据卓创资讯测算，中石油、中石化和中海油将汽柴油标准全部由国三升级为国四，预计要增加500亿元以上的投入。

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。

总体看，房地产、汽车（轮胎）行业增速放缓导致碳五、顺丁橡胶需求疲软，同时碳五、顺丁橡胶产能增长较快，行业竞争加剧，整体价格呈震荡下行态势；油品升级将推升炼油企业的生产成本，新成品油定价机制的出台，使得油品定价市场化程度有所提高，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；二甲醚新国标的实施进一步规范和提高了民用二甲醚的标准。

2. 行业关注

（1）高污染、高风险

化工行业因涉及到众多有毒化学品，且制造工艺复杂，存在泄露、三废等污染。化工污染具有污染种类多、毒性大、危害大、污染后恢复难等特点。化工产品的危险性决定了企业在生产经营过程中，面临着较大的安全生产风险。一旦出现重大安全生产事故势必给企业造成巨大的人身财产损失。因此做好安全生产管理和污染防治是企业生产经营中必须时刻面对的重大问题。

（2）行业周期性明显

化工产品遍及生产生活的许多领域，是国民经济基础性产业，其下游包括建材、汽车、农业、服装纺织、食品等各个行业。化工行业是典型的周期性行业，其发展过程与宏观经济周期类似。有研究表明，每隔10年左右时间就经历一次从低谷到顶峰的周期性变化，化工产品的盈利能力几乎与行业周期性波动一致。目前虽然国际经济环境不佳，但中国经济持续保持快速增长势头，整体较好的经济环境将对化工产品的需求产生长期的积极影响。但部分行业的调整可能导致对特定化工产品需求的波动。

（3）产能增长快，竞争加剧

近年来中国石化行业发展迅速，多处石油炼化项目上马，乙烯产能迅速增加，下游配套的延伸项目在供给充足的情况下纷纷新建和改扩建，产能扩张加快。从2009年以来，在国际油价上涨、国家宏观经济刺激的作用下，国内化工行业主要产品的产能增加明显。但同时，产品的竞争激烈，需求有限的情况下，部分产品的产能利用率下滑较多。

3. 行业政策

根据2009年5月份国务院出台的《石化产

业调整及振兴规划细则》，大型石油化工企业的发展将得到政策上的扶持，重点支持骨干企业油品质量升级、乙烯改扩建等。

2011年5月份中国石化工业联合会发布的《石化工业“十二五”发展指南》中，提出了“十二五”期间石化行业的六大战略目标，即“行业保持平稳较快增长、自主创新能力显著增强、产业结构明显优化、节能环保跃上新台阶、质量品牌竞争力明显提升、本质安全水平大幅提高”；同时，《指南》还提出“十二五”期间乙烯产能达到2600万吨左右，自给率达70%左右，石化业在“十二五”期间将年均增长10%，行业总产值将达16万亿元，并重点突出化工新材料、精细化工及专用化学品、新能源和生物化工、节能环保等新兴产业。

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》要求石化行业要积极探索原料多元化发展新途径，重点发展高端石化产品，加快化肥原料调整，推动油品质量升级。

《产业结构调整指导目录（2011年本）》中，鼓励发展3万吨/年及以上丁基橡胶、乙丙橡胶、异戊橡胶，溶聚丁苯橡胶、稀土系顺丁橡胶、丙烯酸酯橡胶及低多芳含量填充油丁苯橡胶等生产装置，合成橡胶化学改性技术开发与应用；限制发展新建80万吨/年以下石脑油裂解制乙烯、20万吨/年以下苯乙烯（干气制乙苯工艺除外）、天然气制甲醇、100万吨/年以下煤制甲醇生产装置（综合利用除外）；限制新建7万吨/年以下聚丙烯（连续法及间歇法）、20万吨/年以下聚乙烯、乙炔法聚氯乙烯、起始规模小于30万吨/年的乙烯氧氯化法聚氯乙烯、10万吨/年以下聚苯乙烯、20万吨/年以下丙烯腈/丁二烯/苯乙烯共聚物（ABS，本体连续法除外）生产装置。淘汰改性淀粉、改性纤维、多彩内墙（树脂以硝化纤维素为主，溶剂以二甲苯为主的O/W型涂料）涂料。

2012年，工信部出台了《石化和化学工业“十二五”发展规划》，石化行业将继续保持

稳定增长态势。从结构看，将加快产业结构调整，重点发展下游技术含量、产品附加值高的精细化工产业；高耗能、重污染基础子行业集中度将进一步提高；技术进度、节能减排将持续深化，从而对石化和化学工业企业在政策上构成利好和支持。

4. 区域经济环境

公司生产基地及产品销售市场集中在山东省内及周边区域。

根据《山东省2012年国民经济和社会发展统计公报》，2012年山东省实现生产总值50013.20亿元，同比增长9.80%，其中第二产业增加值25735.70亿元，同比增长10.50%。

工业方面，2012年山东省全部工业增加值22789.30亿元，同比增长11.10%，实现主营业务收入116222.00亿元，同比增长15.90%，实现利润7443.30亿元，同比增长10.90%。

固定资产投资方面，2012年，山东省固定资产投资31256.00亿元，同比增长20.20%。

总体看，2012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。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2013年9月底，公司注册资金8亿元。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62.00%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。

2. 企业规模

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、10 万吨/年顺丁橡胶装置和 10 万吨/年丁二烯装置。旗下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。

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 2012 年“中国化工企业 500 强”企业中，公司名列 50 位，较 2011 年位次前移了 21 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。

3. 人员素质

公司现任董事长王金书先生，55 岁，大专学历，高级经济师。王先生 1986 年组建山东玉皇化工有限公司并任董事长至今，先后被授予“山东省劳动模范”、“中国优秀企业家”等荣誉称号。

公司现任总经理王胜伟先生（王金书之子，非公司股东），31 岁，大学学历。2008 年 2 月至今担任山东玉皇化工有限公司总经理。2005 年 8 月～2006 年在山东玉皇化工有限公司业务部工作。2006 年 1 月～2007 年 1 月任东明武胜天然气分公司经理，2007 年 1 月～2008 年 2 月任公司生产经理。曾荣获菏泽市优秀企业家菏泽市优秀技术成果一等奖、山东省科技技术奖。

截至 2013 年 9 月底，公司共有在职员工 5389 人。从学历来看，大专及以上学历者占 50.12%，高中及中专学历者占 41.73%，初中及以下学历者占 8.15%；从岗位构成来看，生产人员占 65.97%，技术人员占 15.42%，财务及行政人员占 12.09%，其他人员占 6.52%。

总体来看，公司高管人员大多具有多年行业内从业经历，管理经验丰富；公司职工专业构成合理，符合行业特征；公司实际控制控制人与总经理为父子关系，未实现所有权与经营权的真正分离。

4. 技术水平

公司具有较强的科研开发能力，在技术上依靠北京化工研究院、洛阳石化、南京化工大学、中科院长春应用化学研究所作技术指导，并聘请全国化工知名专家 8 人，为项目建设和生产中技术性问题的解决提供了有力保障。截至 2013 年 9 月底，公司已获得有自主知识产权的专利 17 项。

公司先后荣获“山东省高新技术企业”、“山东省成长性中小企业”等荣誉称号，是菏泽市唯一一家同时具有省级技术中心、山东省碳五工程技术研究中心的省高新技术企业和创新型企业。2012 年公司被评为高新技术企业（证书编号：GR201237000147）。

