



信用等级通知书

信评委函字[2014]1085号

山东三星集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司
信用评级委员会
二零一四年七月十一日

2014 年度山东三星集团有限公司信用评级报告

受评主体 山东三星集团有限公司

主体信用等级 AA

评级展望 稳定

概况数据

山东三星	2011	2012	2013	2014.3
总资产(亿元)	73.10	79.92	90.21	106.08
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	41.64	46.30	54.27	55.59
总负债(亿元)	31.45	33.63	35.94	50.49
总债务(亿元)	27.63	28.42	30.89	43.88
营业总收入(亿元)	40.90	56.20	71.31	19.95
EBIT(亿元)	5.24	6.84	9.95	-
EBITDA(亿元)	7.15	9.10	13.02	-
经营活动净现金流(亿元)	2.61	2.72	4.00	1.10
营业毛利率(%)	18.84	19.90	18.07	15.84
EBITDA/营业总收入(%)	17.49	16.19	18.26	-
总资产收益率(%)	7.86	8.93	11.70	-
资产负债率(%)	43.03	42.08	39.84	47.59
总资本化比率(%)	39.89	38.04	36.28	44.11
总债务/EBITDA(X)	3.86	3.12	2.37	-
EBITDA 利息倍数(X)	5.10	4.76	4.64	-

注：1、以上财务数据均根据新会计准则编制。

2、2014年一季度报表未经审计。

3、公司发行的短期融资券已调整至短期借款科目。

分析师

项目负责人：郭雨佳 yjguo@ccxi.com.cn
 项目组成员：牛露莎 lshniu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2014 年 7 月 11 日

基本观点

中诚信国际评定山东三星集团有限公司（以下简称“山东三星”或“公司”）的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。

中诚信国际肯定了公司显著的规模和品牌优势，同时公司完善的生产工艺、领先的技术水平及通畅的融资渠道使其整体抗风险能力不断提升；中诚信国际同时关注到食用油行业食品安全风险频发、玉米油行业目前市场规模较小、产品销售价格下降、公司负债规模有所上升以及对外担保规模较大等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

优 势

- **规模和品牌优势显著。**公司是我国最大的玉米油生产加工企业，具备年加工玉米胚芽 120 万吨、生产玉米油 35 万吨的生产能力。2013 年公司玉米油产量为 34.61 万吨，约占全国玉米油产量的 60% 左右，规模优势显著；公司生产的“长寿花”牌玉米油为全国知名品牌，市场销售情况较好。
- **玉米油生产工艺完善，技术水平领先。**公司生产工艺完善，技术水平处于行业领先地位，目前公司玉米胚芽的出油率已达到 40% 左右。截至 2013 年末，公司共拥有发明专利 89 项，并在脱蜡方面拥有自主研发的核心加工技术，该技术目前处于全国领先水平。
- **融资渠道通畅。**公司下属控股子公司长寿花食品股份有限公司为上市公司，公司股权、债权等直接融资渠道通畅，为公司的债务偿还提供了有力的资金保障。

关 注

- **食用油行业食品安全风险。**近年来，人们对食用油安全问题的关注度越来越高，对食用油企业质量安全管理提出了更高要求。
- **玉米油行业目前市场规模较小。**我国食用油消费以大豆油为主，棕榈油和菜籽油为辅，2013 年我国食用油消费量为 2,875 万吨，其中玉米油消费量不足 100 万吨，目前市场规模较小。
- **产品销售价格下降。**2012 年以来，受食用油市场供求关系及库存影响，食用油产品价格呈波动下行的态势，受市场竞争等因素影响，公司玉米油产品销售价格下降。
- **负债规模有所上升。**受经营规模扩大及投资的影响，公司负债规模不断上升，2011~2013 年末，公司总负债分别为 31.45 亿元、33.63 亿元和 35.94 亿元，2014 年 3 月末，公司总负债进一步上升至 50.49 亿元。
- **对外担保数额较大。**截至 2014 年 3 月末，公司对外担保总额为 10.23 亿元，公司对外担保数额较大，存在一定的代偿风险。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

公司概况

山东三星前身成立于 1981 年，当时主要业务为农业机械的修理和制造；1991 年公司进入粮油机械领域，与大量的玉米淀粉生产企业建立了长期合作关系；1997 年公司开始涉足油脂加工业务；2003 年 4 月，在原有业务的基础上成立邹平三星集团有限公司，2005 年 9 月公司更改为现名。公司初始注册资本 5,000 万元，2011 年 5 月，公司以资本公积转增实收资本 4.5 亿元，注册资本变更为 5.00 亿元。公司实际控制人为王明峰、王明星和王明亮，三人均为一致行动人，截至 2014 年 3 月底，三人对公司的持股比例合计为 73.60%。

公司主要从事玉米油、机械设备生产、销售业务，经过多年发展，目前公司已具备年加工玉米胚芽 120 万吨、生产玉米油 35 万吨的生产能力，年产量约占全国玉米油生产总产量的 60% 左右，目前是国内最大的玉米油生产企业。公司下属公司长寿花食品股份有限公司（原名中国玉米油股份有限公司，以下简称“长寿花食品”）于 2009 年 12 月在香港上市（简称为“长寿花食品”，股票代码“01006.HK”）。首次上市发行港币普通股 52,625 万股，实际募集资金 7.22 亿港元。山东三星全资子公司 Sanxing Trade 为长寿花食品第一大股东。截至 2014 年 3 月底，Sanxing Trade 对长寿花食品的持股比例达到 46.91%。截至 2013 年末，长寿花食品总资产 22.51 亿元，所有者权益 19.68 亿元，2013 年实现营业总收入 29.30 亿元，净利润 2.70 亿元。

截至 2013 年末，公司总资产 90.21 亿元，所有者权益 54.27 亿元，总债务 30.89 亿元，资产负债率 39.84%；2013 年，公司实现营业总收入 71.31 亿元，净利润 5.69 亿元，经营活动净现金流 4.00 亿元。

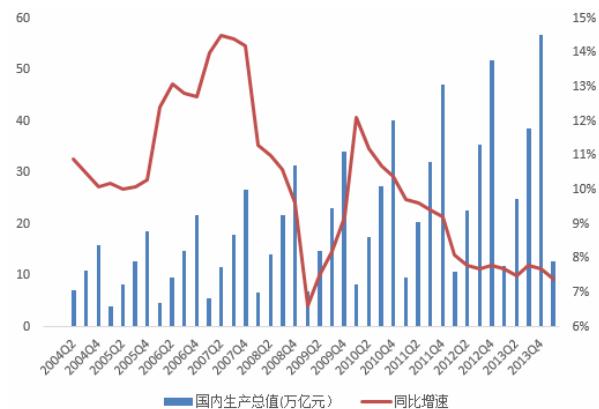
截至 2014 年 3 月末，公司总资产 106.08 亿元，所有者权益 55.59 亿元，总债务 43.88 亿元，资产负债率 47.59%；2014 年第一季度，公司实现营业总收入 19.95 亿元，净利润 1.32 亿元，经营活动净现金流 1.10 亿元。

宏观经济与政策环境

2014 年第一季度 GDP 为 128,213 亿元，同比增长 7.4%，增速比上季度回落 0.3 个百分点，环比增速为 1.4%。从生产法来看，GDP 同比增速回落主要源自于第二产业和第三产业增加值增速的回落，第一产业增加值增速较上个季度有所上升。据中诚信国际测算，2014 年第一季度 GDP 很有可能为环比低点，自第二季度起环比增速回升是大概率事件，但同比增速低点可能出现在第二季度。

从需求端来看，第一季度消费增速回升，而投资增速有所回落，出口数据表现较弱。消费对经济增长的贡献度与投资进一步拉近，由投资主导型经济转向消费主导型经济的转型势头保持良好。值得注意的是第一季度固定资产投资增速表现不佳，在去年同比业已放缓的基数下继续回落，投资数据表现低迷主要受房地产投资明显回落 2.7 个百分点的拖累。出口数据表现较弱主要受到去年贸易基数较高的影响，预计这种影响会持续到今年下半年。从生产端来看，一季度工业增加值同比增长仅为 8.7%，创金融危机以来的新低，这也表明我国经济去产能去杠杆进入到关键阶段。

图 1：2004~2013 年中国 GDP 及增长率



资料来源：国家统计局

货币信贷方面，3 月末广义货币(M2)余额为 116.07 万亿元，同比增长 12.1%，低于年初定下的 M2 增速目标。狭义货币(M1)余额为 32.77 万亿元，同比增长 5.4%，分别比上月末和去年末低 1.5 个和 3.9 个百分点，这印证了实体经济的低迷。第一季度社会融资规模为 5.6 万亿元，同比去年少 5612 亿元，其中人民币信贷、委托贷款融资增速明显加快，而信托贷款、债券净融资规模增速明显放缓。

虽然第一季度经济增长形势不容乐观，但大规模的全局性的经济政策刺激没有必要，也没有操作的空间，而结构性的局部放松仍将继续。今年要在债务不发生系统性风险的前提下完成经济增长底线目标，仍需要大量融资配合。此外，新型城镇化和改革红利也为未来经济增长增添动力，预计今年第二季度经济增速有望会扭转减速趋势，底部企稳。新一届中央管理层的经济治理更看重增长质量，以去杠杆化、结构性改革和避免大规模刺激计划为调控核心。根据经济运行状况，管理层或许会继续实施局部温和的财政刺激，保持中性货币政策，在防控债务和金融风险的同时，加大对中小企业的信贷支持，改革金融体系和融资体制，为经济增长创造稳定和有序的制度环境。

