

信用等级公告

联合[2014] 1672 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
二零一四年八月二十二日

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 8 月 22 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 6 月
资产总额(亿元)	88.30	110.07	143.92	155.92
所有者权益合计(亿元)	36.88	39.99	51.92	56.62
长期债务(亿元)	15.13	21.26	20.43	19.25
全部债务(亿元)	44.64	57.65	78.14	87.41
营业收入(亿元)	128.36	151.99	178.31	114.11
利润总额(亿元)	11.82	9.65	11.16	6.27
EBITDA(亿元)	16.41	14.69	16.88	--
营业利润率(%)	11.50	8.19	8.58	8.26
净资产收益率(%)	23.99	18.01	16.03	--
资产负债率(%)	58.24	63.67	63.93	63.69
全部债务资本化比率(%)	54.76	59.04	60.08	60.69
流动比率(%)	134.85	125.52	101.64	100.08
全部债务/EBITDA(倍)	2.72	3.92	4.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.36	4.76	5.17	--

注: 1. 2014 年上半年财务数据未经审计;

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 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

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、产品生产规模、研发水平及技术专利、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、顺丁橡胶产品产能过剩、公司面临持续的外部融资需求及或有负债风险等因素对公司的生产经营和财务状况产生的不利影响。

公司资产总额及营业收入规模不断提升,而受行业景气度波动的影响,2013 年公司盈利能力虽然未恢复到 2011 年水平,但仍具备较强的竞争力。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,收入规模有望持续提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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;公司主要产品碳五产能优势较为明显。
2. 公司盈利能力显著强于同规模的地方炼油企业,收入规模、利润总额及经营性净现金流逐年增长,且经营获现能力强。
3. 公司技术专利较多,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支持。

关注

1. 2014年上半年，橡胶行业供大于求的现象明显，产能过剩持续，合成橡胶价格不断下滑，公司顺丁橡胶业务盈利能力受到较大冲击；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。
2. 近年来，公司短期债务规模快速上升，短期偿债压力增大，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，债务规模或将进一步扩大。
3. 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。
4. 公司治理结构有待完善。

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 8 月 22 日至 2015 年 8 月 21 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 2014 年 6 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 6 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 6 月底，公司资产总额 155.92 亿元，所有者权益合计 56.62 亿元（其中少数股东权益 8.25 亿元）；2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 114.11 亿元，利润总额 6.27 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

2013 年以来，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；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；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）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

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，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

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，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫

生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 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。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。

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；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；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，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币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。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债

收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

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，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。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”；从房地产市场运行看，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，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 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；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[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。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预

期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革,房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系,预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013年以来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,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,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

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

行业概况

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,其中利用价值较高且含量较多的组分为异戊二烯、环戊二烯和间戊二烯,三者约占裂解C5馏分的40%~55%。此外,C5馏分中还含有15%~25%单烯烃,即1-戊烯、顺和反-2-戊烯、2-甲基-1-丁烯、2-甲基-2-丁烯和3-甲基-1-丁烯。裂解C5馏分的总产率、组成和二烯烃产率主要取决于裂解原料的性质,一般气态烃(C2~C4烷烃)裂解所得C5馏分产率为乙烯产量的2%~6%;而以液态烃(如石脑油和轻柴油)为裂解原料时,C5馏分产率可达到乙烯产量的14%~20%。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。

目前,国内碳五组分的利用分为3种情况:一是将各组分进行全分离加以利用;二是混合碳五馏分直接利用;三是部分分离进行利用。

在碳五资源的利用上,中国初步形成以国有企业(中国石化和中国石油)、民营企业、合资企业为主的多元化利用格局。目前,中国碳五组分利用主要集中在异戊二烯、双环戊二烯和间戊二烯等双烯烃组分上,其中以异戊二烯为最高,是迄今国内利用率和附加值最高的碳五组分。中国在异戊二烯资源的利用上,已经实现了丁基橡胶、SIS和异戊橡胶等下游产品的规模化生产,产业链较为完整,生产集中度较高、下游市场开拓较好;而间戊二烯和双环戊二烯则相对较差,下游用户较为分散,主要以民营企业和外资企业为主,生产集中度低、产品以中低端为主。

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的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。

行业关注

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，在深度裂解时碳五资源的典型组分及含量依次为：双环戊二烯 24.9%、异戊二烯 23.3%、间戊二烯 19.5%、戊烷 14.1%、甲基丁烯 5.8%和戊烯 4.2%，其他 8.3%。2013 年中国新增乙烯产能 160 万吨/年，截至 2013 年底，中国乙烯总产能已达 1834.5 万吨/年。

表 1 2013 年国内部分碳五产能分布
(单位：万吨/年)

序号	公司名称	产能	分离组分
1	中国石化上海石化	25.0	异戊二烯、双环戊二烯、间戊二烯、戊烯、戊烷等
2	山东玉皇化工公司	24.0	异戊二烯、双环戊二烯、间戊二烯
3	齐鲁鲁华茂名公司	8.0	异戊二烯、双环戊二烯、间戊二烯
4	淄博鲁华化工公司	5.0	异戊二烯、双环戊二烯、间戊二烯
5	宁波金海德旗公司	15.0	异戊二烯、双环戊二烯、间戊二烯
6	山东富丰公司	5.0	异戊二烯、双环戊二烯、间戊二烯
7	濮阳新豫石油公司	5.0	间戊二烯
8	淄博凯信公司	5.0	异戊二烯
9	大庆华科公司	3.4	双环戊二烯
10	中国石油辽阳石化公司	2.5	双环戊二烯
11	吉林双信化工厂	2.5	双环戊二烯
12	南京均鼎化工厂	2.0	双环戊二烯
13	山东东明石化公司	2.5	双环戊二烯
合计		104.9	--

