

跟踪评级公告

联合[2014] 1086 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定将山东焦化集团有限公司主体长期信用等级由AA⁻调整为AA,评级展望为稳定,并维持“14鲁焦化CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。



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
14 鲁焦化 CP001	6 亿元	2014/01/22-2015/01/23	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 30 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	36.85	50.02	75.23	82.28
资产总额(亿元)	194.38	282.81	342.11	349.34
所有者权益(亿元)	78.03	121.13	160.29	164.49
短期债务(亿元)	78.98	109.16	133.94	138.55
全部债务(亿元)	84.22	117.98	151.92	155.22
营业收入(亿元)	113.85	200.80	283.55	88.10
利润总额(亿元)	6.12	12.22	16.82	5.65
EBITDA(亿元)	11.54	23.89	27.99	--
经营性净现金流(亿元)	4.55	17.08	15.01	6.97
营业利润率(%)	8.90	9.87	9.46	9.48
净资产收益率(%)	6.09	7.83	7.54	--
资产负债率(%)	59.86	57.17	53.15	52.91
全部债务资本化比率(%)	51.91	49.34	48.66	48.55
流动比率(%)	84.94	88.48	106.52	107.92
全部债务/EBITDA(倍)	7.30	4.94	5.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.87	3.18	4.90	--
经营现金流负债比(%)	4.15	11.32	9.27	--

注: 有息债务中包含长期应付款中的融资租赁款
2014 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

钟睿 郭畅
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(下称“联合资信”)对山东焦化集团有限公司(下称“公司”)的评级反映了公司作为山东省大型焦化企业,在行业地位、生产规模、政策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、未来投资规模较大、存在短期支付压力等因素对公司信用基本面的不利影响。

跟踪期内,公司新沙200万吨焦化产能顺利投产,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,焦化产品产量稳定增长,整体产能利用率显著高于行业平均水平,并维持了稳定的利润率水平,收入及利润规模均大幅增长。在焦化行业整体维持弱势运行的情况下,公司盈利能力高于行业平均水平,抗行业波动风险能力突出。

另一方面,公司股东增资、引入外部战略投资及政府对公司持续土地划拨进一步增强了公司的资本实力。

随着新增产能的稳定达产,公司收入及利润规模有望持续提升,贸易物流、新型石材等板块业务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,联合资信将公司主体长期信用等级由AA⁻调整至AA,评级展望为稳定,并维持“14鲁焦化CP001”A-1的信用等级。

优势

1. 公司是山东省政府确立的焦化行业兼并整合主体,在项目审批、政策支持、产能规模、上下游渠道等方面具备区域领先优势。跟踪期内,公司新建焦化生产线投产运营,成为国内产能规模最大的独立焦化企业之一。
2. 公司地处山东省,周边上下游产业配套完善,运输成本优势明显,购销渠道稳定。

跟踪期内公司产能利用率保持良好水平，显著高于行业平均水平。

3. 跟踪期内，股东增资及引入外部战略投资进一步充实了公司资本金实力，所有者权益持续快速增长。
4. 跟踪期内，公司整体营业利润率保持稳定，收入及利润规模随焦化产能及贸易业务大幅提升。

关注

1. 跟踪期内，焦化行业维持弱势运行态势，公司焦炭产品毛利率维持较低水平。
2. 公司无形资产中尚有部分土地未办理土地使用权证，资产质量有待优化。
3. 公司有息债务规模保持增长，债务期限结构有待进一步改善，同时，公司货币资金受限比例高，短期支付压力较大。
4. 公司对外担保比率较高，存在一定或有负债风险。

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“14 鲁焦化 CP001”兑付日失效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于山东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。经多次增资，截至2012年底，公司实收资本合计12.00亿元，自然人王清涛持有公司78.00%股权，为公司单一最大股东。

2013年11~12月，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”）对公司投资10.00亿元（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），公司原有股东新增货币增资8.00亿元。本次增资扩股后，公司实收资本增加至30.00亿元。截至2014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、资金中心、品牌公关部、基建工程部、督查审计部、法律事务部、联合冶金研究院等9个部门科室，12家控股子公司。

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2013年底，公司资产（合并）总额为342.11亿元，所有者权益160.29亿元（含少数

股东权益18.96亿元）。2013年公司实现营业收入为283.55亿元，利润总额16.82亿元。

截至2014年3月底，公司资产（合并）总额为349.34亿元，所有者权益164.49亿元（含少数股东权益19.29亿元）。2014年1~3月，公司实现营业收入88.10亿元，利润总额5.65亿元。

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

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年前三季度中国实现国内生产总值386762亿元，同比增长7.7%；三季度GDP同比增速回升至7.8%，预计全年增速将超年初预定经济增长目标7.5%。

2013年前三季度，中国规模以上工业增加值同比增长9.6%，增速比上半年加快0.3个百分点；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额40453亿元，同比增长13.5%，增速比上半年加快2.4%。

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：①消费需求增长平稳。2013年前三季度社会消费品零售总额为168817亿元，同比名义增长12.9%，增速比上半年加快0.2个百分点。②投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年前三季度固定资产投资（不含农户）309208亿元，同比增长20.2%，增速比上半年高0.1个百分点；三次产业投资同比分别增长31.1%、17.1%、22.3%。

③对外贸易增速进一步下滑。2013 年前三季度，中国进出口总额为 30604 亿美元，同比增长 7.7%，增速比上半年回落 0.9 个百分点；其中出口金额增长 8.0%，增速回落 2.4 个百分点，1 进口金额增长 7.3%，增速上升 0.6 个百分点，贸易顺差 1694 亿美元，同比增长 14.6%。

