跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 2446 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山东焦化集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“15鲁焦化CP001”、“15鲁焦化CP002”与“15鲁焦化CP003”信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年十二月三日

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

山东焦化集团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
15鲁焦化CP001	6亿元	2015/1/6~2016/1/6	A-1	A-1
15鲁焦化CP002	6亿元	2015/6/5~2016/6/5	A-1	A-1
15鲁焦化CP003	10亿元	2015/8/11~2016/8/11	A-1	A-1

跟踪评级时间：2015年12月3日

财务数据

项　目	2012年	2013年	2014年	15年9月
现金类资产(亿元)	4.97	12.93	12.48	31.53
资产总额(亿元)	282.81	342.11	364.32	402.38
所有者权益合计(亿元)	121.13	160.29	168.81	177.32
短期债务(亿元)	109.16	133.94	144.02	152.59
全部债务(亿元)	117.98	151.37	167.90	206.14
营业收入(亿元)	200.80	283.55	305.68	252.69
利润总额(亿元)	12.22	16.82	14.36	11.29
EBITDA(亿元)	20.37	26.06	26.99	--
经营性净现金流(亿元)	17.08	15.01	10.78	5.45
营业利润率(%)	9.87	9.46	8.55	7.74
净资产收益率(%)	7.83	7.54	6.16	--
资产负债率(%)	57.17	53.15	53.66	55.93
全部债务资本化比率(%)	49.34	48.57	49.86	53.76
流动比率(%)	88.48	106.52	109.53	127.99
全部债务/EBITDA(倍)	5.79	5.81	6.22	--
EBITDA利息倍数(倍)	5.11	6.90	4.41	--
经营现金流动负债比(%)	11.32	9.27	6.41	4.32

注：1. 2015年三季度财务数据未经审计；
2.长期应付款计入公司长期债务；
3.现金类资产中已剔除使用受限资金。

分析师

唐　岩　刘文彬
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”)对山东焦化集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为山东省焦化行业龙头企业，在行业地位、生产规模、政府支持等方面的综合竞争优势，同时联合资信关注到焦化行业产能过剩、公司未来投资规模较大、存在短期支付压力等因素对其信用基本面的不利影响。

跟踪期内，公司依托成熟的质量控制体系、良好的区位优势及稳定的下游客户渠道，整体产能利用率显著高于行业平均水平，并维持了相对稳定的利润率。

未来物流、新型石材等板块业务的发展有助于进一步完善公司的产业多元化布局，进而提升公司抵御焦化行业波动的抗风险能力。

综合考虑，联合资信维持山东焦化集团有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15鲁焦化CP001”、“15鲁焦化CP002”和“15鲁焦化CP003”的信用等级为A-1。

优势

1. 公司是山东省政府确立的焦化行业兼并整合主体，焦炭产能规模较大且公司在项目审批、政策优惠等方面具备区域领先优势。
2. 跟踪期内公司经营活动现金流对本期短期融资券保障程度高。

关注

1. 跟踪期内公司有息债务规模有所增长，短期债务占比高，存在一定短期支付压力。
2. 受应收款项上升影响，公司经营活动净现金流存在一定的波动。
3. 公司现金类资产受限比例较高，资产流动性较弱。

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）与山东焦化集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东焦化集团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，未因山东焦化集团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焦化集团有限公司提供，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“15 鲁焦化 CP003”到期日内有效；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焦化集团有限公司主体长期信用及存续期内相关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

山东焦化集团有限公司（以下简称“公司”）是山东省大型焦化生产企业，公司创立于2004年，由邹平县铁雄煤炭有限公司和自然人王鹏共同出资组建，注册资本11000万元。后经多次增资、资本公积转增，以及2013年永泰投资控股有限公司通过其关联公司山东鲁润石化有限公司（以下简称“鲁润石化”）对公司10.00亿元的投资（其中，1.35亿元计入实收资本，8.65亿元计入资本公积溢价后转增股本），同年公司原股东新增货币增资8.00亿元，截至2014年底，公司注册资本增加至30.00亿元。截至2015年3月底，公司股东包括鲁润石化及王清涛等8名自然人。自然人王清涛持有公司73.07%股权，为公司单一最大股东及实际控制人。

公司本部下设战略发展部、人力资源部、财务中心、金融事业部、品牌公关部、基建工程部、监督纪检部、法律事务部、联合冶金研究院共 9 个部门科室，纳入合并范围的子公司 37 家。

公司的经营范围一般经营项目为焦炭加工（仅限分检）、销售；化工产品（不含危险品、易制毒化学品）、金属材料、建材、铁矿石、铝矿石、燃料油、石焦油、橡胶制品、木材、棉花、塑料制品、球团、机械电子产品、环保材料的销售；煤化工、焦化、精细化工、新能源、节能工程的咨询、技术转让；仓储服务（不含危险品）；房屋租赁；货物进出口。

截至 2014 年底，公司资产（合并）总额为 364.32 亿元，所有者权益 168.81 亿元（含少数股东权益 18.43 亿元）。2014 年公司实现营业收入为 305.68 亿元，利润总额 14.36 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司资产（合并）总额为 402.38 亿元，所有者权益 177.32 亿元（含少数股东权益 19.36 亿元）。2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 252.69 亿元，利润总额 11.29 亿元。

公司注册地址：山东省淄博市张店区柳泉路 97 号；法人代表：王清涛。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般

公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。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

1. 行业及区域经济概况

近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量均保持世界第一。2014 年全年，中国焦炭产量 47980.90 万吨，电石产量 2547.90 万吨，合成氨产量 5699.49 万吨，精甲醇产量 3740.67 万吨。

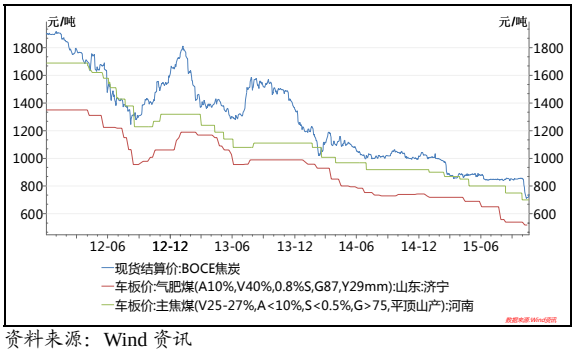
焦炭上下游分析

煤化工产业链较长，产品品种丰富，但从目前的技术水平看，焦炭仍是中国煤化工的基础产品，近年来原煤价格有所下降，但下游需求持续疲软，焦炭生产企业面临的上游压力有所缓解，利润空间趋于稳定，但整体仍然产能过剩。

焦炭价格分析

受下游需求传导，焦炭产品价格也表现出明显的周期性。2014 年受钢铁行业整体产能压缩的影响，焦炭价格呈下跌趋势，价格创十年新低，2014 年上半年由于市场处于降库存阶段，以及钢材价格低迷、钢厂打压燃料价格，导致焦炭价格不断下降，下半年由于钢厂库存处于低位、焦化厂供应减少以及冬季钢厂补库及运输等季节性因素导致焦炭价格较为坚挺。2015 年以来，由于粗钢产量同比下降，钢材库存高企，焦炭需求减弱，焦炭价格持续低迷，并于 3 月中下旬呈现加速下滑态势，截至 2015 年 10 月底，焦炭价格（BOCE 焦炭现货结算价）为 854 元/吨。