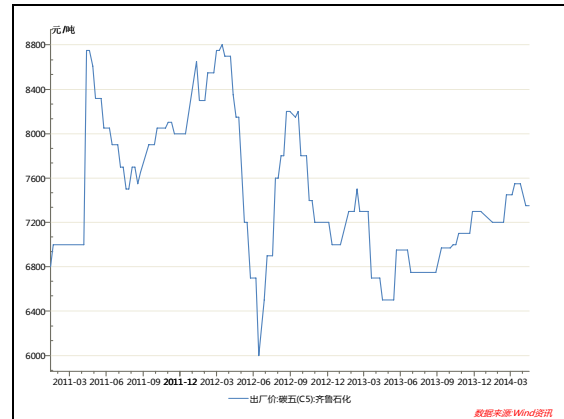
资料来源：联合资信整理

目前，中国裂解碳五的生产企业主要有中国石化上海石化、山东玉皇化工、宁波金海德旗、淄博鲁华化工等，合计总年产能约 104.9 万吨/年，其中高端产品异戊二烯的生产能力约为 20 万吨。

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。

从价格走势来看，碳五价格（以齐鲁石化的碳五出厂价为例）在经历了 2012 年巨幅震荡后，2013 年 1 季度延续了下滑趋势，但从 2 季度开始，碳五价格呈缓慢回升态势，截至 2014 年 5 月 16 日，碳五价格为 7350 元/吨。

图 1 碳五价格走势



资料来源：公司提供

行业发展

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，随着人们对异戊二烯认识的深化和轮胎配方的改进，异戊二烯使用量还会增加。异戊二烯可用来制造苯乙烯-异戊二烯共聚物(SIS 弹性体)，此类产品具有优异的密封性、高温保持性、粘着性及极佳的物理机械性能，主要用来生产增黏剂、接着剂与密封材料，预计到 2015 年异戊二烯需求总量将达 33 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，预计 2015 年我国双环戊二烯市场供应能力达到 35 万吨。

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，2013年以来整体价格呈震荡波动态势。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，碳五下游市场需求度或将提升。

2) 顺丁橡胶行业

行业概况

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。

行业关注

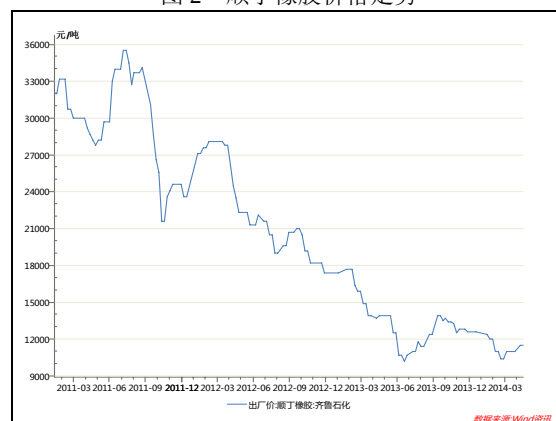
中国顺丁橡胶产能约占世界总产能的10%，仅次于美国，居世界第二位。其中，中国镍系顺丁橡胶的生产能力约占世界总产能的50%。目前，中国顺丁橡胶主要用于轮胎（65%）、制鞋（10%）、高抗冲聚苯乙烯 HIPS（10%）、胶管/带（9%）和其他（6%）。

产能及产量方面，2013年全国顺丁橡胶产能157.2万吨，同比增长30.78%，而同期全国

总产量约83万吨，同比仅增长9.00%，全国顺丁橡胶产能利用率仅在52%左右，符合行业产能过剩的特征。2014年预计顺丁橡胶将新增30万吨以上，其中多数新增项目是在2013年基础上延期投产的产能。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。

库存方面，根据卓创资讯资料显示，以青岛保税区合成胶库存为例，2013年4月下旬开始，由于中国外贸融资政策收紧、到港货物减少及保税区货物流转加快，青岛保税区的库存逐步下降。2011年到2013年青岛保税区合成库存最高位是2013年5月的5.56万吨，经过7个月的消耗，2013年底降至2.99万吨，达到两年内的库存低点，去库存的显著成效与顺丁橡胶装置开工负荷低位密不可分。

图2 顺丁橡胶价格走势



资料来源：Wind 资讯

价格方面，2013年顺丁橡胶价格整体走势延续了2011年以来的震荡下行趋势，以齐鲁石化的顺丁橡胶出厂价为例，受下游生产商春节前集中备料的影响，1~2月顺丁橡胶价格维持高位运行；3月下旬以来，顺丁橡胶主要原料丁二烯价格快速下降，加上下游轮胎生产商需求度不高，导致顺丁橡胶价格一路下滑；从7月下旬开始，下游主要客户订单量有所回升，顺丁橡胶价格有所回升，但受原料丁二烯价格持续下挫的影响，顺丁橡胶价格始终处于震荡期内。截至2014年5月16日，齐鲁石化的顺

丁橡胶出厂价为 11500 元/吨，仅高出 2013 年最低价格 1300 元/吨。

行业发展

目前，国内生产顺丁橡胶主要是以镍系顺丁橡胶为主，产品品种比较单一。由于熔聚丁苯橡胶、丁基橡胶和充油橡胶不仅能降低轮胎的生热合滚动阻力，而且对提高轮胎的质量、降低成本和适应环境要求都有较好作用，因此会被广泛运用，而通用胶种乳聚丁苯橡胶和顺丁橡胶的需求增长速度将低于其他合成橡胶的增长。未来，国内顺丁橡胶生产商将围绕调整和优化升级产品结构展开工作，在满足国内镍系顺丁橡胶需求市场的基础上，加快钕系、锂系等顺丁橡胶的产业化进程。

总体来看，中国顺丁橡胶产能占全球产能的比重位居世界前列，而产能增长过快导致行业内产能过剩现象明显。2013 年国内顺丁橡胶价格整体走势延续了 2011 年以来的震荡下行趋势，未来价格回升的迹象并不明显，国内顺丁橡胶生产商还需在调整和优化升级产品结构方面继续努力。