中诚信国际认为，随着管理层改革力度加大，使得经济调控思路逐渐明朗，政策不确定性带来的风险将会降低，这将有利于企业盈利能力的改善以及信用水平的稳定。

行业及区域经济环境

食用油行业

我国食用油消费以大豆油为主，主要原材料依赖进口，价格受国际市场行情影响较大；受多方面因素影响，2013年以来食用油价格下降

食用油是甘油和各种脂肪酸组成的甘油三酯混合物，是人体热能的重要来源，包括植物油和动物油两大类，常见的食用油多为植物油。按生产工艺不同，食用油可分为压榨油和浸出油，其中压榨油是指靠物理压力将油脂直接从油料中分离出来再进行精炼的产品，由于压榨过程不需要使用化学添加剂，与浸出油相比，压榨油产品更为安全、卫生，但由于出油率低，生产成本较高；浸出油是指采用溶剂油将油脂原料经过充分浸泡后进行高温提取再精炼的产品，其特点是出油率高、生产成本低，但由于浸出过程中需要添加化学添加剂，产品中含有一定化学残留物。

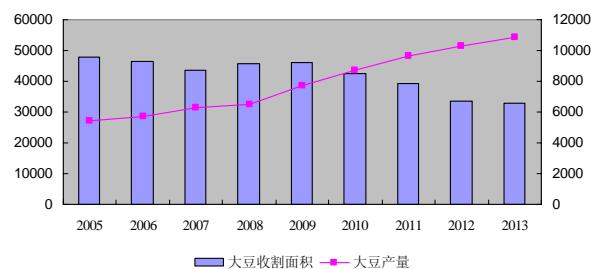
我国是食用油消费大国，随着居民生活水平的提高，食用油消费量不断增长，2011~2013年分别

为2,675万吨、2,800万吨和2,875万吨。从消费结构来看，我国食用油消费以大豆油为主，棕榈油和菜籽油为辅，2013年我国食用油消费量2,875万吨中大豆油、棕榈油和菜籽油消费量占比分别约为43%、21%和19%，此外，我国食用油还包括一部分小品种的植物油和动物油，如玉米油、橄榄油、牛油等。

我国大豆的主要产区集中在东北三省、黄淮海平原以及长江中下游地区，其中东北三省为我国最大的大豆产区。国产大豆受种植规模较小、机械化水平较低等因素影响，平均单产低于世界其它大豆主产国，无法满足大豆加工企业的需求。从价格来看，由于国家对大豆实行最低收购价政策，国产大豆价格较高；2014年3月26日，国产大豆平均价为3,880元/吨，进口大豆平均价为3,820元/吨，每吨价差达60元，国产大豆缺乏价格优势。近年来，随着玉米及水稻价格的上涨，种植大豆的经济效益低于种植水稻、玉米等其它经济作物，农民种植大豆的积极性下降，国产大豆的收割面积不断下滑，2013年我国大豆收割面积为660万公顷，同比减少15万公顷，同时我国大豆产量增速也在放缓，2013年大豆产量为5,415万吨，同比增长5.28%，增速同比下降1.25个百分点。

图2：2005~2013年我国大豆产量及收割面积

(千吨、千公顷)

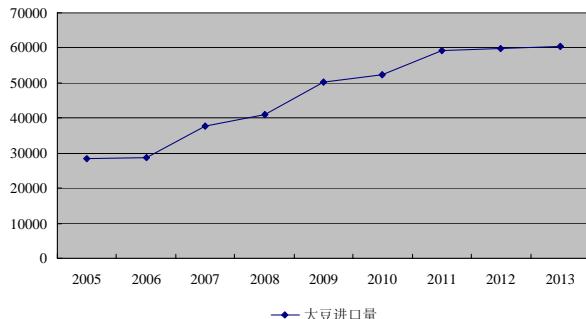


资料来源：聚源数据

受上述因素影响，越来越多的大豆加工企业选择进口大豆进行加工，我国对大豆进口无配额限制，大豆加工行业受国际大豆价格走势影响较大。2005~2013年，我国大豆进口量从2,831万吨增加至6,050万吨，年均复合增长率达46.19%。2013年，我国大豆总供给量为7,875万吨，进口大豆占比达到76.83%，对外依存度很高。我国大豆种植现状短期内不会有根本的转变，预计未来大豆进口量将持续

增长。

图3：2005~2013年我国大豆进口量（千吨）



资料来源：聚源数据

食用油价格方面，2013年前三季度，油料进口价格下降、进口量增加，国内食用油加工企业开工率较高，市场维持供大于求的局面，食用油价格持续下行、库存压力较大，四季度受节日需求影响，市场相对好转；全年来看，一级豆油价格较年初下跌2,000元/吨，跌幅约22%；四级菜油下跌900元/吨，跌幅约8%；棕榈油下跌580元/吨，跌幅约9%。另一方面，受国家厉行节约、限制公款消费政策的影响，国内餐饮业消费量较往年明显减少，国内食用消费需求呈现疲软态势。截至2013年末，国内棕榈油、豆油、菜籽油三大油脂期末库存约800万吨，库存压力将在一定时期内对食用油价格形成抑制。

图4：2011~2014.3我国一级豆油及棕榈油价格走势
(元/吨)



资料来源：聚源数据

食用油加工行业产能过剩状况突出，激烈的竞争环境导致行业集中度不断提升，形成寡头竞争的局面

我国食用油加工企业数量较多，截至2012年末，我国规模以上食用油加工企业共1,992家，实现现代工业总产值9,040.3亿元，同比增长22.6%，占食品工业总产值的10.1%；我国大豆油脂加工行业

产能达到1.39亿吨/年，约是我国大豆产量和进口量之和的2倍，产能过剩问题突出。

食用油加工需要大量原材料的供应，占据进口贸易渠道及拥有大量资金的企业较有优势，这些企业不断扩大规模以占领市场，使得我国食用油加工行业集中度不断提升。目前，国内食用油市场已形成益海嘉里集团和中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）寡头竞争的局面。益海嘉里集团是新加坡独资公司，2006年底，新加坡丰益国际集团以27亿美元收购了新加坡郭氏集团旗下的嘉里粮油，将后者与在中国的子公司益海集团合并，成立益海嘉里集团。益海嘉里集团是中国最大的大豆压榨企业，年加工大豆1,000万吨以上，旗下的金龙鱼品牌长期占据国内食用油市场销售第一的位置；同时，益海嘉里集团还占有国内棕榈油市场70%以上的份额，并参股了多家食用油加工企业，在我国食用油市场具有较强的影响力。中粮集团曾于20世纪90年代初与嘉里集团有限公司合作开发小包装金龙鱼食用油产品，后来由于中粮集团对金龙鱼品牌的控制力有限，1995年，中粮集团单独推出福临门品牌食用油以抢占市场份额。2013年中粮集团食用油产能为417万吨。

食用油消费的中小包装、小品种油销量增长较快，国内玉米油的产量不断上升，未来发展潜力较大

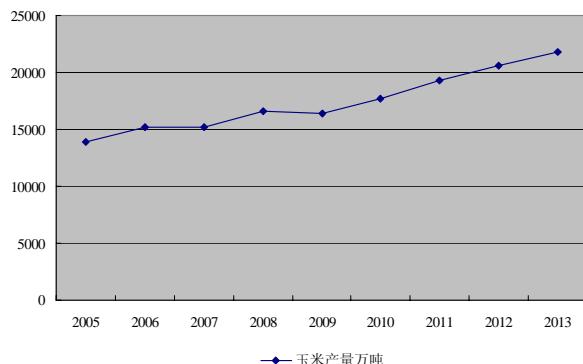
目前我国食用油销售大部分为散装油，小包装食用油（指5升及以下包装的食用油）占比约为20%。小包装食用油虽然占比较低，但近年来随着我国经济的发展、居民消费的升级及散装油食品安全问题的不断出现，小包装食用油销量增长较快。

传统食用油如大豆油和菜籽油营养成分不够均衡，容易造成人体某些营养要素的缺乏。随着消费者健康意识的提高，花生油、玉米油、橄榄油等小品种食用油销量不断增长。以玉米油为例，国内玉米油产量从2006年的18万吨上升至2011年的46万吨，年均复合增长率达到22%。

我国是世界玉米生产大国，产量约占全世界总产量的1/5，居世界第二位。根据国家统计局统计，2013年中国玉米产量达到2.18亿吨，同比增长5.89%，连续五年增产。我国玉米种植面积广，玉

米供应充足，2013年我国玉米总供给量为2.40亿吨，国内玉米供给占比为90.84%。

图5：2005~2013年我国玉米产量（万吨）



资料来源：聚源数据

玉米油加工的原材料为玉米胚芽，是玉米用于淀粉加工后的副产品，受玉米价格波动的影响较小。目前我国生产的玉米毛油大部分用于工业用途，如香皂制造等，较少用于精炼生产食用玉米油。食用玉米油的产量和销量远低于大豆和花生油，在整个食用油市场所占份额较小。玉米油是用玉米胚芽浸泡后直接进行机械压榨，不需要任何添加剂，与玉米油相比精炼油的精炼率有所提高，产品色泽鲜艳、酸价低，且我国玉米油原料主要为来自本土的非转基因原料，产品更安全。玉米油作为一种高品质的食用植物油，含有超过80%的不饱和脂肪酸和丰富的维生素E，有延缓衰老、抗氧化、增强人体肌肉和血管系统机能、提高机体抵抗力的作用，适合高血压、肥胖症、高血脂、糖尿病、冠心病等患者长期食用。根据2005年世界卫生组织公布的油脂消费报告，在最具营养和保健功能的油品评比中，玉米油排在第一位。

总体来看，玉米油具有原材料供应稳定、价格波动较小、产品健康安全等优势，与发达国家相比，我国玉米的消费量为美国的59%，而玉米油产量仅为美国的1.81%，随着人们对玉米油营养价值的逐步了解，未来我国玉米油具有较大的发展潜力。

行业关注

食品安全

近年来，媒体不断曝光生产和销售地沟油的相关事件，一些非法生产企业回收泔水和其他含有油脂的废弃物，经过简单加工和提炼后低价销售给餐馆等食用油消费场所，带来严重的食品安全隐患。地沟油与一般的食用油相比，含有较多致病、致癌的毒性物质，会破坏人体的白血球和消化道黏膜，引起食物中毒，甚至引发癌症。2010年，国务院办公厅发表了《关于加强地沟油整治和餐厨废弃物管理的意见》（国办发【2010】36号），提出加强开展地沟油专项整治工作，严防地沟油流入食品生产经营单位。尽管地沟油问题得到了社会各界越来越多的关注，但由于监管不力、立法体系不完善等因素，地沟油问题尚未得到彻底解决。