表 4 近三年公司已获得授权的专利

序号	专利名称	专利号	授权年份
1	煤焦化粗苯副产物苯头份提取双环戊二烯及轻质苯的方法	ZL200810014501.X	2010

2	二元烷基苯磺酸稀土催化剂及制法和应用	ZL20091006733 9.2	2011
3	用于制备顺反含量可调的聚丁二烯的稀土催化剂体系、制法及用法	ZL20091021789 0.0	2011
4	稀土催化剂组合物及稀土催化剂的制备方法	ZL20101019521 8.9	2011
5	用于制备聚异戊二烯的磺酸稀土催化剂及制法和应用	ZL 2009 1 0218049.3	2012
6	用于合成三元乙丙橡胶的钕系催化剂及制备方法	ZL 2007 1 0055981.X	2012
7	碳五残渣油的应用	ZL 2010 1 0206019.3	2012
8	本体聚合制备中低分子量液体聚异戊二烯橡胶的方法	ZL 2009 1 0067340.5	2012
9	稀土配合物、催化剂及其制备方法和聚丁二烯的制备方法	ZL 2010 1 0288121.2	2012
10	一种共轭二烯烃聚合物的制备方法	ZL 2010 1 0195227.8	2012
11	以双烯烃液态低聚物为第三单体的三元乙丙橡胶及其制备方法	ZL 2009 1 0217942.4	2012
12	一种高纯度双环戊二烯的制备方法	ZL 2009 1 0019247.7	2013

资料来源：公司提供

总体看，公司技术研发水平较高，技术储备较为丰富，具有较强的技术竞争力和可持续发展潜力。

5. 环境保护

公司高度重视环境保护工作，年均环保投入金额较大，其中 2012 年公司投入 2100 万元对 160 万吨锅炉脱硫装置、脱硫装置储存装置及污水处理设备进行升级改造。

公司所排放的废水严格按照山东省南水北调沿线污染物综合排放标准执行，烟尘按照工业企业排放标准排放，固体废弃物存放、处理、处置遵守《中华人民共和国固体废物污染防治法》，噪声污染排放标准按照工业企业厂界噪声标准执行。公司所有在建项目都经过了环保部门的环评审批，手续合规齐全，生产经营过程中未发生过环境污染事故和其他环境违法、违规行为。

近年来，国家环保部等主管部门对公司进行了环保核查，公司均达到了环保要求。

总体看，公司高度重视安全环保工作，环保投入力度较大，三废排放均达到了国家标准。

6. 外部环境

近几年来，为促进山东省区域经济协调发展，山东省委、省政府为加快菏泽经济发展，实行“突破菏泽”战略，进行东西帮扶，集全省之力对菏泽进行政策、资源倾斜，以加快菏泽经济发展。2008 年 2 月份山东省政府通过了《鲁南经济带区域发展规划》（鲁政发[2008]42 号），其中明确提出要加强与中原油田和中石化、中石油集团公司的合作，提升石油化工产业，按照大型化、精细化、集约化的要求，依托东明石化、玉皇化工等骨干企业，围绕做大做强总量和提升效益水平，以原油及天然气为原料，延长油气化工产业链，大力推进重点项目建设，加快优势企业膨胀，形成以原油加工为龙头，以有机化工原料、合成材料、精细化工为主体的石油化工产业集群。菏泽市委、市政府制定出建设“四大基地一大产业”（煤电化工基地、石油化工基地、农副产品加工基地、商贸物流基地、文化旅游产业）的发展战略，根据国家产业政策和山东省经济发展规划以及菏泽市的比较优势，确定以山东玉皇等为基础打造菏泽市化工基地。山东省和菏泽市政府在其制定的“十二五”发展规划中，对山东玉皇的发展进行了重点强调。并且，国家推出了多项扩大内需的举措，为国内技术先进、环保措施落实的建设项目提供资金和政策支持。

公司是当地的纳税大户，地方政府强力支持企业发展，并在财政税收、项目用地、基础设施建设等方面给予大力扶持。

表 5 近年来公司收到的政府补贴（单位：万元）

项 目	2010 年度	2011 年度	2012 年度
收到的政府补贴	1339	3168	19745

资料来源：公司提供

近几年，公司一直被菏泽市人民政府列为重点支持的 60 家企业之一，并连续多年分别荣获省人民政府及菏泽市人民政府纳税先进企业称号。公司在税收优惠、政府补助、获取资源等多方面得到政府的大力支持。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》要求制定完善的公司治理制度体系，规范公司运作，优化内部控制。股东会为公司的最高权利机构，决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换公司董事，审议批准公司的年度财务预算、决算方案；审议批准公司设立分公司，对公司合并、分立、变更公司组织形式、解散方案等做出决议。

公司设董事会，董事会是公司生产经营的决策机构。目前公司董事会共有 5 名成员。董事任期 3 年，可连选连任。董事会执行股东会决议，制定公司的基本管理制度，决定公司的经营计划和投资方案，决定公司内部管理机构的设置。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。

公司设监事会，监事会对董事、经理、副经理的行为进行监督。公司监事会有 3 名成员，监事任期 3 年，可连选连任。

2. 管理水平

公司生产经营政策的决定以及公司发展规划的制定等事项由总经理组织拟订，报董事会审查决定，总经理组织实施董事会决议，主持公司的生产经营管理工作。

财务管理方面，公司通过实施财务集中核算管理制度进行总体规划和加强成本费用的控制。下属科室负责人工成本和材料成本的核算，融资部和财务部负责资金的筹集和分配。

担保管理方面，公司对外提供担保，必须经过董事会或者股东大会依照法定权限、程序审议批准。未经公司股东大会或者董事会审议批准，任何董事、经理及其他高级管理人员以及公司的分支机构无权也不得擅自代表公司签订担保合同。担保合同及相关文件应当由董事长签署。

子公司管理方面，子公司在坚持符合整体发展战略和整体利益最大化原则的前提下，在

具体经营活动、机构设置与用工、员工薪酬制度、权限内的投融资计划等方面自主管理；子公司生产管理、物资采购及产品销售管理、财务及资金成本管理、人事劳资管理以及产品和技术开发等活动，由子公司总经理总负责。

总体看，公司已建立了健全的法人治理结构，同时以建立了一整套管理制度和良好的管理机制，管理水平较高。

六、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 2011 年聚苯乙烯的投产、主要产品量、价齐升以及 2012 年芳烃产销量的增长、贸易规模的扩张，2010~2012 年公司营业收入年均复合增长 26.12%。其中，基础化工原料板块年均复合增长 21.48%，合成材料板块年均复合增长 63.89%，基础化工原料及合成材料板块合计占收入的比重高，公司主业突出。2012 年，公司实现营业收入 151.99 亿元。

近三年，公司基础化工板块除材料、贸易外（公司贸易类业务板块根据市场行情，通过论证，在原材料及化工产品上涨期，会直接转售一部分原材料及化工产品，该部分业务量虽小，但毛利率较高；2012 年贸易结构发生重大变化，重油贸易量规模增长），主要产品毛利率保持相对平稳；公司合成材料制造板块受制于原料丁二烯无自给、产品价格的大幅波动，整体毛利率呈下行态势。2012 年，公司综合毛利率为 9.36%。

2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 132.91 亿元，为 2012 年全年的 87.45%，业务发展保持上升趋势，其中，聚苯乙烯价格上升、材料、贸易类及其他类的基础化工产品业务增长对公司收入提升贡献度较大；同期，受碳五类、芳烃类及二甲醚等产品毛利率下滑的影响，公司综合毛利率为 8.94%，较 2012 年略有下降。

表 6 2010~2013 年 1~9 月公司营业收入和毛利率情况 (单位: 万元、%)