3) 苯及其衍生物（苯、苯乙烯、聚苯乙烯）

行业概况

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%。2013 年国内纯苯（包括石油苯、加氢苯）产量已超过 1020 万吨，环比增长 8% 左右。其中石油苯企业平均开工率保持在 74%，加氢苯在 52%。而 2014 年石油苯新增装置投产将超过 23 万吨，新上加氢苯装置产

能在 100 万吨左右。按照石油苯新增装置 80% 开工率、原低负荷开工装置提升 20% 开工率、新上加氢苯装置 60% 开工率计算，预计 2014 年纯苯产量比 2013 年增长近 100 万吨，增幅约 10%。

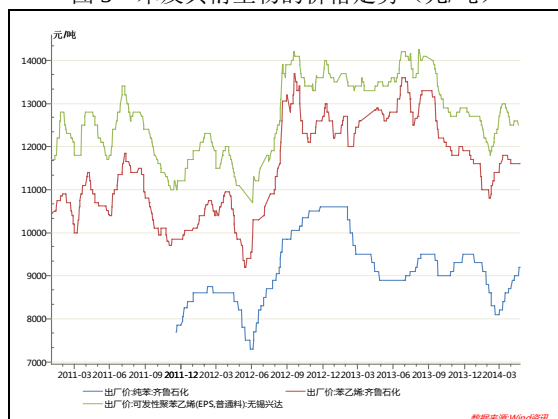
苯乙烯单体（SM）主要用来生产各种合成树脂和弹性体。聚苯乙烯（PS）是苯乙烯最大的下游衍生物，分为通用级聚苯乙烯（GPPS）、高抗冲级聚苯乙烯（HIPS）、可发性聚苯乙烯（EPS）。其他的下游衍生物包括 ABS（丙烯腈-丁二烯-苯乙烯）树脂、SAN（苯乙烯-丙烯腈）树脂、UPR（不饱和聚酯树脂）、SBR（丁二烯-苯乙烯橡胶）以及丁二烯苯乙烯乳液等。这些产品广泛用于汽车制造、家用电器、玩具制造、纺织、造纸、制鞋等工业部门。此外，它还可以作为医药、农药、染料和选矿剂的中间体，用途十分广泛。国内目前主要的新建大型苯乙烯装置依旧是以乙苯脱氢法为主，预计到 2015 年将新增苯乙烯厂产能 310 万吨，纯苯需求量约为 250 万吨。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。

行业关注

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。2010 年以后，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 9 月以后，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，2013 年初达到顶峰以后由于产能过剩开始

逐步下行。

图3 苯及其衍生物的价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

国内方面，2013 年第四季度经济基本面延续稳中向好走势，且一系列利好政策支撑效应逐渐显现，国内宏观经济环境有望继续改善。但受终端需求影响，国内大宗化工产品市场不会快速升温。纯苯市场在短期内温和回暖后，第二季度会有一个降温整理过程，预计 2014 年总体走势要比 2013 年相对平缓，宏观环境的陆续向好仍然是支撑市场总体趋稳的重要因素之一；从纯苯国际市场的走势来看，2014 年国际纯苯市场在经济面向好、产量增幅不大、需求平稳增长的基础利好下，行情有望继续保持高位。这也是支撑国内市场高位持稳的主要源动力。

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) 芳烃（炼油）行业

行业概况

石油产品是重要的战略资源，随着中国经济的快速发展，石油在中国一次能源消费中所占的比重迅速上升，目前已经成为影响中国经济增长的重要因素之一。作为重要的战略性支柱产业，石油石化行业具有技术密集型和资金密集型双重特征，行业进入壁垒较高。

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，原油消费量近年来持续增长，对外依存度始终处于较高水平，近几年我国原油产量、消费量和净进口量一直呈现增长态势。根据 Wind 资讯数据，2013 年中国生产原油 2.08 亿吨，同比增长 0.31%；进口原油 2.82 亿吨，同比增长 4.01%；表观消费量为 4.88 亿吨，同比增长 2.60%。由于国内原油产能增长缓慢，中国原油供应对外依存度持续处于高水平。2013 年中国原油对外依存度达到 57.39%，同比上升 0.97 个百分点，对外依存度进一步扩大。

表2 中国原油消费平衡情况（百万吨、%）

年份	产量	进口量	表观消费量	对外依存度
2009	18948.96	20378.93	38809.50	51.17
2010	20301.40	23931.14	43868.33	53.86
2011	20364.60	25254.92	45367.32	55.11
2012	20747.80	27109.00	47606.80	56.42
2013	20812.87	28195.00	48845.87	57.39

资料来源：Wind 资讯

价格情况

成品油定价方面，2013年3月末，国家发展和改革委员会（以下称“国家发改委”或“发改委”）调整了成品油定价机制，主要内容包括：将成品油调价周期从22个工作日缩短为10个工作日；取消平均价格波动4%的幅度限制并调整挂靠油种，但是如果10个工作日汽柴油价格变动幅度不足每升5分钱，将不做调整，移到下一次调价合并计算。此次发改委推出的完善成品油价格形成新机制是在原来价格形成机制基础之上所做的进一步完善。完善后的成品油定价机制使国内油价能更为灵敏地反映国际油价变化，可以减少因调价周期过长而引发的市场行情失真。9月底，发改委宣布今后两年各地车用汽、柴油质量升级至第四阶段，每吨分别加价290元（约每升0.21元）、370元（约每升0.32元）；2017年年底后，升级至第五阶段时，每吨分别加价170元和160元。从成品油价格调整情况看，2012年中国对成品油价格进行了四升、四降共8次调整，汽油、

柴油标准品价格累计分别上调人民币250元/吨和人民币290元/吨。2013年全年中国政府共15次调整国内汽油、柴油价格，汽油标准品价格累计上涨人民币5元/吨，柴油标准品价格累计下降人民币15元/吨。