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 年前三季度，中国财政累计收入为 98389 亿元，累计支出为 91532 亿元，同比增长分别为 8.6%和 8.8%，增幅比上年同期下降 2.6 和 12.3 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，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 9 月底，M2 存量达 107.7 万亿，同比增长 14.2%，增速

比二季度末高 0.2 个百分点。从社会融资规模来看，2013 年前三季度社会融资规模为 13.96 万亿，比上年同期多 2.24 万亿；其中人民币贷款 7.28 万亿，同比增长 8.3 个百分点；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，同比增速分别达到 111.6%和 125.8%。人民币汇率方面，截至 2013 年 9 月底，人民币兑美元汇率中间价为 6.1480 元，比 6 末升值 0.50%；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。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

近年来,中国煤化工产业快速发展,主要产品产能、产量保持世界第一。2013 年全年国内焦炭产量 4.76 亿吨,2013 年 1~10 月电石产量 1841.82 万吨,2013 年 1~8 月合成氨产量 3845.19 万吨,甲醇 2013 年全年产量 2878.54 万吨,均居世界前列。

焦炭上下游分析

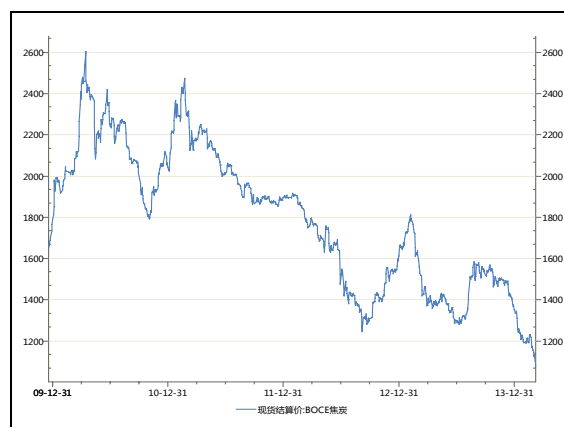
煤化工产业链较长,产品品种丰富,但从

目前的技术水平看,国内煤化工的基础产品仍是焦炭,近年来原煤价格有所下降,但下游需求持续疲软,焦炭生产企业面临上下游的压力有所缓减,利润空间趋于稳定,但整体产能仍然过剩。

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。2009 年在国家四万亿投资计划拉动下,于 2009 年 8 月末达到峰值,后受全球经济第二轮去库存化影响,价格迅速下滑。2010 年初,在经济复苏和上游煤炭成本推动下,焦炭价格快速上涨,后受国际宏观经济复苏不确定性影响,价格持续回落至 2010 年 10 月 1800 元/吨的年度低点。2011 年初,焦炭价格延续反弹行情至 2011 年 3 月年内高点,随后受国外欧债危机、国内控通胀等政策影响,价格回落至 2011 年 9 月年度低点。2011 年底至 2012 年初,焦炭价格未出现上两年的季节性上涨,反映出国内宏观经济基本面的转弱,2012 年 2 月以来,随着宏观经济下行风险增大,焦炭价格进入新一轮下跌通道。2012 年全年焦炭价格恢复季节性波动趋势,但整体价格中枢已显著低于 2008~2010 年水平。2013 年全球粗钢产量增幅预计仅为 2%,在钢铁行业库存增大的影响下,焦炭价格出现较大幅度的下降,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。截至 2014 年 3 月 8 日,国内焦炭价格均价约为 1080 元/吨。

图 1 近年焦炭价格走势(元/吨)



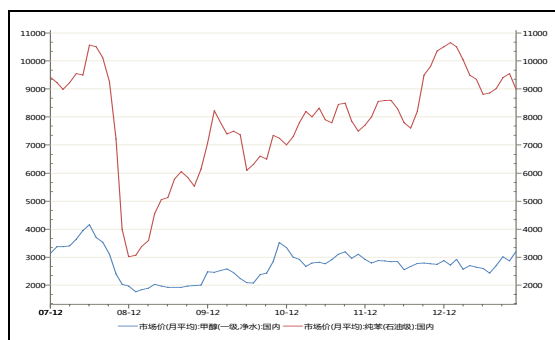
资料来源: Wind 资讯

总体而言，近两年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。2013 年焦炭市场的走势受两大重要因素影响，一是煤炭供需格局稳定，煤炭价格低位运行；二是铁矿趋于供大于求，铁矿砂价格稳中有降，钢铁企业对焦炭的成本压力有所降低。两大因素共同影响，总体上保证了焦炭产品一定的盈利空间。

甲醇及纯苯价格

国内煤化工产业链中，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 近年国产甲醇及纯苯价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

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的周期性波动，在经历了 2008 年金融危机及 2009 年四万亿投资计划带来的 U 型反转后，至今基本维持季节性震荡格局。相对而言，苯产品的价格呈波动上升趋势，成为焦化企业重要的盈利性副产品。

2. 区域概况

山东省是焦炭生产大省，焦化行业上下游产业链完善。截至 2013 年底，山东省共有规模

以上焦化企业 44 家，产能 6100 万吨/年，居全国第三位，列入国家公告管理的企业 41 家，产能 5000 万吨，已形成鲁中、鲁南、鲁西南三大焦化产业集群。2013 年山东省焦炭产量 4317 万吨，省内焦化整体产能利用率约 70%。

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。

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的进展、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，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。

总体来看，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

作为山东省最大的独立焦化企业，公司已形成以冶金、能源（焦化）、贸易、科技为主的产业板块，其中，山东焦化北海冶金科技有限公司以冶金锻造为主；山东铁雄冶金科技有限公司、山东铁雄新沙能源有限公司、山东焦化集团铸造焦有限公司以焦化生产为主；山东焦化集团（青岛）有限公司、山东焦化集团实业有限公司以贸易为主。