除地沟油问题外，2012年，广东生产的部分花生油被曝黄曲霉素超标，深圳市场监管部门抽检发现深圳也有7批次食品黄曲霉毒素B1含量超标，涉及食用油和花生两类食品。黄曲霉素是一种强致癌物，是由一系列霉菌代谢产生，耐高温、不易清除，容易导致肝癌，还会降低免疫能力，对人体危害很大。

近年来食用油行业食品安全事件频发显示了我国食品安全监管中的缺陷，也引起了人们对食用油安全问题的关注，消费者倾向选用知名品牌的食用油以保证食品安全，这对具有品牌优势、技术优势和资金实力的大型食用油加工企业形成利好，同时也对食用油企业质量安全管理提出了更高要求。

转基因原料

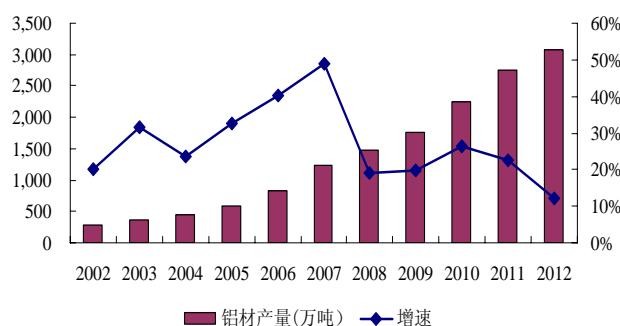
我国大豆进口主要来源国是美国、巴西和阿根廷，上述三国大豆进口额合计占中国大豆进口总额的95%以上，其中美国大豆占我国大豆进口总额的40%以上。自1996年转基因大豆商业化以来，美国约95%的大豆种植为转基因大豆。虽然我国不允许种植转基因大豆，但允许进口转基因大豆作为生产原料；2004年，农业部发布《进口用作加工原料的农业转基因生物审批情况》，批准进口8种转基因大豆用作加工原料，2013年，农业部又批准发放了三种转基因大豆可用作加工原料的进口安全证书，目前我国从美国进口的大豆90%以上为转基因大

豆。学界对于转基因食品的质疑较多，转基因大豆在食品安全问题上尚存在争论，许多消费者更愿意选用安全的非转基因食品，未来掌握非转基因生产原料的企业更具有发展潜力。

铝型材加工行业

近年来受国内经济高速增长和下游行业需求的带动，我国铝材行业发展迅速，目前我国已成为全球最大的铝材生产国。2010 年和 2011 年，我国铝材产量分别为 2,237.42 万吨和 2,742.68 万吨，分别同比增长 26.42% 和 26.80%。自 2011 年下半年开始，受下游需求不足影响，企业开工率明显下降，铝材产量增幅回落。2012 年，我国铝材产量为 3,073.31 万吨，同比增长 15.87%。

图 6：2002~2012 年我国铝材产量及增速情况



资料来源：国家统计局

成本方面，由于铝锭等主要原材料占铝材生产成本的 80~90%，因此铝锭价格的波动对企业的生产成本和资金占用具有较大的影响。2011 年三季度以来，受欧洲主权债务危机进一步深化和国内经济增长放缓影响，行业需求不足，铝锭价格逐步进入下行通道。2013 年以来，全球经济回暖乏力，政策忧虑成为主导市场的一个主要因素，铝价持续震荡走势，目前电解铝行业“去产能化”之路仍然漫长，库存较高制约价格进一步反弹。中诚信国际认为，未来一定时期内铝锭将继续面临供大于求的压力，抑制铝锭价格的上升，这将在一定程度上缓解铝型材企业生产成本的压力。

图 7：2008~2014 年 1 月上期所铝期货主力合约收盘价(日)
(元/吨)



资料来源：中诚信资讯

我国铝型材行业面临结构性产能过剩的问题，主要表现为低端产能分散，企业开工率不足，价格恶性竞争。目前，国内仅有约 15 家铝型材产品制造商的年产能达到 100,000 吨以上。与此同时，附加值较高的工业型材却生产能力不足，品种规格偏少。在生产铝挤压材的 700 多家企业中，专注生产工业铝型材的企业占比只有 20%。

铝型材作为铝材的重要组成部分，具有设计灵活、构造轻巧、材质坚硬和耐腐耐磨等特点，工业铝型材在航空航天、交通运输、汽车制造、国防装备等领域的应用十分广泛。与民用铝型材相比，我国的工业铝型材起步较晚，市场仍处于发展阶段，高端产品依然大量依赖进口。近年来随着中国成为全球制造业基地进程的加快，我国工业铝型材的产量已经呈现迅速增长的态势。随着我国加大对交通运输、航空航天等行业的投资，预计未来国内工业铝型材占铝型材总产量的比重会进一步上升，并将成为带动未来铝型材市场需求增长的主要动力。

《铝工业“十二五”发展专项规划》提出“十二五”期间的主要任务之一是大力发展精深加工，以轻质、高强、大规格、耐高温、耐腐蚀为产品发展方向，发展高性能铝合金及其深加工产品和工艺。加快开展航空用高抗损伤容限合金和高强度铝合金品种的开发，以及铝合金薄板、厚板、型材和锻件的工程化技术开发，以满足航空及国防科技工业对高性能铝合金材料的要求。2012 年 1 月 4 日，工业和信息化部发布的《新材料产业“十二五”发展规划》指出铝合金材料是新材料产业发展规划中的一项重点。随着我国进行经济结构调整、大力推

进节能减排及促进循环经济，未来高端铝型材，特别是汽车铝合金板、高速列车用大型铝型材、航天航空用铝合金中厚板、深冷加工用铝合金板材等将是产业重点发展方向，拥有广阔的市场前景。

总体来看，近年来我国铝材特别是铝型材行业高速发展，产能规模以及市场需求均保持快速增长。但目前我国铝型材行业也面临着产业结构不合理、低端产品产能过剩、高端产品生产能力不足等问题。未来随着我国加大对交通运输、航空航天等行业的投资力度，工业铝型材等高端产品市场需求将进一步增长，并促进我国铝型材行业产品结构升级调整。

竞争及抗风险能力

目前我国市场上的玉米油主要品牌为金龙鱼、福临门、长寿花和西王。其中，分属于益海嘉里集团和中粮集团的金龙鱼和福临门具有较强的品牌效应和市场影响力，两个品牌在大豆油和花生油领域的市场占有率总和超过 50%。但由于玉米油并非这两个品牌的主打产品，产能无法满足市场需求，每年益海嘉里集团和中粮集团都需要向公司和西王集团有限公司（以下简称“西王集团”）采购部分玉米散油进行灌装，这在一定程度上限制了益海嘉里集团和中粮集团玉米油产品的发展。西王集团位于山东滨州市邹平县，2010 年正式开始进行小包装玉米油的销售，2013 年西王集团玉米油年产能为 30 万吨，2013 年 1~6 月玉米油收入为 8.29 亿元。

公司是我国最大的玉米油生产加工企业，截至 2014 年 3 月末，公司已具备年加工玉米胚芽 120 万吨、生产玉米油 35 万吨的生产能力，年产量约占全国玉米油生产总产量的 60% 左右，规模优势明显。

表 1：2013 年小包装玉米油主要品牌市场销量对比

品牌名称	销量（万吨）
长寿花	18.73
金龙鱼	15.62
福临门	14.78
西王	12.33

资料来源：公司提供

公司在多年供应粮油机械给玉米加工企业的基础上，与山东、安徽、东北三省及内蒙古等多地的玉米深加工企业形成了稳定的合作关系，公司在玉米胚芽的采购方面具有一定的优势，前五名玉米胚芽供应商的合作年限均在 5 年以上，并且玉米胚芽供应商的数量近年来有所增加，采购集中度进一步下降，2013 年前五位玉米胚芽供应商的采购量占比降至 2013 年的 14.64%，保证了原材料来源的稳定。

公司拥有完善的玉米油生产工艺，生产技术水平处于行业领先地位。目前公司玉米胚芽的出油率已达到 40% 左右（玉米胚芽含油量理论值为 40%~45%）。截至 2013 年末，公司共拥有发明专利 89 项，并在脱蜡方面拥有自主研发的核心加工技术，该技术目前处于全国领先水平。

公司重视研发投入，2011~2013 年，公司研发费用分别为 5,578.33 万元、6,153.00 万元和 7,359.60 万元。公司下属研发中心已与江南大学等科研机构达成合作意向，重点发展科技含量高、附加值高的产品。公司目前已攻克米糠油生产难题，未来将形成包括玉米油、米糠油及玉米油保健品的“长寿花”系列油脂产品，产品体系进一步完善。

表 2：2011~2013 年公司研发费用情况

	2011	2012	2013
研发费用（万元）	5,578.33	6,153.00	7,359.60
营业总收入（亿元）	40.90	56.20	71.31
研发费用在营业总收入中的占比（%）	1.36	1.09	1.03

资料来源：公司提供

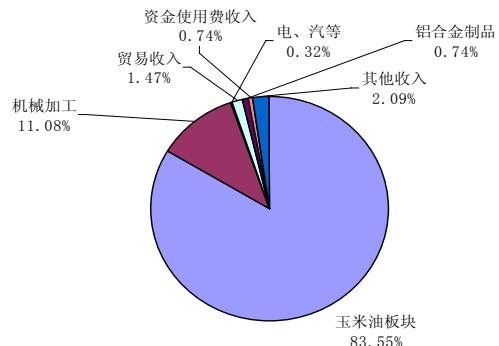
作为国内玉米油行业的龙头企业，公司行业地位突出，在原材料采购、生产能力、工艺技术和研发能力等方面的优势明显，总体来讲，公司具备一定的抗风险能力。