图 1　焦炭及煤炭价格走势



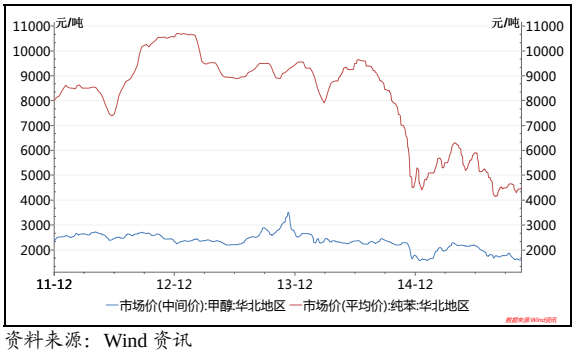
资料来源：Wind 资讯

总体而言，近年来焦炭价格走势总体呈季节性波动下降趋势，在下游钢铁产能不断压缩的情形下，焦炭企业面临的经营压力较大。

甲醇及纯苯价格

中国煤化工产业链中，目前技术较为成熟且已形成工业规模的焦炭副产品主要为甲醇、合成氨和粗苯。

图 2　甲醇及纯苯价格走势



资料来源：Wind 资讯

在煤焦化产业链中，甲醇及苯是煤制焦炭过程中产生的副产品，其产量与焦炭产量高度相关，但下游需求主要来自化工行业，与钢铁行业相关度较低，导致甲醇及粗苯价格与焦炭价格波动趋势存在一定差异。在焦炭价格低迷时期，甲醇、苯等副产品成为焦化企业的重要利润来源。

受化工行业强周期性传导，甲醇、纯苯价格表现出一定周期性波动，在经历了 2008 年金融危机和 2009 年四万亿投资计划带来的 U 型反转后，相当一段时间内甲醇、纯苯价格维持季节性震荡格局。然而 2014 年，受制于国内外甲醇现货供应增量、外盘价格持续走跌打压、刚性需求表现低于预期、投机需求减弱等因素，国内甲醇行情呈现震荡下跌走势，12 月初国内甲醇价格受期货连续跌停加之下游需求疲软影响，甲醇现货市场价格大幅下跌，局部地区下跌至 5 年新低，截至 2014 年底，甲醇华北地区市场价（中间价）为 1775.00 元/吨。纯苯方面，2014 年 7 月开始，由于原油市场和纯苯外盘持续下滑，加上下游的环己酮、苯乙烯苯胺等开工不满致使采购水平较低，导致了纯苯市场持续走跌，截至 2014 年底，纯苯华北地区市场价（平均价）为 4750.00 元/吨。2015 年上半年，受国际原油价格低位反弹带动天然气价格上行，提振现货生产成本影响，以及明水大化和山西焦化两套装置相继停车，甲醇的供应减缓，加之节后下游生产厂家开始补货，同时下游甲醛厂家的装置开工率攀升，提振甲醇的需求量等因素影响，甲醇价格小幅上扬，下半年以来，市场供给宽松需求放缓，甲醇价格快速下滑，截至 2015 年 10 月底，甲醇华北地区市场价（中间价）为 1620.00 元/吨，纯苯华北地区市场价（平均价）为 4400.00 元/吨。

2.　区域环境

山东省是焦炭生产大省，焦化行业上下游产业链完善。截至 2014 年底，山东省规模以上焦化企业产能 6200 万吨/年，居全国第三位，列入国家公告管理的企业 41 家，产能 4870 万吨，已形成鲁中、鲁南、鲁西南三大焦化产业集群。2014 年山东省焦炭产量 4607.34 万吨，省内焦化整体产能利用率约 74%。

山东省内煤化工行业不断发展壮大，产业结构调整初见成效，技术装备水平、科技创新能力、区域生产集中度等都在不断提高，但是仍然存在产业层次水平低、资源条件约束大、产业布局结构散等缺点。

山东省近年大力推进焦化行业结构调整，淘汰落后产能，省内重点大型企业集团综合实力进一步增强，山东焦化集团、山东钢铁集团、山东恒信集团、金能科技有限责任公司等企业规模优势突出，技术装备水平较高。产业链延伸较为完善，企业正在向煤焦油深加工、粗苯加氢精制、焦炉煤气制甲醇、精细化工等方向转变。

焦炭行业发展受资源、环境等因素制约，结构性矛盾突出，根据“十二五”末山东省钢铁产能控制在 5000 万吨/年的规划目标，山东省内焦炭需求将进一步减少至 2500 万吨/年左右，按目前山东省焦炭产能算，焦炭过剩产能将达到 60%。

3. 行业政策

自 2013 年 1 月 1 日起，焦炭出口关税以及配额全部取消，转变成出口证支付，对于焦炭出口总量的控制逐渐放松，焦炭的外部需求市场逐渐放开，出口将有利于缓解国内焦炭市场的产量以及过剩产能压力。

2014 年 3 月，为促进焦化行业结构调整和转型升级，引导和规范焦化企业投资和生产经营，中国工信部制定并发布《焦化行业准入条件（2014 年修订）》。该文件按照“总量控制、科学规划、合理布局、节约能（资）源、保护环境、技术进步、创新转型”的原则，在一定程度上提高了焦化行业的准入条件。

山东省区域行业政策方面，2015 年 3 月，为促进山东省煤化工产业持续健康发展，山东省煤炭工业局和山东省焦化行业协会联合下发了《山东省煤化工产业转型升级实施方案》。该文件指出了山东省内煤化工产业转型升级的方向、产业结构升级目标、技术创新发展目标、节能环保控制目标以及园区建设优化目标，明确了需要通过调整优化产业产品结构、严控传统煤化工生产规模、淘汰落后产能、支持发展骨干企业和重点项目、推进企业结构调整重组、优化资源配置等方式来实现上述目标；同时，通过协会强化行业引导、加强技术创新、企业增强自主创新能力、拓宽融资渠道、政府加强财税支持等措施作为保障。

4. 行业发展

从资源储量角度看，煤将是潜在的主要化工原料。未来煤化工的发展前景取决于煤化工技术发展、石油供求及价格变化。

从近期来看，钢铁等冶金工业所用的焦炭仍将依赖于煤的焦化，而炼焦化学品如萘、蒽等多环化合物仍是石油化工所较难替代的有机化工原料；煤的气化随着气化新技术的开发应用，仍将是煤化工的一个主要方面；将煤气化制成合成气，然后通过碳一化学合成一系列有机化工产品的开发研究，是近年来进展较快，且引起关注的领域；从煤制取液体燃料，无论是采用低温干馏、直接液化或间接液化，都将取决于技术经济的评价。

从长期来看，现代煤化工成为产业调整升级的主攻方向。受下游产业产能过剩、增速放缓影响，合成氨、尿素、焦炭等传统煤化工产业需求和利润空间大幅压缩，淘汰落后产能、进行技术升级换代势在必然。现代煤化工产业通过发展以煤为核心的多联产和分级利用技术，生产可替代石油的洁净能源和化工产品（柴油、汽油、甲醇、二甲醚、乙烯、LNG 等），大规模提升技术水平和产品附加值，形成煤炭—电力—化工一体化的新兴产业集群，将在中国能源可持续利用中扮演重要角色，成为发展的重要方向。

绿色高效清洁成为煤化工产业发展的必由之路。目前中国煤制油、烯烃、芳烃、天然气、乙二醇、二甲醚，以及焦炉煤气制 CNG、LNG 等工艺技术突破和示范工程均获重大进展，但技术可靠性和项目经济性还有待进一步验证。今后环境保护和资源节约压力将持续加大，要求煤化工必须发展清洁高效生产技术，实行更加严格的排放标准，实现水资源消耗的减量化，加强粉尘治理、有机废水处理和脱硫脱硝技术的应用，提高产业资源利用和环境保护水平。

煤化工产业发展更加注重科学合理布局。中国对煤化工产业的发展采取较为审慎的态度，环境保护和水资源问题已成为煤化工发展的关键影响因素。煤化工产业布局必须结合国家主体功能区规划、能源“十三五”规划、14 个大型煤炭基地布局，要综合考虑各地区的煤资源、水资源、环境容量、市场需求以及交通运输等条件，以建设资源节约和环境友好型产业为目标，产业规划和布局将向大型化、基地化方向发展。

但同时，煤化工产业的市场竞争将更加激烈。根据中国石化联合会公布数据，2015 年合成氨、甲醇产能将分别达到 8350 万吨和 5800 万吨。工业和信息化部有关数据表明，当前中