业务板块	2010 年			2011 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础化工原料	864173.87	90.43	9.89	1022548.82	79.66	11.24
合成材料制造	91051.64	9.53	17.43	260886.53	20.33	15.43
建筑安装业	343.43	0.04	100.00	160.77	0.01	100.00
合计	955568.93	100.00	10.64	1283596.12	100.00	12.11
业务板块	2012 年			2013 年 1-9 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础化工原料	1275340.20	83.91	9.29	1132010.89	85.17	8.77
合成材料制造	244573.23	16.09	9.66	197064.29	14.83	9.94
建筑安装业	22.57	0.00	100.00	--	--	--
合计	1519936.00	100.00	9.36	1329075.18	100.00	8.94

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 7 2010~2013 年 1-9 月公司营业收入详细分布 (单位: 万元)

项 目	2010 年		2011 年		2012 年		2013 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	113227.22	12.13%	171532.90	12.38%	178957.50	10.88%	131363.32	10.01%
液化气类	148083.00	8.08%	184635.44	8.73%	108155.66	8.13%	74973.09	8.71%
苯乙烯	210069.08	9.72%	149331.96	10.68%	189987.32	9.76%	146923.19	13.86%
芳烃	111700.71	8.35%	151998.05	10.89%	295824.94	10.08%	264454.86	8.93%
二甲醚	109397.36	9.51%	123176.94	10.65%	121620.10	9.96%	95162.65	7.21%
材料、贸易类	48209.67	18.38%	49687.51	18.53%	196292.40	5.42%	202056.04	6.35%
其他小类产品	123486.84	8.70%	192186.02	11.87%	184502.28	10.38%	217077.75	7.13%
基础化工原料小计	864173.87	9.89%	1022548.82	11.24%	1275340.20	9.29%	1132010.89	8.77%
聚苯乙烯	--	--	74491.58	13.95%	64862.95	11.33%	88540.54	13.61%
橡胶类	84422.56	18.06%	179831.30	17.11%	164052.16	9.52%	97176.84	6.16%
石油树脂	6629.08	9.41%	6563.65	-13.62%	15658.12	4.29%	11346.91	12.03%
合成材料小计	91051.64	17.43%	260886.53	15.43%	244573.23	9.66%	197064.29	9.94%
建筑安装	343.43	100.00%	160.77	100.00%	22.57	100.00%	--	--
总计	955568.93	10.64%	1283596.12	12.11%	1519936.00	9.36%	1329075.18	8.94%

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化行业的中下游, 整体盈利水平高于山东省内地方初级炼油的石化企业, 2012 年受宏观经济波动影响公司综合毛利率有所下行, 而 2013 年前三季度, 受益于苯乙烯、聚苯乙烯及石油树脂盈利能力的提升, 公司综合毛利率企稳并延缓下行趋势, 公司目前经营状况较为稳健。

2. 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

体为公司本部及子公司菏泽玉皇、玉皇盛世, 其中公司本部主要拥有 20 万吨/年碳五精制、40 万吨/年二甲醚、20 万吨/年气体分馏等装置, 菏泽玉皇主要拥有 10 万吨/年焦化粗苯加氢、20 万吨/年苯乙烯、10 万吨/年聚苯乙烯等装置, 玉皇盛世主要拥有 60 万吨/年 MCC 项目等装置。

公司基础化工原料板块主要产品包括碳五类(精碳五、异戊二烯、间戊二烯、环戊二烯等)、二甲醚、液化气、苯乙烯以及芳烃等,

此外还包括甲苯、二甲苯、非芳烃、重苯、碳四系列、MTBE、丙烯、聚丙烯、异丁烯等小类产品。

表 8 公司基础化工原料主要产品情况（单位：万吨、元/吨、万元）

产品类别	项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月	产品类别	项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
碳五类	产能	20	20	20	20	二甲醚	产能	40	40	40	40
	产量	19.20	19.50	20.95	16.89		产量	31.50	35.10	37.76	30.45
	销量	18.50	19.10	19.01	15.66		销量	30.21	32.90	37.88	29.20
	销售均价	6120.39	8980.78	9413.86	8388.37		销售均价	3621.23	3743.98	3210.67	3258.94
	毛利率	12.13%	12.38%	10.88%	10.01%		毛利率	9.51%	10.65%	9.96%	7.21%
液化气	产能	32	32	20	20	苯乙烯	产能	20	20	20	20
	产量	31.50	32.80	21.46	15.89		产量	21.82	23.80	23.94	16.73
	销量	31.20	32.20	21.45	14.56		销量	26.00	16.51	20.17	13.31
	销售均价	4746.25	5734.02	5042.22	5147.56		销售均价	8079.58	9044.94	9419.30	11034.81
	毛利率	8.08%	8.73%	8.13%	8.71%		毛利率	9.72%	10.68%	9.76%	13.86%
芳烃	产能	60	60	60	60						
	产量	19.00	26.00	42.07	38.63						
	销量	18.16	21.90	40.01	36.80						
	销售均价	6150.92	6940.55	7394.39	7185.55						
	毛利率	8.35%	10.89%	10.08%	8.93%						

资料来源：公司提供，以上价格不含税。

注：公司销售的碳五类产品包括双白环、精碳五、间戊二烯和异戊二烯。2012 年公司碳五类产品销售价格较 2011 年上行主要是售价较高的异戊二烯销售量占比上升所致；苯乙烯产量大于销量部分为生产聚苯乙烯的自用部分。

除投产不久的芳烃类产品外，公司基础化工原料板块主要产品的产能利用率均较高，产销率也均处于较好水平（2011 年及 2012 年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）。芳烃方面，公司于 2010 年下半年并购玉皇盛世，当年芳烃的产能利用率较低，考虑到该装置产能仅为 60 万吨，规模较小且工艺已较不先进，公司于 2011 年进行了检修及技术改造，2012 年以来装置产能利用率有所上升；2012 年公司 12 万吨/年气体分馏装置正在技改中，无产量贡献，故液化气产能降至 20 万吨/年。2013 年 1~9 月，芳烃类产品产量及销量有所提升；公司其他基础化工原料产品产能利用率保持平稳，产销率维持较高水平。

从毛利率水平看，2012 年，公司碳五销售结构中，除异戊二烯外的其他碳五类产品价格下行，导致碳五综合毛利率呈下降趋势，2013 年前三季度原料粗碳五价格下行有效缓解了

公司成本压力，拳头产品碳五毛利率下降幅度有所减缓；公司粗苯加氢装置有效提升了苯乙烯产品整体盈利能力，2013 年前三季度公司用部分乙烯替代乙醇为原料生产苯乙烯，综合成本有所降低，且苯乙烯价格上升较快，产品毛利率大幅提升；公司液化气整体经营状态较为稳定；2012 年，芳烃类和二甲醚产品经营保持相对稳定，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，毛利率出现下滑；受新装置投产试运营影响，公司进一步提升芳烃类产品产量且新增部分芳烃类产品品种，在销售价格略有下滑的环境下，毛利率有所下降。

3. 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。公司目前拥有 5 万吨/年镍系顺丁橡胶、5 万吨/年稀土顺丁橡胶

(目前仍生产镍系顺丁橡胶)、10 万吨/年聚苯乙烯、2 万吨/年石油树脂产能。

公司合成材料主要产品产能利用率逐步提升,产销量亦维持较好水平;但顺丁橡胶 2012 年以来受下游需求放缓、行业产能扩大导致竞争加剧影响,价格持续大幅回落,毛利率呈下行态势,面临一定的经营压力,聚苯乙烯因有部分原料自给、毛利率保持相对平稳。