业务运营

公司以玉米油的生产和销售为主业，辅以机械制造、镁铝合金制品等其他业务。2013 年，公司实现营业总收入 71.31 亿元，其中玉米油业务（包含玉米油深加工和玉米副产品）实现收入 59.57 亿元，

占营业总收入的 83.55%，是公司收入的主要来源。公司资金使用费收入主要为公司下属公司邹平县瑞泽民间资本管理有限公司（以下简称“瑞泽资本”）和邹平县泰丰小额贷款有限公司（以下简称“泰丰小贷”）的业务收入。瑞泽资本注册资本为 1.50 亿元，截至 2013 年末，瑞泽资本投资总额为 1.28 亿元，逾期金额 235 万元；泰丰小贷注册资本为 1.00 亿元，截至 2013 年末，泰丰小贷投资总额为 1.04 亿元，逾期金额为 129 万。2014 年 1~3 月，公司实现营业总收入 19.95 亿元，其中玉米油业务实现收入 14.75 亿元，占营业总收入的 73.93%。

图 8：2013 年公司营业总收入结构



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

玉米油业务

玉米油的生产与销售为公司的主要业务，该业务由子公司邹平三星油脂工业有限公司（以下简称“三星油脂”）负责运营。2011~2013 年及 2014 年 1~3 月，公司玉米油业务分别实现营业收入 33.06 亿元、46.82 亿元、59.57 亿元及 14.75 亿元，占营业总收入比重始终维持在 70% 以上。

原材料采购

玉米油以玉米胚芽为原料，经过压榨、精炼、灌装等环节进行生产。玉米胚芽是玉米油产品生产所需的主要原材料，在生产成本中的占比达到 95% 左右。

公司生产所采用的均为非转基因玉米胚芽。玉米胚芽是玉米深加工企业的下脚料，利用价值较低，大多数作为饲料使用。公司在多年供应粮油机械给玉米加工企业的基础上，与山东、安徽、东北三省及内蒙古等多地的玉米深加工企业形成了稳

定的合作关系，公司付款主要采用电汇，前五名玉米胚芽供应商的合作年限均在 5 年以上，并且公司玉米胚芽供应商的数量近年来有所增加，采购的集中度进一步下降，2013 年前五位玉米胚芽供应商的采购量占比降至 14.64%，保证了原材料来源的稳定。

表 3：2013 年公司前 5 名供应商情况

名称	采购量（万吨）	在总采购量的占比	合作年限
秦皇岛骊骅淀粉股份有限公司	3.62	4.80%	16 年
山东寿光巨能金玉米开发有限公司	2.35	3.11%	16 年
内蒙古巴山淀粉有限公司	1.95	2.58%	5 年半
宁夏伊品生物科技有限公司	1.84	2.43%	8 年
玉锋实业集团有限公司	1.30	1.72%	16 年

资料来源：公司提供

随着生产规模的扩大，公司玉米胚芽的采购量不断增长。2011~2013 年，公司玉米胚芽的采购量分别为 38.60 万吨、53.39 万吨和 75.52 万吨。为防止玉米胚芽出现霉变，公司自建有面积 60,000 立方米的仓库，可容纳 2 万吨玉米胚芽的存放。公司采购玉米胚芽主要通过现金和银行承兑汇票的方式进行结算。2011~2013 年，玉米胚芽采购单价分别为 3,663 元/吨、3,756 元/吨和 3,449 元/吨。

表 4：2011~2013 年公司玉米胚芽采购情况

	2011	2012	2013
采购量（万吨）	38.60	53.39	75.52
采购单价（元/吨）	3,663	3,756	3,449

资料来源：公司提供

公司其余生产所需能源包括电、汽及人工，这部分在生产成本中占比较小。目前，公司玉米油生产所需能源均由子公司山东明达热电有限公司提供。

玉米油生产

公司是国内最早的玉米油专业加工企业之一，

拥有完整的生产工艺。公司玉米油生产分为压榨、精炼和灌装三个步骤，其中，压榨过程包括破碎、轧胚、蒸炒、机榨、过滤和浸出六道工序，公司以玉米胚芽为原料，经过上述六道工序压榨得到玉米毛油。玉米毛油再通过脱色、脱蜡、脱臭等六道精炼工序加工成散装的玉米油。除去部分散装油直接供应福临门、金龙鱼等品牌外，其余散装油则进入小包装车间灌装贴牌。整个灌装过程为无菌生产，以确保油脂的食用安全。

公司目前拥有三条玉米油加工生产线，2013年年产能达到35万吨。近年来随着销量的扩大，公司玉米油产量不断增长。2011~2013年，公司玉米油产量分别为27.01万吨、29.27万吨和34.61万吨，年产量约占全国市场总产量的60%左右，规模优势显著。由于小包装玉米油的毛利水平较高，公司加大了小包装玉米油的生产力度，小包装玉米油的产量占总产量的比重不断上升。2013年公司小包装玉米油和散装玉米油的产量分别为18.71万吨和15.90万吨，占总产量的比重分别为54.06%和45.94%。近年来公司的产能利用水平增长较快，2013年产能利用率达到98.89%，已接近饱和。2014年1~3月，公司玉米油产量为7.66万吨。

表5：2011~2014.3公司生产情况

	2011	2012	2013	2014.3
生产线(条)	3	3	3	3
产能(万吨)	35	35	35	-
产量(万吨)	27.01	29.27	34.61	7.66
其中：小包装	10.63	17.35	18.71	4.93
散装	16.38	11.92	15.90	2.73
产能利用率(%)	77.17	83.63	98.89	-

资料来源：公司提供

根据公司规划，公司在建的杭州桐庐三星项目包括一条10万吨级精炼生产线和配套10万吨级灌装生产线，项目总投资1.5亿元，截至2013年末已投入0.16亿元，预计2014年6月完工达产；广州玉米油生产线目前也准备开始投入建设，预计2014年12月投产。

玉米油销售

公司玉米油产品主要包括散装油和小包装玉

米油两类，两类产品产销率一直保持在较高水平；2013年，公司散装油和小包装玉米油的产销率分别为99.80%和100.10%。公司散装油主要供应给包括金龙鱼、福临门等知名品牌在内的食用油生产企业，随着近年来公司加大小包装玉米油的销售力度，散装油销量有所下降。2013年散装油和小包装玉米油的销量分别为15.87万吨和18.73万吨。2014年1~3月，公司散装油和小包装玉米油的销量分别为2.64万吨和4.71万吨，产销率分别为96.70%和95.54%。

销售价格方面，由于2013年玉米胚芽价格下降，公司玉米油产品的单价在2013年均有所下降，散装和小包装玉米油的单价分别为8,188.21元/吨和12,376.78元/吨。2014年1~3月，散装油和小包装玉米油的单价分别为7,715.61元/吨和11,897.68元/吨。

表6：2011~2014.3公司销售情况

(单位：万吨，%，元/吨)

	散装			小包装		
	销量	产销率	单价	销量	产销率	单价
2011	16.32	99.63	9,049.86	10.61	99.81	13,717.62
2012	11.90	99.83	9,194.61	17.30	99.71	13,290.36
2013	15.87	99.80	8,188.21	18.73	100.10	12,376.78
2014.3	2.64	96.70	7,715.61	4.71	95.54	11,897.68

资料来源：公司提供

公司的散装油销售采用以产定销方式，以电汇结算为主，结算周期在15~30天。小包装玉米油采取办事处、经销商和零售商相结合的销售模式，采用电汇结算方式，结算周期在30~60天。公司目前在全国建立了八个营销大区，15万家销售终端，销售网络遍布34个省、市和地区，实现了乡镇社区以上的销售网络全覆盖。

表7：2013年公司小包装玉米油前五名客户情况

	销售量 (万吨)	在总销售量的占 比	合作年 限
重庆晟达行商贸有限公司	0.83	2.41%	2年
成都裕达兴商贸有限公司	0.71	2.05%	1.5年
广东鹰唛食品有限公司	0.54	1.57%	11年

北京物美商业集团股份有限公司	0.35	1.01%	6年
永辉物流有限公司	0.37	1.07%	5年

资料来源：公司提供

销售区域方面，公司产品以内销为主，少量散装油出口至阿联酋、新加坡等地区。随着玉米油出口退税政策的取消，公司逐步减少了出口占比。2013年，公司产品全部内销。

表 8：2011~2013 年公司销量区域占比情况（单位：%）

地区	2011	2012	2013
国内	92.20	99.35	100.00
国外	7.80	0.65	0.00

资料来源：公司提供

品牌建设方面，公司于2006年先后注册“长寿花”和“金银花”两个品牌用以推广小包装玉米油产品，公司将“长寿花”品牌定位为高端品牌。为了扩大市场影响力，公司持续加强品牌营销力度，先后在多家知名媒体进行产品宣传。“长寿花”产品目前包括“长寿花”金胚玉米油、“长寿花”金胚至尊、DHA 藻油等多款功能型产品以及风味型玉米油系列，未来公司计划以“长寿花”品牌生产高端食品及保健品，用多元化战略助推品牌的发展升级。

总体来看，公司生产工艺先进，研发能力较强，为未来生产提供了较好的保障；公司产能利用率维持在较高水平，主要客户与公司合作关系稳定，未来随着新建产能的投产，公司的行业龙头地位将得到进一步巩固。

机械设备制造

机械设备制造业务主要由公司控股子公司三星机械制造有限公司和澳森凯（山东）机械制造有限公司负责经营，主打品牌为“星宇”。该板块的主要产品为粮油机械设备和风电塔筒设备，其中淀粉粮油设备广泛应用于淀粉生产加工的各个流程，产品包括管束干燥机和螺旋脱水机等；风电塔筒则是风力发电的塔杆，在风力发电机组中主要起支撑作用，是风电整机的重要组成部分之一。

公司于1989年开始生产粮油机械设备，在粮油机械生产方面拥有较强实力。公司在内的粮油

机械设备领域保持了较高的市场占有率，下游客户主要为国内大型玉米加工企业，2013年，公司粮油机械设备制造的市场占有率达到30%。公司于2009年利用机械板块富余的生产能力生产风电塔筒，主要客户为大唐发电、湘电等大型发电厂。但由于风电设备制造行业竞争激烈，行业景气度下滑，盈利空间有限，公司于2012年停止了风电塔筒的生产，重点发展粮油机械设备。

