



大公国际资信评估有限公司  
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

## 跟踪评级公告

大公报 SD【2015】096号

大公国际资信评估有限公司通过对山东三星集团有限公司及“14鲁三星债01”的信用状况进行跟踪评级，确定山东三星集团有限公司的主体长期信用等级调整为AA，评级展望维持稳定，“14鲁三星债01”的信用等级调整为AA+。

特此通告。



# 山东三星集团有限公司主体与相关债项 2015年度跟踪评级报告

大公报 SD【2015】096号

## 主体信用

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

债券简称	额度(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果
14 鲁三星债 01	3	5+2	AA+	AA

担保方式: 房屋建筑物及土地使用权抵押担保

## 主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2015.3	2014	2013	2012
总资产	119.64	115.33	90.21	79.92
所有者权益	61.25	59.91	54.27	46.30
营业收入	22.60	91.04	71.31	56.20
利润总额	1.84	7.92	7.14	5.37
经营性净现金流	2.01	4.25	4.00	2.72
资产负债率 (%)	48.81	48.05	39.84	42.08
债务资本比率 (%)	46.20	45.68	36.64	38.44
毛利率 (%)	15.18	15.98	18.07	19.90
总资产报酬率 (%)	2.03	9.60	11.03	8.55
净资产收益率 (%)	2.20	10.09	10.48	8.31
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	3.43	1.35	1.43	1.43
经营性净现金流/总负债 (%)	3.52	9.31	11.51	8.37

注: 2015年3月财务数据未经审计。

评级小组负责人: 杜 蕾  
评级小组成员: 尹 晶 傅思晴  
联系电话: 010-51087768  
客服电话: 4008-84-4008  
传真: 010-84583355  
Email: rating@dagongcredit.com

## 跟踪评级观点

山东三星集团有限公司(以下简称“三星集团”或“公司”)主要从事玉米油、轻量化合金材料、机械设备的生产和销售业务。评级结果反映了公司玉米油精炼能力仍位居全国之首、胚芽供应有较好保障、轻量化合金业务发展较快等有利因素,同时也反映了公司玉米油产品价格继续下滑、负债规模大幅上升、对外担保比率较高等不利因素。公司及下属子公司合法拥有的房屋建筑物和土地使用权对“14 鲁三星债 01”提供抵押担保仍具有一定的增信作用。

综合分析,大公对公司“14 鲁三星债 01”信用等级调整为 AA+, 主体信用等级调整为 AA, 评级展望维持稳定。

## 有利因素

- 公司为国内最早进入玉米油行业的企业,生产基地覆盖较广,玉米油精炼能力仍位居全国之首,“长寿花”玉米油品牌在国内销量领先;
- 公司地处我国玉米主产区,玉米胚芽供应商既是原材料的提供者又是粮油机械设备的下游客户,原材料供应获得较好保障;
- 2014年以来公司轻量化合金业务快速发展,形成收入的有力补充并促进公司整体竞争实力进一步提高;
- 2014年以来公司营业收入和利润总额保持增长,净资产收益率和总资产报酬率仍处于较好水平;
- 公司及下属子公司合法拥有的房屋建筑物和土地使用权为“14 鲁三星债 01”提供抵押担保仍具有一定增信作用。

## 不利因素

- 2014年以来公司玉米油产品价格继续下滑,导致玉米深加工板块毛利率有所降低;
- 2014年以来公司负债规模大幅上升,有息债务在总负债中占比较高且以短期有息债务为主;
- 公司对外担保比率仍然较高,存在一定或有风险。

## 大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日起至存续债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

## 跟踪评级说明

根据大公承做的山东三星集团有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

## 发债主体

三星集团成立于2003年4月，原名为邹平三星集团有限公司，2005年9月，公司名称变更为现名。公司由以王明峰、王明星和王明亮三兄弟为主等12人共同出资设立，注册资本5,000万元。2011年5月15日，公司按股东的原出资比例，以资本公积转增实收资本4.50亿元。截至2015年3月末，公司注册资本为5亿元，股东人数为9人，其中王明峰为公司董事长及法人代表，王明星为公司总经理，王明亮为公司副董事长，三人为一致行动人，持股比例合计为73.60%，为公司的实际控制人。截至2015年3月末，公司纳入合并范围的一级子公司共16家。

公司主要从事玉米油、轻量化合金材料、机械设备的生产和销售等业务。玉米油主要产品为“长寿花”系列，拥有玉米毛油年加工能力60万吨、精制玉米油35万吨、灌装小包装油35万吨年加工能力，散油和小包装玉米油合计市场占有率较高；机械设备主要是粮油淀粉设备，粮油机械主打品牌为“星宇牌”；2013年11月，公司新增轻量化合金项目投产；核心子公司长寿花食品股份有限公司（原名为中国玉米油股份有限公司，股票原简称“中国玉米油”，后于2012年6月变更为现名，以下简称“长寿花食品”）于2009年12月18日在香港交易所发行上市，股票代码01006.HK。

## 宏观经济和政策环境

**2014年以来，国民经济运行总体保持平稳，经济增速有所放缓，但主要指标仍在合理区间；短期内，我国经济下行压力仍较大，长期来看仍将在中高速区间内持续运行**

2014年我国实现国内生产总值636,463亿元，同比增长7.4%，增速同比回落0.3个百分点，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。分产业看，第一产业增加值58,332亿元，比上年增长4.1%；第二产业增加值271,392亿元，增长7.3%，全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长8.3%，增速同比回落1.4个百分点，工业生产继续运行在合理区间；第三产业增加值306,739亿元，增长8.1%，占国内生产总值的比重为48.2%，比上年提高1.3个百分点，高于第二产业5.6个百分



点，产业结构更趋优化。2015年一季度，我国实现国内生产总值140,667亿元，按可比价格计算，同比增长7.0%，增速同比回落0.4个百分点，环比下降0.3个百分点，一季度国民经济运行总体平稳，经济增速有所放缓，但主要指标仍在合理区间。分产业看，第一产业增加值7,770亿元，同比增长3.2%；第二产业增加值60,292亿元，增长6.4%；第三产业增加值72,605亿元，增长7.9%。从产业结构看，第三产业比重进一步提高。整体来看，一季度经济增速有所回落，但结构调整仍稳步推进，转型升级步伐势头良好。

2014年，固定资产投资（不含农户）完成502,005亿元，同比名义增长15.7%，增速同比回落3.9个百分点；全国房地产开发投资95,036亿元，同比名义增长10.5%，增速同比回落9.3个百分点。进出口总额为264,335亿元，同比增长2.3%，增速有所下降。最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为51.2%，同比提高3.0个百分点，需求结构继续改善。整体看，国民经济结构调整正稳步推进。

从经济景气度看，2014年12月份中国制造业PMI终值为50.1%，比11月份回落0.2个百分点，微高于临界点，制造业保持稳定运行，但增长动力仍显不足；非制造业商务活动指数为54.1%，比11月份上升0.2个百分点，连续2个月小幅回升，非制造业总体保持稳中有升。2015年3月份中国制造业PMI终值为50.1%，比上月回升0.2个百分点，重回扩张区间。分企业规模看，大型企业表现依然稳定，PMI为51.5%，比上月上升1.1个百分点，稳中有升，是制造业生产增长的有力支撑；中、小型企业PMI双双回落，持续低于临界点，生产经营过程中的困难依然较大。虽然PMI小幅回升，但涨幅低于往年同期水平，同时新订单指数和新出口订单指数均小幅回落，国内外市场需求仍显偏弱，制造业存在一定下行压力。非制造业商务活动指数为53.7%，虽比上月小幅回落0.2个百分点，但近期走势总体稳健，表明我国非制造业继续保持平稳增长态势。

从外部环境来看，全球经济仍处于深刻的再平衡调整期，总体温和复苏，但增长动力依然不足，主要经济体经济表现和宏观政策分化明显，地缘政治等非经济扰动因素增多。具体来看，美国经济复苏势头较为强劲，欧元区经济整体走弱且面临通缩压力，日本经济受政策影响波动明显，新兴市场经济体增长普遍放缓。

针对经济下行压力增大，2015年一季度国家加大货币政策定向调控。在继续坚持积极的财政政策和稳健的货币政策基础上，央行通过下调人民币存贷款基准利率和降低存款准备金率、国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围等向市场补充流动性，改善社会融资结构；同时国务院先后颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资贵、融资难的问题。

总的来看，我国经济仍处在增速放缓、转型提质的“新常态”。传统产业的去库存化、去产能化还需要一个过程，新生动力的成长和接



续也需要一个过程，短期内经济下行压力仍较大。长期来看，随着新型工业化、城镇化、农业现代化和信息化协同推进，宏观政策的调控方式的创新和完善，我国经济仍将在中高速区间内持续运行。