2013 年 1~9 月,受行业景气度不佳的影响,顺丁橡胶价格延续下行趋势,导致产品毛利率进一步下滑;随着聚苯乙烯销售价格的上升,产品毛利率相应有所提升。此外,公司石油树脂产品结构有所调整,以生产间戊二烯树脂为主,间戊二烯全部自给,产品毛利率有所提升。

表 9 公司合成材料主要产品产销情况(单位:万吨、元/吨、万元)

产品类别	项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月	产品类别	项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
顺丁橡胶	产能	5	10	10	10	聚苯乙烯	产能		10	10	10
	产量	4.20	8.52	9.55	8.64		产量		6.65	6.47	8.16
	销量	4.19	7.61	8.96	8.06		销量		6.42	6.09	7.52
	销售均价	20149.3	23630.92	18309.39	12052.64		销售均价		11603.05	10650.73	11769.63
	毛利率	18.06%	17.11%	9.52%	6.16%		毛利率		13.95%	11.33%	13.61%

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。

总体看,公司主要产品产能利用率及产销率维持较好水平;受下游需求放缓及产能扩张导致行业竞争加剧影响,顺丁橡胶面临一定的经营压力;碳五产品经营状况保持相对稳定,传统石油炼化产品盈利重心略有所下移,石化下游产业链产品(苯乙烯、聚苯乙烯、石油树脂等)盈利能力有所提升。

4. 原材料采购

公司基础化工原料生产中,主要原料有粗碳五、石油液化气、甲醇、燃料油以及焦化粗苯等。公司地处华北平原腹地,原料来源地方多,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 10 公司部分主要原料采购情况(单位:万吨、元/吨)

原料类别	2010 年		2011 年		2012 年		13 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	采购量	采购均价
粗碳五	20.00	5783.39	23.20	6938.26	22.63	7134.85	17.24	6294.03
甲醇	45.40	2086.12	51.00	2304.55	46.10	2454.83	35.13	2135.42
粗苯	26.00	4675.73	32.00	5600.80	32.95	6101.77	22.6	6521.15
乙醇	12.00	5196.38	16.50	6205.82	15.40	6300.12	3.85	6160.26
裂解原料	47.00	4292.74	55.00	5627.49	22.30	5438.06	15.98	5463.65
燃料油	25.00	3249.34	27.00	3484.79	45.68	3787.33	41.38	3848.25
丁二烯	4.94	13432.28	9.50	17158.70	10.52	14157.46	8.29	8641.83
乙烯							4.13	9446.49

资料来源:公司提供

注:2013 年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。企业已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。2013 年虽然中国碳五深加工产能增长较快,但公司已与主要原材

料供应商签订了长约，原料供应充足有保障。粗碳五采购方式主要采用预付货款方式进行。

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。企业与供应商建立了长期稳定的合作关系，原料供应有可靠保障。公司采购主要采用预付货款和现金现货交易方式进行，目前主要是采用现金结算方式进行。

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。采购主要为预付货款和现金现货交易。

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，结算主要是预付款为主，现货交易为辅。

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。主要采购企业有山海龙汇行化工进出口有限公司、济宁和合经贸、山西晋阳焦煤、包头冠连贸易、北京恒信源锦石化、辽宁优凯美化工、河南宇天化工等周边市场企业，市场供应充足，采购来源渠道多，主要采用预付款和现金现货方式进行。

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。国内采购方式为预付货款方式，进口采用信用证方式，一般期限为 6 个月。

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。

公司所在地属于黄河中下游，地下水资源丰富，由于公司总部用水均为自备水井抽取的地下水，但用水成本较低。

总体看，2012 年除裂解原料和丁二烯外的主要原燃料成本上升或高位运行，公司面临一定的成本控制压力；2013 年粗碳五价格下行部分改善了碳五产品的经营状况，但丁二烯价格对顺丁橡胶价格的传导滞后，公司顺丁橡胶仍面临较大的成本压力。未来随着公司丁二烯设备磨合改善、装置生产成本降低，公司原料自给率将逐步提升，抵御丁二烯价格波动风险的能力将持续增强，有助于稳定和改善顺丁橡胶经营状况。

5. 产品销售

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，技术比较成熟，产销率一直保持较高水平，其中双环戊二烯、间戊二烯、异戊二烯、精碳五等产品填补省内空白，特别是生产的聚合级异戊二烯各项性能均优于国外产品，被省科技厅鉴定为新产品、新材料，获国家发明专利三项，实用新型专利一项。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。

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游水平，具有较强的竞争优势。公司产品的销售结算方式以预收货款和现款现货结算方式为主。

6. 经营效率

近三年，公司销售债权周转次数呈快速下降趋势，2012 年下降至 50.48 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；公司存货周转次数和总资产周转次数呈下降趋势，2012 年分别为 7.27 次和 1.38 次，总资产周转效率仍较高。

综合看，受产品销售结算方式的影响，公司应收账款和应收票据周转速度快，总体经营效率保持较好水平。

7. 未来发展

公司在建及拟建项目包括总投资 30.61 亿元的在建项目和 14.44 亿元的拟投资项目。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）、乙醇胺和延迟焦化项目。

公司 30 万吨/年异丁烷脱氢项目是利用目前公司已有的 C₄ 项目、液化石油气项目副产的异丁烷生产异丁烯。异丁烯是最具化工利用价值的 C₄ 产品。目前，通常利用异丁烯和甲醇发生醚化反应生成 MTBE。该项目投产后，公司产品异丁烯的规模为 61.2 万吨/年，可作为下游 MTBE 装置的原料。

公司 7.5 万吨/年乙醇胺项目由子公司菏泽玉皇承建，包括 6 万吨/年环氧乙烷主装置、7.5 万吨/年乙醇胺装置、3 万吨/年食品级二氧化碳装置等。该项目总投资 6.29 亿元，根据科研报告，税后项目投资财务内部收益率 25.34%，税后项目投资回收期 5.45 年，低于基准投资回收期 12 年，税后项目投资财务净现值 5.01 万元（i=12%），项目整体经济效益较好。山东省发展和改革委员会于 2009 年 3 月 5 日对该项目予以备案（登记备案号 0900000020），山东省环境保护厅以鲁环审【2009】187 号批复环评，菏泽市安全生产监督管理局以荷危化项目审字【2009】01002 号许可开工，项目在公司厂区预留用地建设。项目已于 2010 年开工建设，预计于 2014 年一季度达到试生产条件。

公司 10 万吨/年丁二烯项目主体工程已于 2013 年 4 月建成并进入试生产阶段；7 万吨/年丁二烯二期项目预计 2014 年达到试生产条件。

公司 160 万吨延迟焦化项目以外购和部分自产渣油为原料，生产芳烃类产品（轻质燃料油及汽、柴油等），该项目已于 2013 年 9 月初进入试生产阶段。

除已有在建工程外，公司主要拟建项目包括：16.5 万吨/年丁烯歧化制丙烯项目（募投项目）以及 5 万吨/年乙丙橡胶项目。2013 年及 2014 年公司主要拟建项目计划投资额分别为 0.48 亿元（于 2013 年四季度投资）和 7.96 亿元。

表 11 公司主要拟建项目概况（单位：亿元）

序号	项目	计划总投资	项目批文	资金来源	2013 年 10-12 月计划投资额	2014 年计划投资额
1	16.5 万吨/年丁烯歧化制丙烯项目	7.64	菏泽市发改委 1217010004	自有 3.34 贷款 4.30	0.27	5.37
2	5 万吨/年乙丙橡胶	6.80	山东省发改委 1000000092	自有 2.04 贷款 4.76	0.21	2.59