公司主营业务为焦炭及副产品生产销售，主营产品包括一、二级冶金焦、铸造焦及相关煤化工产品和煤基能源（焦炉气）。2013年底，公司下属新沙二期工程投产，焦化产能增加200万吨/年，截至2014年3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、10万吨甲醇、10万吨硫铵、3亿千瓦时发电的生产能力。

六、管理分析

2013年，公司引入鲁润石化作为外部战略投资者，相应修改公司章程，出资人名单新增鲁润石化，但董事会席位未发生变动。公司实际控制人仍为自然人王清涛。

2014年，公司财务总监王泽莹女士因个人原因离职，其职务由朱宏寅先生接任。

公司财务总监朱宏寅，男，1980年生，大学本科学历，中共党员，会计师，注册税务师。历任山东铁雄冶金科技有限公司财务部会计、主管会计、财务部经理、财务总监、山东焦化集团财务中心总经理、财务总监。

除以上事项外，公司组织机构、管理体制等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务可分为焦化板块和贸易板块。其中，焦化板块为公司的传统业务类型，贸易业务作为公司整合上下游资源的战略平台，近年发展迅速。

2013年，公司完成营业收入合计283.55亿元，同比大幅增长41.21%，其中，焦化板块122.79亿元，贸易板块160.76亿元，贸易业务收入快速增长并首次超过焦化业务，成为公司第一大收入来源，焦化业务受焦炭售价下跌影响，板块收入小幅下滑。

毛利率方面，受益于公司对焦化副产品的精细化回收，焦化板块整体盈利水平逐年提升，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，2013年焦化业务整体毛利率15.59%，处于行业领先水平。贸易业务方面，2013年公司贸易业务毛利率为5.04%，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。

表 1 公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

分行业/ 分产品	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	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	92.33	81.10	9.74	123.40	61.45	12.09	122.79	43.30	15.59	40.26	45.70	15.45
焦炭	74.61	65.53	2.17	100.00	49.80	4.32	94.60	33.37	5.66	28.29	32.11	4.42
焦油	4.92	4.32	47.15	7.22	3.60	41.27	7.44	2.62	40.73	2.49	2.83	43.78
粗苯	3.06	2.69	49.35	5.25	2.61	49.52	5.74	2.02	47.74	1.83	2.08	48.09
煤气	6.22	5.46	51.13	8.41	4.19	55.05	10.42	3.67	65.07	3.45	3.92	57.10
其他	3.52	3.09	10.51	2.52	1.25	15.48	4.59	1.62	27.02	4.20	4.76	24.52
贸易板块	21.51	18.89	5.95	77.40	38.55	6.54	160.76	56.70	5.04	47.84	54.30	4.58
合计	113.85	100.00	9.02	200.80	100.00	9.95	283.55	100.00	9.61	88.10	100.00	9.55

资料来源：公司提供

2. 焦化板块

公司拥有3座焦化生产基地，均位于山东省境内的循环经济园区，包括山东铁雄冶金科技有限公司（下称“铁雄冶金”）、山东铁雄新沙能源有限公司（下称“新沙公司”）和山东焦化集团铸造焦有限公司（下称“临沂公司”）。

截至2014年3月底，公司已形成年产焦炭900万吨（铁雄冶金400万吨冶金焦、新沙公司400万吨冶金焦、临沂公司100万吨铸造焦）、20亿立方米煤气、40万吨焦油、12万吨粗苯、10万吨甲醇、10万吨硫铵、3亿千瓦时发电的生产能力。2013年公司下属新沙公司二期工程投产，新增产能200万吨/年，使得公司成为全国产能规模最大的独立焦化企业之一。

铁雄冶金位于山东省邹平县，成立于2003年6月，2006年5月经国家发改委验收，成为全国74家首批市场准入的焦化企业之一，先后荣获“国家焦化行业示范基地”、“山东省A级清洁生产企业”、“山东省节能工作先进企业”、“山东省环境友好型企业”、“滨州市民营科技企业”、“滨州市信息化示范企业”等荣誉称号。铁雄冶金现已形成较为完整的资源综合利用产业链：“焦炭—煤焦油—粗苯—液氨—硫铵化肥—工业萘—煤气发电”。

新沙公司位于山东省巨野县，成立于2007年，由铁雄冶金、江苏沙钢集团有限公司和山东新矿投资控股集团有限公司合资创立，铁雄

冶金持有其46.04%股权，为第一大股东。2013年4月，铁雄冶金收购江苏沙钢集团有限公司、江苏永钢集团有限公司所持新沙公司股权，目前铁雄冶金合计持有新沙公司85%股权。巨野县是山东省煤化工工业园区基地，煤炭资源丰富，工业布局合理。山东新矿投资控股集团有限公司为新沙公司配套的煤矿距离新沙公司厂区较近，能够有效节省原料煤运输成本。新沙公司焦炭产品主要销售对象为周边地区的济钢和莱钢，以及福建、广东、连云港苏北地区等地下游企业。

临沂公司位于山东省临沂市，成立于2003年，2013年通过技改扩能至年产100万吨铸造焦、1.2亿度电的生产能力，其生产的一级铸造焦产品具有低灰、低水分、低硫、低磷、固定碳含量高、机械强度高、块度大等特点，广泛用于机械制造、精密铸造等行业，在山东省内具备较强的区域竞争力，其产品主要用于出口。

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原料煤。主要原料供应商包括兖州煤业股份有限公司、临沂矿业集团有限责任公司、新汶矿业集团有限责任公司、河南省煤业化工集团鹤煤公司以及山东能源集团等，采购量约占全部采购量的40%。