## 行业及区域经济环境

### 2014年我国食用植物油行业产量整体增速有所放缓，但消费者健康意识的提高有利于带动作为健康油种的玉米油需求增长

全球食用油消费目前以植物油为主，前三大消费国分别是印度、中国和美国，人口是决定植物油需求量的首要因素。我国人口增速下滑，而食用植物油城镇人均全年购买数量稳定在10公斤左右，导致食用植物油行业产销量增速放缓。2014年，我国食用植物油总产量6,534万吨，同比增长6.65%，增速同比下滑6.79个百分点。消费者更加注重食用油的营养成分和对自身健康的有益程度，满足消费者的需求、提高品牌认可度成为食用油加工企业提升核心竞争力的主要途径。

表1 我国食用植物油主要品种及代表品牌概况

类型	品种	代表品牌	主要特点
当前市场主要品种	大豆油	金龙鱼、福临门、盛洲、海狮等	含85%不饱和脂肪酸，且易于人体消化吸收，食用后可降低血液中的胆固醇。但原料很大一部分是进口转基因大豆，安全性存在一定不确定性。
	花生油	鲁花、胡姬花等	富含多种维生素、落花生酸、油酸和卵磷脂。
	菜籽油	金龙鱼、鲁花等	传统的菜籽油营养价值较低，但目前改良的新双低菜籽油或菜籽卡诺拉油不包括在内，其营养价值与花生油相当。
	调和油	金龙鱼、福临门、鲁花等	两种或两种以上的食用油按一定比例调配而成，其营养指标取决于配比的合理性。
	色拉油	金龙鱼、福临门、鲁花等	食用油脂中品质和纯度最高的油脂品种，但油脂中的一些营养成分可能会大量损失。
前景较好的“健康油”品种	玉米油	长寿花、西王、金龙鱼、福临门等	用玉米胚芽为原料经过精制而成的玉米胚芽油，采用非转基因原材料，具有很高的营养价值，名列世界卫生组织推荐的食油类最佳健康食品第一位。
	葵花籽油、橄榄油等	多力、鲁花等	凭借各自的营养价值，成为市场日益青睐的食用油。

资料来源：根据公开资料整理

我国居民目前消费的食用植物油主要包括大豆油、花生油、菜籽油、调和油和色拉油等品种，玉米油、橄榄油、葵花籽油等天然食用油虽然也已进入食用油市场，但销量远低于大豆和花生油的生产量和消费量，市场规模仍处于较低水平。随着居民生活水平的提高，玉米油作为健康油的概念得到更多消费者的认可，近年来我国玉米油消费



量每年呈 20% 的速度增长，市场需求提升速度将保持较快水平。

我国是玉米生产和消费大国，玉米油主要生产商为三星集团、西王集团有限公司（简称“西王集团”）、益海嘉里投资有限公司（简称“益海嘉里”）和中粮集团有限公司（简称“中粮集团”），其中益海嘉里和中粮集团销售的金龙鱼和福临门玉米油部分由公司和西王集团供应的散装油进行灌装。西王集团从 2010 年开始正式进行小包装玉米油品牌的推广，前期大量投入宣传，生产基地也位于山东滨州市邹平县，与公司形成激烈竞争，公司面临的竞争压力日趋增加。

国内食用油加工企业开工率较高，整体呈现供大于求的局面，同时受到进口油料价格下降、国家限制公款消费政策的影响，2014 年，全国豆油平均价格从年初的 7,047 元/吨下降至年末的 5,738 元/吨，山东省中部一级玉米油的出厂价格从年初的 8,750 元/吨小幅下降至年末的 8,300 元/吨。2015 年一季度，豆油和玉米油价格整体保持平稳。

## 经营与竞争

### **玉米油仍是公司收入和利润的主要来源，2014 年以来轻量化合金项目产能逐步释放带动收入及毛利润持续增长**

2014 年以来，随着轻量化合金项目产能逐步释放，轻量化合金板块超越机械设备制造板块成为公司第二大收入来源，并带动公司收入及毛利润持续增长。玉米油作为公司核心业务，仍是公司营业收入和毛利润的主要来源，由于产成品价格下降，2014 年以来毛利率有所下降；机械设备制造业务是公司的传统业务，主要是粮油机械设备和钢结构制品，2013 年公司取消了风电塔筒业务，机械设备制造业务收入占比有所下降，毛利率基本保持稳定；2013 年 11 月，轻量化合金作为公司新的业务板块正式投产且发展迅速，随着运营逐步成熟毛利率有所提升；其他业务主要是贸易、热电、玉米副产品及废料销售，2014 年以来贸易业务规模扩大带动其他业务收入增长，但贸易业务毛利率较低，从而拉低了其他业务的毛利率水平。

根据公司的发展规划，未来玉米油仍是核心业务，公司将致力于品牌营销推广和适度扩大产能，进一步巩固其玉米油行业的龙头地位；轻量化合金业务将继续保持为公司的第二大业务板块，为交通运输、航空、军工等领域研发制造合金材料；对于传统的农业机械设备制造业务，除了致力于产品优化，开发高标准、高性能以及绿色、环保、节能的新型粮油设备，公司还将利用轻量化合金材料发展轻量化汽车项目以及物流装备业务。



表2 2012~2014年及2015年1~3月公司营业收入、毛利润及毛利率构成（单位：亿元、%）

类别	2015年1~3月		2014年		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	22.60	100.00	91.04	100.00	71.31	100.00	56.20	100.00
玉米深加工	14.36	63.54	64.43	70.77	59.05	82.81	46.51	82.76
机械设备制造	2.18	9.63	8.10	8.90	7.90	11.08	8.24	14.66
轻量化合金	4.68	20.69	12.32	13.53	0.53	0.74	—	—
其他	1.39	6.14	6.19	6.80	3.83	5.37	1.45	2.58
毛利润	3.43	100.00	14.55	100.00	12.89	100.00	11.18	100.00
玉米深加工	2.18	63.46	10.06	69.14	9.75	75.64	8.39	75.04
机械设备制造	0.46	13.31	1.57	10.79	1.56	12.10	1.61	14.41
轻量化合金	0.58	16.98	1.22	8.38	0.04	0.31	—	—
其他	0.21	6.24	1.70	11.68	1.54	11.95	1.18	10.55
毛利率	15.18		15.98		18.07		19.90	
玉米深加工	15.18		15.61		16.50		18.05	
机械设备制造	21.10		19.38		19.71		19.54	
轻量化合金	12.39		9.90		7.44		—	
其他	15.11		27.46		40.33		81.71	

数据来源：根据公司提供资料整理

## ● 玉米油

公司玉米油业务主要由邹平三星油脂工业有限公司（以下简称“邹平三星”）负责经营，主要从事玉米油压榨、精炼、灌装等业务。长寿花食品为邹平三星下属子公司。

表3 邹平三星主要财务指标（单位：亿元、%）

时间	期末公司持股比例	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	净利润	经营性净现金流
2015年1~3月	100.00	73.55	55.63	10.82	17.58	8.11	2.72
2014年	100.00	75.60	58.33	51.90	16.91	5.09	10.27

数据来源：根据公司提供资料整理

**公司作为国内最早进入玉米油行业的企业，积累了丰富的生产技术经验；公司玉米油精炼能力仍然居全国之首，同时注重新产品、新工艺、新技术的研发并取得了一定成果**

公司是国内最早进入玉米油行业的企业，自成立以来在玉米油的压榨、精炼等方面积累了丰富的经验，拥有一套成熟完整、领先的工艺技术，培养了大批经验丰富的技术人员。

公司仍然是国内最大的精炼玉米油生产企业，生产基地分布在山东邹平、山东惠民、内蒙古杭锦旗、内蒙古通辽、辽宁铁岭地区，拥

有 6 条胚芽压榨生产线、3 条精炼生产线、10 条灌装生产线，截至 2015 年 3 月末，公司精炼玉米油产能为 35 万吨/年。公司采用国际先进的瑞典阿法拉法优质全连续精炼设备以及连续降温快速脱蜡工艺，精炼出油率达 95%，高于行业平均水平约 3 个百分点；公司灌装车间全部实行无菌、无尘、封闭式包装，油品灌装质量得到有效保障。公司在杭州桐庐、广州地区还将分别建设年产 10 万吨的精炼、灌装生产线，其中，杭州桐庐的精炼灌装生产基地已于 2015 年 1 月投产，广州生产线预计于 2016 年 1 月份开工建设。杭州与广州生产线具有精炼、灌装能力，可以直接对毛油进行深加工，主要负责南方地区市场的供应，加之其地理位置适合水上运输毛油，能节约 1,000 元/吨左右的生产成本。

**表 4 2012~2014 年及 2015 年 1~3 月公司精炼玉米油产量情况（单位：万吨）**

项目	2015年1~3月	2014年	2013年	2012年
小包装	4.84	19.86	18.71	17.35
散装	3.83	14.96	15.90	11.92
合计	8.67	34.82	34.61	29.27