行业关注

宏观经济变化波动会影响下游需求，成品油价格调整仍显滞后

石油石化行业发展与国民经济的景气程度有很强的相关性，宏观经济形势波动会对石油产品及石化产品的需求产生影响，进而影响相关企业的经营业绩。价格方面，虽然国内成品油价格形成机制进一步趋于市场化，但仍由政府进行适当的管理。由于国内成品油价格的调整频率和调整幅度仍相对滞后于国际原油价格的变动，因此有可能影响国内石油石化企业的炼油业务、营销及分销业务以及化工业务的经营状况。在原油高度依赖进口的现状下，当国际原油价格处于较高位置时，国内成品油市场仍有可能面临价格“倒挂”的风险。

相关税费政策的调整影响企业成本

2011年11月1日起，修订通过的《中华人民共和国资源税暂行条例实施细则》正式实施。按照新的资源税实施细则，原油和天然气资源税由原来的每吨原油资源税30元、天然气每立方米7~9元，一律调整为按产品销售额的5%计征，同时对稠油、高凝油、高含硫天然气和三次采油暂按综合减征率的办法落实资源税减税政策。新资源税的全面实施，调整增加了石油石化企业的应交税费，加大了相关企业的业务运营成本。

根据国务院及财政部有关文件规定，自2006年3月26日起国家对石油开采企业销售国产原油因价格超过一定水平所获得的超额收入按比例征收石油特别收益金。2011年12月29日，财政部印发了《关于提高石油特别收益金起征点的通知》（财企[2011]480号），决定从2011年11月1日起，将石油特别收益金起征点从40美元/桶提高至55美元/桶。从

近年国际油价的走势来看，国产原油高于55美元/桶的情况已属于常态，征收石油特别收益金将对石油开采企业的盈利能力产生一定积极影响。

行业发展

油品质量升级步伐加快

近年来为了保护环境，中国油品质量升级步伐明显加快，成品油质量标准也不断提高。继2006年12月发布“国III”汽油标准之后，2009年6月我国又发布了“国III”柴油标准，环保部颁布《关于实施国家第四阶段车用压燃式发动机与汽车污染物排放标准的公告》于2013年7月1日将3.5吨以上柴油车执行国IV标准。2013年9月23日发改委宣布今后两年各地车用汽、柴油质量升级至第四阶段。为了缓解油品低碳化的压力，北京于2013年2月1日起执行相当于欧V标准的京V标准，新车排放标准要求率先与国际接轨。我国炼油行业在《炼油工业中长期发展专项规划》和《石化产业调整和振兴规划》的指导下，正在大力推进油品质量升级，加大了装置结构调整力度，加氢裂化、加氢精制和催化调整等提高油品质量的工艺装置生产能力大幅增加。未来油品质量将不断向低硫和超低硫方向发展，加氢精制装置的比例将不断提高，油品质量的不断提升是石化产业的发展趋势。

推动行业绿色低碳安全发展

“十二五”期间，国家提出石油化工行业应积极发展绿色低碳经济，大力推进节能减排，发展循环经济。目前国家正全面贯彻落实环境保护相关法律法规和有关节能减排的政策措施，建立和完善石油化工行业节能减排指标体系、检测体系和考核体系；鼓励企业采用先进的节能、环保技术和装备，实施余热余压利用来节约和替代石油；国家将严格控制新建高耗能、高污染项目，提高企业能源利用效率、减少污染物排放。在上述政策的推动下，业内相关企业均在致力于发展绿色能源，积极推动发电等工业部门用天然气替代煤炭、用LNG

替代油料，削减碳排放。

国务院办公厅 2013 年 1 月发布了国务院关于印发《能源发展“十二五”规划》，规划提出 2015 年能源发展的主要目标包括：实施能源消费强度和消费总量双控制；适度超前部署能源生产与供应能力建设；优化能源结构；加快建设山西、鄂尔多斯盆地、内蒙古东部地区、西南地区、新疆五大国家综合能源基地；加强生态环境保护；推进能源体制机制改革。从规划的内容来看，石油石化行业未来将在可持续发展方面继续加大工作力度。

作为国民经济的战略性支柱产业，石油石化行业整体竞争程度不高，整体获利能力较强，但由于与宏观经济关联度较大，其也存在着周期性波动风险。近几年来，我国石油化工行业在保持快速发展的同时，产业布局不断得以优化，油品质量升级步伐也有所加快。整体来看，我国经济的高速发展将使该行业的市场需求长期保持增长态势，其在整个国民经济中的重要性及战略地位也会日益突出。

2. 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 2013 年国民经济和社会发展统计公报》，2013 年山东省实现生产总值 54684.3 亿元，同比增长 9.6%，其中第二产业增加值 27422.5 亿元，同比增长 10.7%。

工业方面，2013 年山东省全部工业增加值 24222.2 亿元，同比增长 10.9%，规模以上工业企业实现主营业务收入 132319.0 亿元，同比增长 12.5%，实现利润 8507.7 亿元，同比增长 12.4%。

固定资产投资方面，2013 年山东省固定资产投资 35875.9 亿元，同比增长 19.6%。

总体看，2013 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 2014 年 6 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。

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。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，目前公司生产的间戊二烯、异戊二烯、双环戊二烯等产品在国内市场占有约 30% 左右的份额，同时产品还出口东南亚、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。

3. 人员素质

公司现任董事长王金书先生，57 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），33 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～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 2014 年 6 月底，公司共有在职员工 5618 人。从学历来看，大专及以上学历者占

52.35%，高中及中专学历者占 40.09%，初中及以下学历者占 4.56%；从岗位构成来看，生产人员占 66.59%，技术人员占 15.61%，财务及行政人员占 11.82%，其他人员占 5.98%。

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 2014 年 3 月底，公司已获得有自主知识产权的专利 21 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 3 近年公司获得授权的专利明细