山东省是国内主要产煤省，境内煤炭资源

丰富，煤种齐全，交通运输条件发达，公司主要生产基地距离原煤产区较近，能够有效节省物流成本。但山东省焦化行业整体产能大，生产企业多，行业集中度较低，公司对主要供应商的议价能力偏弱，原料煤采购价格以市价结

算为主。随着公司焦炭产能扩大，公司原煤采购量逐年增长，2013 年公司原煤采购量合计 947.94 万吨，采购均价 880.45 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（万吨、元/吨）

原材料种类	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~3 月	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
气煤	95.00	1142.00	134.60	1088.00	158.85	837.11	53.21	728.79
气肥煤	98.00	1220.00	236.79	1040.00	152.31	855.19	54.32	761.31
肥煤	70.00	1285.00	81.25	1010.00	150.08	842.04	50.31	831.39
主焦煤	128.00	1435.00	163.84	1230.00	120.41	943.17	36.52	931.22
1/3 焦煤	95.00	1218.00	115.83	1030.00	119.69	905.25	40.61	863.47
贫瘦煤	86.00	1232.00	62.58	1105.00	119.86	887.21	39.60	855.25
瘦煤	69.00	1228.00	57.10	1132.00	126.74	921.24	40.40	851.31
合计	641.00	1230.00	852.00	1090.00	947.94	880.45	314.97	823.24

资料来源：公司提供

焦炭生产

2013 年，公司实际生产焦炭 732.31 万吨，同比增长 14.24%，考虑到公司新沙二期项目 200 万吨/年产能于 2013 年 12 月正式投产，公

司实际产能利用率较高。2014 年 1~3 月，公司累计生产焦炭 221.23 万吨，经季度化调整后，产能利用率约 98.32%。

表 3 公司近年主要产品产销情况

产品		2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
冶金焦	设计产能（万吨）	400.00	600.00	800.00	800.00
	实际产量（万吨）	385.00	576.00	669.60	198.22
	实际销量（万吨）	373.00	572.00	678.46	205.40
	销售平均单价（元/吨）	1698.00	1530.78	1263.74	1197.53
铸造焦	设计产能（万吨）	80.00	80.00	80.00	100.00
	实际产量（万吨）	65.00	65.00	62.71	23.01
	实际销量（万吨）	65.00	63.00	53.33	22.05
	销售平均单价（元/吨）	1734.89	1975.16	1661.00	1671.31
焦油	设计产能（万吨）	20.00	30.00	40.00	40.00
	实际产量（万吨）	19.50	29.50	32.52	10.21
	实际销量（万吨）	18.20	29.39	31.63	10.10
	销售平均单价（元/吨）	2703.68	2456.76	2353.78	2462.69
煤气	设计产能（亿立方米）	10.00	15.00	20.00	20.00
	实际产量（亿立方米）	9.80	12.74	15.91	5.10
	实际销量（亿立方米）	9.61	12.74	15.08	5.01

	销售平均单价（元/立方米）	0.65	0.66	0.69	0.69
粗苯	设计产能（万吨）	6.00	9.00	12.00	12.00
	实际产量（万吨）	5.80	8.73	9.83	2.90
	实际销量（万吨）	5.50	8.73	8.97	2.97
	销售平均单价（元/吨）	5562.73	6012.80	6394.64	6155.87

资料来源：公司提供

截至 2013 年底，山东省共有规模以上焦化企业 45 家，产能合计 6100 万吨/年，居全国第三位，列入国家公告管理的企业 41 家，产能合计 5000 万吨，已形成鲁中、鲁南、鲁西南三大焦化产业集群。2013 年山东省焦炭产量合计 4317 万吨，省内焦化产业整体产能利用率约 70%，行业整体竞争激烈。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。

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。

产品销售

销售区域方面，新沙公司销售区域主要为福建、广东、山东省内及连云港苏北市场，各区域占比约为 25%。铁雄冶金主要面向山东省内销售。临沂公司主产高端铸造焦，产品大部分出口至日本、韩国等国。

销售渠道方面，以直销钢企为主、贸易商为辅。销售客户主要为济钢集团有限公司、莱芜钢铁集团有限公司、日照钢铁控股集团有限公司、江苏沙钢集团等省内外大型钢铁集团。公司焦炭产品产量规模大，产品质量稳定，能够有效满足大型钢铁企业对焦炭品质的严格要求，客户渠道较为稳定。

产品定价方面，公司以山东焦化协会政策为指导，结合各地钢企采购价格、精煤采购价格及其他钢企销售价格，并综合考虑国家政策、公司库存来制定销售价格。总体上，公司产品销售以市价为主。

结算模式方面，公司原则上实行全额预付款（票据）政策，但受焦化行业弱势运行影响，公司近年在回款信用政策上有所放宽。焦油等焦炭副产品均采用全额预付模式结算。

销售价格方面，焦炭产品受下游钢铁需求减弱影响，销售均价逐年下降，同时、焦油、粗苯作为化工行业原料，其价格走势表现出一定独立性，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。

公司在成本核算时，按照消耗原料煤的固定比例在焦炭及副产品之间进行分摊，焦炭占比为 85%，各类副产品合计占比 15%。近年焦炭产品与各类副产品销售价格走势差异，导致各类副产品毛利率较高。

3. 贸易板块

公司贸易板块以山东焦化（青岛）有限公司、山东焦化集团实业有限公司为主体平台，以全省 45 家焦化企业为载体，利用大宗商品电子商务交易平台，开展进出口业务，实行专业供销，协调区域市场的供需平衡。目前业务范围包括煤炭、焦炭、化工产品、煤气、钢铁、建材、矿石等，经营范围将扩大到石油、有色金属、粮油、棉花等。

目前公司贸易品类主要为煤炭、焦炭、棉花、橡胶、矿石等大宗商品。贸易板块的发展有助于沟通协调公司各生产基地的采购、销售方面的信息，并培育大客户，稳定客户群。同时较大规模的贸易业务，也为公司采取承兑汇票、国内信用证等方式融资提供了运作平台。