国处于运行、试车、建设和前期工作阶段的煤制油项目有 26 个、煤制烯烃项目有 64 个、煤制气项目有 67 个。如果在建和规划项目全部于 2020 年前投产，届时中国煤制油产能将达 4000 万吨，煤制烯烃产能达 4100 万吨，煤制气产能逾 2800 亿立方米。在国内煤化工产能大幅度增加的同时，来自海外低成本产品的竞争压力也不容忽视。近年来中东地区油气资源国大力向下游延伸石化产业链，投资建设多套大型石化生产装置，美国页岩气发展对中国煤化工也将带来新的冲击。中国将成为跨国公司争夺的重要目标市场，预计今后市场竞争会日趋激烈。

行业内企业方面，新工艺将成为企业发展的重要突破方向，突破传统焦化行业概念将成为焦化行业未来发展的主要方面。在拓展新能源、新技术、新材料、新工艺的生产和应用的同时，企业会以市场为主，发挥自身优势和区域优势，提高化工产品比例，达到以焦炭产品为辅，扩大和延伸产业链的战略发展布局。

总体看，依托中国丰富廉价的煤炭资源，焦化企业将会实行企业大型化、产业集群化、市场集约化和可持续性发展的战略发展方式，在战略管理、规划发展、技术创新、人财物、产供销等方面进行实质性整合。但短期内，产业结构调整任务艰巨，淘汰低端产能，发展精细化工是行业发展的必然趋势。行业内原有大型骨干企业将在行业整合中获益，技术研发能力强的企业将在产业链延伸方面占据优势。

五、基础素质分析

跟踪期内，公司产权状况无重大变化发生，截至 2015 年 9 月底，公司实收资本 30 亿元，公司股东包括鲁润石化及王清涛等 8 名自然人，自然人王清涛持有公司 73.07%股权，为公司单一最大股东及实际控制人

跟踪期内，公司企业规模及其他人员素质等方面无重大变化发生。

生产规模方面，截至 2015 年 9 月底，公司具备年生产 900 万吨焦炭、20 亿立方米煤气、40 万吨焦油、12 万吨粗苯、15 万吨甲醇、10 万吨硫铵、3 亿千瓦时发电的生产能力。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度、高管构成等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司是山东省内具备较强规模优势的焦化生产企业，主营业务板块包括焦化板块和贸易板块。未来，物流板块将成为公司的主要发展方向之一，成为公司新的利润增长点。

2014 年，公司完成营业收入合计 305.68 亿元，同比增长 7.80%，其中，焦化板块实现收入 114.66 亿元，贸易板块实现收入 191.02 亿元（占比 62.49%），成为公司第一大收入来源，焦化业务受焦炭售价下跌影响，板块收入同比下滑 6.62%。

毛利率方面，跟踪期内受下游钢铁市场、房地产、基础建设等行业不景气影响，焦炭整体市场需求不振，焦炭毛利率有所下降，但是焦油、粗苯、煤气等副产品的高毛利水平对焦炭产品形成有效补充，2014 年焦化业务整体毛利率 15.02%，仍处于行业领先水平。贸易业务方面，2014 年公司贸易业务毛利率为 4.80%，受行业竞争激烈影响，贸易业务盈利有所下降，但随着贸易业务收入的快速增长，贸易板块对公司整体毛利的贡献有一定程度上升。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入合计 252.69 亿元，其中，焦化板块 82.58 亿元，贸易板块 170.10 亿元，焦化业务得益于煤炭采购价格下跌，盈利能力较上年有所提升，贸易板块盈利能力大幅下滑，公司整体毛利率下降至 7.80%。

整体看，跟踪期内，在贸易板块规模增长带动下，公司营业收入快速增长；焦化板块是

公司的传统业务，产量逐年上升，受制于产品价格的下降，收入规模有所下降，但盈利能力仍处行业优秀水平。

表 1　公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

分行业/分产品	2013 年			2014 年			15 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
焦化板块	**122.79**	**43.30**	**15.59**	**114.66**	**37.51**	**15.02**	**82.58**	**32.68**	**16.61**
焦炭	94.60	33.37	5.66	84.53	27.65	3.92	56.70	22.44	4.46
焦油	7.44	2.62	40.73	7.78	2.54	43.18	4.68	1.85	41.62
粗苯	5.74	2.02	47.74	7.09	2.32	48.51	3.24	1.28	44.36
煤气	10.42	3.67	65.07	9.61	3.14	61.55	7.45	2.95	62.22
其他	4.59	1.62	27.02	5.65	1.86	21.04	10.51	4.16	30.13
贸易板块	**160.76**	**56.70**	**5.04**	**191.02**	**62.49**	**4.80**	**170.10**	**67.32**	**3.52**
合计	**283.55**	**100.00**	**9.61**	**305.68**	**100.00**	**8.63**	**252.69**	**100.00**	**7.80**

资料来源：公司提供

2．原材料采购

作为以焦化业务为主的生产型企业，公司原料主要为焦煤、肥煤、气煤及瘦煤四类炼焦煤。跟踪期内，公司主要原料供应商包括兖州煤业股份有限公司、河南省煤业化工集团以及山东能源集团等，采购量约占全部采购量的40%。

随着公司焦炭产能扩大，公司原煤采购量呈上升趋势，2014 年公司原煤采购量合计1134.59 万吨，同比增长 19.69%；同期受煤炭市场影响，公司原料煤的采购均价为 723.38 元/吨，同比下降 17.84%。受煤炭市场不景气影响，原料煤价格持续下滑，2015 年前三季度原料煤采购均价进一步下降至 596.11 元/吨，公司原煤采购价格与国内煤炭市场价格变动趋势保持一致。

表 2　公司近年原料煤采购情况（单位：万吨、元/吨）

原料煤种类	2013 年		2014 年		15 年 1~9 月	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
气煤	158.85	837.11	170.76	685.98	135.35	572.70
气肥煤	152.31	855.19	158.96	680.06	118.48	585.80
肥煤	150.08	842.04	154.30	690.25	124.25	597.55
主焦煤	120.41	943.17	169.39	838.20	118.13	661.26
1/3 焦煤	119.69	905.25	159.52	680.57	131.91	567.56
贫瘦煤	119.86	887.21	159.07	739.61	113.31	599.29
瘦煤	126.74	921.24	162.59	742.94	119.60	595.42
合计	**947.94**	**880.45**	**1134.59**	**723.38**	**861.02**	**596.11**

资料来源：公司提供

3．生产经营

跟踪期内，公司实际生产冶金焦 745.22 万吨，同比增长 11.29%，主要系公司新沙二期项目 200 万吨/年产能于 2013 年底正式投产，产能上升带动冶金焦产量增长。同期，公司累计生产铸造焦 84.33 万吨，同比增长 34.48%，主要系由于铸造焦公司经过技改工程后产能增长到 100 万吨，新增加产能在本年生产运行良好，实际产量随之有较大幅度增长。2015 年 1~9 月，公司累计生产冶金焦 588.53 万吨，铸造焦 57.07 万吨，经季度化调整后，产能利用率约为 95.64%，保持较好水平。公司依靠大规模大批次的稳定产量和质量控制，焦炭下游需求较为稳定，焦化生产线产能利用率显著高于行业平均水平。

表 3　公司近年主要产品产销情况

产品		2013 年	2014 年	15 年 1~9 月
冶金焦	设计产能（万吨）	800	800	800
	实际产量（万吨）	669.6	745.22	588.53
	实际销量（万吨）	678.46	745.6	568.44
	销售平均单价（元/吨）	1263.74	970.11	864.51
铸造焦	设计产能（万吨）	80	100	100
	实际产量（万吨）	62.71	84.33	57.07
	实际销量（万吨）	53.33	84.18	57.14
	销售平均单价（元/吨）	1661	1449.34	1322.56
焦油	设计产能（万吨）	40	40	40
	实际产量（万吨）	32.52	34.15	26.98
	实际销量（万吨）	31.63	34.28	26.84
	销售平均单价（元/吨）	2353.78	2268.26	1742.33
煤气	设计产能（亿立方米）	20	20	20
	实际产量（亿立方米）	15.91	13.7	10.78
	实际销量（亿立方米）	15.08	13.67	10.7
	销售平均单价（元/立方米）	0.69	0.7	0.7
粗苯	设计产能（万吨）	12	12	12
	实际产量（万吨）	9.83	12.23	9.61
	实际销量（万吨）	8.97	12.27	9.42
	销售平均单价（元/吨）	6394.64	5780.58	3442.03