序号	专利名称	专利号	授权年份
1	二元烷基苯磺酸稀土催化剂及制法和应用	ZL200910067339.2	2011
2	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	ZL200910217890.0	2011
3	稀土催化剂组合物及稀土催化剂的制备方法	ZL201010195218.9	2011
4	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
5	用于合成三元乙丙橡胶的钒系催化剂及制备方法	ZL 2007 1 0055981.X	2012
6	碳五残渣油的应用	ZL 2010 1 0206019.3	2012
7	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
8	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
9	一种共轭二烯烃聚合物的制备方法	ZL 2010 1 0195227.8	2012
10	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
11	用于制备间同立构聚苯乙烯的催化剂及间同立构聚苯乙烯的制备方法	ZL 2012 1 0132658	2012
12	一种高纯度双环戊二烯的制备方法	ZL 2009 1 0019247.7	2013
13	立嵌式可载人电动行李箱	ZL 201320616230.1	2013

14	侧嵌式可载人电动行李箱	ZL 201320597049.0	2013
15	一种高分子量稀土顺丁橡胶的加工方法	ZL 2010 1 0604015.0	2013
16	一种苯乙烯-乙烯/丁烯-苯乙烯-碳五双环戊二烯树脂复合材料的制备方法	ZL 2011 1 0081545.6	2013
17	苯二甲酸铈给电子体配合物及其制备方法和稀土催化剂	ZL 2010 1 0255823	2014

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，每年在环保方面投入较多资金。

在废水治理方面，2013 年公司累计投资 600 万元建设了污水回用装置，处理量为 150m³/h；此外，公司在生产设备总排污口安装了 COD、氨氮自动在线监测仪器，年运行费用 11 万元。在废气治理方面，公司投资 500 万元建设 3*75T 脱硝装置，另外投资 600 万元对除尘装置进行了改造。2013 年子公司华宇橡胶有限责任公司环保投资约为 500 万元。东明玉皇和华宇橡胶的环保装置运行费用约为 300 万元/年。

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。国家环保部等主管部门每年对公司进行环保核查，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，围绕做大规模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 4 近年来公司收到的政府补贴（单位：万元）

项 目	2011 年度	2012 年度	2013 年度
收到的政府补贴	3168.00	19745.00	18170.69

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，由于公司未实现所有权与经营权的完全分离，公司治理结构有待完善。

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。2011 年以来，受益于芳烃、苯乙烯、聚苯乙烯价格和销量的增长，以及贸易规模的扩大，2011~2013 年公司营业收入年均复合增长 17.86%。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，较 2012 年增长 26.32 亿元。

毛利率方面，2012 年以来，受部分原材料采购价格上升及部分产品销售价格下降等因素影响，加上石油化工行业景气度不佳，公司 2012 年和 2013 年整体毛利率较 2011 年水平有所下降，但在同行业中仍处于较高水平。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 1~6 月，公司实现营业收入 114.11 亿元，受益于 160 万吨延迟焦化装置的投产，公司营业收入同比增长 33.25%，且芳烃业务收入已超过 2013 年全年水平。同期，公司综合毛利率为 9.26%，较 2013 年略有下降。

表 5 2011~2014 年 6 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 1-6 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	1040485.07	91.19	9.17
合成材料制造	226774.05	12.72	10.84	100568.95	8.81	10.21
建筑安装业						
合计	1783059.83	100.00	9.55	1141054.02	100.00	9.26

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 6 2011~2014 年 6 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 1-6 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%	85973.50	10.13%
液化气类	184635.44	8.73%	108155.66	8.13%	94185.87	8.87%	49089.29	9.36%
苯乙烯	149331.96	10.68%	189987.32	9.76%	219596.67	14.20%	101136.88	13.62%
芳烃	151998.05	10.89%	295824.94	10.08%	431037.05	7.94%	486140.93	8.46%
二甲醚	123176.94	10.65%	121620.10	9.96%	116972.24	9.03%	58757.34	9.27%
材料、贸易类	49687.51	18.53%	196292.40	5.42%	251100.53	6.74%	125713.77	6.87%
其他小类产品	192186.02	11.87%	184502.28	10.38%	285693.15	9.91%	133673.36	9.79%
基础化工原料小计	1022548.82	11.24%	1275340.20	9.29%	1556285.78	9.36%	1040485.07	9.17%
聚苯乙烯	74491.58	13.95%	64862.95	11.33%	110770.29	14.32%	44848.21	13.78%
橡胶类	179831.30	17.11%	164052.16	9.52%	101326.73	7.38%	47907.71	7.00%
石油树脂	6563.65	-13.62%	15658.12	4.29%	14677.03	8.54%	7813.03	9.37%
合成材料小计	260886.53	15.43%	244573.23	9.66%	226774.05	10.84%	100568.95	10.21%
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%	1141054.02	9.26%

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, 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下行, 而 2013 年以来受益于苯乙烯、聚苯乙烯及化工产品贸易盈利能力的提升, 公司综合毛利率企稳并呈现小幅上升态势, 公司目前经营状况较为稳健。

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，产品全部来自外部采购。

表 7 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	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-6 月	产品类别	项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-6 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	10.62		产量	35.10	37.76	36.07	18.06
	销量	19.10	19.01	18.65	10.27		销量	32.90	37.88	35.18	17.67
	销售均价	8980.78	9413.86	8455.78	8371.75		销售均价	3743.98	3210.67	3324.96	3326.15
	毛利率	12.38%	10.88%	10.17%	10.13%		毛利率	10.65%	9.96%	9.03%	9.27%
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	8.76		产量	23.80	23.94	23.97	11.62
	销量	32.20	21.45	18.09	8.19		销量	16.51	20.17	19.35	9.65
	销售均价	5734.02	5042.22	5206.52	5994.42		销售均价	9044.94	9419.30	11348.67	10476.26
	毛利率	8.73%	8.13%	8.87%	9.36%		毛利率	10.68%	9.76%	14.20%	13.62%
芳烃类	产能	60	60	220	220						
	产量	26.00	42.07	62.06	71.68						
	销量	21.90	40.01	60.25	69.93						
	销售均价	6940.55	7394.39	7154.14	6951.80						
	毛利率	10.89%	10.08%	7.94%	8.46%						