数据来源：根据公司提供资料整理

公司注重新产品、新工艺、新技术的研究开发，先后取得各类专利 89 余项。公司独创“全连续法常温快速冷冻脱蜡”生产工艺专利技术，冷冻试验指标长达 50 小时以上，远远大于国家标准，在同行业中处于领先水平，填补了国内技术空白。在产品研发方面，公司研究的植物甾醇玉米油获评“健”字号食品；新开发的共轭亚油酸玉米油、DHA 玉米油、金胚至尊玉米油已成功上市；“长寿花”风味玉米油系列产品也已研发成功，未来玉米油板块产品线将得到进一步扩充。另外，公司 10 万吨精炼稻米油项目于 2014 年 11 月中旬投产，作为新型营养性植物油，未来将成为公司收入和利润的有利补充。

**公司地处我国玉米主产区，玉米胚芽有较好保障，2014 年以来玉米胚芽采购价格继续下滑；粮油机械板块下游主要客户玉米深加工企业同时也是玉米胚芽的供应商，因此公司与原料供应商保持了较为深入的合作关系**

公司玉米油生产的主要原料为玉米胚芽，主要从玉米深加工企业直接采购。2014 年以来，公司玉米胚芽采购量保持增长，受玉米价格变动影响，玉米胚芽采购价格继续下滑。

**表 5 2012~2014 年及 2015 年 1~3 月公司玉米胚芽采购情况（单位：万吨、元/吨）**

玉米胚芽	2015年1~3月	2014年	2013年	2012年
采购量	25.62	86.56	75.52	53.39
平均采购价	3,056	3,145	3,449	3,756

数据来源：根据公司提供资料整理

公司位于我国第二大玉米主产区山东省，玉米种植面积和产量分

别占全国的10%和12%左右。同时，山东省也是玉米深加工大省，地区内玉米加工企业较多。此外，为满足加工量需求，公司也从周边省市各生产厂家采购，省外的主要供应商分布在安徽省、河北省、东北三省及内蒙古自治区等。

**表6 2012~2014年及2015年1~3月公司玉米胚芽采购区域情况（单位：万吨）**

玉米胚芽	2015年1~3月	2014年	2013年	2012年
省内采购量	11.16	33.34	28.86	21.62
省外采购量	14.46	53.22	46.66	31.77

数据来源：根据公司提供资料整理

玉米胚芽在我国早期只是作为玉米深加工企业的废料，大多数被作为饲料使用，利用价值较低。公司从1997年进入玉米油行业，提升了玉米胚芽的价值，为供应商带来了新的利益前景，从而与各供应商建立了良好的合作关系。此外，公司机械制造业务发展得比较成熟，是公司重要的收入和利润来源。其中，公司生产的粮油机械下游主要为玉米深加工企业，约有80%左右机械供给了公司玉米油上游企业——玉米胚芽供应商。因此，公司与原料供应商保持了较为深入的合作关系，一定程度上保证了原料紧缺时期的生产连续性。

**公司“长寿花”品牌小包装油销量仍然处于行业领先地位，对销售渠道的覆盖能力较强；但2014年以来公司玉米油产品价格继续下滑，导致玉米深加工板块毛利率有所降低**

公司玉米油的终端销售产品为小包装玉米油和散油两种。从小包装品牌市场来看，公司“长寿花”品牌销量保持领先，但西王、金龙鱼和福临门小包装玉米油销量增长很快，公司面临的竞争较为激烈。受食用油市场供求关系及玉米胚芽价格下降的影响，2014年以来公司玉米油产品销售价格继续下滑，从而导致2014年玉米深加工板块毛利率同比降低0.89个百分点。

**表7 2012~2014年及2015年1~3月公司玉米油销售情况**

项目	2015年1~3月	2014年	2013年	2012年
销量（万吨）	小包装	5.31	19.01	18.73
	散装	3.78	16.42	15.87
产销率（%）	小包装	109.65	95.72	100.11
	散装	98.69	96.82	99.81
平均销售价格（元/吨）	小包装	10,421	10,528	12,377
	散装	7,121	7,264	8,188

数据来源：根据公司提供资料整理

公司对销售渠道的覆盖能力较强，山东、北京、南方各省市是比较成熟的销售市场。小包装产品销售模式分为直销和经销两种，下游主要为超市、各地办事处及经销商；散油的销售渠道一般为大型粮油

生产厂商，如中粮集团等大型食用油品牌企业。公司有完善的经销商激励和淘汰制度，每个销售区域严格控制经销商的数量，注重经销商质量，以保证产品经销渠道的畅通。2014年，公司玉米油前五大销售客户销售额合计2.39亿元，客户较为分散，销售集中度不高。

### ● 轻量化合金材料

2013年，公司新增了轻量化合金材料的制造业务板块，子公司山东裕航特种合金装备有限公司（以下简称“裕航合金”）负责运营。

**表8 裕航合金主要财务指标（单位：亿元、%）**

时间	期末公司持股比例	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	净利润	经营性净现金流
2015年1~3月	100.00	14.20	83.79	4.68	12.53	0.38	1.12
2014年	100.00	14.58	86.84	12.37	10.30	0.92	1.95

数据来源：根据公司提供资料整理

### 2014年以来公司轻量化合金业务快速发展，形成收入的有力补充并促进公司整体竞争实力进一步提高

公司合金材料项目计划总投资为17.12亿元，分两期投入，第一期产能5万吨，已于2013年11月末完工投产，实际投资额9.30亿元，第二期产能3万吨，于2015年3月开始建设，预计2015年10月投产。合金产品为包括铝合金型材及锌合金型材在内的多规格轻量化合金材料（宽度范围为250~850mm），主要用于动车及运输车辆车体生产以及满足高档节能型建筑型材需求。在资质认证方面，裕航合金已通过了国际铁路行业标准认证和船舶设计资质认证。

**表9 2013~2014年及2015年1~3月公司轻量化合金业务收入及毛利率（单位：亿元、%）**

类别	2015年1~3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	4.68	100.00	12.32	100.00	0.53	100.00
型材	1.24	26.50	3.35	27.19	0.20	37.74
棒材	0.38	8.12	0.55	4.46	0.07	13.21
管材	0.88	18.80	1.28	10.39	0.05	9.43
半成品	2.18	46.58	7.14	57.95	0.21	39.62
毛利率	12.39		9.90		7.44	
型材	21.71		19.46		10.00	
棒材	13.27		10.60		14.29	
管材	24.48		19.93		20.00	
半成品	2.18		3.59		0.00 <sup>1</sup>	

数据来源：根据公司提供资料整理

<sup>1</sup> 2013年为试车阶段，投入成本计入在建工程，没有单独核算半成品成本，销售时按售价结转成本。

随着轻量化合金第一期项目产能的释放，公司轻量化合金材料板块的收入快速增长，2014年和2015年1~3月，轻量化合金产量分别为3.63万吨和1.17万吨，收入分别为12.32亿元和4.68亿元，毛利率也随着产能利用率的提高和运营逐渐成熟而逐步提升。轻量化合金材料的产品包括型材、棒材、管材和半成品，均是根据客户订单进行生产，其中半成品的销售收入占比最高但毛利率最低，型材的收入占比和毛利率均较高。

轻量化合金材料的原材料包括铝水、模具和添加材料等，铝水为主要原材料，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，采购合同只明确采购量，采购价格根据当年市价进行调整，一年签订一次，采取先付款后发货的采购模式。

轻量化合金材料的生产主要包括熔铸和挤压两大环节，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，再将铸锭送至挤压车间加工成型。目前，公司共有2个熔铸车间、2个挤压车间、1个均质车间和1个锯切车间；在技术研究方面，公司取得型材专利4项，组合插接机构专利1项。销售方面，公司采取以销定产的销售模式，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，2014年公司轻量化合金前五大客户销售额占总销售额的比重为46.32%。

表10 2014年公司轻量化合金前五大销售客户情况（单位：万吨、万元、%）

序号	客户名称	销售量	销售额	占总销售额比例
1	临沂经济开发区永德物资有限公司	2.12	26,000	21.11
2	临朐博翔金属商贸有限公司	1.11	13,089	10.63
3	天津益昌电气设备有限公司	0.45	7,414	6.02
4	上海友升铝业有限公司	0.42	6,334	5.14
5	上海华科国际贸易有限公司	0.35	4,207	3.42
合计		4.46	57,044	46.32

数据来源：根据公司提供资料整理

## ● 机械设备制造

公司机械制造业务经营主体为山东三星机械制造有限公司（以下简称“三星机械”）和邹平三星钢结构有限公司（以下简称“三星钢结构”）。三星机械主要从事粮油加工设备的生产，同时拥有压力容器及压力管道设计、制造及安装资质；三星钢结构主要从事钢结构产品的设计、制作和安装。