合计		14.44			0.48	7.96
----	--	-------	--	--	------	------

资料来源：公司提供。

总体看，公司在建项目具有较好的技术和成本优势；7.5 万吨/年乙醇胺项目整体经济效益较好；10 万吨/年丁二烯项目若能正式投产，将提升顺丁橡胶的原料自给水平和增强抵御丁二烯价格波动风险的能力，有助于稳定和改善顺丁橡胶经营状况。公司主要在建项目及拟建项目在 2014 年计划投资规模较大，基于公司目前的现金流状况及筹资计划，公司面临持续的外融资需求，债务水平或将继续上升。

七、财务分析

1. 财务质量及概况

公司提供的 2010~2012 年三年连审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 2013 年三季度财务报表未经审计。

从合并范围变化情况看，2011 年公司新增合并子公司 1 家，合并范围变化对财务报表可比性有一定程度的影响。

截至2012年底，公司资产总额110.07亿元，所有者权益合计39.99亿元（其中少数股东权益3.94亿元）；2012年公司实现营业收入151.99亿元，利润总额9.65亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司资产总额 133.50 亿元，所有者权益合计 48.16 亿元（其中少数股东权益 6.35 亿元）；2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 132.91 亿元，利润总额 8.27 亿元。

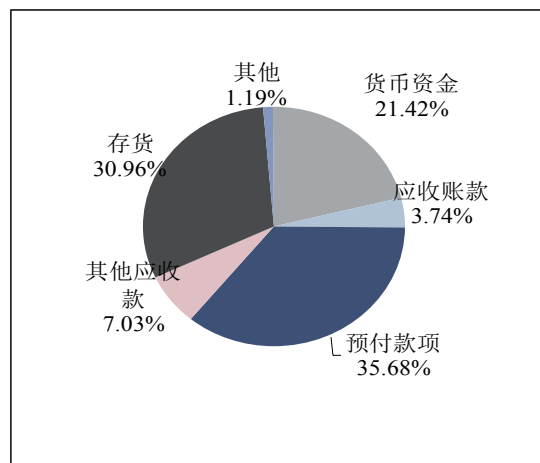
2. 资产质量

2010~2012年，随着经营规模及资本性投资的增长，公司资产总额年均增长27.60%，截至2012年底为110.07亿元。从资产构成情况看，流动资产占资产总额的比重逐年有所提升，2012年为55.67%。

近三年，公司流动资产快速增长，截至

2012年底为61.27亿元，并主要存货、预付款项和货币资金构成。

图 6 截至 2012 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

随着公司对营运资金和项目资金的需求逐年上升，截至 2012 年底公司货币资金 13.10 亿元，主要由银行存款（占 33.52%）和其他货币资金（占 66.05%）构成，公司其他货币资金 8.66 亿元，主要是银行承兑汇票保证金。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 2012 年底公司应收票据 0.73 亿元，全部为银行承兑汇票；因子公司玉皇盛世赊销了一批货物，截至 2012 年底，公司应收账款规模有所上升。应收账款账龄较短（1 年内占 98.34%），公司累计计提坏账 718 万元，整体计提比例 2.97%。

随着公司生产规模快速扩张，截至 2012 年底公司存货原值 18.94 亿元，主要由原材料（占 42.46%）和库存商品（占 55.82%）构成，2012 年以来部分原料及产品价格下行，但公司存货未计提跌价准备。

截至 2012 年底，公司预付账款 21.83 亿元，同比大幅增长 80.26 个百分点，主要系预付工程、设备款增长。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 13.35%，集中度偏低，有助于分散风险；且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 12 公司 2012 年底前五名预付账款明细

单位名称	金额 (亿元)	所占比例 (%)
绿地能源集团有限公司	1.22	5.61
沈阳透平机械股份有限公司	0.78	3.56
山东东方明建设集团有限公司	0.33	1.52
无锡华光锅炉股份有限公司	0.30	1.35
菏泽市开发区财政局	0.29	1.31
合计	2.91	13.35

资料来源：公司审计报告

因合并华宇橡胶及往来款增长, 2011 年公司其他应收款 7.69 亿元, 2012 年为 4.30 亿元, 主要为非关联方往来款。对于账龄分析组合, 账龄在一年以内的占 70.23%, 1-2 年占 22.85%, 剩余为 2-3 年, 公司对该部分计提坏账准备 0.18 亿元, 整体计提比例 4.02%。

近三年, 公司非流动资产年均复合增长 15.75%, 截至 2012 年底为 48.79 亿元, 主要由固定资产、无形资产和在建工程构成。

截至 2012 年底, 公司固定资产原值 32.92 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 9.66 亿元, 固定资产净额 22.17 亿元, 固定资产成新率 70.66%; 随着资本性支出规模的增加, 截至 2012 年底, 公司在建工程 14.27 亿元, 主要为异丁烷脱氢、丁二烯项目等。

公司无形资产主要为土地使用权和非专利技术, 截至 2012 年底为 10.01 亿元。

2013 年 1~9 月, 公司资产总额 133.50 亿元, 较 2012 年底增长 21.29%, 主要来自于在建工程及预付账款, 系公司对在建项目的投入以及预付原料渣油款增加所致。受上述原因影响, 公司非流动资产占全部资产比重有所上升。

总体看, 公司资产结构符合一般化工企业的特征; 流动资产中受限货币资金与预付款规模较大, 存货未计提跌价, 面临一定的跌价的风险。总体看, 公司整体资产质量尚可, 流动性一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

近三年, 主要受益于利润规模的逐年累积, 公司所有者权益较快增长 (2012 年公司收购华宇橡胶全部股权, 根据同一控制下企业合并规定, 追溯调整期初数, 致使 2011 年公司资本公积增加 4.00 亿元), 截至 2012 年底为 39.99 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 26.59%, 未分配利润占 67.35%, 公司所有者权益稳定性弱。

受益于未分配利润的自然增长及子公司玉皇盛世股东增资, 截至 2013 年 9 月底, 公司所有者权益合计达到 48.16 亿元; 归属母公司所有者权益构成保持相对稳定。

负债

随着经营规模扩张及项目投资增长, 截至 2012 年底, 公司负债总额 70.08 亿元, 其中流动负债占 69.66%。

截至 2012 年底, 公司流动负债 48.82 亿元, 主要由短期借款、应付票据、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 2012 年底公司应付票据 15.58 亿元, 全部为银行承兑汇票; 公司应付账款 4.64 亿元, 以一年内为主 (占 96.76%)。

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小, 截至 2012 年底为 1.94 亿元。

公司其他应付款主要系暂借款、暂收款及押金等, 截至 2012 年底为 5.61 亿元, 账龄以一年内为主 (占 96.58%); 2012 年公司发行了 5 亿元短期融资券, 计入其他流动负债科目。

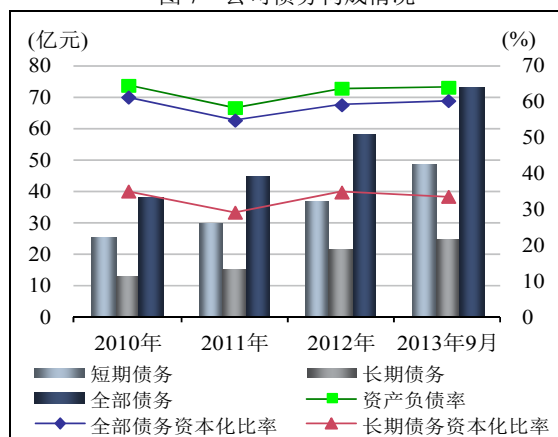
截至 2012 年底, 公司非流动负债以长期借款和长期应付款为主, 其中长期应付款 3.24 亿元, 为向融资租赁公司的借款 (有息债务, 计入长期债务)。