资料来源：公司提供

注：除山东铁雄冶金科技有限公司和山东铁雄新沙能源有限公司外，公司子公司山东帆岛化工燃气有限公司也生产少量粗苯，设计产能统计中未包含山东帆岛化工燃气有限公司部分，故 2014 年实际产量大于设计产能。

焦炭副产品方面，公司拥有系统完善的炼焦配煤体系，能够根据各类副产品价格走势适时调整原料配比及副产品产出比例，但总体上，各类副产品产量仍受制于焦炭产量。2014 年，受新沙二期项目投产影响，新沙二期项目甲醇生产需消耗煤气，公司煤气消耗量增加，当期煤气产销量均较上年有所下降，2014 年煤气产量和销量分别为 13.70 亿立方米和 13.67 亿立方米，同年，新沙二期项目逐步达产致公司粗苯产量大幅提升，产量和销量分别为 12.23 万吨和 12.27 万吨。

4．产品销售

跟踪期内，公司销售区域、销售渠道及产品定价及结算方式变化不大。

销售价格方面，焦炭产品受跟踪期内下游钢铁需求减弱影响，销售均价有所下降，2014 年冶金焦及铸造焦售价分别下降至 970.11 元/吨和 1449.34 元/吨，并于 2015 年 9 月底进一步分别下降至 864.51 元/吨和 1322.56 元/吨；截至 2014 年底焦油、粗苯价格分别下降至 2268.26 元/吨和 5780.58 元/吨，并于 2015 年 9 月底进一步下降至 1742.33 元/吨和 3442.03 元/吨；工业煤气主要通过管道运输供应给焦化厂区附近的工业企业，由于能够有效节约运输成本，其议价能力较强，跟踪期内维持在 0.7 元/立方米的价格。此外，公司自身产品质量稳定、品牌优势明显，产品售价高于其他焦化厂同品级焦炭，有效提升了焦炭及副产品的盈利空间。

总体看，跟踪期内公司主要产品受市场影响，大部分产品售价均有不同程度降低，但焦炭产品售价仍高于其他焦化厂同品级产品。

5．贸易板块

跟踪期内，公司贸易板块的运营主体、经营范围、定价方式、结算方式及市场开拓方式均无重大变化。同时，公司通过对客户商品资料的深入比对分析，市场的深度调查分析以及充分利用各大矿务局的量价优惠条件，不断拓展贸易业务，促使贸易收入得到提高。

表 4　分产品贸易业务统计（单位：亿元、%）

产品类别	2013 年			2014 年			15 年 1~9 月		
	贸易额	占比	毛利润	贸易额	占比	毛利润	贸易额	占比	毛利润
煤炭	60.26	37.49	3.15	89.08	46.64	5.03	78.07	45.90	3.19
棉花	12.27	7.63	0.78	4.91	2.57	0.22	4.31	2.53	0.19
焦炭及化产品	22.31	13.88	1.01	43.22	22.63	1.86	38.03	22.35	1.11
各类钢材矿石	42.98	26.73	1.90	45.04	14.73	1.70	42.42	24.94	1.04
橡胶	14.62	9.09	0.98	2.63	1.38	0.10	3.66	2.15	0.15
铝锭铅锭等	7.01	4.36	0.26	6.14	3.21	0.25	3.61	2.13	0.14
总计	**160.76**	**100.00**	**8.10**	**191.02**	**100.00**	**9.16**	**170.10**	**100.00**	**5.99**

资料来源：公司提供

跟踪期内公司贸易品类主要为煤炭、焦炭、棉花、橡胶、矿石等大宗商品。2014 年公司贸易业务实现收入 191.02 亿元，同比大幅增长 18.82%，煤炭（占 46.64%）、焦炭及化产品（占 22.63%）及各类钢材矿石（占 14.73%）是主要的贸易品种。受市场环境影响，贸易产品价格下滑，2014 年公司贸易业务毛利率同比有所下滑；但随着贸易业务快速扩大，公司 2014 年贸易业务板块实现毛利润 9.16 亿元，成为公司重要的新增利润来源。

2015 年 1~9 月，公司贸易业务毛利率为 3.52%较 2014 年有所降低，主要由于行业竞争激烈，公司为了不断扩大贸易业务的下游市场，在保证合理盈利的基础上，根据市场变化，调整了部分贸易产品的价格所致。

6．经营效率

跟踪期内，随着公司对下游钢铁企业信用政策放宽，应收类资产比例有所上升，公司销售债权周转次数有所下降，2014 年为 7.82 次；同时，稳定的客户渠道有助于公司进行库存管理，贸易类业务扩张也提升了存货周转效率，2014 年为 13.43 次；公司总资产周转次数受无形资产大幅增长影响增幅有限，2014 年为 0.87 次。

总体看，公司经营效率正常。

7．在建项目及未来发展

截至 2015 年 9 月底，公司主要在建项目包括氧化铝赤泥生产人造石材项目工程（即“北海联合冶金项目”）和 LNG 加气站项目。

氧化铝赤泥生产人造石材项目所需原材料氧化铝赤泥为氧化铝工业的废弃物，项目所需主要燃料为公司生产焦炭中 25mm 以下的小焦块，同时辅以项目的综合循环节能系统，生产成本低，经济效益良好。北海联合冶金项目实施主体为公司子公司山东焦化北海冶金科技有限公司（以下简称“北海冶金公司”）。项目总投资 51.59 亿元，其中，一期项目投资 35.42 亿元。资金来源方面，2013 年，公司引入山东万向物流有限公司作为外部战略投资者，对北海冶金公司货币增资 5.00 亿元；增资后，公司通过铁雄冶金持有北海冶金公司 92.59%股权。公司已获取申请银行意向性贷款授信 30 亿元，但目前尚处于项目贷款论证阶段，具体落地时间存在着不确定性，公司从目前经济环境以及自身日常经营角度出发，在本着项目建设不占用企业正常营运资金、项目贷款不落地项目不启动的原则下，暂时停止了该项目进程，具体时间视项目贷款落地时间以及所对应的经济环境决定。截至 2015 年 9 月底，该项目累计完成投资 3.20 亿元，主要为土地整理款和辅助设备投入款项。

根据山东省经信委制定的《山东省现代物流业“十二五”发展规划》，公司于 2013 年四季度出资成立山东物流集团有限公司（以下简称“山东物流集团”），负责全省物流体系的建设及管理。根据 2015 年 1 月由山东省住房和城乡建设厅、山东省发展和改革委员会、山东省经济和信息化委员会、山东省公安厅、山东省

国土资源厅、山东省交通运输厅、山东省环境保护厅、山东省质量技术监督局以及山东省安全生产监督管理局联合下发的“关于组织做好《山东省物流园区 LNG 加气站建设规划》实施的通知”（鲁建燃热字【2015】1 号），山东省将在 2015~2017 年期间，利用物流园区存量用地，配套建设 305 座园区自备 LNG 加气站，形成车用 LNG 加气网络，推进车用 LNG 发展和节能减排；根据该通知，山东物流集团将牵头组织协调有实力、有技术、有资格的能源（天然气）企业，配套建设物流园区 LNG 加气站。根据项目最新可行性研究报告，305 座 LNG 加气站将分 2014~2015 年、2016 年及 2017 年三期分别建设 120 座、92 座和 93 座加气站，规划总投资约为 20.2 亿元（不含土地价值），公司计划对该项目的三期规划投资额分别为 9.6 亿元、5.4 亿元和 5.2 亿元。公司将对各 LNG 加气站以资金形式投入约占 60%~70%股权（不低于 51%），其他部分股权与在建加气站所在的物流园区及相关企业合作，引入一部分投资者，以资金或土地等其他方式出资，以此保持建设资金的充足，加快 LNG 加气站项目规模的形成。截至 2015 年 9 月底，公司已完成投资 8.15 亿元，开工建设了 45 座加气站，其中 24 座加气站正式投入运营，2015 年 1~9 月实现 LNG 加气收入 43678.15 万元，实现毛利润 6152.06 万元。