表 11 公司机械设备制造板块经营主体主要财务指标（单位：亿元、%）

时间	企业名称	期末公司持股比例	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	净利润	经营性净现金流
2015年1~3月	三星机械	100.00	13.61	54.23	2.02	21.68	0.24	0.80
	三星钢结构	100.00	1.93	68.96	0.16	15.49	0.02	-0.01
2014年	三星机械	100.00	13.08	54.18	7.46	20.52	0.71	0.11
	三星钢结构	100.00	3.98	85.42	0.66	17.60	0.07	0.03

数据来源：根据公司提供资料整理

**公司是玉米深加工设备生产行业中的龙头企业，2014年以来机械设备制造板块平稳发展**

公司于1989年开始制造粮油机械设备，是玉米深加工设备生产行业中的龙头企业，主打品牌为“星宇牌”。公司拥有一、二、三类压力容器及管道设计制造安装资质，可生产各类反应容器及储存容器，广泛应用于化工、煤炭、饲料、食品等行业。2014年，公司机械制造业务板块收入同比增长2.53%，毛利率基本保持稳定。由于风电设备市场不景气，公司已于2013年退出了风电塔筒的生产业务。

表 12 2012~2014年及2015年1~3月公司机械设备制造业收入及毛利率（单位：亿元、%）

类别	2015年1~3月		2014年		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	2.18	100.00	8.10	100.00	7.90	100.00	8.24	100.00
粮油机械	2.02	92.66	7.44	91.85	7.23	91.52	5.88	71.36
风电塔筒	-	-	-	-	-	-	1.42	17.23
钢结构制品	0.16	7.34	0.66	8.15	0.67	8.48	0.94	11.41
毛利率	21.10		19.38		19.71		19.54	
粮油机械	21.44		20.25		19.77		19.00	
风电塔筒	-		-		-		19.48	
钢结构制品	15.23		17.37		19.05		21.09	

数据来源：根据公司提供资料整理

公司机械设备采取以销定产模式经营，下游客户以国内大型玉米深加工企业为主，与山东西王集团、阜丰集团有限公司、大宗集团有限公司、秦皇岛骊骅集团有限公司等知名企业有着长期的合作关系，在国内粮油机械设备领域保持较高的市场占有率。

未来公司将着力开发各类反应容器及储存容器，如冷凝器、反应釜、蒸发器等，并且高性能、绿色环保和节能将是粮油机械的发展方向，为此，公司将结合已有的工艺流程技术和节能环保的特征，研发适应新形势的产品，具有广阔的市场前景。此外，公司已经启动轻量化汽车项目，主要产品为油罐车、厢式货车、洒水车等轻量化公路物流车辆以及其他易燃防爆专用运输车辆。目前，公司已与中集国际物

流有限公司、神州航天软件（济南）有限公司合资成立中集物流装备有限公司，公司在物流装备领域的产业链延伸将成为新的利润增长点。

## 公司治理与管理

截至 2015 年 3 月末，公司注册资本为 5 亿元，股东人数为 9 人，其中王明峰为公司董事长及法人代表，王明星为公司总经理，王明亮为公司副董事长，三人为一致行动人，持股比例合计为 73.60%，为公司的实际控制人。公司严格按照《公司法》及相关法律法规要求开展公司治理工作，已经形成了权责分明、科学决策、协调运作的法人治理结构，股东会、董事会、监事会各尽其责，运作规范。

公司未来将发展三大产业，即“长寿花”玉米油品牌产业、传统粮油机械加工产业及新型材料产业。在玉米油领域，主要通过管理改善和技术进步，扩大品牌影响力，使“长寿花”品牌成为行业中的主导，同时继续开发其他高端健康油脂产品；在粮油机械制造领域，公司将继续各个高等院校合作，引进国外先进工艺和技术，将新技术、新工艺和绿色、环保、节能的新理念与自身产品结合，继续提升“星宇”品牌的市场占有率，另一方面加大对轻量化汽车项目的投入，目前企业已经获得工信部汽车行业资质备案，主要产品为油罐车、厢式货车、洒水车等，四种车型已经通过公示并正式投产。在新型材料产业领域，公司将发挥成本和技术优势，依托于与中集国际物流有限公司、神舟航天软件技术（济南）有限公司合作，继续拓展公司产品在高铁厢体材料和航空航天材料方面的应用，并扩张产能至 10 万吨/年。

公司是国内最早进入玉米油生产行业的企业，也是国内最大的精炼玉米油生产商，“长寿花”品牌拥有较高的知名度。公司玉米油产能规模、生产设备及工艺水平均处于行业领先地位，并致力于健康油品的研发，不断进行玉米油产品线的扩充。公司拥有较强的销售渠道覆盖能力，与全国 156 家大中型商超及 1,047 家经销商建立了长期的合作关系。受益于品牌知名度及通畅的销售渠道，小包装玉米油产品销量保持行业领先，为公司盈利能力的稳定性提供了有力保障；公司粮油机械制造业务较为稳定，是公司收入及利润的有益补充，同时公司粮油机械下游客户大部分为玉米胚芽的供应商，与上游合作关系的进一步加深有利于提升公司对原材料的控制能力；合金材料新项目发展迅速，具有广阔的发展前景。综合分析，公司抗风险能力很强。

## 财务分析

公司提供了 2014 年和 2015 年 1~3 月的财务报表，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）北京分所对公司 2014 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2015 年 1~3 月的财务报表未经审计。



## 资产质量

### 2014年以来，公司资产规模继续保持增长且流动资产占比仍较高；应收账款和存货周转效率小幅波动

2014年以来，公司资产规模继续保持增长，仍以流动资产为主，2015年3月末资产总额为119.64亿元，流动资产占比58.16%。

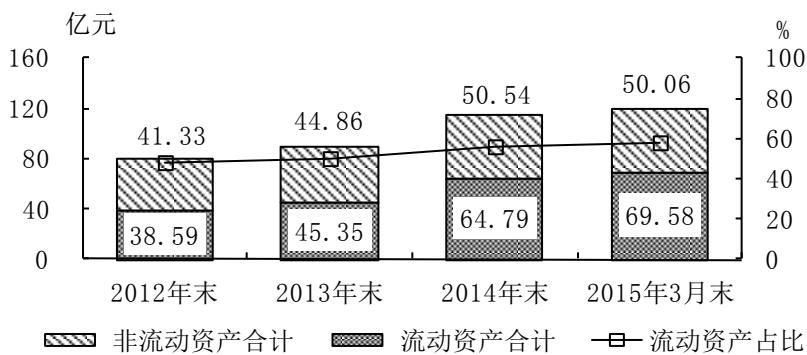


图1 2012~2014年末及2015年3月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由货币资金、存货、应收账款、其他应收款和预付款项等构成。2014年末，公司货币资金为28.91亿元，其中银行存款19.20亿元，同比增长59.39%，银行承兑汇票保证金和定期存单等受限货币资金为9.45亿元；存货为12.83亿元，主要是玉米胚芽、钢材等原材料及玉米油和粮油机械设备等产品，同比增长17.91%，存货均未计提跌价准备；应收账款为7.27亿元，同比增长30.73%，账龄在1年以内的占比96.48%，已计提坏账准备0.05亿元，前五大应收账款客户分别是北京物美商业集团股份有限公司、康成投资（中国）有限公司、青岛润泰事业有限公司沈阳分公司、永辉物流有限公司、苏果超市有限公司，合计1.17亿元，占比15.95%，集中度仍然较低；其他应收款为6.86亿元，为公司与非关联方往来款，一年以内其他应收款占比86.89%，主要为应收邹平星宇纺织有限公司的暂借款3.25亿元；预付款项为4.80亿元，同比增长62.36%，主要是预付原材料款。

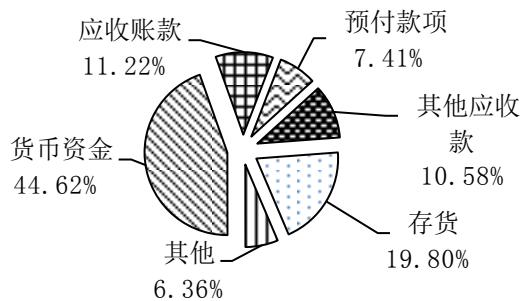


图2 2014年末公司流动资产构成



2015年3月末，公司货币资金余额为31.36亿元，较2014年末增长8.47%；存货为13.72亿元，较2013年末增长6.93%；应收账款和其他应收款分别为7.36亿元和6.56亿元，较2013年末变动不大；预付款项5.85亿元，比2013年末增长21.87%。

公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和在建工程构成。2014年末，固定资产为36.47亿元，同比增长16.18%，主要是合金项目二期挤压车间建设和挤压机器设备安装由在建工程转入固定资产；无形资产为7.71亿元，主要是土地使用权和软件，同比变动不大；在建工程为5.21亿元，在建项目主要为挤压机设备安装、米糠油生产车间、集团二号住宅楼等，同比变动不大。2015年3月末，公司固定资产为35.85亿元，无形资产为7.55亿元，在建工程为5.46亿元，变动不大。