近年来公司机械板块产量波动较大，2011年，由于风电下游需求低迷，公司停止承接风电塔筒订单，2012年机械板块产量由2011年的1,328台下降至963台，产能利用率为48.15%。同时，公司加大了在粮油机械行业的销售力度，产量逐年上升。2013年，公司机械产品产量回升至1,490台，产能利用率上升至74.50%。公司机械设备制造业务采取以销定产的销售模式，根据订单要求安排生产，产销率一直保持在100%。

表 9：2011~2014.3 公司机械设备制造情况

	2011	2012	2013	2014.1~3
产能(台)	2,000	2,000	2,000	2,000
产量(台)	1,328	963	1,490	323
产能利用率(%)	66.40	48.15	74.50	-
销量(台)	1,328	963	1,490	323
产销率(%)	100	100	100	100

资料来源：公司提供

2011~2013年，公司机械设备板块营业收入分别为6.78亿元、8.24亿元和7.90亿元，毛利率水平分别为18.82%、19.54%和19.71%。中诚信国际将继续关注该业务板块的经营情况。

轻量化合金材料制造

轻量化合金材料制造是公司新增的业务板块，由子公司山东裕航特种合金装备有限公司负责运营。公司生产的轻量化合金材料主要是铝镁合金型材，可用于铁路、公路运输箱体及大型设备壳体制造。公司设备先进，生产技术在国内处于领先水平，

产品目前已通过了国际铁路行业标准认证和船舶设计资质认证，军工产品资质认证正在进行中。2013年10月，公司10万吨轻量化合金材料项目(1期工程)竣工投产。项目总投资9.00亿元，总建筑面积70,320平方米，主要采用镁铝合金热挤压生产技术实现工业型材轻量化合金材料的产业化生产，年生产能力可达到5万吨。

轻量化合金材料制造主要原材料包括铝水、模具、添加材料等，其中铝水为主要的原材料，其采购量占总采购量的98%以上。公司铝水均由山东魏桥铝电有限公司供应，采取先付款后发货的采购模式，按周结算。

表10：2013年公司轻量化合金板块采购前五名情况

	采购量(万吨)	占总采购量的占比	付款方式	合作年限
山东魏桥铝电有限公司	1.89	98.37%	承兑+电汇	3
河北四通新型金属材料股份有限公司	0.003	0.15%	电汇	2
山西闻喜宏富镁业有限责任公司	0.0053	0.27%	电汇	2
邹平汇鑫冶金材料有限公司	0.0047	0.25%	电汇	2
铜山县丰华工贸有限公司	0.0022	0.11%	电汇	2

资料来源：公司提供

公司轻量化合金材料的生产主要包括熔铸和挤压两大环节。公司承接订单后根据客户要求的指标设定生产工艺和合金配比，在熔铸车间使用镁锭、铜粉等相关金属添加剂与铝水重熔后生成合金铸锭，合金铸锭由轨道输送至挤压车间，经过加热、挤压、淬火、矫直等十道工序完成生产。公司轻量化合金材料项目目前已开始量化生产，2014年1~3月，公司轻量化合金材料制造板块共完成收入1.58亿元，毛利率为7.49%。

表11：2013~2014.3公司轻量化合金板块业务收入情况

业务板块	2013		2014.1~3	
	收入(万元)	毛利率	收入(万元)	毛利率

型材	2,015.25	11.60%	7,266.62	10.54%
棒材	716.45	8.72%	1,316.23	5.42%
管材	475.53	11.56%	1,227.39	10.16%
半成品	2,136.88	2.18%	6,021.23	3.73%
合计	5,344.11	7.44%	15,831.47	7.49%

资料来源：公司提供

公司销售采取以销定产的销售模式，产销率达到100%。目前公司已与南车集团、北车集团、西安飞机工业集团等企业形成合作关系，销售情况良好。

管理

产权结构

公司由自然人股东王明峰、王明星、王明亮等12人投资组建，注册资本5,000万元人民币；2011年5月，公司按股东的原出资比例，以资本公积4.50亿元转增实收资本，注册资本变更为5.00亿元。经过一系列股权转让及增资，截至2014年3月末，公司股东人数调整至9人。公司的实际控制人为王明峰、王明星和王明亮，三人为一致行动人。截至2014年3月底，公司纳入合并范围的一级子公司共16家。

法人治理结构

公司建立了较为完善的法人治理结构，以资本为纽带实施对下属子公司的监管与控制，通过董事会、股东会行使对子公司的决策和控制权。股东会是公司的最高权力机构。董事会对股东会负责，全面行使公司经营决策职能。公司下设财务部、信息部、融资部、企管部等职能部门，行使战略投资决策、资源综合整合配置及风险管控等职能，公司的二级事业部拥有对日常经营活动的管理权，对下属企业实行专业化管理。

管理水平

风险管理方面，公司各部门按照公司内控风险评估的总体方案，根据业务分工，分析相关业务流程的风险、识别风险接受程度、制定应对方案。公司建立了详细的内部工作流程，对各个岗位所应承担的责任和义务进行了详细的规定，建立内控考核

评价制度并与绩效和薪酬挂钩。此外，公司定期或不定期对经营活动进行分析，运用各种经济指标和核算资料，对公司的经营活动过程及其成果随时跟踪，及时掌握，提高运行效益。

投融资管理制度方面，公司有专门的长期股权投资内部控制方案。公司设立了长期股权投资六关键环节，从各个角度研究投资可行性，严格控制投资风险。若公司有并购计划，公司将设立专门的并购管理岗位，明确相关部门的权限，并严格执行并购交易的审批流程，从并购的前期准备至后期的财务支持都有一套标准的工作流程，确保了工作的顺利开展。

子公司管理方面，公司对子公司进行统一管理，并制定了《子公司管理制度》，明确公司对控股子公司资产控制和规范运作要求，同时负有对控股子公司指导、监督和相关服务的义务；控股子公司的经营及发展规划必须服从和服务于公司的发展战略和总体规划。

总体看，公司建立了符合现代企业制度要求的管理体制，初步形成了各负其责、协调运转、有效制衡的公司法人治理结构，各项管理制度不断完善，管理水平不断提升。

战略规划

公司是国内最大的玉米油加工生产企业，2014年，公司将建立以油脂加工、机械装备制造和高强度轻量化工业型材三大主导产业为核心的业务结构，力争在产品研发、质量管理、市场网络和销售队伍建设等方面取得突破。

为做大做强油脂主业，进一步满足不同市场对公司产品的需求，公司正在浙江和广州等地投资兴建玉米油加工基地，加快了产能扩张的步伐。目前公司正在浙江桐庐兴建一条10万吨级的精炼生产线和配套10万吨级灌装生产线的精炼项目，项目主要辐射江沪浙地区，预计2014年6月竣工投产；广州玉米油生产线目前也准备开始投入建设，预计2014年12月投产。同时，公司积极研发高附加值产品，完善油脂业务的产品结构。公司已与完美有限公司达成合作意向，在“长寿花”品牌下共同开发玉米油保健品。除此之外，公司计划于2014年4月投资1.00亿元兴建10万吨米糠油生产线，正式进入米糠油生产领域。米糠油是由米糠压榨后得到的一种稻米油，拥有丰富的谷维素和维生素E，但由于工艺复杂，目前全国年产量不足12万吨。公司拥有成熟的米糠油压榨提炼技术，预计未来米糠油将成为公司油脂领域的重要产品。

机械设备制造方面，公司计划利用现有产能生产轻量化汽车箱体，车种主要包括油罐车、箱式货车及城市环保车。目前该业务已取得生产资质，开始量化生产。

高强度轻量化型材是公司新增的业务板块，10万吨轻量化合金材料项目（1期工程）已于2013年10月竣工投产。随着产能的逐步释放以及下游订单的有效落实，公司预计2014年该业务板块可实现营业收入15亿元。公司计划该部分业务于2018年上市。

表12：截至2014年3月末公司主要在建、拟建项目

项目名称	总投资（亿元）	截至2013年末已投入资金（亿元）	主要建设内容	起止年限
杭州桐庐三星项目	1.50	0.16	玉米油精炼及灌装	2013.11~2014.6
稻米油项目（米糠油）	1.00	-	10万吨稻米油生产线	2014.4~2014.12
广州玉米油项目	1.50	-	10万吨玉米油精炼及灌装线	2014.4~2014.12

资料来源：公司提供

整体上看，公司产品结构清晰，以玉米油为主业，三大业务板块共同发展的思路明确，未来随着

高强度轻量化型材业务的开展，公司盈利能力有望获得提升。

财务分析

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2011~2013年审计报告，以及未经审计的2014年一季报。以下分析中，中诚信国际将公司发行的短期融资券及私募债调整至短期借款科目。

资本结构

近年来，随着公司经营规模的扩大，资产规模不断上升，总资产从2011年末的73.10亿元上升至2013年末的90.21亿元，复合增长率达11.09%；截至2014年3月末，公司总资产进一步增加至106.08亿元。公司资产主要由货币资金、固定资产、无形资产及存货构成。货币资金方面，公司经营状况良好，货币资金稳步增长，2011~2013年末分别为14.92亿元、17.05亿元和18.14亿元，主要为银行存款；2014年3月末，公司货币资金为28.52亿元，主要由于银行借款增加较多所致。固定资产方面，公司从事的玉米油加工行业需要大量的压榨、精炼及包装设备，因此公司固定资产金额较大，2011~2013年末，公司固定资产分别为23.43亿元、24.54亿元和31.39亿元。其中2013年末公司固定资产的增长主要由于新建的轻量化合金项目投产，在建工程转为固定资产。2014年3月末，公司固定资产为35.00亿元。公司无形资产主要为土地使用权，2011~2013年末，公司无形资产分别为10.77亿元、6.97亿元和7.32亿元，2012年，经股东会决议，公司全体股东注入等额货币资金，置换以前年度注入公司的价值4.63亿元的土地资产，使得年末无形资产有所减少；2014年3月末，公司无形资产为7.34亿元。存货方面，随着公司销售规模的扩大，存货储备也随之增加，2011~2013年末分别为5.64亿元、7.48亿元和10.88亿元，2013年末公司存货主要为原材料和产成品，金额分别为4.10亿元和4.37亿元；2014年3月末，公司存货为11.69亿元。其他应收款方面，公司其他应收款主要为往来款，2011~2013年末分别为8.33亿元、6.93亿元和6.91亿元，2014年3月末，公司其他应收款为6.88