公司未来发展将集中在焦化（能源化工新材料）、物流贸易和金融投资三大板块。同时，根据《山东焦化集团有限公司发展战略规划（2013~2017）》，公司制定了“由焦化企业向焦、化并举，以化为主的深加工、高附加值型企业转变”和“由传统煤化工企业向能源化工和冶金新型材料企业转变”的总体战略。

总体看，“十二五”期间是公司的重要转型期，公司在管控模式、业务结构方面均存在一定调整。在传统焦化行业面临一定发展瓶颈时，公司主动向冶金、贸易、物流行业拓展业务，以规避单一焦化行业的运营风险，提升公司的可持续发展能力。

联合资信关注到，冶金及新材料、物流领域与公司传统焦化业务具有一定行业跨度，公司可能面临一定的管理及技术压力。同时，LNG 项目未来仍有一定的投资支出压力，以及北海联合冶金项目初始投资规模大、投资周期长，项目贷款落地后公司债务规模或将大幅上升。

八、募集资金使用情况

公司于2015年1月发行短期融资券“15鲁焦化CP001”，募集资金6亿元；于2015年6月发行短期融资券“15鲁焦化CP002”，募集资金 6 亿元；于 2015 年 8 月发行“15 鲁焦化 CP003”，募集资金10亿元，募集资金用于置换银行借款及补充营运资金。截至2015年11月底，募集资金已全部按照规定用途使用。

九、财务分析

公司提供的 2014 年财务报告经中兴财光华会计师事务所（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 2015 年三季度财务报告未经审计。

2014 年公司合并报表范围新增 18 家子公司，均为投资新设成立，另有二级子公司山东焦化集团（青岛）有限公司由集团持股变更为二级子公司山东物流集团有限公司增资持股，由二级子公司转为三级子公司，公司合并范围变动对财务数据可比性影响较小。

截至 2014 年底，公司资产（合并）总额为 364.32 亿元，所有者权益 168.81 亿元（含少数股东权益 18.43 亿元）。2014 年公司实现营业收入为 305.68 亿元，利润总额 14.36 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司资产（合并）总额为 402.38 亿元，所有者权益 177.32 亿元（含少数股东权益 19.36 亿元）。2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 252.69 亿元，利润总额 11.29 亿元。

1. 盈利能力

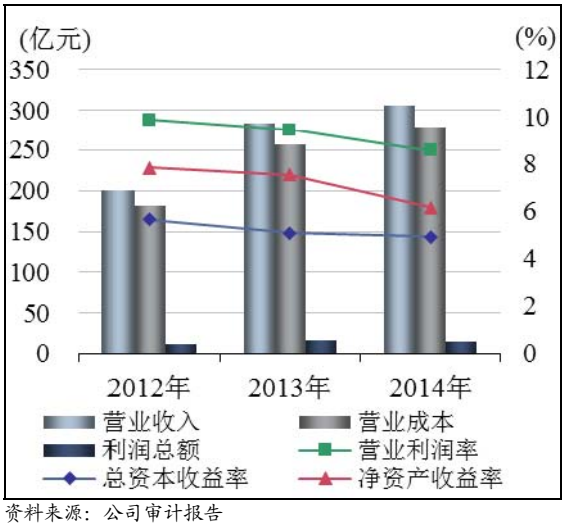
受贸易业务规模快速扩张影响，2014 年公司实现营业收入 305.68 亿元，同比增长 7.80%。虽然焦化产品价格同比大幅下降，但得益于新沙公司二期新增 200 万吨冶金焦产能正式投产，加之铸造焦公司产能增加至 100 万吨，使得公司冶金焦及相应化产品销售总量同比有较大增长，焦化板块收入规模跌幅较小；同期，得益于上游原材料煤炭价格有较大的下浮以及随着生产技术提高及技改的进行，公司在焦化行业景气度下行阶段，焦化板块仍保持了较好的毛利率水平。由于毛利率水平较低的贸易板块占比提高，公司营业利润率 2013 年的 9.46%下降至 8.55%。

期间费用方面，2014 年受公司发行债券带动有息债务规模上升影响，公司财务费用同比上升 28.15%。2014 年，公司期间费用率为 4.49%，同比保持稳定，费用控制能力良好。

非经常性损益方面，投资性房地产的持续增值保障了公司公允价值变动收益同比保持稳定，2014 年公允价值变动收益为 1.87 亿元。

盈利指标方面，2014 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率加权均值分别为 8.55%、4.90%和 6.16%，同比分别下降 0.91、0.80 和 1.38 个百分点。

图 3　公司盈利能力情况



资料来源：公司审计报告

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入、营业利润及利润总额分别为 305.68 亿元、14.37 亿元和 11.29 亿元，分别为 2014 年全年的 82.66%、76.86%和 78.62%，营业利润率为 7.74%，公司收入规模及利润总额较 2014 年同期均有不同程度的下降，主要是受焦炭及化产品价格下跌所致。

总体看，跟踪期内，公司收入规模随着贸易业务的增长而逐年上升，而盈利能力有所下降，但在行业景气度下行阶段，公司主业利润率仍保持较好水平，期间费用控制能力良好，整体盈利处于行业优秀水平。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014 年公司销售商品、提供劳务收到现金 243.79 亿元，同比小幅增长，低于营业收入增幅，现金收入比下降至 79.75%，主要是由于受宏观经济景气下滑影响，下游钢铁企业资金链趋紧，公司货款回收质量有所下降，应收账款及应收票据余额上升，导致整体收现质量下降。同时，公司使用票据背书支付原料采购款，购买商品、接受劳务等支出现金同比增长 5.37%，增速低于营业成本，公司经营性现金收支控制较好。公司收到及支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款，2014 年同比下降 57.44%。2014 年公司经营活动净现金流为 10.78 亿元，同比下降 28.18%。

投资活动方面，2014 年公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为 164.95 亿元，同比下降 25.71%，投资活动现金净流量为-16.34 亿元。2013 年和 2014 年公司筹资活动前现金流净额分别为-7.24 亿元和-5.56 亿元，公司经营活动产生现金流能够满足公司大部分投资活动需求。

2014 年公司筹资活动现金流入方面主要是取得借款收到的现金和发行债券收到的现金，其中发行债券收到的现金 23.37 亿元，主要为公司 2014 年发行的山东焦化集团（青岛）有限公司 2014 年中小企业私募债 1.40 亿元、2014 年度第一期和第二期短期融资券各 6 亿元以及

2014年度第一期和第二期非公开定向债务融资工具各5亿元。2014年公司收到和支付其他与筹资活动有关的现金主要为银行承兑汇票保证金和往来款。2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额为9.72亿元，同比下降49.75%。

2015年1~9月，公司经营活动现金流入量及净流量分别为167.90亿元和5.45亿元，现金收入比为64.14%；投资活动现金净流量-10.52亿元，主要是购买中国银行“日积月累”理财产品和物流集团新建加气站项目投资支出；筹资活动现金净流量21.80亿元，主要是因为2015年新增发行债券57亿元。

总体看，跟踪期内，由于下游钢铁企业资金链趋紧影响，公司经营获现能力有所下降，但仍处于行业较好水平，且能够满足公司大部分投资活动需求。未来，公司北海冶金基地以及LNG加气站项目建设投资支出仍将保持一定规模，公司或将存在一定的外部融资压力。