截至 2012 年底, 公司全部债务 57.65 亿元,

其中短期债务占 63.13%，公司债务结构以短期为主。

从负债指标情况看，2010~2012 年，剔除 2011 年合并华宇橡胶对权益的影响，公司资产负债率和长期债务资本化比率保持基本稳定，2012 年底分别为 63.67%和 34.71%；全部债务资本化比率波动中有所下降，2012 年底为 59.04%。

图 7 公司债务构成情况



资料来源：公司审计报告

因票据采购量增长、银行贷款增加以及 2013 年第一期 4 亿元短期融资券的发行，截至 2013 年 9 月底公司负债总额上升至 85.35 亿元。同期，公司全部债务 72.82 亿元，其中短期债务占 66.68%；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%、60.19%和 33.50%。2013 年 9 月底，公司债务水平有所上升。

总体看，公司债务规模持续上升，剔除 2011 年合并华宇橡胶对权益的影响，公司整体负债水平保持相对平稳，债务负担仍处于合理区间。

4. 盈利能力

受益于 2011 年聚苯乙烯的投产、主要产品量、价齐升以及 2012 年芳烃产销量的增长、贸易规模的扩张，公司营业收入年均复合增长 26.12%；同期，公司营业成本增幅略高于收入增幅，公司营业利润率波动中略有所下滑，

2012 年为 8.19%。

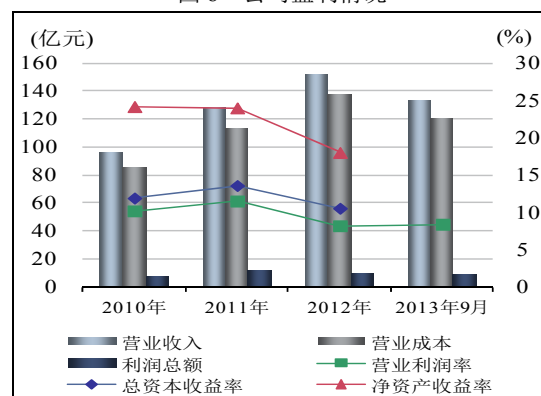
从期间费用看，随着经营及债务规模的增长，公司人员工资及财务费用上升较快，期间费用率逐年有所上行，2012 年为 3.05%，但整体看公司对期间费用的控制水平仍较好。

2012 年，公司资产减值损失仅 0.12 亿元，为坏账准备，公司未计提存货跌价准备，资产减值损失整体计提偏低；2012 年，公司营业外收入 2.05 亿元，其中政府补助 1.97 亿元（主要是收到菏泽开发区财政局款、税源培育扶持基金和土地补偿款，其中税源培育扶持基金和土地补偿款和一次性补贴，不可持续），非经常性损益对公司利润总额有一定程度的影响。

2012 年全年，公司实现利润总额 9.65 亿元，同比下降 18.34%。若剔除非经常性损益影响，则公司盈利规模下降幅度有所加大。

从盈利财务指标看，近三年，公司总资本收益率波动中略有所下行，三年均值为 11.73%，2012 年为 10.54%；净资产收益率逐年小幅回落，2012 年为 18.01%。

图 8 公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 132.91 亿元，较上年同期增长 19.65%。由于公司在购入原材料及销售成品时抵消了部分消费税，前三季度公司计提的营业税金及附加较 2012 年底有所下降，因此公司营业利润率较 2012 年底水平略有上升，但考虑到年末公司或将补缴税费，营业利润率可能会出现一定下滑。2013 年 1~9 月，公司利润总额达到 8.27 亿元，而 2012

年1~9月仅为4.68亿元，利润规模提升较大。

总体看，2012 年公司盈利水平及利润规模同比有所下滑，2013 年前三季度受公司收入规模扩大及计提营业税金及附加减少的影响，公司利润总额规模呈增长趋势，但仍需关注未来第四季度公司计提税费情况。公司整体经营较为稳健，盈利水平及盈利规模显著强于同规模的地方炼油企业。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2010~2012 年，公司流动比率和速动比率波动上行，三年均值分别为 123.56%和 86.71%，2012 年分别为 125.52%和 86.72%，2013 年 9 月底分别为 114.08%和 79.73%；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逐年有所回落，2012 年为 24.83%；截至 2013 年 9 月底，公司现金类资产（剔除受限货币资金）为短期债务的 0.13 倍。公司流动资产中受限货币资金规模以及预付款比例较高，流动负债以短期有息债务为主，但考虑到公司收入规模较大，经营获现能力较强，总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，公司 EBITDA 波动上升；EBITDA 利息倍数逐年有所回落，2012 年为 4.76 倍，EBITDA 对利息保障能力有所下降；全部债务/EBITDA 倍数小幅波动上行，2012 年为 3.92 倍。总体看，公司整体偿债能力适宜。

截至 2013 年 9 月底，公司对外担保余额为 9.66 亿元，担保比率 23.10%。担保对象均为公司在菏泽市当地的互保企业，包括山东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”）、菏泽睿鹰制药集团有限公司（以下简称“菏泽睿鹰”）、山东省东明县鑫昌化工有限公司（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”）和东明明胜纺织有限公司（以下简称“明胜纺织”）。

表 13 公司对外担保情况（截至 2013 年 9 月底）

单位	金额（亿元）
洪业化工	3.65
方明化工	2.60
达驰电气	1.29
呈祥电工	1.20
明胜纺织	0.55
菏泽睿鹰	0.20
方明药业	0.11
鑫昌化工	0.06
合计	9.66

资料来源：公司提供

洪业化工主营环己酮、己二酸、多元醇中间体及 PU 树脂等有机化工产品的生产与销售，截至 2013 年 9 月底，洪业化工资产总额 71.93 亿元，所有者权益 30.80 亿元；2013 年 1~9 月，洪业化工实现营业收入 54.04 亿元，利润总额 4.17 亿元。

呈祥电工主要从事玻璃钢夹砂管和绝缘材料的生产和销售，截至 2013 年 9 月底，呈祥电工资产总额 17.11 亿元，所有者权益 8.03 亿元；2013 年 1~9 月，呈祥电工实现营业收入 12.68 亿元，利润总额 1.35 亿元。

方明化工主要产品为环己酮，公司具有年产 10 万吨环己酮的生产能力，截至 2013 年 9 月底，方明化工资产总额 30.26 亿元，所有者权益 15.22 亿元；2013 年 1~9 月，方明化工实现营业收入 23.94 亿元，利润总额 3.22 亿元。

达驰电气主营业务为输变电设备制造，生产能力 5000 万 KVA，2010 年被评为“2010 年第 11 届中国电气工业 100 强”及“2010 年度中国电气工业竞争力 10 强”企业，截至 2013 年 9 月底，达驰电气资产总额 24.74 亿元，所有者权益 10.53 亿元；2013 年 1~9 月，达驰电气实现营业收入 13.71 亿元，利润总额 0.83 亿元。

方明药业主要生产小容量注射剂、片剂、硬胶囊剂、软膏剂、乳膏剂、凝胶剂及原料药等五大剂型，截至 2013 年 9 月底，方明药业

资产总额 15.08 亿元，所有者权益 6.36 亿元；2013 年 1~9 月，方明药业实现营业收入 11.97 亿元，利润总额 1.85 亿元。

鑫昌化工主要经营硫化促进剂 MBT、硫酸/硫磺/烧碱/甲苯/苯胺/二硫化碳等，截至 2013 年 9 月底，鑫昌化工资产总额 0.58 亿元，所有者权益 0.35 亿元；2013 年 1~9 月，鑫昌化工实现营业收入 0.64 亿元，利润总额 0.06 亿元。