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，2011~2013 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。公司在建项目 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，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 1~6 月，在产能扩大的背景下，公司芳烃类产品产销量快速提升；液化气产品价格延续了 2013 年的增长态势，芳烃类产品价格虽进一步下滑，但受益于产能上升摊薄成本的因素，芳烃类产品毛利率略有增长。

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 1~6 月，顺丁橡胶及聚苯乙烯产品产销率依然保持较高水平；顺丁橡胶产品销售价格和产品毛利率延续了 2013 年下降的趋势，但下降幅度趋缓。

表 8 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	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-6 月	产品类别	项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-6 月
顺丁橡胶	产能	10	10	10	10	聚苯乙烯	产能	10	10	10	10
	产量	8.52	9.55	8.76	4.31		产量	6.65	6.47	9.51	4.37
	销量	7.61	8.96	8.48	4.26		销量	6.42	6.09	9.24	4.09
	销售均价	23630.92	18309.39	11948.91	11236.34		销售均价	11603.05	10650.73	11988.13	10957.4
	毛利率	17.11%	9.52%	7.38%	7.00%		毛利率	13.95%	11.33%	14.32%	13.78%

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，近年来公司主要产品产能利用率及产销率维持较好水平。受益于市场需求度提升，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，而芳烃类产品盈利能力则受制于原料采购成本上升以及产品销售

价格下降的双重压力。

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 9 公司部分主要原料采购情况（单位：万吨、元/吨）

原料类别	2011 年		2012 年		2013 年		14 年 1-6 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	23.20	6938.26	22.63	7134.85	19.62	6332.96	10.89	6457.67
甲醇	51.00	2304.55	46.10	2454.83	49.12	2287.67	25.36	2169.59
粗苯	32.00	5600.80	32.95	6101.77	32.89	6504.19	16.19	6012.68
乙醇	16.50	6205.82	15.40	6300.12	3.85	6160.26		
裂解原料	55.00	5627.49	22.30	5438.06	19.37	5487.42	9.98	5962.58
燃料油	27.00	3484.79	45.68	3787.33	63.54	3904.01	72.93	3890.88
丁二烯	9.50	17158.70	10.52	14157.46	9.26	8302.81	4.53	7885.55
乙烯					5.72	9618.96	3.23	9767.5

资料来源：公司提供

注：从 2013 年开始，公司将逐步采用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，用水成本较低。

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端碳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。

4. 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。

5. 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。

6. 未来发展

截至 2014 年 6 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 10 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 6 月底已投 金额	2014 年 6~12 月	2015E
1	异丁烷脱氢	30	5.27	2.84	2.40	0.03
2	液化气综合利用配套工程	120	17.31	13.31	1.10	2.65
3	乙醇胺	7.5	6.29	4.67	1.54	0.08
4	丁二烯一期	10	5.92	4.08	1.72	0.12
5	丁二烯二期	7	6.52	3.15	3.32	0.05
6	延迟焦化	160	6.61	6.60	0.01	0.00
7	杂环芳烃深加工项目	100	9.96	1.52	6.40	2.00
	合计	--	57.88	36.17	16.49	4.93

资料来源：公司提供

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。

120 万吨液化气综合利用配套工程拟利用液化石油气为原料进行深加工，生产丙烯，原料路线和工艺技术路线先进，开辟了生产丙烯新途径，缓解了原油缺口较大的困境。为满足公司主要生产装置之间的物料关系，以及充分利用装置的副产品，需要拟建配套的装置，主要包括 120 万吨/年液化气原料预处理，50 万吨/年 MTBE 装置，15 万吨/年裂解芳烃加氢，4 万吨/年碱渣处理，1 万吨/年 PSA 氢提浓(I) 装置，0.6 万吨/年 PSA 氢提浓(II)装置。

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，项目整体经济效益较好。项目已于 2010 年开工建设，预计于 2014 年达到试生产条件。

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。

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以及 5 万吨/年乙丙橡胶项目，拟投资 14.44 亿元。截

至 2014 年 6 月底，公司已投资 0.05 亿元，2014 年全年拟投资 7.89 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	截至 2014 年 6 月底已投金额	2014 年 6~12 月	2015E
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	0.03	5.31	2.0
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	0.02	2.53	3.98
合计	--	14.44	--	--	0.05	7.84	5.98

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，如能顺利投产，公司在石油化工产业链中将得到进一步延伸，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。

七、财务分析

1. 财务质量及概况

公司提供的 2011~2012 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，2013 年财务报告已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2014 年上半年财务报表未经审计。

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。

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 6 月底，公司资产总额 155.92 亿元，所有者权益合计 56.62 亿元（其中少数股东权益 8.25 亿元）；2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 114.11 亿元，利润总额 6.27 亿元。

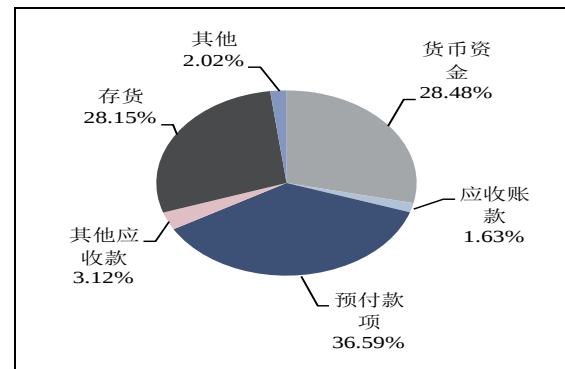
2. 资产质量

2011~2013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27.66%，截至2013年底为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

近三年，公司流动资产快速增长，截至2013年底为71.76亿元，并主要由存货、预付款项和货币资金构成。

图 4 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 12 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(鲁姆斯技术公司)	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下降 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%。

非流动资产

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。

2014 年 1~6 月，公司资产总额 155.92 亿元，较 2013 年底增长 8.34%，增长主要来自预付款项、其他应收款及固定资产的增长。预付款项的增长主要系公司采购原材料款有所增加；其他应收款的增长主要系应收原料保证金的增加；固定资产的增长主要系在建 16 万吨延迟焦化部分转固所致。