亿元，其中应收邹平星宇纺织有限公司的往来款为3.08亿元，应收邹平县土地储备交易中心的土地出让金为0.92亿元，由于尚未办理土地证因此暂挂其他应收款。中诚信国际关注公司未来其他应收款的回收情况。

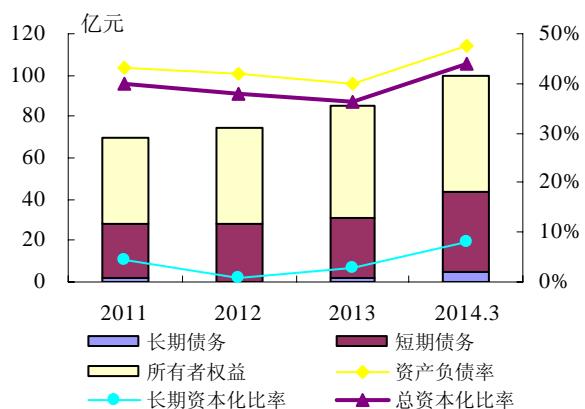
表13：截至2014年3月末公司其他应收款前五名客户
(万元)

单位名称	与公司关系	金额	账龄
邹平星宇科技纺织有限公司	非关联公司	30,845.71	1年以内
邹平县土地储备交易中心	非关联公司	9,200.00	1年以内
Huangfeng	非关联公司	7,447.45	1年以内
邹平星宇物流有限公司	非关联公司	1,261.25	1年以内
山东兴盛房地产开发有限公司	非关联公司	392.33	1年以内
合计		49,146.74	

数据来源：公司提供

负债方面，公司对生产中的流动资金以及扩产能所需的投资资金需求不断增长，使得公司负债总额不断增加，2011~2013年末分别为31.45亿元、33.63亿元和35.94亿元，公司的负债主要由短期借款构成，三年末分别为16.19亿元、21.65亿元和19.84亿元，2012年公司发行6亿元短期融资券，使得当年末短期借款增长较快；此外，2013年和2014年公司分别发行了3.70亿元和1.60亿元的短期私募债。2014年3月末，公司负债总额上升至50.49亿元，其中短期借款为26.80亿元，占负债总额的比重为53.09%。公司采用应付票据方式进行结算的比例较大，2011~2013年及2014年3月末，公司应付票据分别为9.40亿元、4.85亿元、9.26亿元和11.96亿元，主要为原材料采购款项。2011~2013年末，公司资产负债率逐年下降，分别为43.03%、42.08%和39.84%，资产负债率水平较低；2014年3月末，受借款增加较多影响，公司资产负债率上升至47.59%。

图9：2011~2014.3公司资本结构分析

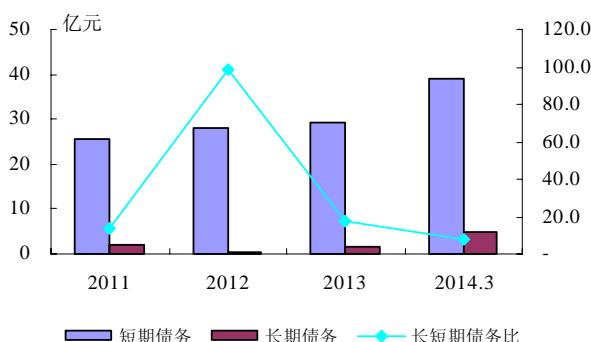


资料来源：公司财务报告

2011~2013年末，公司所有者权益分别为41.64亿元、46.30亿元和54.27亿元，主要受资本公积和未分配利润增加的影响，2013年，公司下属子公司长寿花食品股份有限公司增发新股，公司按持股比例增加资本公积1.01亿元。2014年3月末，公司所有者权益为55.59亿元，其中未分配利润为22.93亿元。

2011~2014年3月末，公司总债务分别为27.63亿元、28.42亿元、30.89亿元和43.88亿元，总资本化比率分别为39.89%、38.04%、36.28%和44.11%。从债务结构来看，公司债务以短期债务为主，2011~2013年末分别为25.72亿元、28.13亿元和29.24亿元，短期债务/长期债务分别为13.43倍、98.71倍和17.67倍；截至2014年3月末，公司短期债务/长期债务比率为7.82倍，债务结构有待优化。

图 10：2011~2014.3 公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告

总体来看，公司资产规模不断扩大，资产负债率和总资本化比率水平均较低，但公司总债务持续

上升，以短期债务为主的债务结构有待优化。

盈利能力

近年来，公司产品销售情况较好，营业总收入也随之快速增长。2011~2013年，公司营业总收入分别为40.90亿元、56.20亿元和71.31亿元，2013年公司营业总收入同比增长26.90%，2014年1~3月，公司实现营业总收入19.95亿元。

分板块来看，公司主要收入来源于玉米深加工业务，2013年玉米深加工板块营业收入占公司营业总收入的83.77%。玉米深加工板块方面，公司玉米油销量和收入稳定增长，2011~2013年分别实现营业收入32.83亿元、46.51亿元和59.05亿元，毛利率分别为17.14%、18.05%和15.49%。2012年由于公司毛利较高的小包装玉米油销量较大，玉米深加工板块毛利率得到提升；2013年受产品销售单价下降影响，玉米深加工板块毛利率有所下降。2014年1~3月，公司玉米深加工板块实现营业收入14.62亿元，毛利率为16.05%。机械加工板块方面，2011~2013年，公司机械加工板块分别实现营业收入6.78亿元、8.24亿元和7.90亿元，2012年公司调整了产品结构，停止了风电塔筒的生产，在销量下降的情况下营业收入得到增长，因无风电塔筒业务2013年机械加工板块营业收入有所下降；受钢材价格下降的影响，公司机械加工板块毛利率从2011年的18.82%上升至2013年的19.71%。2014年1~3月，公司机械加工板块实现营业收入2.22亿元，毛利率为19.66%。铝合金制品板块方面，2013年和2014年1~3月分别实现销售收入0.53亿元和1.58亿元，毛利率分别为7.44%和7.49%，随着公司轻量化合金项目的建设和投产，未来销售收入将有较大增长。玉米副产品板块方面，2011~2012年，公司玉米副产品主要为皂角、脂肪酸等加工剩余物，没有单独计算成本，2013年，公司将副产品进行进一步深加工成纤维、蛋白粉等，并将这一部分深加工成本计入了该板块成本中，因此2013年玉米副产品毛利为44.32%；由于玉米副产品成本核算较为困难，该板块毛利波动较大。公司电、汽主要供应玉米油生产使用，2011~2013年，受煤炭价格波动及电、汽价格的上涨，公司该板块毛利率逐年

增长。资金使用费收入主要为公司的利息收入。

表 14: 2011~2014.3 公司营业总收入构成 (亿元)

业务板块	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
玉米深加工	32.83	17.14%	46.51	18.05%	59.05	15.49%	14.62	16.05%
机械加工	6.78	18.82%	8.24	19.54%	7.90	19.71%	2.22	19.66%
玉米副产品	0.23	-	0.31	-	0.52	44.32%	0.13	9.36%
电、汽等	0.48	6.75%	0.41	37.18%	0.23	59.68%	0.02	15.00%
贸易收入	-	-	-	-	1.05	5.89%	1.17	2.85%
铝合金制品	-	-	-	-	0.53	7.44%	1.58	7.49%
资金使用费收入	-	-	-	-	0.53	-	0.09	-
其他收入	0.57	93.54%	0.73	99.17%	1.49	38.99%	0.12	96.90%
合计	40.90	18.84%	56.20	19.90%	71.31	18.07%	19.95	15.84%

资料来源：公司提供

从期间费用来看，2011~2013 年公司三费总额分别为 4.84 亿元、6.17 亿元和 6.58 亿元，呈逐年上升态势。期间费用主要为销售费用，2013 年公司销售费用为 3.78 亿元，占三费总额的比重为 57.79%。销售费用方面，公司销售费用近年来不断增加，主要由于公司为扩大玉米油销量，加大了销售力度所致。财务费用方面，公司享受财政部 2.88% 贴息政策，财务费用较低。由于近年来公司收入规模增长较快，三费收入占比呈下降趋势，2011~2013 年分别为 11.83%、10.98% 和 9.23%。2014 年 1~3 月，公司三费合计为 1.59 亿元，三费收入占比为 7.96%。

表 15: 2011~2014.3 公司期间费用情况

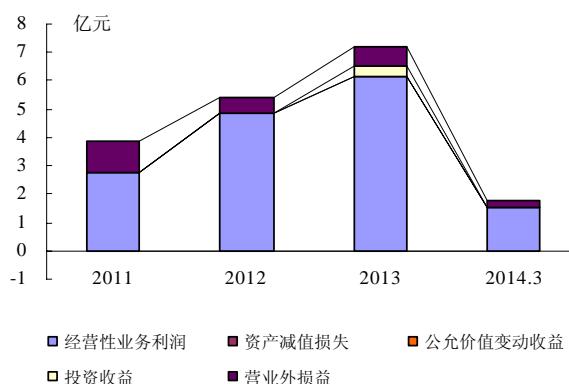
项目	2011	2012	2013	2014.1~3
销售费用 (亿元)	2.26	3.30	3.78	0.68
管理费用 (亿元)	1.30	1.70	1.56	0.46
财务费用 (亿元)	1.28	1.16	1.24	0.45
三费合计 (亿元)	4.84	6.17	6.58	1.59
营业收入 (亿元)	40.90	56.20	71.31	19.95
三费收入占比 (%)	11.83	10.98	9.23	7.96