明胜纺织主要产品是高中低支各种棉纱、混纺纱、国标精炼食用油等，截至 2013 年 9 月底，明胜纺织资产总额 9.25 亿元，所有者权益 5.88 亿元；2013 年 1~9 月，明胜纺织实现营业收入 3.91 亿元，利润总额 0.18 亿元。

菏泽睿鹰是集研发、中试、生产和销售为一体的大型精细化工、医药中间体及无菌原料药的企业集团，属山东省高新技术企业，截至 2013 年 9 月底，菏泽睿鹰资产总额 18.24 亿元，所有者权益 8.66 亿元；2013 年 1~9 月，菏泽睿鹰实现营业收入 13.89 亿元，利润总额 2.20 亿元。

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 2013 年 9 月底，公司共获得各家银行授信总额度为 73.58 亿元（未包含债务融资工具授信额度），尚未使用额度为 11.02 亿元。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201307110006290691），截至 2013 年 7 月 10 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，不良和关注类存在 1 笔贷款和 2 笔保理业务，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。总体看，公司过往信

贷信息记录较好。

7. 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。

八、结论

石油化工行业周期性显著，2012 年以来房地产、汽车（轮胎）行业增速放缓导致碳五、顺丁橡胶需求疲软，同时碳五、顺丁橡胶产能增长较快，行业竞争加剧，整体价格呈震荡下行态势。

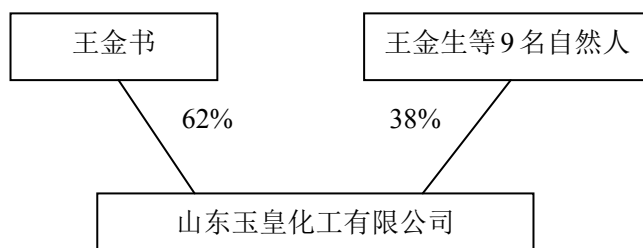
公司作为石油化工及其下游产品生产企业，产品结构较为丰富，重点碳五产品具有较强的规模优势；公司整体经营较为稳健，盈利水平及盈利规模显著强于同规模的地方炼油企业。公司技术水平先进，专利储备较多，具有较强的可持续发展潜力。

近年来，公司主要产品产能利用率及产销率仍维持较好水平，2012 年受经济周期波动影响盈利水平及规模同比有所回落，但 2013 年前三季度公司收入规模及利润总额较 2012 年同期提升较大。公司 10 万吨/年丁二烯项目若顺利投产，将有助于稳定和改善顺丁橡胶经营状况；未来随着募投及其他在建、拟建项目的陆续投产，公司石化产品结构将更加丰富、产业链得到进一步延伸、收入及盈利规模有望持续提升。

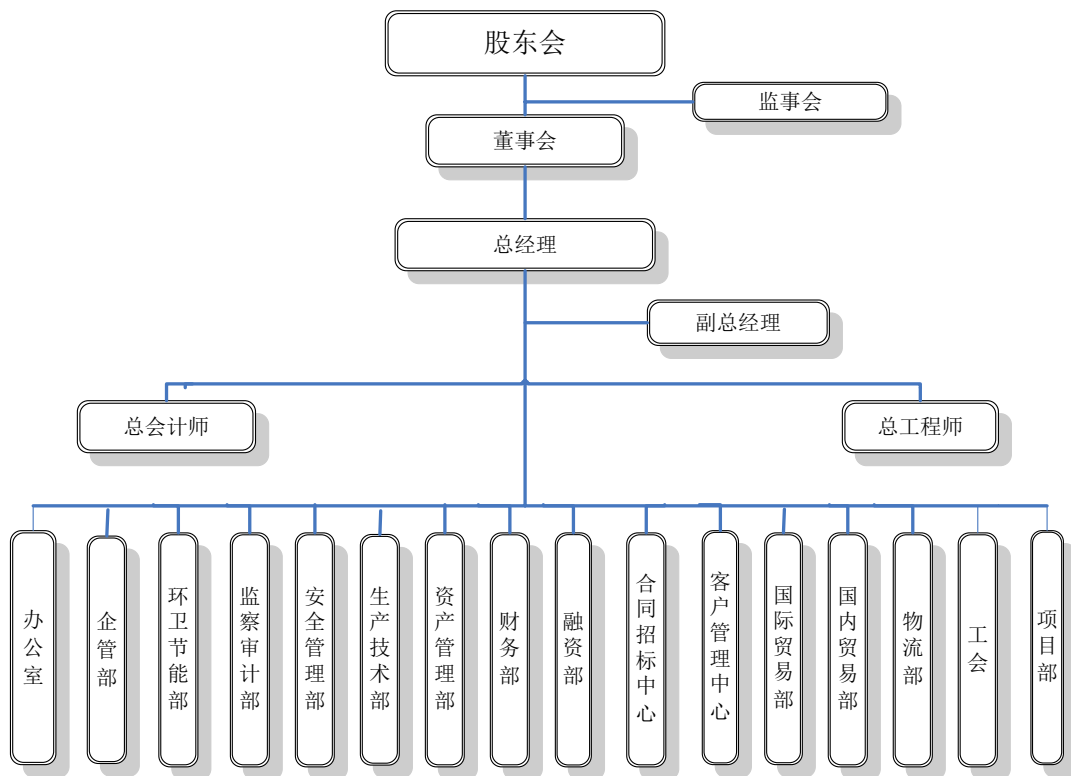
目前，公司债务规模持续增长较快，债务负担仍处于合理区间，但短期偿债能力尚可，长期偿债能力适宜。

总体看，公司主体信用风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动资产：					
货币资金	80660.01	142447.42	131038.47	27.46	145104.93
交易性金融资产					
应收票据	2100.00	2998.50	7252.83	85.84	12883.53
应收账款	350.64	385.39	22856.03	707.37	3764.78
预付款项	116609.53	121085.82	218269.98	36.81	274804.75
应收利息					
应收股利					
其他应收款	16063.85	76873.23	42989.57	63.59	47065.19
存货	92033.93	138460.65	189384.55	43.45	209791.65
一年内到期的非流动资产	106.15			-100.00	
其他流动资产	3929.41	7139.60	947.14	-50.90	3395.53
流动资产合计	311853.52	489390.61	612738.56	40.17	696810.37
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	1100.00	1100.00	1100.00		1100.00
投资性房地产					
固定资产	213036.21	221651.47	232623.32	4.50	230094.07
在建工程	46141.55	69361.64	142664.36	75.84	300206.37
工程物资	17486.39	5236.69	10833.34	-21.29	322.74
固定资产清理			11.66		
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	86317.87	95967.92	100087.24	7.68	106140.18
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用					
递延所得税资产	131.69	328.57	620.53	117.07	363.68
其他非流动资产					
非流动资产合计	364213.71	393646.29	487940.43	15.75	638227.03
资产总计	676067.23	883036.90	1100679.00	27.60	1335037.40