总体看，近年来公司资产规模增长较快。流动资产中货币资金、存货及预付款项规模较大，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。

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（2013 年公司股东按原持股比例增加出资款人民币 2 亿元，致使 2013 年公司资本公积增加 2.00 亿元），截至 2013 年底为 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 6 月底，公司所有者权益合计达到 56.62 亿元，主要系未分配利润的增长；归属母公司所有者权益构成保持相对稳定。

总体看，近年来公司所有者权益规模不断增长，其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

随着经营规模扩张及项目投资增长，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。

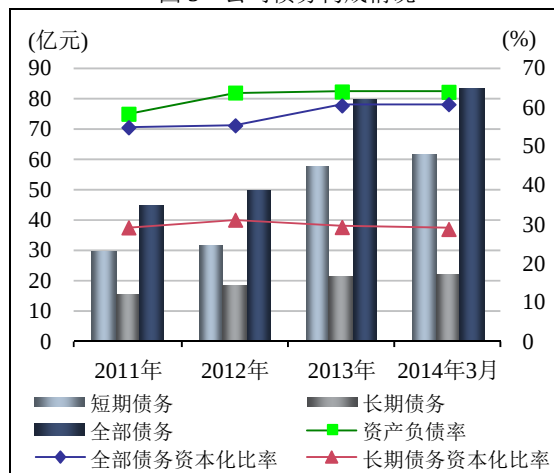
截至2013年底，公司非流动负债以长期借款和长期应付款为主，其中长期应付款3.41亿元。其中有息债务2.44亿元，计入长期债务。

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，2011~2013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均值分别为62.71%、58.71%和30.35%，2013年底分别为63.93%、60.08%和28.23%，公司债务水平较高。

截至2014年6月底，公司负债总额增长至99.30亿元，增长主要系其他流动负债的增长，为2014年公司发行的2期短期融资券和一期私募债共16亿元。同期，公司全部债务87.41亿元，其中短期债务占77.98%；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63.69%、60.69%和25.37%。2014年上半年，公司债务负担基本保持稳定。

图5 公司债务构成情况



资料来源：公司审计报告

总体看，随着经营规模的扩大，2013年以来，公司债务规模上升较快，债务负担较重，其中短期债务占比较高，加大了公司短期偿还压力，债务结构有待改善。

4. 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，2011~2013年公司营业收入年均复合增长17.86%；同期，公司营业成本增幅19.57%，略高于收入增幅。2013年，公司实现营业收入178.31亿元，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。

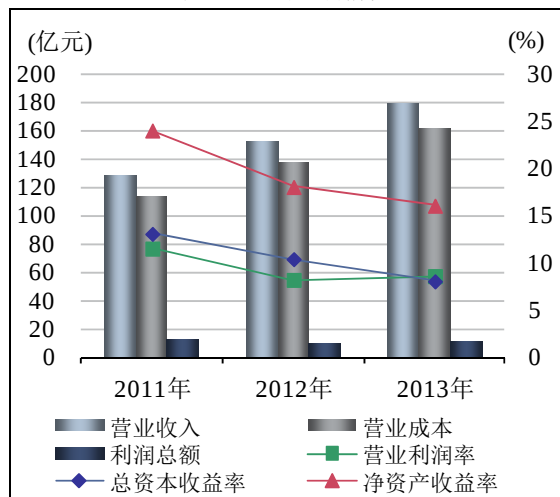
2013年，公司营业外收入1.94亿元，其中政府补助1.82亿元，主要是收到基础设施补助费、税源培育扶持基金和土地补偿款。税源培育扶持基金和土地补偿款是一次性补贴，不可持续。

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，近三年，受所有者权

益及债务规模不断扩大，公司总资本收益率和净资产收益率均呈下降趋势，2013 年分别为 8.09%和 16.03%(2012 年为 9.50%和 18.01%)。

图 6 公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

2014年1~6月，公司实现营业收入114.11亿元，营业利润率8.26%，较2013年底有所降低。同期，公司实现利润总额6.27亿元，为2013年底的56.18%。

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。受益于市场需求度提升，苯乙烯及聚苯乙烯产品盈利能力有所提升，公司整体盈利能力下降幅度减缓，与同行业企业相比公司盈利能力属于中上水平。

5. 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 6 月底分别为 100.08%和 73.10%；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，公司 EBITDA 波

动上升，近三年分别为 16.41 亿元、14.69 亿元和 16.88 亿元；EBITDA 利息倍数波动中有所下降，近三年分别为 7.36 倍、4.76 倍和 5.17 倍，EBITDA 对利息保障能力有所下降；全部债务/EBITDA 倍数小幅上行，近三年分别为 2.72 倍、3.92 倍和 4.63 倍。总体看，公司整体偿债指标有所下降，但整体偿债能力较强。

截至 2014 年 6 月底，公司对外担保余额为 9.15 亿元，担保比率 16.16%。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”）、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 2014 年 6 月底）

单位	金额（万元）
达驰电气	9000
洪业化工	36800
方明药业	1500
鑫昌公司	560
方明化工	30600
呈祥电工	10000
明胜纺织	3032
合计	91492