从公司资产的运营效率来看，2014年及2015年1~3月，公司应收账款周转天数分别为25.37天和29.14天，存货周转天数分别为55.79天和62.33天，存货和应收账款周转效率小幅波动。

公司受限资产为银行承兑汇票保证金、质押存单及用于抵押和质押的房产与土地使用权，截至2015年3月末，受限资产账面价值共18.60亿元，占总资产的15.54%，其中银行承兑汇票保证金和质押定期存单共8.73亿元，房产和土地使用权共9.87亿元。

预计未来1~2年，随着稻米油和合金项目投资的增加，公司资产规模将继续增长。

## 资本结构

**2014年以来，公司负债规模大幅上升，仍以流动负债为主，有息债务在总负债中占比较高且主要为短期有息债务；公司对外担保比率仍然较高，存在一定或有风险**

为支撑公司业务板块扩展，2014年以来公司负债规模大幅上升，仍以流动负债为主。2015年3月末，公司负债总额为58.40亿元，流动负债占比84.33%。

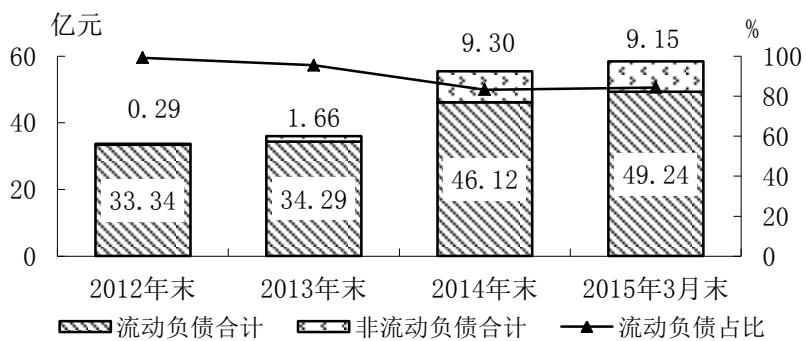
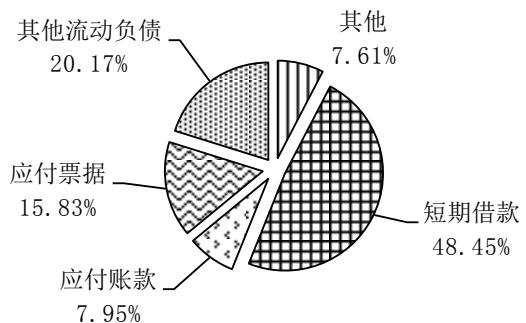


图3 2012~2014年末及2015年3月末公司负债构成

公司流动负债主要由短期借款、其他流动负债、应付票据和应付账款等构成。2014年末，短期借款为22.34亿元，其中保证借款16.88

亿元，其余为质押借款，同比增长 38.40%；其他流动负债为 9.30 亿元，同比增加 5.60 亿元，为 2014 年 1 月和 5 月分别发行的金额为 1.60 亿元和 2.70 亿元的非公开定向债务融资工具以及 2014 年 9 月发行的 5.00 亿元短期融资券，同时 2013 年发行的 3.70 亿元非公开定向债务融资工具到期兑付；应付票据为 7.30 亿元，同比降低 21.20%；应付账款为 3.67 亿元，主要为应付上游供应商货款，同比增长 25.06%。



**图 4 2014 年末公司流动负债构成**

2015 年 3 月末，公司短期借款为 20.92 亿元，较 2014 年末减少 1.43 亿元；其他流动负债 12.70 亿元，较 2014 年末增加 3.40 亿元，公司 2015 年 1 月偿还了到期的 1.6 亿元非公开定向债务融资工具，并于 2 月发行 5 亿元非公开定向债务融资工具；应付票据 7.67 亿元，变化不大；应付账款 4.94 亿元，较 2014 年末增长 34.80%，应付上游供应商货款进一步增加。

公司非流动负债为应付债券和长期借款。2014 年末，公司应付债券为 6.00 亿元，为 2014 年 9 月发行的 3 亿元的企业债及 2014 年 11 月发行的 3 亿元的中期票据；长期借款为 3.30 亿元，同比增长 99.42%。2015 年 3 月末，应付债券没有变动，长期借款为 3.15 亿元，变动不大。

2014 年以来，公司有息债务总额增长较快，在总负债中的占比在 90% 左右，仍然以短期有息债务为主，但通过发行企业债、中期票据和新增长期借款，公司长期有息债务大幅提高，债务期限结构有所改善。

**表 13 2012~2014 年末及 2015 年 3 月末公司有息债务构成 (单位: 亿元、%)**

项目	2015 年 3 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
短期有息债务	43.43	41.09	29.73	28.63
长期有息债务	9.15	9.30	1.65	0.29
总有息债务	52.58	50.39	31.38	28.92
总有息债务/总负债	90.05	90.93	87.31	85.98

资料来源：根据公司提供资料整理

2014 年末及 2015 年 3 月末，公司所有者权益分别为 59.91 亿元和 61.25 亿元，主要是未分配利润逐年增长；实收资本和资本公积没有变化；未分配利润分别为 26.32 亿元和 27.37 亿元。

截至 2015 年 3 月末，公司对外担保金额为 7.81 亿元，担保比率为 12.75%。公司对外担保较为分散，被担保企业大部分为私营企业，担保方式均为连带责任保证，担保类型主要有贷款担保、商票担保、信用证、国内证、保理等，且均未设置反担保，存在一定或有风险。

**表 14 截至 2015 年 3 月末公司对外担保情况(单位：万元)**

被担保企业	企业性质	担保方式	担保总额	是否逾期	是否互保
恩贝集团有限公司	民营	连带责任保证	16,000	否	否
山东广富集团有限公司	民营	连带责任保证	11,063	否	是
淄博宝进进出口有限公司	民营	连带责任保证	9,050	否	是
山东富华化工有限责任公司	民营	连带责任保证	8,500	否	是
山东华义玉米科技有限公司	民营	连带责任保证	7,500	否	是
邹平县中医院	事业	连带责任保证	5,000	否	否
山东传洋金属磨料有限公司	民营	连带责任保证	5,000	否	是
山东富凯不锈钢有限公司	民营	连带责任保证	5,000	否	是
山东金川科技有限公司	民营	连带责任保证	3,500	否	是
山东邹平建筑集团有限公司	国有	连带责任保证	3,000	否	否
邹平县广播电视台	民营	连带责任保证	2,500	否	否
邹平县青龙山废旧综合利用有限公司	民营	连带责任保证	2,000	否	否
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>78,113</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

由于负债规模大幅上升，2014 年以来公司资产负债率有较大幅度的提高，但仍保持在较适中水平；2014 年以来，长期资产适合率逐年提高，资本对长期资产的覆盖率较好；由于流动资产增长较快，流动资产对流动负债的覆盖程度逐年提升。

**表 15 2012~2014 年末及 2015 年 3 月末公司部分偿债财务指标(单位：%、倍)**

指标	2015 年 3 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
资产负债率	48.81	48.05	39.84	42.08
长期资产适合率	140.62	136.94	124.66	112.69
流动比率	1.41	1.40	1.32	1.16
速动比率	1.13	1.13	1.01	0.93

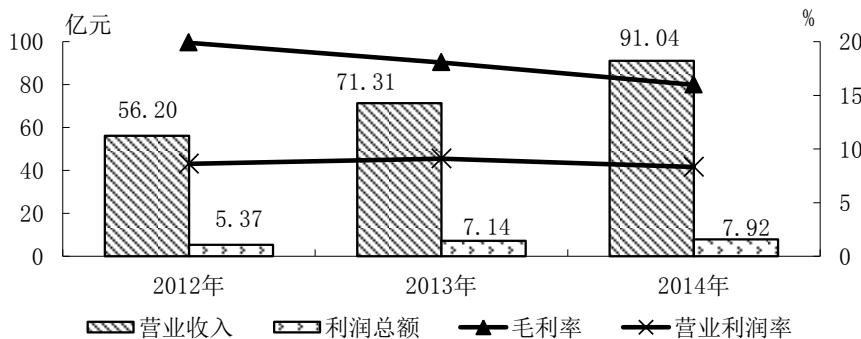
预计未来 1~2 年，随着经营规模扩大，公司负债水平将继续增加。

### 盈利能力

**2014 年以来，轻量化合金项目投产带动公司营业收入和利润总额保持增长，总资产报酬率和净资产收益率保持较好水平**

2014 年，由于轻量化合金项目投产，公司营业收入同比增长 27.66%；但由于合金项目产能尚未充分利用，板块毛利率仍相对较低，

影响公司毛利率同比降低 2.09 个百分点。



**图 5 2012~2014 年公司盈利情况**

2014 年，公司期间费用规模升高，但占营业收入的比重下降，其中管理费用和财务费用均有所增加，销售费用则同比下降 17.72%。

**表 16 2012~2014 年及 2015 年 1~3 月公司期间费用情况 (单位: 亿元、%)**

期间费用	2015 年 1~3 月	2014 年	2013 年	2012 年
销售费用	0.62	3.11	3.78	3.30
管理费用	0.43	1.82	1.56	1.70
财务费用	0.54	1.91	1.24	1.16
期间费用合计	1.59	6.84	6.58	6.16
期间费用率	7.03	7.51	9.23	10.98