数据来源：公司财务报告

从利润总额来看，2011~2013 年公司分别实现利润总额 3.84 亿元、5.37 亿元和 7.14 亿元，主要为经营性业务利润。2011~2013 年公司营业外利润分别为 1.06 亿元、0.52 亿元和 0.65 亿元，其中政府补助分别为 1.02 亿元、0.48 亿元和 0.06 亿元。公司政府补助中金额较大的为征地补偿款，2013 年

公司没有征地补偿款收入，政府补助较少。此外，2013 年公司营业外收入中还包括收购山东惠民明达油棉有限公司形成的营业外收入 0.57 亿元。2013 年公司实现投资收益 0.40 亿元，主要为出售下属子公司杭州康皇食品有限公司的收益。2014 年 1~3 月，公司实现利润总额 1.74 亿元，其中经营性业务利润为 1.54 亿元。

图 11: 2011~2014.3 公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

总体来看，随着公司经营规模的扩大，公司营业收入增长较快，三费收入占比下降，财政部的贴息政策减轻了公司的财务负担，公司经营性业务盈利能力较好。

现金流

2011~2013 年，公司经营活动产生的现金流量

净额不断增长，分别为 2.61 亿元、2.72 亿元和 4.00 亿元。2013 年公司应付票据增长较快，造成经营活动净现金流同比大幅增长。2014 年 1~3 月，公司实现经营活动净现金流 1.10 亿元。

公司近年来投资活动规模较大，导致投资活动净现金流呈流出状态，2011~2013 年公司投资活动净现金流分别为 -3.16 亿元、-7.69 亿元和 -0.61 亿元。2011~2012 年公司主要投资项目分别为办公楼项目和轻量化合金一期工程项目。2014 年 1~3 月，公司实现投资活动净现金流 -0.64 亿元。

2011~2012 年，公司经营活动净现金流无法满足公司投资活动的需要，需要通过筹资活动来弥补，公司筹资活动净现金流分别为 4.61 亿元和 7.10 亿元。2013 年，公司投资规模减少，筹资活动净现金流为 -2.30 亿元。2012~2013 年，公司吸收投资收到的现金分别为 4.50 亿元和 2.12 亿元，分别为股东以现金方式置换之前注入的土地及上市公司股票增发收到的款项。2011~2013 年，公司分别分配股利 0.20 亿元、0.18 亿元和 0.20 亿元。公司未来存在补充营运资金与项目投入资金的需求，预计仍将维持一定的筹资规模。2014 年 1~3 月，公司借款增加较多，实现筹资活动净现金流 9.98 亿元。

表 16: 2011~2014.3 公司现金流结构分析（亿元）

	2011	2012	2013	2014.1~3
经营活动现金流入	42.53	60.75	76.38	20.92
经营活动现金流出	39.91	58.03	72.38	19.82
经营活动净现金流	2.61	2.72	4.00	1.10
投资活动现金流入	0.52	0.14	1.02	0.00
投资活动现金流出	3.68	7.83	1.63	0.64
投资活动净现金流	-3.16	-7.69	-0.61	-0.64
筹资活动现金流入	20.59	26.65	27.18	13.56
其中：吸收投资	-	4.50	2.12	-
借款	20.59	16.02	21.36	11.96
筹资活动现金流出	15.98	19.56	29.48	3.59
其中：偿还债务	14.64	17.69	27.00	3.28
筹资活动净现金流	4.61	7.10	-2.30	9.98
现金净增加额	4.05	2.13	1.09	10.39

数据来源：公司财务报告

从现金的获取能力指标看，2011~2013 年，公司收现比分别为 1.03、1.06 和 1.06，销售获现能力较好，公司付现比略高于收现比，有一定付款压力。

表 17: 2011~2014.3 公司获现能力情况

项目	2011	2012	2013	2014.3
收现比(x)	1.03	1.06	1.06	0.97
付现比(x)	1.12	1.16	1.12	1.08

资料来源：根据公司财务数据整理

总体来说，随着公司业务的顺利开展，公司经营活动净现金流逐年增加；未来公司对运营资金需求加大或将使公司筹资活动现金流有所增加。

偿债能力

近年来，公司总债务不断上升，2011~2013 年末分别为 27.63 亿元、28.42 亿元和 30.89 亿元；2014 年 3 月末，公司总债务为 43.88 亿元。2013 年公司偿还的短期融资券，票据贴现有所增加，公司利息支出达到 2.81 亿元。公司资产负债率和总资本化比率较低，2014 年 3 月末分别为 47.59% 和 44.11%。

从偿债能力指标看，2011~2013 年，公司经营活动净现金流水平不断上升，对债务的覆盖能力有所增强，但对利息的覆盖能力没有明显变化，经营活动净现金流/总债务分别为 0.09 倍、0.10 倍和 0.13 倍，经营活动净现金流/利息支出分别为 1.87 倍、1.43 倍和 1.43 倍。EBITDA 方面，2011~2013 年，公司 EBITDA 水平逐年增长，总债务/EBITDA 指标有所提升，受融资成本增加等因素影响，公司 EBITDA 对利息的覆盖能力有所弱化，2013 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 2.37 倍和 4.64 倍。2014 年 1~3 月，公司总债务上升较快，与 2013 年相比，公司经营活动净现金流对总债务的覆盖能力有所弱化，经营活动净现金流/总债务为 0.10 倍。

总体来看，2011~2013 年，公司债务呈上升趋势，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所增强，未来公司有一定融资需求，债务压力或将有所上升。

表 18: 2011~2014.3 公司偿债能力分析

	2011	2012	2013	2014.1~3
长期债务（亿元）	1.92	0.29	1.66	4.98
总债务（亿元）	27.63	28.42	30.89	43.88
EBITDA（亿元）	7.15	9.10	13.02	-
经营活动净现金流（亿元）	2.61	2.72	4.00	1.10

资产负债率 (%)	43.03	42.08	39.84	47.59
总资本化比率 (%)	39.89	38.04	36.28	44.11
总债务/EBITDA (X)	3.86	3.12	2.37	-
EBITDA 利息倍数(X)	5.10	4.76	4.64	-
经营活动净现金流/总债务(X)	0.09	0.10	0.13	0.10*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.87	1.43	1.43	-

注：加“*”指标已经年化处理。

数据来源：公司财务报告

或有负债方面，截至 2014 年 3 月末，公司对外担保总额为 10.23 亿元，占净资产的比重为 18.40%，中诚信国际将对公司对外担保可能存在的代偿风险保持关注。

表 19：截至 2014 年 3 月末公司对外担保情况（万元）

被担保单位	担保金额	担保期限
恩贝集团有限公司	18,000	2013.5.24~2014.12.19
山东传洋金属磨料有限公司	10,100	2013.4.26~2014.12.16
山东富华化工有限责任公司	16,500	2013.11.05~2014.9.28
山东富凯不锈钢有限公司	5,450	2013.10.11~2014.5.6
山东广富集团焦化有限公司	2,500	2013.11.4~2014.5.10
山东广富集团有限公司	7,720	2013.11.28~2014.5.28
山东华义玉米科技有限公司	12,000	2013.6.6~2014.11.4
山东金川科技发展有限公司	3,500	2014.3.5~2014.9.5
山东邹平建筑集团公司	8,000	2013.8.30~2015.2.6
淄博宝进进出口有限公司	9,050	2013.11.11~2014.11.17
邹平县广播电视台	2,500	2013.12.2~2015.3.4
邹平县中医院	7,000	2010.6.28~2015.6.28
合计	102,320	-

数据来源：公司提供

授信方面，截至 2014 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 53.45 亿元，尚未使用授信余额 13.89 亿元。

过往债务履约情况

根据公司提供资料，截至目前，公司均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息，公司近三年未出现延迟支付债务本金及其利息的情况，无不良信用记录。

表 20：公司已发行债务融资工具情况

债券名称	发行时间	债券种类	发行金额(亿元)	期限	兑付情况
12 三星 CP001	2012-10-16	短期融资券	6	365 日	已兑付
山东三星集团有限公司 2013 年度第一期非公开定向债务融资工具	2013-12-10	私募债	3.7	6 个月	已兑付
山东三星集团有限公司 2014 年度第一期非公开定向债务融资工具	2014-1-28	私募债	1.6	365 日	-
山东三星集团有限公司 2014 年度第二期非公开定向债务融资工具	2014-5-22	私募债	2.7	365 日	-

资料来源：中诚信国际整理

评级展望

综上所述，山东三星作为我国最大的玉米油生产企业，拥有显著的规模优势、完善的生产工艺、领先的技术水平及畅通的融资渠道。未来公司将利用现有资源优势，继续做大做强玉米油主业，从而进一步提高公司盈利能力及综合抗风险能力。中诚信国际同时关注到公司所处的食用油行业食品安全问题频发，玉米油行业市场规模较小，产品销售价格下降，公司负债规模有所上升以及对外担保规模较大，以上因素均将对公司经营及整体信用状况产生影响。