因公司煤炭采购量较大，2013 年与兖矿集

团、山东能源集团、鹤壁煤电股份公司等大型煤企签订了《煤炭采购战略合作协议》，煤炭采购享受各煤矿给予的战略客户价格，有助于提升煤炭产品贸易的盈利空间。同时，焦炭贸易主要为在公司满负荷生产仍然不能满足下游客户需求时，从其他生产企业采购焦炭销售给下游客户。因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，

平均每吨销售价格高出 30 元，有效提升了焦炭及副产品贸易的盈利空间。

2013 年，公司贸易业务实现收入 160.76 亿元，同比大幅增长 107.71%，钢材矿石及其他产品是贸易收入增量的主要品种。随着贸易业务快速扩大，公司 2013 年贸易业务板块实现毛利润 8.10 亿元，成为公司重要的新增利润来源。

表 4 分产品贸易业务统计（单位：亿元、%）

产品类别	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1~3 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	贸易额	占比	毛利润
煤炭	16.48	76.63	0.98	53.38	68.97	3.69	60.26	37.49	3.15	17.51	36.59	0.76
棉花	2.67	12.42	0.18	6.37	8.23	0.48	12.27	7.63	0.78	1.92	4.01	0.09
橡胶				4.66	6.01	0.27	14.62	9.09	0.98	2.01	4.20	0.09
各类钢材							42.98	26.73	1.90	18.84	39.38	0.89
矿石												
其他商品	2.36	10.96	0.11	12.99	16.78	0.62	30.63	19.06	1.31	7.56	15.81	0.37
总计	21.51	100.00	1.28	77.40	100.00	5.06	160.76	100.00	8.10	47.84	100.00	2.19

资料来源：公司提供

4. 在建项目

截至 2014 年 3 月底，公司主要在建项目是氧化铝赤泥生产人造石材项目工程（即“北海联合冶金项目”），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（下称“北海冶金公司”）。该项目总投资 51.59 亿元，其中，一期项目投资 35.42 亿元。资金来源方面，公司已获取申请银行意向性贷款授信 30 亿元，同时引入外部战略投资者。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，在一定程度上缓解了该项目的投资资金压力。增资后，公司通过铁雄冶金持有北海冶金公司 92.59% 股权。

项目进度方面，公司对项目资金投入较为谨慎，原则上不占用日常经营资金，以独立资金渠道为主。在项目配套资金未到位的情况，项目建设会适当放缓。

公司未来发展将集中在焦化、物流、冶金

及新材料三大板块。其中，焦化板块将在现有生产基地的基础上，通过技术改造新增产能，最终扩充至 1000 万吨/年焦炭产能，并适度延伸下游煤化工产业链；冶金及新材料业务主要为北海联合冶金项目；物流业务将成为公司未来发展的另一重点领域。

根据山东省经信委制定《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，负责全省物流体系的建设及管理，并编制了《山东省物流园区 LNG 加气站申报站点方案》，根据该方案，公司将着手建立对全省 246 个物流园区的统一管控平台，新建 246 个 LNG 加气站形成统一管理，并有建设和管控权，项目已获取山东省经济和信息化委员会和山东住房和城乡建设厅联合批复。项目总投资约 35.28 亿元，计划分三期投资，其中：2014~2015 年建设 50 个加气站，投资 7.17 亿元；2016~2017 年建设 50 个加气站，投资 7.17 亿元；2018~2020 年建设 146

个加气站，投资 20.94 亿元，目前正在进行前期工作。

5. 未来发展

“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。

跟踪期内，依托地域优势、生产规模及质量控制能力，公司焦化产能利用率保持良好水平，有效保障了焦化副产品的持续稳定产出，并最大化了焦炭副产品的盈利空间，在一定程度上弥补了焦炭价格持续下行对公司盈利能力的负面影响。受投资资金到位进度影响，公司重点项目建设进度低于预期，贸易业务板块收入及利润快速增长，山东物流集团有限公司成立及 LNG 加气站项目的确立，为公司贸易物流业务扩展提供了可靠的运作平台。

联合资信关注到，冶金及新材料领域与公司传统焦化业务具有一定区别，公司可能面临一定的管理及技术压力，北海联合冶金项目主产品新型人造石材，项目投产后市场需求及盈利能力尚待进一步明确。同时，北海联合冶金项目初始投资规模大，投资周期长，但公司现有业务盈利能力偏低，未来项目投资对外部融资需求大，对外部融资渠道及资金来源的稳定性有较高要求，短期内债务负担可能有一定程度上升。

八、募集资金使用情况

截至2014年3月底，“14鲁焦化CP001”募集资金6亿元已全部使用，其中1.8亿元用于补充营运资金，4.2亿元用于偿还银行贷款。

九、财务分析

公司提供了经中兴财光华会计师事务所所有

限责任公司审计并出具标准无保留意见审计结论的2010~2012年三年连审财务报表及2013年审计报告，公司提供的2014年1~3月财务报表未经审计。

2013年公司合并报表范围新增7家子公司，均为投资新设成立，合并范围变动对财务数据可比性影响小。

截至2013年底，公司资产（合并）总额为342.11亿元，所有者权益160.29亿元（含少数股东权益18.96亿元）。2013年公司实现营业收入为283.55亿元，利润总额16.82亿元。

截至2014年3月底，公司资产（合并）总额为349.34亿元，所有者权益164.49亿元（含少数股东权益19.29亿元）。2014年1~3月，公司实现营业收入88.10亿元，利润总额5.65亿元。