3. 资本及债务结构

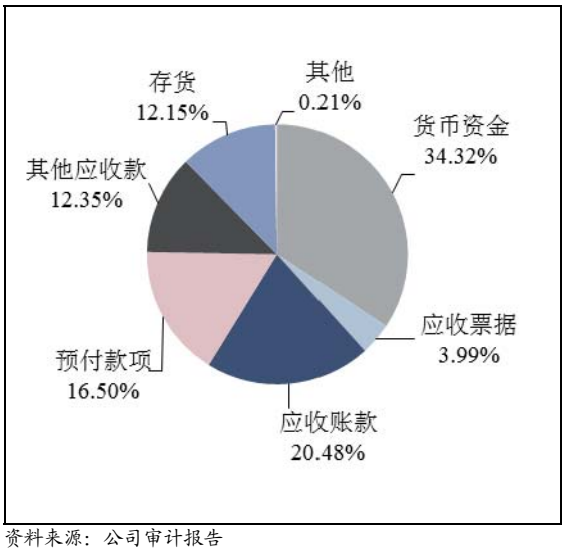
资产

截至2014年底，公司资产总额合计364.32亿元，同比增长6.49%。其中，流动资产占比50.59%，非流动资产占比49.41%。

截至2014年底，公司流动资产合计184.30亿元，同比增长6.88%，主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。

截至2014年底，公司货币资金合计63.26亿元，同比下降7.31%；受限资金合计58.15亿元，系公司向银行申请开具银行承兑汇票所存入的保证金存款，其中三个月以上受限的银行承兑汇票保证金金额为20.76亿元。同期，公司应收票据合计7.36亿元，非受限现金类资产合计12.47亿元，占流动资产比例为6.77%。

图4　截至2014年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

受贸易业务规模扩张及焦化产品货款回收质量下降影响，截至2014年底公司应收账款合计37.75亿元，同比大幅增长44.78%。其中，账龄1年以内款项合计占比92.99%，1~2年款项占比5.92%，公司共计提0.16亿元坏账准备。截至2014年底，按欠款方归集的期末余额前五名应收账款占应收账款期末余额合计数的比例为17.34%。总体上看，公司应收账款整体账龄较短，集中度水平较低。

表5　截至2014年底前五大应收账款客户情况

（单位：万元、%）

单位名称	期末余额	账龄	占应收账款总额比例
张家港保税区沙钢冶金炉料有限公司	14438.41	1年以内	3.81
江苏利淮钢铁有限公司	14233.91	1年以内	3.75
无锡市雪丰钢铁有限公司	13822.15	1年以内	3.65
山东钢铁集团有限公司	12883.52	1年以内	3.4
山东传洋集团有限公司	10358.86	1年以内	2.73
合计	**65736.86**		**17.34**

资料来源：公司审计报告

公司预付账款主要系支付的但货物尚未到位的货款，随着营业成本的增长而不断增长，截至2014年底，公司预付款项合计30.40亿元，同比增长16.32%，其中1年以内款项合计占比95.45%，1~2年款项合计占比4.00%，共计提坏账准备0.09亿元。

截至2014年底，公司其他应收款合计22.76亿元，同比降低11.71%，其中，账龄1年以内款项占比72.87%，1~2年款项占比23.43%，公司共计提坏账准备1.69亿元。其他应收款前五名合计8.27亿元，占其他应收款总额的36.34%。其他应收款中主要为代垫运费、供应部原材料采购款、工程项目款、融资租赁保证金、单位往来款等，其中按照公司采购与工程核算办法，供应部采购款、建设部工程款已支付尚未收到发票的款项暂计入其他应收款，待收到发票后再进行冲销；单位往来款中约20%为关联方资金往来。

表6 截至2014年底前五大其他应收款客户情况

（单位：万元、%）

单位名称	期末余额	账龄	占其他应收款总额比例	形成原因
山东泰通贸易有限公司	41581.35	1年以内	17.02	业务单位资金往来
山东万向物流有限公司	23304.12	1年以内	9.54	业务单位资金往来
淄博恒磊经贸有限公司	10181.76	1年以内	4.17	业务单位资金往来
青岛一水投资有限公司	4586.98	1年以内	1.88	业务单位资金往来
中国外贸金融租赁有限公司	3000.00	1年以内	1.22	融资租赁业务形成的待收的保证金款项
合计	**82654.22**		**33.83**	

资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司存货为22.38亿元，同比增长16.46%，主要为原材料（占31.80%）和库存商品（占66.05%），其中，原材料较年初下降26.99%，主要是由于原材料价格下降所致，而库存商品较年初增长67.54%，一方面是由于贸易规模扩大库存储备随之增加，另一方面是由于结算周期延长所致。公司未计提存货跌价准备。

截至2014年底，公司非流动资产合计180.02亿元，同比增长6.10%，增长主要来自投资性房地产公允价值增加以及固定资产增长，其余科目规模及结构占比变化较小。

截至2014年底，公司固定资产原值合计79.55亿元，同比增长30.61%，主要是由于公司购置（10.22亿元）和由在建工程转入（8.74亿元）所致；构成方面，主要由房屋建筑物（占比39.34%）和机器设备（占比57.14%）构成，其中通过融资租赁租入的固定资产为账面价值为13.24亿元的机器设备。公司固定资产综合成新率为76.87%。

截至2014年底，公司在建工程合计15.81亿元，同比增长2.42%。2014年转固的在建工程主要有技改项目、新沙二期工程以及10万吨甲醇项目等。截至2014年底，公司主要在建工程主要有氧化铝赤泥生产人造石材项目和加气站项目。

截至2014年底，公司投资性房地产合计15.52亿元，较同比增长13.69%。公司投资性房地产增速较快的主要原因是公司新增用于出租的办公楼以及公司所投资房产区域的房地产价格上涨导致每年公允价值上升所致。

截至2014年底，公司账面土地使用权合计83.80亿元，其中，已办理土地证的土地面积合计13593.92亩，账面价值合计43.90亿元，其余土地的土地权证正在办理中。2014年，山东省巨野县人民政府将2012年无偿投入公司控股子公司新沙公司的田桥镇工业园区内3553.404亩土地使用权收回，评估总地价金额为12.48亿元；另一方面，根据《巨野县人民政府关于将高新化工园区北区内3347亩土地使用权无偿投入山东恒伟化工科技有限公司的决定》（巨政字【2014】55号），菏泽市巨野县人民政府将高新化工园区北区内3347亩土地使用权无偿投入到公司全资子公司山东恒伟化工科技有限公司（以下简称“恒伟化工”），经专业机构评估地价总额为10.33亿元。上述土地由巨野县政府划入及划出的原因是由于2012年巨野县政府将土地划给新沙公司，由新沙公司承接乙二醇项目，2013年底新沙公司成立全资子公司恒伟化工，由恒伟化工承接该项目，山东省巨野县人民政府将土地划拨给恒伟化

工。

联合资信关注到，公司北海经济开发区工业园内土地入账价值（截至 2014 年底合计约 62.52 亿元）以政府相关批复指导价为估值依据，其实际市场价值与评估入账价值可能有所出入，且相关地块主要为沿海滩涂地块，配套基础设施仍需逐步完善，公司需进行必要的前期土地整理以使相关地块达到工业用地条件，其资产流动性有待进一步检验。

截至 2015 年 9 月底，公司资产总额 402.38 亿元，较上年底增长 10.45%，其中流动资产 215.21 亿元（占 53.48%）非流动资产 187.18 亿元（占 46.52%），增长主要来自货币资金、其他应收款和在建工程，资产结构较 2014 年底变化不大。公司货币资金为 82.99 亿元，较上年底增长 31.18%，主要是公司 2015 年 8 月发行公司债券 15 亿元，9 月发行超短期融资券 10 亿元所致；其他应收款 31.25 亿元，较上年底增长 37.32%，主要系往来款项增加所致；在建工程为 21.95 亿元，较上年底增长 38.84%，增长主要来自加气站项目。