2014 年，公司营业外收入为 0.33 亿元，同比减少 0.34 亿元，其中政府补助 0.26 亿元，主要为财政扶持资金；利润总额和净利润分别为 7.92 亿元和 6.05 亿元，同比分别增长 10.79% 和 6.36%；总资产报酬率和净资产收益率分别为 9.60% 和 10.09%。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 22.60 亿元，同比增长 13.25%；毛利率为 15.18%，同比下降 0.66 个百分点；利润总额 1.84 亿元，同比增长 5.78%；净利润 1.35 亿元，同比增长 1.86%；总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.06% 和 2.20%。

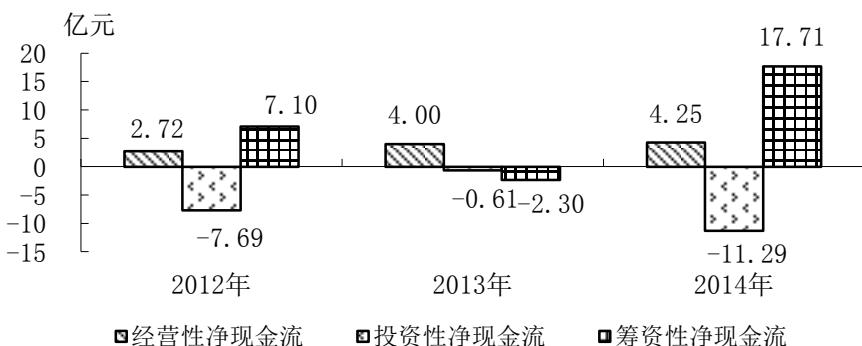
总体看来，公司主营业务快速发展，收入及利润水平持续增长。预计未来 1~2 年，公司小包装玉米油品牌的经营策略将得以延续，合金材料新项目继续保持公司第二大收入来源，机械制造业务将加大轻量化汽车项目的投入并充分发挥与合金板块的协同效应。

## 现金流

**2014 年以来，公司经营性净现金流保持增长，对债务和利息仍具有一定的保障能力；随着公司新项目的推进，投资性现金流呈现较大净流出，筹资性净现金流相应大幅增加，未来仍有一定的融资需求**

2014 年，随着净利润的增加，公司经营性净现金流保持增长，对

债务和利息仍具有一定的保障能力，同期公司现金回笼率为 106.65%；由于支付了前期裕航合金一期项目建设款项以及杭州桐庐项目、职工宿舍二期和稻米油项目建设投入，投资性现金净流出额同比大幅增加；为了支撑逐渐增长的投资规模，公司筹资性现金流表现为较大净入，在融资渠道方面，除了传统的银行贷款，公司还于公开和非公开债券市场上发行了多期债券。



**图 6 2012~2014 年公司现金流情况**

2015 年 1~3 月，公司经营性净现金流为 2.01 亿元，同比增长 82.41%；投资性净现金流为 -0.65 亿元，同比变化不大；筹资性净现金流为 1.10 亿元，同比减少 8.87 亿元。

截至 2015 年 3 月末，公司在建工程总投资额 5.30 亿元，累计投资 4.58 亿元，随着公司轻量化合金项目二期以及轻量化汽车项目的推进，未来仍有一定的投融资需求。

### 偿债能力

由于债务规模增长较快，公司经营性净现金流对债务的保障程度有所波动，EBIT 利息保障倍数较为稳定。

**表 17 2012~2014 年及 2015 年 1~3 月公司部分偿债指标 (单位: %、倍)**

偿债指标	2015 年 1~3 月	2014 年	2013 年	2012 年
经营性净现金流/流动负债	4.21	10.58	11.84	8.66
经营性净现金流/总负债	3.52	9.31	11.51	8.37
经营性净现金流利息保障倍数	3.43	1.35	1.43	1.43
EBIT 利息保障倍数	4.16	3.51	3.55	3.58
EBITDA 利息保障倍数	-	4.42	4.64	4.76

随着公司小包装玉米油的推广、机械设备制造业务的调整以及轻量化合金项目投产，公司营业收入及利润逐年增长，为债务的偿债提供了有力保障；资本结构方面，公司资产负债率 2014 年以来有较大幅度的提高，但仍处于 50% 以下，流动负债在总负债中占比较高，流动比率及速动比率逐年提升，流动资产能够完全覆盖流动负债；截至 2015

年3月末，公司对外担保金额为7.81亿元，担保比率为12.75%，被担保企业较为分散，但由于担保总额较大，需要关注担保风险。综合分析，公司偿还债务的能力很强。

## 债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至2015年2月2日，公司本部未曾发生过信贷违约事件。截至本报告出具日，公司在债券市场发行的各类债务融资工具到期本息均按期偿还。

## 担保分析

三星集团以其及下属子公司合法拥有的房屋建筑物和土地使用权作为抵押资产，为“14鲁三星债01”还本付息提供抵押担保。

### 房屋建筑物和土地使用权抵押

**由公司及下属子公司合法拥有的价值6.61亿元的房屋建筑物和土地使用权为“14鲁三星债01”提供抵押担保，仍具有一定的增信作用**

公司以其及下属子公司合法拥有的房地产（包括54项房屋建筑物和5宗土地使用权）为“14鲁三星债01”的还本付息提供抵押担保，抵押权人为“14鲁三星债01”全体持有人。

根据北京国融兴华资产评估有限责任公司出具的《资产评估报告书》（国融兴华评报字【2014】第010186号），抵押资产评估价值为6.61亿元，其中房屋建筑物2.90亿元，土地使用权3.71亿元（评估基准日为2014年3月31日）。公司抵押资产中，房屋建筑物的账面价值占比为51.94%。

本次纳入评估的房产建筑物有54项，建筑面积为8.53万平方米，主要包括办公楼、工业厂房、宿舍和相应的配套建筑物，均办理了房屋所有权证，使用情况正常。

**表18 “14鲁三星债01”抵押资产情况（单位：平方米、万元）**

项目名称	数量	建筑面积	账面价值	评估价值
房屋建筑物	54处	85,325.24	28,893.84	28,965.53
土地使用权	5宗	625,075.43	26,734.59	37,126.13
合计	-	710,400.67	55,628.43	66,091.66

数据来源：根据公司提供资料整理

土地分布在山东省邹平县韩店镇、韩店镇工业园、山东省惠民县经济园区和内蒙古鄂尔多斯杭锦旗巴拉贡镇110国道南等处，评估价值为3.71亿元。

**表19 “14鲁三星债01”抵押土地明细（单位：平方米、万元）**

序号	权证编号	使用权人	面积	评估价
1	惠国用(2012)第96号	山东三星集团有限公司	130,704.00	6,150.93
2	杭国用(2007)第4020502030号	内蒙古三星粮油工业有限公司	360,255.13	6,758.39
3	邹国用(2012)第1001107号	山东三星集团有限公司	53,499.00	3,096.26
4	邹国用(2007)第100165号	邹平县三星油脂工业有限公司	47,284.00	2,673.91
5	邹国用(2012)第1001111号	山东三星置业有限公司	33,333.30	18,446.65
<b>合计</b>		—	<b>625,075.43</b>	<b>37,126.13</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

“14 鲁三星债 01”实际发行利率为 9.00%，抵押资产价值与“14 鲁三星债 01”未偿还本金及其一年利息之和的比率为 2.02 倍。

公司与中信银行股份有限公司青岛分行签订了《山东三星集团有限公司公司债券抵押资产监管协议》，中信银行股份有限公司青岛分行为抵押资产的债权代理人及抵押权代理人，并且三星集团声明：为“14 鲁三星债 01”提供担保的抵押资产全部为公司合法拥有的房屋建筑物和土地使用权，该抵押资产不存在任何权利方面的争议和瑕疵。

### 1. 抵押资产价值的评估

在“14 鲁三星债 01”存续期间，三星集团应聘请经中信银行股份有限公司青岛分行认可的具备国家认可评估资质的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。年度评估报告的基准日期应为“14 鲁三星债 01”当年的付息日。年度评估报告的出具时间应不迟于“14 鲁三星债 01”当年付息日后的三十个工作日。