1. 盈利能力

受贸易业务规模快速扩张影响，2013年公司实现营业收入283.55亿元，同比大幅增长41.21%。

期间费用方面，受贴现利息及手续费支出下降影响，公司财务费用同比下降26.66%，期间费用率下降至4.42%，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；政府补助下降导致营业外收入同比大幅下降77.78%。

受上述因素影响，2013年公司实现营业利润16.21亿元，同比大幅增长74.58%；实现利润总额16.82亿元，同比增长37.62%。

盈利指标方面，2013年公司营业利润率为9.46%，受贸易业务收入扩大及毛利率水平下滑影响，公司营业利润率小幅下滑。同时，受资产及权益规模均大幅上升影响，2013年公司总资产收益率及净资产收益率分别为5.70%和7.54%，分别较2012年下降1.41和0.29个百分点。

2014年1~3月，公司实现营业收入、营业

利润及利润总额分别为 88.10 亿元、5.64 亿元和 5.65 亿元，分别为 2013 年全年的 31.07%、34.82%和 33.56%，营业利润率为 9.48%，与 2013 年基本持平。受益于新沙 200 万吨生产线投产，公司收入及利润规模保持增长趋势。

总体上，跟踪期内，公司营业利润率基本保持稳定，期间费用控制能力良好，利润规模随收入规模快速上升，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，2013 年公司销售商品、提供劳务等收到现金合计 241.00 亿元，同比增长 3.69%，低于营业收入增速，公司现金收入比下滑至 85.00%。受宏观经济景气下滑影响，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。同时，2013 年公司减少票据贴现规模并大量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合计 217.67 亿元，同比基本持平，增速低于营业成本。2013 年公司收到及支付其他与经营活动有关的现金大幅上升，主要为往来拆借款。经营活动净现金流合计 15.01 亿元，同比下降 12.08%。

投资活动方面，2013 年公司投资活动大幅上升，购建固定资产、无形资产等支付的现金及投资活动现金净流出分别为 22.20 亿元和 22.25 亿元，同比分别增长 63.05%和 64.23%。

筹资活动方面，2013 年公司筹资活动前现金净流量为-7.24 亿元，对外筹资需求同比显著上升。公司 2013 年吸收投资收到现金合计 23.10 亿元，同比显著增长，主要包括鲁润石化对公司本部货币增资 10.00 亿元，公司增资前原股东现金增资 8.00 亿元以及山东万向物流有限公司对北海冶金公司货币增资 5.00 亿元。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往来。

2014 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量及净流量分别为 70.88 亿元和 6.97 亿元，投资活动现金净流量-0.74 亿元，筹资活动现金净流

量 2.15 亿元。现金收入比进一步下降至 78.24%。

总体看，跟踪期内，公司降低了应收票据贴现规模并大量使用票据背书支付原料采购款，导致公司现金收入比有一定程度下降，但经营活动净流量保持适宜水平；同时，股东增资及外部战略投资有效支撑了同期大规模的投资支出。未来，公司投资支出仍将保持一定规模，对股东增资及银行贷款等外部融资渠道仍将保持一定依赖。

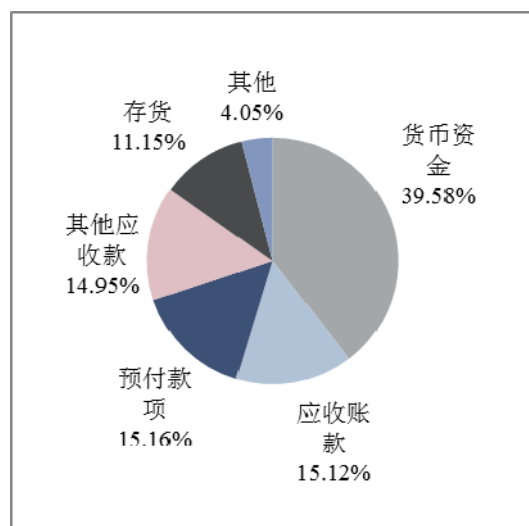
3. 资本及债务结构

资产

受益于土地资产划拨、股东增资及在建工程投入，公司资产规模持续增长，截至 2013 年底，公司资产总额合计 342.11 亿元，同比增长 20.97%。其中，流动资产占比 50.40%，非流动资产占比 49.60%。

截至 2013 年底，公司流动资产合计 172.44 亿元，同比增长 29.20%，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。2013 年货币资金、应收账款均有大幅增长。

图 3 截至 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司货币资金合计 68.25 亿元，同比增长 40.30%，其中，受限资金合计 62.30 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。同期，

公司应收票据合计 6.97 亿元，非受限现金类资产合计 12.93 亿元，占流动资产比例为 7.50%。

受贸易业务规模扩张及焦化产品货款回收质量下降影响，2013 年底公司应收账款合计 26.07 亿元，同比大幅增长 67.16%。公司应收账款全部按组合计提坏账准备，其中，账龄 1 年以内款项合计占比 92.76%，1~2 年款项占比 5.67%，公司共计提 0.12 亿元坏账准备，整体计提比例合理。

截至 2013 年底，公司其他应收款合计 25.78 亿元，同比增长 4.29%，其中，账龄 1 年以内款项占比 79.52%，1~2 年款项占比 17.36%，公司共计提坏账准备 0.36 亿元，计提比例合理。其他应收款前五名合计 7.93 亿元，均为非关联方往来款，占其他应收款总额的 28.92%。

截至 2013 年底，公司非流动资产合计 169.67 亿元，同比增长 13.61%，增长主要来自投资性房地产公允价值增加以及无形资产，其余科目规模及结构占比变化较小。