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 年底，洪业化工资产总额 122.80 亿元，所有者权益 42.86 亿元；2013 年，洪业化工实现营业收入 155.60 亿元，利润总额 14.95 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 年底，呈祥电工资产总额 17.67 亿元，所有者权益 8.23 亿元；2013 年，呈祥电工实现营业收入 18.19 亿元，利润总额 1.61 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 年底，方明化工资产总额 27.93 亿元，所有者权益 14.88 亿元；2013 年，方明化工实现营业收入 32.08 亿元，利润总额 3.99 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 年底，达驰电气资产总额 25.41 亿元，所有者权益 11.29 亿元；2013 年，达驰电气实现营业收入 20.60 亿元，利润总额 1.73 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 年底，方明药业资产总额 15.66 亿元，所有者权益 6.76 亿元；2013 年，方明药业实现营业收入 15.86 亿元，利润总额 2.39 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 年底，鑫昌化工资产总额 0.60 亿元，所有者权益 0.38 亿元；2013 年，鑫昌化工实现营业收入 1.03 亿元，利润总额 0.11 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 年底，明胜纺织资产总额 9.35 亿元，所有者权益 6.12 亿元；2013 年，明胜纺织实现营业收入 5.59 亿元，利润总额 0.42 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 2014 年 6 月底，公司共获得各家银行授信总额为 133.95 亿元（未包含债务融资工具授信额度），已使用额度 89.71 亿元（其中包括信用证额度），尚未使用额度为 44.24 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

6. 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-201407100039502352），截至 2014 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，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；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。

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，2013 年，橡胶行业供大于求的现象明显，产能过剩持续，合成橡胶价格不断下滑，公司顺丁橡胶业务盈利能力受到较大冲击。

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。

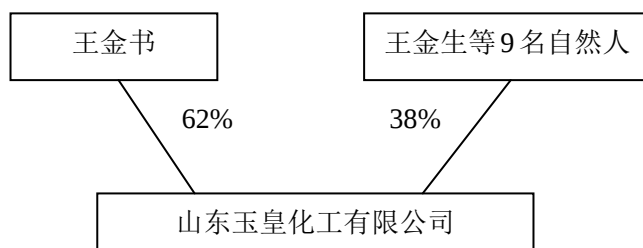
近年来，公司资产总额及营业收入规模不断提升，而受行业景气度波动的影响，2013 年公司盈利能力虽然未恢复到 2011 年水平，但仍具备较强的竞争力。未来随着公司在建、拟建项目的陆续投产，公司石化产品结构将更

加丰富、产业链得到进一步延伸、收入规模有望持续提升。

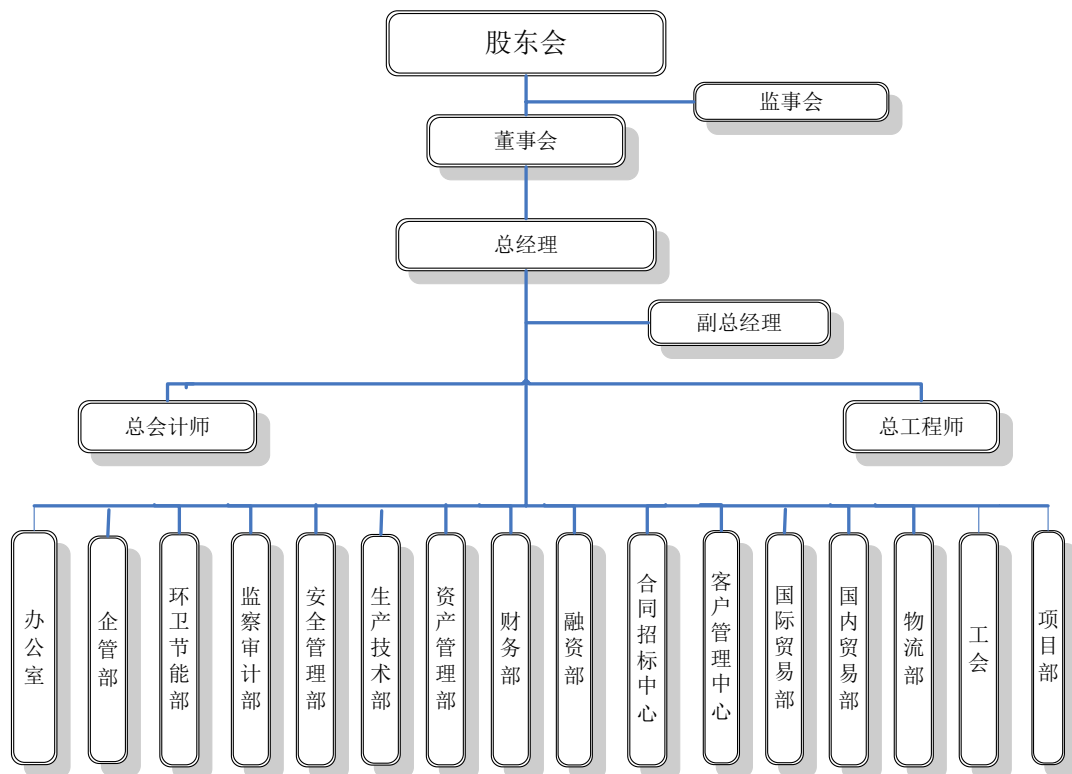
近年来随着经营规模的扩大，公司债务规模上升较快，债务负担较重，其中短期债务占比较高，加大了公司短期偿还压力，债务结构有待改善。公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较强。

总体看，公司主体信用风险较低。

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 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.54	13.83	20.74	21.66
资产总额(亿元)	88.30	110.07	143.92	155.92
所有者权益(亿元)	36.88	39.99	51.92	56.62
短期债务(亿元)	29.52	36.39	57.71	68.16
长期债务(亿元)	15.13	21.26	20.43	19.25
全部债务(亿元)	44.64	57.65	78.14	87.41
营业收入(亿元)	128.36	151.99	178.31	114.11
利润总额(亿元)	11.82	9.65	11.16	6.27
EBITDA(亿元)	16.41	14.69	16.88	--
经营性净现金流(亿元)	10.45	12.12	18.63	5.58
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	114.99
营业利润率(%)	11.50	8.19	8.58	8.26
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	25.37
全部债务资本化比率(%)	54.76	59.04	60.08	60.69
资产负债率(%)	58.24	63.67	63.93	63.69
流动比率(%)	134.85	125.52	101.64	100.08
速动比率(%)	96.70	86.72	73.03	73.10
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 年上半年财务数据未经审计；

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。

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
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(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

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

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半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，联合资信有权终止信用等级。

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。