综上，中诚信国际认为公司未来 12~18 个月的信用水平将保持稳定。

结论

综上所述，中诚信国际评定山东三星集团有限公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。

中诚信国际关于山东三星集团有限公司 的跟踪评级安排

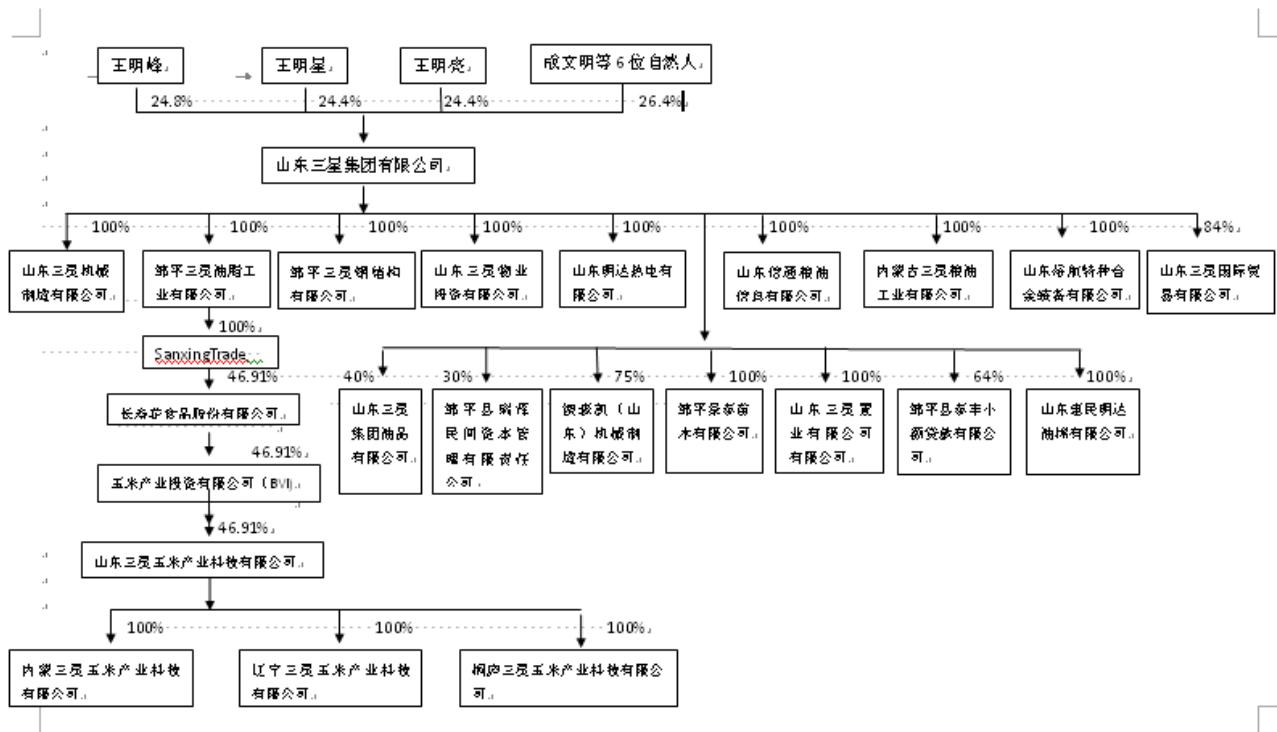
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将对山东三星集团有限公司每年定期或不定期进行跟踪评级。

我公司将在发行主体的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

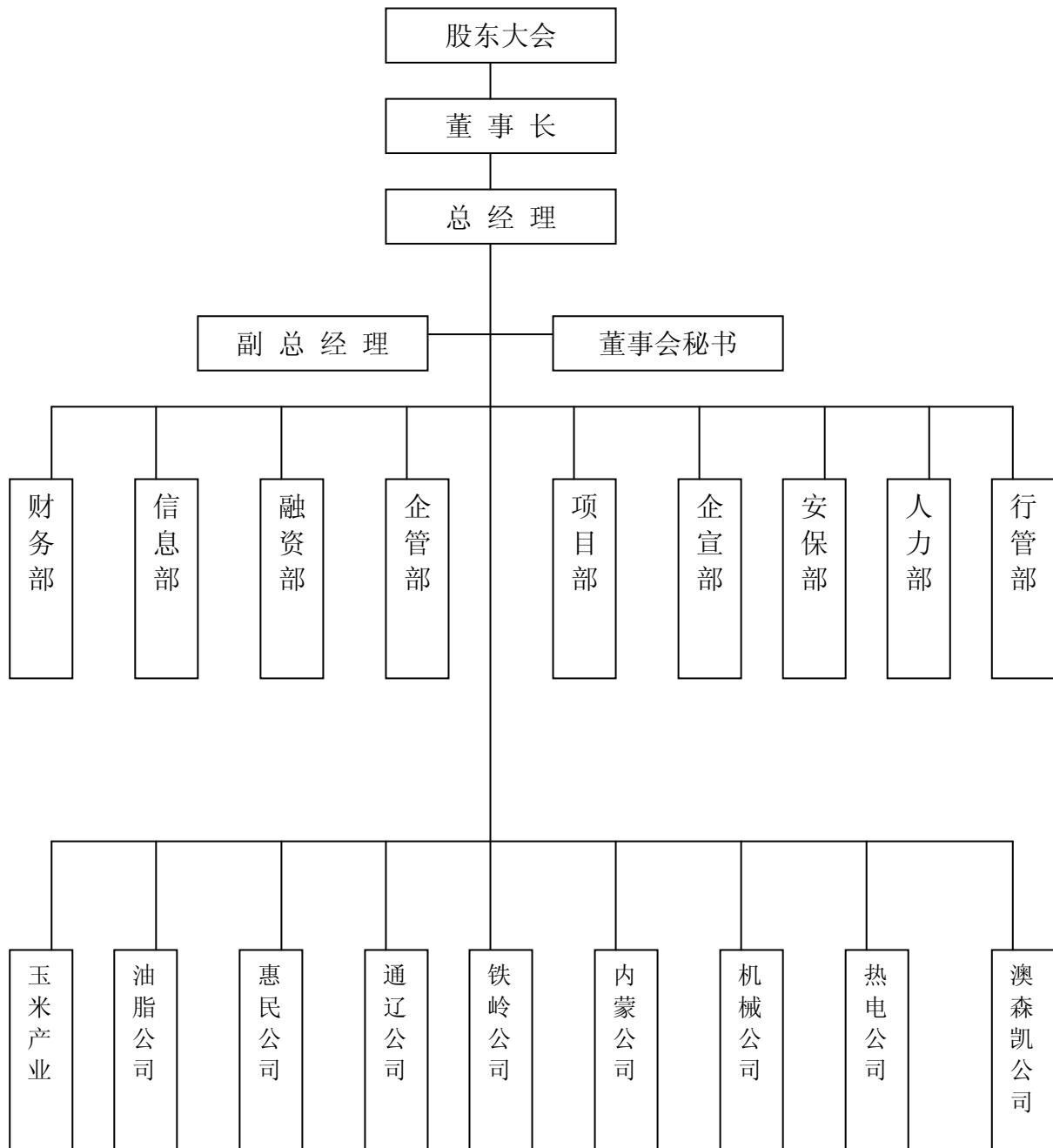
2014年7月11日

附一：山东三星集团有限公司股权结构图（截至 2014 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：山东三星集团有限公司组织机构图（截至 2014 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：山东三星集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2011	2012	2013	2014.3
货币资金	149,164.98	170,480.52	181,371.68	285,224.40
短期投资(交易性金融资产)	-	-	-	-
应收账款净额	37,284.83	47,986.11	55,613.17	73,634.68
存货净额	56,440.65	74,756.36	108,795.59	116,934.29
其他应收款	83,328.19	69,303.15	69,080.61	68,808.28
长期投资	1,054.00	1,834.00	2,034.00	2,034.00
固定资产(合计)	273,554.09	333,894.61	368,104.12	367,288.08
总资产	730,954.93	799,226.63	902,073.22	1,060,795.97
其他应付款	2,966.08	4,956.07	4,879.15	7,248.04
短期债务	257,167.00	281,332.00	292,382.54	388,981.79
长期债务	19,150.00	2,850.00	16,550.00	49,771.34
总债务	276,317.00	284,182.00	308,932.54	438,753.13
净债务	127,152.02	113,701.48	127,560.86	153,528.74
总负债	314,516.26	336,275.33	359,417.35	504,884.97
财务性利息支出	14,008.55	14,670.64	28,072.47	-
资本化利息支出	-	4,432.00	-	-
所有者权益(含少数股东权益)	416,438.67	462,951.30	542,655.87	555,911.00
营业总收入	408,953.78	561,956.17	713,144.39	199,526.44
三费前利润	76,221.15	110,364.36	127,037.16	31,269.87
投资收益	0.00	0.00	4,014.82	0.00
EBIT	52,430.12	68,356.25	99,521.63	-
EBITDA	71,505.89	91,008.29	130,244.27	-
经营活动产生现金净流量	26,128.20	27,221.67	40,043.84	10,994.09
投资活动产生现金净流量	-31,555.08	-76,859.24	-6,117.95	-6,392.83
筹资活动产生现金净流量	46,070.95	70,952.69	-22,965.66	99,778.54
现金及现金等价物净增加额	40,548.54	21,315.54	10,891.15	103,852.72
资本支出	36,787.03	77,505.92	16,128.38	6,397.83
财务指标	2011	2012	2013	2014.3
营业毛利率(%)	18.84	19.90	18.07	15.84
三费收入比(%)	11.83	10.98	9.23	7.96
EBITDA/营业总收入(%)	17.49	16.19	18.26	-
总资产收益率(%)	7.86	8.93	11.70	-
流动比率(X)	1.15	1.16	1.32	1.34
速动比率(X)	0.96	0.93	1.01	1.09
存货周转率(X)	5.86	6.86	6.37	5.95*
应收账款周转率(X)	10.92	13.18	13.77	12.35*
资产负债率(%)	43.03	42.08	39.84	47.59
总资本化比率(%)	39.89	38.04	36.28	44.11
短期债务/总债务(%)	93.07	99.00	94.64	88.66
经营活动净现金/总债务(X)	0.09	0.10	0.13	0.10*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.10	0.10	0.14	0.11*
经营活动净现金/利息支出(X)	1.87	1.43	1.43	-
总债务/EBITDA(X)	3.86	3.12	2.37	-
EBITDA/短期债务(X)	0.28	0.32	0.45	-
EBITDA 利息倍数(X)	5.10	4.76	4.64	-

注：1、以上财务报表均根据新会计准则编制；2、2014年一季度报表未经审计；3、带“*”数据经过年化处理；4、公司发行的短期融资券已调整至短期借款科目。

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产-存货) / 流动负债

存货周转率 =营业成本 / 存货平均净额

应收账款周转率 =营业总收入净额 / 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务+所有者权益(含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。