截至 2013 年底，公司无形资产合计 87.25 亿元，较 2012 年底增长 12.12 亿元。主要来源于土地使用权增长 13.89 亿元。根据滨州北海经济开发区管理委员会《关于将北海经济开发区工业园内 2000 亩土地使用权无偿投入山东焦化企业集团实业有限公司的决定》（滨北海管委发[2013]33 号）、《关于将北海经济开发区工业园内 2130 亩土地使用权无偿投入山东焦化集团（青岛）有限公司的决定》（滨北海管委发[2013]37 号）、《关于将北海经济开发区工业园内 832 亩土地使用权无偿投入山东焦化集团铸造焦有限公司的决定》（滨北海管委发[2013]31 号），上述土地合计 4962 亩，经专业机构评估地价总额合计 12.42 亿元。同时，因引入外部投资，公司对山东焦化集团铸造焦有限公司原股东投入土地进行重估核算，评估入账 1.24 亿元。截至 2013 年底，公司账面土地使用权合计 87.25 亿元，其中，已办理土地证的土地面积合计 13171.82 亩，账面价值合计 42.84 亿元，其余土地的土地权证正在办理中。

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（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 2014 年 3 月底，公司资产总额合计 349.34 亿元，资产构成较 2013 年底保持稳定。

总体看，跟踪期内公司资产规模保持增长，政府对公司持续的土地注入推升公司无形资产规模，但部分无形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 2013 年底，公司所有者权益合计 160.29 亿元，同比增长 32.33%，实收资本、资本公积及未分配利润均有不同程度增长。

截至 2013 年底，公司实收资本合计 30.00 亿元，同比增长 150.00%，主要来自资本公积转增股本、鲁润石化及公司原股东的货币增资，山东普华会计师事务所有限公司及山东永晟会计师事务所有限公司对公司该年度增资出具了相关验资报告。

截至 2013 年底，公司资本公积合计 82.47 亿元，同比增长 18.87%，增幅主要来自滨州北海经济开发区土地拨入及子公司山东焦化北海冶金科技有限公司新增股东投入资本形成的资本溢价。

截至 2013 年底，公司所有者权益中，实收资本占比 18.72%，资本公积占比 51.45%，未分配利润占比 16.85%。

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 164.49 亿元，权益构成较 2013 年底保持稳定。

考虑到由政府无偿划入土地形成的资本公积中，尚有约 44.41 亿元土地尚未办理完成

土地权证，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2013 年底，公司负债总额 181.82 亿元，同比增长 12.46%，其中，流动负债占比 89.04%，较 2012 年下降 4.26 个百分点。

截至 2013 年底，公司流动负债合计 161.89 亿元，同比增长 7.32%。受公司与上下游票据结算比例上升影响，公司应付票据余额大幅上升，应付账款、预收款项均有较大程度下降。截至 2013 年底，公司其他应付款合计 13.69 亿元，同比减少 22.30%，相关款项全部为非关联方往来款，账龄分布中，1 年及以内款项占比 76.14%，1~2 年款项占比 23.48%。

截至 2013 年底，公司非流动负债合计 19.93 亿元，同比大幅增长 83.99%，主要来自长期借款的大幅增长。截至 2013 年底，公司长期应付款合计 6.29 亿元，全部为融资租赁款。

有息债务方面，截至 2013 年底，公司全部债务合计 151.92 亿元，同比增长 28.77%，增幅主要来自应付票据和长期借款。全部债务中，短期债务合计 133.94 亿元，占全部债务比例为 88.16%。截至 2013 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 53.15%和 48.66%，较 2012 年底分别下降 4.02 和 0.68 个百分点，公司长期债务资本化比率为 10.09%，较 2012 年底上升 3.30 个百分点。

截至 2014 年 3 月底，公司负债合计 184.85 亿元，全部债务合计 155.22 亿元，整体债务负担及结构保持稳定。

考虑到公司无形资产中尚有约 44.41 亿元土地尚未办理土地所有权证，若剔除该部分资产影响，截至 2013 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 61.07%、56.73%和 13.44%，截至 2014 年 3 月底，各项指标分别为 60.62%、56.38%和 12.19%。

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

短期偿债能力方面，截至 2013 年底，公司流动比率和速动比率分别为 106.52%和 94.65%，较 2012 年底，分别上升 18.04 和 18.57 个百分点。2013 年公司经营活动流动负债比为 9.27%，较 2012 年小幅下滑。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。

长期偿债能力方面，2013 年公司 EBITDA 合计 27.99 亿元，同比增长 17.14%，低于有息债务增幅，全部债务/EBITDA 倍数上升至 5.43 倍，同期，受益于公司对票据贴现等财务费用的有效控制，公司 EBITDA 利息倍数上升至 4.90 倍。公司整体偿债能力较好。

截至 2014 年 3 月底，公司共获得各类银行授信额度合计 113.37 亿元，已使用额度 89.76 亿元，剩余额度 23.61 亿元，公司间接融资渠道较通畅。

截至 2014 年 3 月底，公司对外担保合计 33.35 亿元，担保比率 20.28%，担保对象包括山东贵和纸业集团有限公司、东营方圆有色金属有限公司等山东地区大型民营企业，目前各担保对象均经营正常，但总体上，公司担保比率较高，仍存在一定或有负债风险。

存续债券方面，“14 鲁焦化 CP001”发行额度合计 6 亿元，2013 年公司经营活动现金流入量及净流量对“14 鲁焦化 CP001”本金的覆盖倍数分别为 48.04 倍和 2.50 倍。截至 2013 年底，公司非受限现金类资产合计 12.93 亿元，是“14 鲁焦化 CP001”本金的 2.16 倍。截至 2014 年 3 月底，公司非受限类现金类资产合计 12.24 亿元，是“14 鲁焦化 CP001”本金的 2.04 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量及现金类资产对“14 鲁焦化 CP001”的保障能力较强。

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2014年5月14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