总体看，跟踪期内，公司资产规模保持增长，但部分无形资产权属仍有待进一步明确。同时，公司货币资金受限比例仍维持较高水平，且受应收账款规模上升影响，公司资产流动性有所弱化，整体资产质量一般。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 168.81 亿元，同比增长 5.32%，主要是未分配利润的增长所致；其中，资本公积 81.72 亿元，同比下降 0.91%，当年菏泽市巨野县人民政府将高新化工园区北区内 3347 亩土地使用权无偿投入到公司全资子公司恒伟化工，经专业机构评估地价总额为 10.33 亿元，另一方面，山东省巨野县人民政府将 2012 年无偿投入公司控股子公司新沙公司的田桥镇工业园区内 3553.404 亩土地使用权收回，评估总地价金额为 12.48 亿元（详见本评级报告资产质量部分无形资产科目）。构成方面，截至 2014 年底，公司所有者权益中，实收资本占比 17.77%，资本公积占比 48.41%，未分配利润占比 21.74%和少数股东权益占比 10.92%。

截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益合计 177.32 亿元，较 2014 年底增长 5.04%，主要系未分配利润增长所致，所有者权益结构较 2014 年底变化不大。

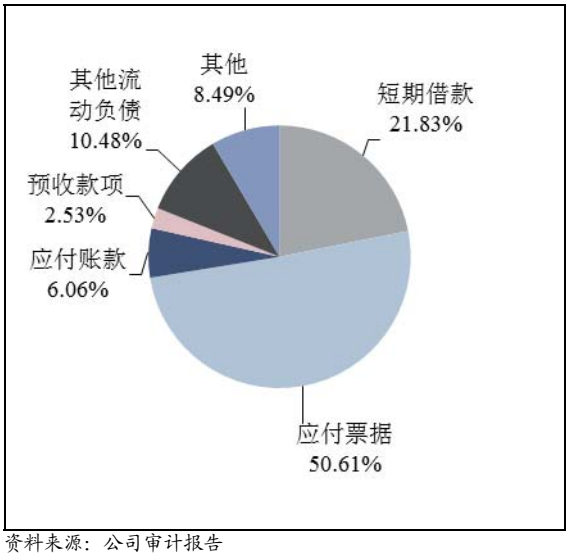
考虑到由政府无偿划入土地形成的资本公积中，尚有约 39.90 亿元土地尚未办理完成土地权证，公司所有者权益质量一般。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 195.51 亿元，同比增长 7.53%，流动负债占比大，占 86.06%，较 2013 年底下降 2.97 个百分点。

截至 2014 年底，公司流动负债合计 168.26 亿元，同比增长 3.94%，主要由应付票据（占 50.61%）、短期借款（占 21.83%）、其他流动负债（占 10.48%）和应付账款（占 6.06%）构成。

图 5　截至 2014 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司短期借款合计 36.74 亿元，同比下降 10.69%。其中，质押借款占 5.44%，抵押借款占 14.43%，保证借款占 80.13%。

受公司与上下游票据结算比例上升影响，公司应付票据余额保持较大规模，截至 2014 年底，公司应付票据合计 85.16 亿元，同比下降

8.19%，全部为银行承兑汇票。

截至 2014 年底，公司应付账款为 10.20 亿元，同比增长 17.07%。其中，一年以内的占 79.01%，1~2 年的占 17.87%，2~3 年的占 1.92%，三年以上的占 1.20%。

截至 2014 年底，公司其他应付款为 8.75 亿元，同比下降 36.11%。账龄分布中，1 年及以内款项占比 78.16%，1~2 年款项占比 12.90%，2~3 年款项占比 8.35%，3 年以上款项占比 0.59%。

截至 2014 年底，公司其他流动负债合计 17.63 亿元，主要为公司 2014 年发行的短期融资券和非公开定向债务融资工具。

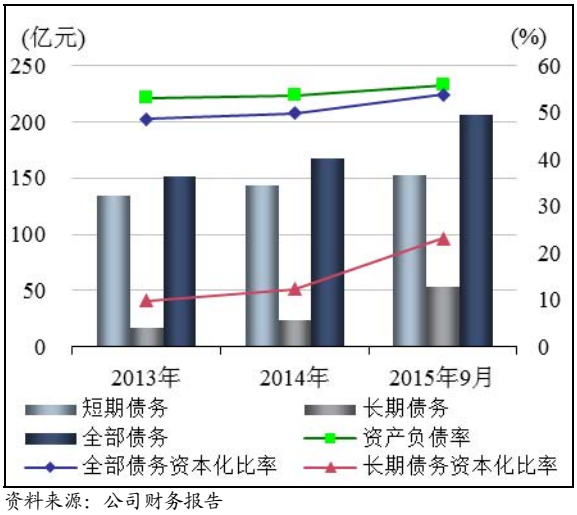
截至 2014 年底，公司非流动负债合计 27.25 亿元，同比增长 36.71%，主要来自长期借款及应付债券的大幅增加。截至 2014 年底，公司长期借款合计 18.01 亿元（含一年内到期的长期借款），其中主要为抵押借款（占 20.15%）和保证借款（占 79.39%）；公司长期应付款合计 3.88 亿元，全部为融资租赁款，本评级报告中计入长期债务；应付债券新增 6.49 亿元，主要系 2014 年发行的山东焦化集团（青岛）有限公司 2014 年中小企业私募债 1.40 亿元和山东焦化集团有限公司 2014 年度第一期非公开定向债务融资工具 5.00 亿元。

有息债务方面，受其他流动负债和应付债券的带动，公司全部债务规模持续上升，截至 2014 年底，公司全部债务合计 167.90 亿元，同比增长 10.92%，其中，短期债务占 85.78%，长期债务占 14.22%，公司债务中短期债务占比较高，虽然近年来公司短期债务占比逐年下降，但债务结构仍有待进一步改善。

债务指标方面，截至 2014 年底，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 53.66%、49.86%和 12.39%。

截至 2015 年 9 月底，公司负债合计 225.07 亿元，较上年底增长 15.12%，其中流动负债 168.14 亿元（占 74.70%），非流动负债 56.93 亿元（占 25.30%），增长主要来自其他流动负债、长期借款和应付债券。同期，公司全部债务合计 206.14 亿元，较上年底增长 22.78%，其中短期债务 152.59 亿元（占 74.02%），长期债务 53.55 亿元（占 25.98%），长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 23.20%、53.76%和 55.93%。公司长期债务占比提升，整体债务负担较上年底小幅上升。

图 6　公司有息债务情况



资料来源：公司财务报告

总体看，跟踪期内，公司整体债务负担保持稳定，债务期限结构存在小幅调整，但仍有待进一步优化。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 109.53%和 96.23%，较 2013 年底分别上升 3.01 和 1.58 个百分点，截至 2015 年 9 月底分别为 127.99%和 115.28%。2014 年公司经营活动流动负债比为 6.41%，较 2013 年下降 2.87 个百分点。考虑到公司现金类资产受限比例高，且短期债务规模过大，公司仍存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2014 年，公司 EBITDA 为 26.99 亿元，同比增长 3.57%，受债务规模上升影响，公司 EBITDA 利息倍数较上年有所下降，全部债务/EBITDA 较上年有所上升，2014 年分别为 4.41 倍和 6.22 倍。公司整体偿债能力一般。

总体看，跟踪期内，短期债务的持续增加给公司带来一定短期支付压力。未来随着公司LNG加气站项目的陆续建成投产，公司有望形成新的收入和利润增长点，综合偿债能力有望增强。

截至2015年9月底，公司对外担保合计33.93亿元，担保比率为19.13%。担保对象包括青岛大宗商品交易有限公司、南金兆集团有限公司、山东泰山钢铁集团有限公司、瑞星集团股份有限公司、华盛江泉集团有限公司、青岛泰格国际物流有限公司等山东地区企业，目前各担保对象均经营正常。