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动负债：					
短期借款	149808.84	175395.97	158180.00	2.76	191568.00
交易性金融负债					
应付票据	100035.00	119768.92	155761.39	24.78	203997.68
应付账款	10182.80	32234.22	46354.30	113.36	45154.10
预收款项	12691.52	5936.12	19391.66	23.61	22724.25
应付职工薪酬	532.91	-8.30	148.13	-47.28	189.97
应交税费	1154.07	3000.84	1756.59	23.37	968.13
应付利息	148.24	201.79	508.65	85.23	771.41
应付股利					
其他应付款	32013.06	26392.23	56077.90	32.35	55430.71
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债			50000.00		90000.00
流动负债合计	306566.45	362921.80	488178.61	26.19	610804.25
非流动负债：					
长期借款	129177.63	151253.63	180155.13	18.09	212494.63
应付债券					
长期应付款			32442.69		30151.66
专项应付款		85.00			
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	129177.63	151338.63	212597.82	28.29	242646.29
负债合计	435744.09	514260.43	700776.43	26.82	853450.54
所有者权益：					
实收资本(或股本)	80000.00	80000.00	80000.00		80000.00
资本公积	15840.46	55840.46	15840.46		19190.46
减：库存股					
盈余公积	9829.85	15709.88	21770.35	48.82	21770.35
专项储备			99.36		
未分配利润	109344.51	185267.47	242773.67	49.01	297127.74
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	215014.82	336817.81	360483.84	29.48	418088.55
少数股东权益	25308.33	31958.66	39418.72	24.80	63498.31
所有者权益合计	240323.15	368776.47	399902.56	29.00	481586.86
负债和所有者权益总计	676067.23	883036.90	1100679.00	27.60	1335037.40

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~9 月
一、营业收入	955568.93	1283596.12	1519936.00	26.12	1329075.18
减: 营业成本	853896.22	1128183.52	1377738.80	27.02	1210270.92
营业税金及附加	4349.07	7737.96	17651.24	101.46	7189.80
销售费用	4609.79	5941.44	4728.41	1.28	7773.87
管理费用	7882.74	10449.98	21424.87	64.86	12966.16
财务费用	13046.04	18040.41	20212.48	24.47	18399.18
资产减值损失	244.39	787.50	1167.85	118.60	-1027.40
加: 公允价值变动收益					
投资收益		1.55	28.73		45.46
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	71540.68	112456.86	77041.09	3.77	73548.12
加: 营业外收入	6392.55	5740.46	20474.57	78.97	9917.26
减: 营业外支出	21.60	11.80	1001.57	580.94	756.26
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	77911.62	118185.52	96514.08	11.30	82709.12
减: 所得税费用	19841.32	29733.33	24487.36	11.09	20425.46
四、净利润	58070.30	88452.19	72026.73	11.37	62283.66
其中: 归属于母公司的净利润	56733.90	81802.99	64566.66	6.68	54354.07
少数股东损益	1336.41	6649.19	7460.06	136.27	7929.59

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	1099893.10	1349253.42	1733310.91	25.53	1476586.18
收到的税费返还	2051.24	921.57	293.94	-62.15	232.61
收到其他与经营活动有关的现金	8925.95	19366.39	116482.98	261.25	18054.93
经营活动现金流入小计	1110870.28	1369541.38	1850087.82	29.05	1494873.72
购买商品、接受劳务支付的现金	964929.55	1199610.88	1569594.73	27.54	1337940.72
支付给职工以及为职工支付的现金	6962.67	10384.24	27704.45	99.47	14098.52
支付的各项税费	25799.16	38997.02	49881.35	39.05	42058.72
支付其他与经营活动有关的现金	14975.39	16009.12	81689.28	133.56	17941.51
经营活动现金流出小计	1012666.77	1265001.26	1728869.81	30.66	1412039.47
经营活动产生的现金流量净额	98203.51	104540.12	121218.01	11.10	82834.24
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金		2970.00	30.00		400.00
取得投资收益收到的现金		1.55	28.73		45.46
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	48.71	61.35	14.20	-46.01	
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	48.71	3032.90	72.93	22.36	445.46
购建固定资产、无形资产等支付的现金	125111.04	117830.47	205361.81	28.12	147587.25
投资支付的现金	3000.00		410.00	-63.03	
取得子公司等支付的现金净额	4760.39			-100.00	
支付其他与投资活动有关的现金					865.29
投资活动现金流出小计	132871.43	117830.47	205771.81	24.44	148452.54
投资活动产生的现金流量净额	-132822.72	-114797.57	-205698.88	24.45	-148007.07
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金		40000.00			16150.00
取得借款收到的现金	172765.10	172748.44	565951.28	80.99	154787.39
发行债券收到的现金					40000.00
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	172765.10	212748.44	565951.28	80.99	210937.39
偿还债务支付的现金	94570.61	124140.34	471823.06	123.36	91350.92
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	13488.95	21245.83	14837.24	4.88	19631.59
支付其他与筹资活动有关的现金	2133.65	906.26	6965.19	80.68	5601.65
筹资活动现金流出小计	110193.21	146292.43	493625.48	111.65	116584.15
筹资活动产生的现金流量净额	62571.90	66456.01	72325.79	7.51	94353.24
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	27952.69	56198.55	-12155.08		29180.41
加: 期初现金及现金等价物余额	42042.30	69994.99	126193.54	73.25	114038.47
六、期末现金及现金等价物余额	69994.99	126193.54	114038.47	27.64	143218.88

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	58070.30	88452.19	72026.73	11.37
加: 资产减值准备	244.39	787.50	1167.85	118.60
固定资产折旧及其他	25550.57	25054.62	26462.35	1.77
无形资产摊销	1674.78	2940.53	3149.86	37.14
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产等损失			15.14	
固定资产报废损失			5.01	
公允价值变动损失				
财务费用	13046.04	18040.41	15373.30	8.55
投资损失		-1.55	-28.73	
递延所得税资产减少	-75.18	-196.87	-291.96	
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-46662.36	-46426.72	-50923.90	
经营性应收项目的减少	-38337.74	-26848.22	-64060.14	
经营性应付项目的增加	79200.99	42738.23	118322.50	22.23
其他	5491.72			-100.00
经营活动产生的现金流量净额	98203.51	104540.12	121218.01	11.10
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	69994.99	126193.54	114038.47	27.64
减: 现金的期初余额	42042.30	69994.99	126193.54	73.25
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	27952.69	56198.55	-12155.08	

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值	2013 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	389.93	379.33	50.48	217.02	--
存货周转次数(次)	9.28	8.15	7.27	7.94	--
总资产周转次数(次)	1.41	1.45	1.38	1.41	--
盈利能力					
营业利润率(%)	10.18	11.50	8.19	9.59	8.40
总资本收益率(%)	11.91	13.58	10.54	11.73	--
净资产收益率(%)	24.16	23.99	18.01	21.03	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	34.96	29.09	34.71	33.07	33.50
全部债务资本化比率(%)	61.20	54.76	59.04	58.19	60.19
资产负债率(%)	64.45	58.24	63.67	62.20	63.93
偿债能力					
流动比率(%)	101.72	134.85	125.52	123.56	114.08
速动比率(%)	71.70	96.70	86.72	86.71	79.73
经营现金流动负债比(%)	32.03	28.81	24.83	27.46	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.42	7.36	4.76	6.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.26	2.72	3.92	3.43	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.09	-0.02	-0.15	-0.10	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.13	-0.57	-4.07	-2.83	--

注：1. 公司 2013 年三季度财务数据未经审计；

2. 已将公司其他流动负债及长期应付款中有息债务部分计入全部债务。

附件 6 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
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
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×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%
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/利息支出

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(非流动) 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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 7 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

联合资信评估有限公司关于 山东玉皇化工有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在山东玉皇化工有限公司主体长期信用等级有效期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

山东玉皇化工有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。山东玉皇化工有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注山东玉皇化工有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现山东玉皇化工有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如山东玉皇化工有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如山东玉皇化工有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送山东玉皇化工有限公司、主管部门、交易机构等。