在“14 鲁三星债 01”存续期间，“14 鲁三星债 01”受托管理人有合理的理由认为需要对抵押资产的价值进行重新评估的，三星集团应当应聘请经中信银行股份有限公司青岛分行认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告。下列情形可以构成合理的理由：抵押资产已经发生重大毁损；抵押资产市场行情发生显著贬值；其他可能导致抵押资产价值发生显著贬值的情形。

在三星集团按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告后或应聘请经“14 鲁三星债 01”受托管理人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告后，监管人应在两个工作日内重新计算抵押比率。

### 2. 抵押资产的追加

当抵押资产价值下降并导致抵押比率低于 2.0 倍时，中信银行股份有限公司青岛分行应在三个工作日内制作《追加抵押资产通知书》，加盖公章后送达三星集团。追加抵押资产前，三星集团应向中信银行股份有限公司青岛分行提出《抵押资产评估申请》并应聘请具有相应资质的资产评估机构为追加的抵押资产进行价值评估。完成后，经中信银行股份有限公司青岛分行同意，三星集团应尽快办理抵押登记，并

提前三日通知中信银行股份有限公司青岛分行授权经办人员参加。

### 3. 抵押资产的释放和置换

本期债券足额还本付息后，所有抵押资产经法定解除程序解除抵押登记后释放。当经评估后的抵押资产总价值超过“14鲁三星债01”未偿还本金数额的2.2倍时，三星集团有权申请抵押资产进行增值释放，即对超过2.2倍部分的资产进行释放。三星集团还可根据需要向中信银行股份有限公司青岛分行申请对抵押资产进行置换，拟用于置换的资产价值应不低于置出的原抵押资产的价值。

总体而言，“14鲁三星债01”抵押资产对债券发行规模的覆盖较好，通过设置追加抵押资产及日常监管等相关安排，对“14鲁三星债01”仍具有一定的增信作用。

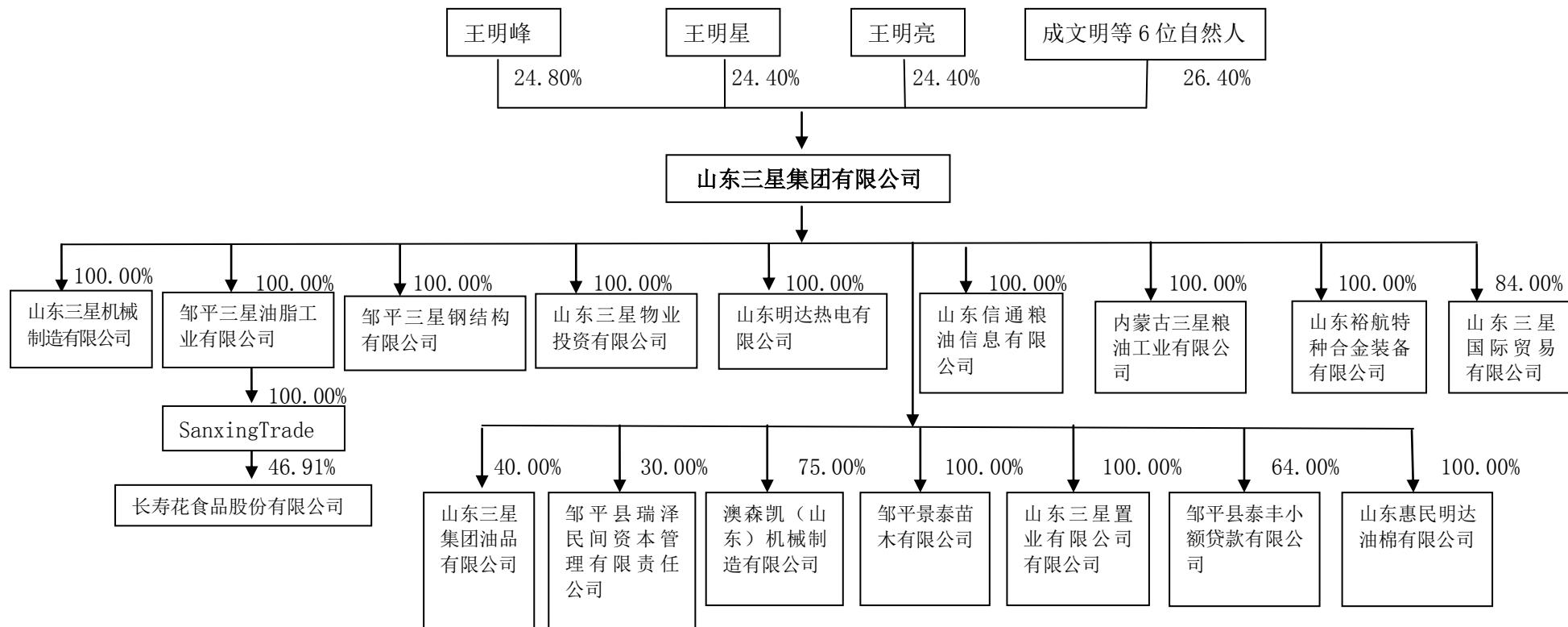
## 结论

三星集团主要从事玉米油、轻量化合金和机械设备的生产和销售等业务，玉米油是公司最主要的收入和利润来源。公司是国内最早从事玉米油加工的企业，目前玉米油产能规模、品牌和市场占有率均保持国内领先地位；机械设备制造板块进行了业务结构的调整，盈利能力较为稳定；2013年末，轻量化合金材料项目一期完工投产，2014年收入超越机械制造板块，成为公司第二大业务板块，未来二期项目的投产将带动公司经营规模进一步扩大，盈利能力进一步增强。此外，公司及下属子公司以合法拥有的房屋建筑物和土地使用权为“14鲁三星债01”提供抵押担保，仍具有一定的增信作用。

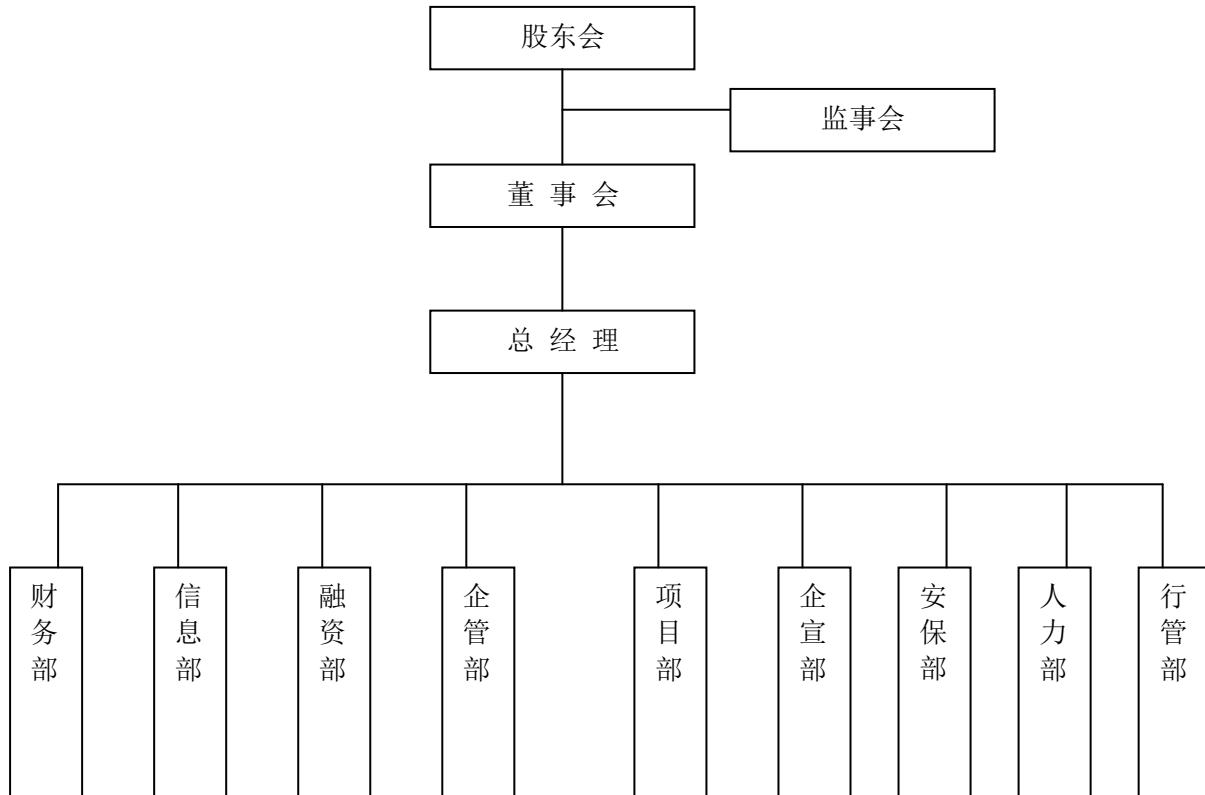
综合分析，大公对公司“14鲁三星债01”信用等级调整为AA+，主体信用等级调整为AA，评级展望维持稳定。