表7 截至2015年9月底对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位	担保金额	担保期限
南金兆集团有限公司	4.45	1年
潍坊特钢集团有限公司	1.10	1年
山东泰山钢铁有限公司	11.30	1年
青岛大宗商品交易有限公司	1.92	1年
山东贵和纸业集团有限公司	1.72	1年
淄博蠕墨铸铁股份有限公司	0.79	1年
山东瑞星集团有限公司	7.04	1年
华盛江泉集团有限公司	4.42	1年
山东万向物流有限公司	1.20	1年
合计	**33.93**	--

资料来源：公司提供

公司制定了较为严格的担保管理制度，对每笔担保业务进行审核，同时，专门设置外联中心对被担保企业进行跟踪监督。但总体看，公司担保比率较高，存在一定或有负债风险。

截至2015年9月底，公司共获得各类银行授信额度合计99.76亿元，已使用额度87.54亿元，剩余额度12.22亿元，公司间接融资渠道较通畅。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（机构信用代码：G1037030300063250C），截至2015年11月30日，公司无不良或关注类信贷信息，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司所处焦化行业的发展趋势、公司自身经营和财务风险，以及公司未来发展的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、存续债券偿还能力分析

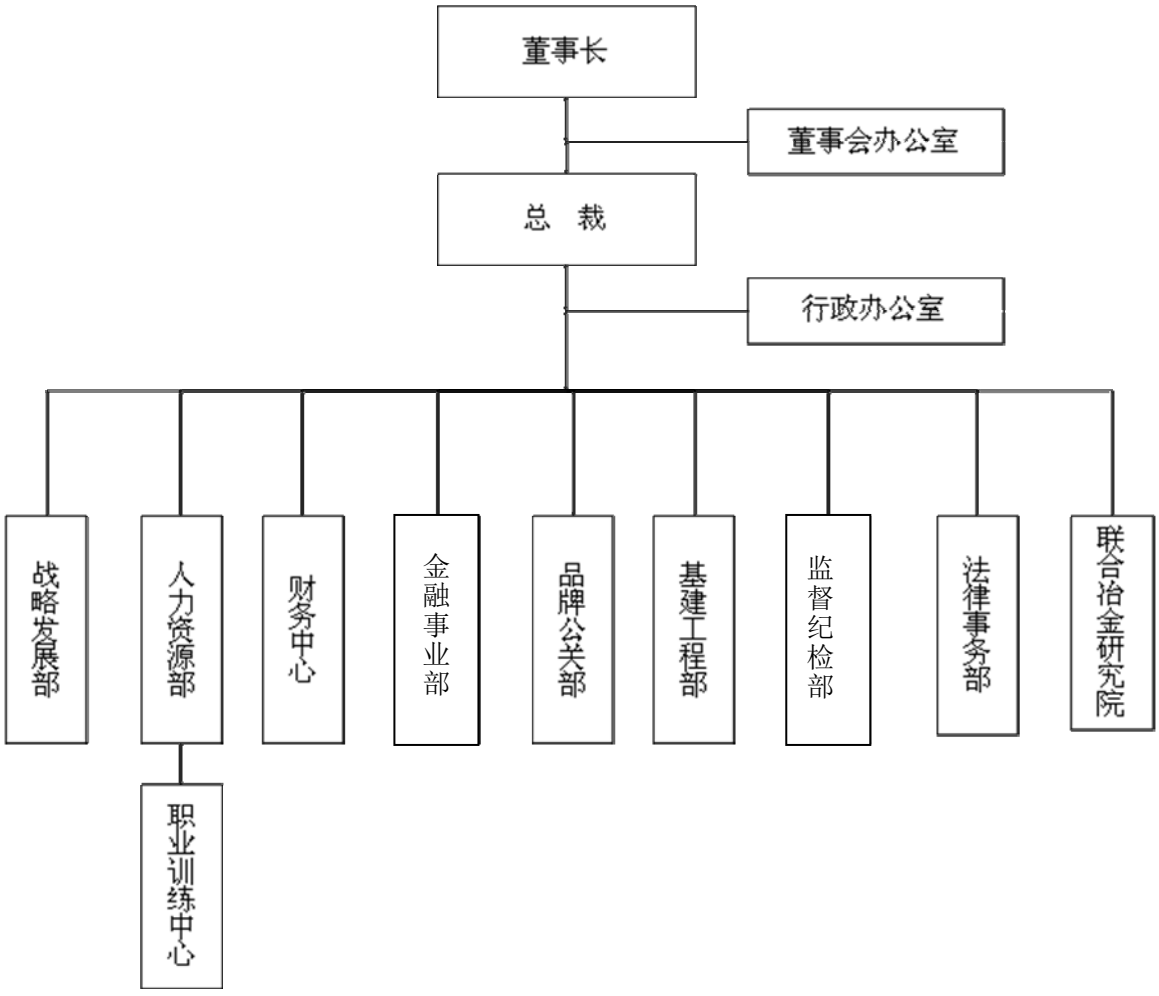
公司分别于2015年1月6日发行额度为6亿元的“15鲁焦化CP001”，于2015年6月5日发行额度为6亿元的“15鲁焦化CP002”，于2015年8月11日发行额度为10亿元的“15鲁焦化CP003”，合计金额为22亿元。以三期短期融资券合计总额进行测算，2014年，公司经营活动现金流入量和净流量分别为263.90亿元和10.78亿元，对三期短期融资券的覆盖倍数分别为12.00倍和0.49倍。截至2015年9月底，公司现金类资产（扣除受限资金）为31.53亿元，对三期短期融资券的覆盖倍数为1.43倍。总体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续期内短期融资券的覆盖程度较高。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持山东焦化集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15鲁焦化CP001”，“15鲁焦化CP002”和“15鲁焦化CP003”信用等级为A-1。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图

投资人	投资金额（元）	所占比例(%)
王清涛	2192040000.00	73.07
张亿贵	281030000.00	9.37
山东鲁润石化有限公司	189700000.00	6.32
郭岩	140510000.00	4.68
李景华	56210000.00	1.87
薛立峰	56210000.00	1.87
张公学	28100000.00	0.94
王铁英	28100000.00	0.94
王鹏	28100000.00	0.94
合计	3000000000.00	100.00



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.97	12.93	12.48	31.53
资产总额(亿元)	282.81	342.11	364.32	402.38
所有者权益(亿元)	121.13	160.29	168.81	177.32
短期债务(亿元)	109.16	133.94	144.02	152.59
长期债务(亿元)	8.82	17.43	23.88	53.55
全部债务(亿元)	117.98	151.37	167.90	206.14
营业收入(亿元)	200.80	283.55	305.68	252.69
利润总额(亿元)	12.22	16.82	14.36	11.29
EBITDA(亿元)	20.37	26.06	26.99	--
经营性净现金流(亿元)	17.08	15.01	10.78	5.45
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.93	11.34	7.82	--
存货周转次数(次)	11.49	13.52	13.43	--
总资产周转次数(次)	0.84	0.91	0.87	--
现金收入比(%)	115.75	85.00	79.75	64.14
营业利润率(%)	9.87	9.46	8.55	7.74
总资本收益率(%)	5.63	5.09	4.90	--
净资产收益率(%)	7.83	7.54	6.16	--
长期债务资本化比率(%)	6.79	9.81	12.39	23.20
全部债务资本化比率(%)	49.34	48.57	49.86	53.76
资产负债率(%)	57.17	53.15	53.66	55.93
流动比率(%)	88.48	106.52	109.53	127.99
速动比率(%)	76.08	94.65	96.23	115.28
经营现金流动负债比(%)	11.32	9.27	6.41	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.11	6.90	4.41	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.79	5.81	6.22	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	12.30	13.10	12.00	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.78	0.68	0.49	--
现金偿债倍数(倍)	0.22	0.59	0.57	1.43

注：　1. 2015 年三季度财务数据未经审计；
2. 长期应付款计入公司长期债务；
3. 现金类资产及现金偿债倍数中已剔除使用受限资金。
4. 偿债倍数测算基于“15 鲁焦化 CP001”，“15 鲁焦化 CP002”和“15 鲁焦化 CP003”三期短期融资券合计金额 22 亿元。

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（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

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