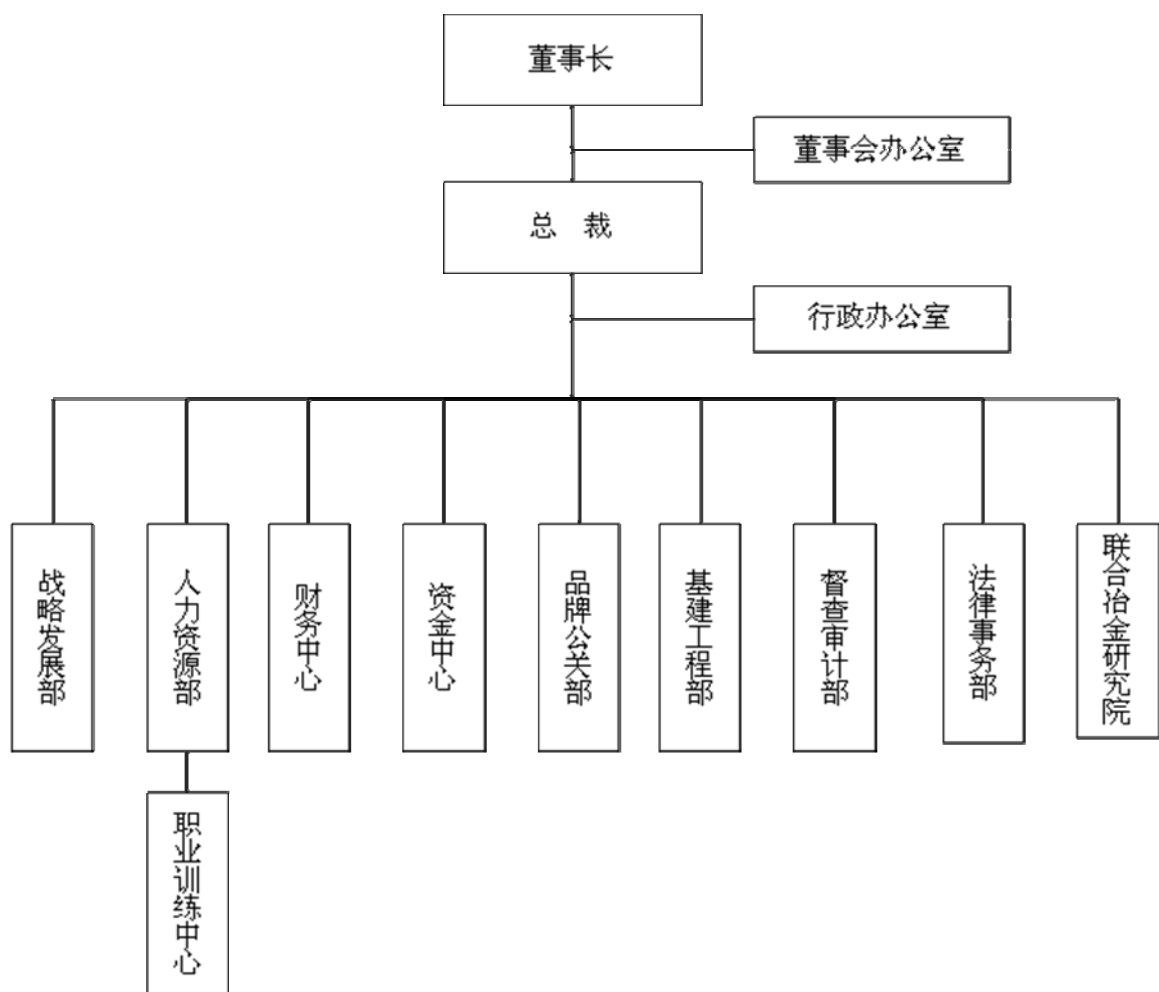
基于对公司所处行业发展趋势的基本判断、公司在财务及经营方面的风险识别，以及公司在政策支持、未来发展等方面的综合竞争优势，公司整体抗风险能力较强。

十、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA⁻调整为AA，评级展望为稳定，并维持“14鲁焦化CP001” A-1的信用级别。

附件 1 公司股权结构及组织结构图

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
李光业	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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	36.85	50.02	75.23	82.28
资产总额(亿元)	194.38	282.81	342.11	349.34
所有者权益(亿元)	78.03	121.13	160.29	164.49
短期债务(亿元)	78.98	109.16	133.94	138.55
长期债务(亿元)	5.25	8.82	17.99	16.68
全部债务(亿元)	84.22	117.98	151.92	155.22
营业收入(亿元)	113.85	200.80	283.55	88.10
利润总额(亿元)	6.12	12.22	16.82	5.65
EBITDA(亿元)	11.54	23.89	27.99	--
经营性净现金流(亿元)	4.55	17.08	15.01	6.97
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.39	11.93	11.34	--
存货周转次数(次)	9.63	11.49	13.52	--
总资产周转次数(次)	0.78	0.84	0.91	--
现金收入比(%)	103.44	115.75	85.00	78.24
营业利润率(%)	8.90	9.87	9.46	9.48
总资本收益率(%)	5.41	7.11	5.70	--
净资产收益率(%)	6.09	7.83	7.54	--
长期债务资本化比率(%)	6.30	6.79	10.09	9.21
全部债务资本化比率(%)	51.91	49.34	48.66	48.55
资产负债率(%)	59.86	57.17	53.15	52.91
流动比率(%)	84.94	88.48	106.52	107.92
速动比率(%)	73.29	76.08	94.65	96.80
经营现金流流动负债比(%)	4.15	11.32	9.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.87	3.18	4.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.30	4.94	5.43	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

有息债务中包含长期应付款中的融资租赁款

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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

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

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