附件 1

截至 2015 年 3 月末山东三星集团有限公司股权结构图



## 附件 2 截至 2015 年 3 月末山东三星集团有限公司组织结构图



## 附件 3

## 山东三星集团有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2015 年 3 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
<b>资产类</b>				
货币资金	313,566	289,086	181,372	170,481
应收票据	26,683	24,260	113	0
应收账款	73,627	72,703	55,613	47,986
预付款项	58,500	48,004	29,567	23,356
其他应收款	65,643	68,557	69,081	69,303
存货	137,180	128,284	108,796	74,756
流动资产合计	695,785	647,867	453,500	385,882
长期股权投资	4,234	3,934	2,034	1,834
固定资产	358,512	364,683	313,906	245,379
在建工程	54,587	52,070	54,134	84,691
无形资产	75,546	77,113	73,179	69,728
非流动资产合计	500,624	505,439	448,573	413,345
总资产	1,196,409	1,153,306	902,073	799,227
<b>占资产总额比 (%)</b>				
货币资金	26.21	25.07	20.11	21.33
应收票据	2.23	2.10	0.01	0.00
应收账款	6.15	6.30	6.17	6.00
预付款项	4.89	4.16	3.28	2.92
其他应收款	5.49	5.94	7.66	8.67
存货	11.47	11.12	12.06	9.35
流动资产合计	58.16	56.17	50.27	48.28
长期股权投资	0.35	0.34	0.23	0.23
固定资产	29.97	31.62	34.80	30.70
在建工程	4.56	4.51	6.00	10.60
无形资产	6.31	6.69	8.11	8.72
非流动资产	41.84	43.83	49.73	51.72
<b>负债类</b>				
短期借款	209,164	223,436	161,447	156,532
应付票据	76,700	73,000	92,636	48,500
应付账款	49,410	36,655	29,310	17,104
预收款项	2,236	4,174	15,642	16,942
其他应付款	4,923	4,928	4,879	4,956

## 附件 3 山东三星集团有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2015 年 3 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
<b>负债类</b>				
一年内到期的非流动负债	16,550	16,550	1,300	16,300
其他流动负债	127,000	93,000	37,000	60,000
流动负债合计	492,446	461,181	342,867	333,425
长期借款	31,509	33,004	16,550	2,850
应付债券	60,000	60,000	—	—
非流动负债合计	91,509	93,004	16,550	2,850
<b>负债合计</b>	<b>583,956</b>	<b>554,186</b>	<b>359,417</b>	<b>336,275</b>
<b>占负债总额比 (%)</b>				
短期借款	35.82	40.32	44.92	46.55
应付票据	13.13	13.17	25.77	14.42
应付账款	8.46	6.61	8.15	5.09
预收款项	0.38	0.75	4.35	5.04
其他应付款	0.84	0.89	1.36	1.47
一年内到期的非流动负债	2.83	2.99	0.36	4.85
其他流动负债	21.75	16.78	10.29	17.84
流动负债合计	84.33	83.22	95.40	99.15
长期借款	5.40	5.96	4.60	0.85
应付债券	10.27	10.83	—	—
非流动负债合计	15.67	16.78	4.60	0.85
<b>权益类</b>				
实收资本(股本)	50,000	50,000	50,000	50,000
资本公积	145,244	145,244	145,244	135,108
未分配利润	273,727	263,177	219,257	177,496
归属于母公司所有者权益	474,045	463,649	420,085	367,771
少数股东权益	138,408	135,471	122,571	95,180
所有者权益合计	612,453	599,120	542,656	462,951
<b>损益类</b>				
营业收入	225,964	910,420	713,144	561,956
营业成本	191,671	764,919	584,287	450,109
营业税金及附加	358	1,373	1,820	1,483
销售费用	6,189	31,093	37,753	33,034
管理费用	4,293	18,170	15,609	17,023

**附件 3 山东三星集团有限公司主要财务指标 (续表 2)**

单位: 万元

年 份	2015 年 3 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
损益类				
财务费用	5,405	19,091	12,441	11,624
营业利润	17,967	75,914	64,912	48,459
利润总额	18,438	79,161	71,449	53,686
所得税费用	4,950	18,689	14,594	15,208
净利润	13,487	60,472	56,855	38,478
其中: 归属于母公司股东的净利润	10,550	43,920	41,760	27,535
少数股东损益	2,937	16,553	15,095	10,943
占营业收入比 (%)				
营业成本	84.82	84.02	81.93	80.10
营业税金及附加	0.16	0.15	0.26	0.26
销售费用	2.74	3.42	5.29	5.88
管理费用	1.90	2.00	2.19	3.03
财务费用	2.39	2.10	1.74	2.07
利润总额	8.16	8.70	10.02	9.55
所得税费用	2.19	2.05	2.05	2.71
净利润	5.97	6.64	7.97	6.85
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	20,054	42,544	40,044	27,222
投资活动产生的现金流量净额	-6,548	-112,940	-6,118	-76,859
筹资活动产生的现金流量净额	11,045	177,130	-22,966	70,953
财务指标				
EBIT	24,279	110,671	99,522	68,356
EBITDA	-	139,254	130,244	91,008
总有息债务	525,847	503,919	313,812	289,138
毛利率 (%)	15.18	15.98	18.07	19.90
营业利润率 (%)	7.95	8.34	9.10	8.62
总资产报酬率 (%)	2.03	9.60	11.03	8.55
净资产收益率 (%)	2.20	10.09	10.48	8.31
资产负债率 (%)	48.81	48.05	39.84	42.08
债务资本比率 (%)	46.20	45.68	36.64	38.44
长期资产适合率 (%)	140.62	136.94	124.66	112.69
流动比率 (倍)	1.41	1.40	1.32	1.16
速动比率 (倍)	1.13	1.13	1.01	0.93
保守速动比率 (倍)	0.69	0.68	0.53	0.51

## 附件 3 山东三星集团有限公司主要财务指标（续表 3）

年 份	2015 年 3 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
存货周转天数 (天)	62.33	55.79	56.55	52.47
应收账款周转天数 (天)	29.14	25.37	26.15	27.31
经营性现金净流/流动负债 (%)	4.21	10.58	11.84	8.66
经营性现金净流/总负债 (%)	3.52	9.31	11.51	8.37
经营现金流利息保障倍数 (倍)	3.43	1.35	1.43	1.43
EBIT 利息保障倍数 (倍)	4.16	3.51	3.55	3.58
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	4.42	4.64	4.76
现金比率 (%)	63.68	62.68	52.90	51.13
现金回笼率 (%)	124.03	106.65	105.56	106.11
担保比率 (%)	12.75	13.04	18.86	22.74

## 附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = (1—营业成本/营业收入) × 100%
2. 营业利润率 (%) = 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率 (%) = EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率 (%) = 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT = 利润总额+计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT+折旧+摊销 (无形资产摊销+长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率 (%) = (所有者权益+非流动负债) / 非流动资产×100%
9. 债务资本比率 (%) = 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 = 短期有息债务+长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款+应付票据+其他流动负债(应付短期债券)+一年内到期的非流动负债+其他应付款(付息项)
12. 长期有息债务= 长期借款+应付债券+长期应付款(付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务+所有者权益
14. 流动比率 = 流动资产/流动负债
15. 速动比率 = (流动资产-存货) / 流动负债
16. 保守速动比率 = (货币资金+应收票据+交易性金融资产) / 流动负债
17. 现金比率 (%) = (货币资金+交易性金融资产) / 流动负债×100%
18. 存货周转天数<sup>2</sup>= 360 / (营业成本/年初末平均存货)
19. 应收账款周转天数<sup>3</sup>= 360 / (营业收入/年初末平均应收账款)
20. 现金回笼率 (%) = 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = EBIT/利息支出 = EBIT / (计入财务费用的利息支出+资本化利息)

<sup>2</sup> 一季度取 90 天。

<sup>3</sup> 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数 (倍) = EBITDA/利息支出 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息)
23. 经营性净现金流利息保障倍数 (倍) = 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 / (计入财务费用的利息支出+资本化利息)
24. 担保比率 (%) = 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债 (%) = 经营性现金流量净额/[ (期初流动负债+期末流动负债) /2] × 100%
26. 经营性净现金流/总负债(%)= 经营性现金流量净额/[ (期初负债总额+期末负债总额) /2] × 100%

## 附件 5

## 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

**AAA** 级：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** 级：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** 级：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** 级：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** 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

**B** 级：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** 级：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** 级：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** 级：不能偿还债务。

注：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。

**大公评级展望定义：**

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

## 附件 6 短期债券信用等级符号和定义

**A-1** 级：为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。

**A-2** 级：还本付息能力较强，安全性较高。

**A-3** 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

**B** 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险。

**C** 级：还本付息能力很低，违约风险较高。

**D** 级：不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。