

山东三星集团有限公司

2015 年公司债券信用评级报告

大公报 D【2015】0653 号

公司债券信用等级：AA

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发债主体：山东三星集团有限公司

发行规模：本次债券发行总额不超过 21 亿元（含 21 亿元），首期基础发行规模人民币 8 亿元，可超额配售不超过 3 亿元（含 3 亿元）

债券期限：5 年，第 3 年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一期支付

发行目的：调整公司债务结构、偿还公司债务以及补充流动资金

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：石慧芳 曲哲伦

联系电话：010-51087768

客服电话：4008-84-4008

传 真：010-84583355

Email：rating@dagongcredit.com

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优势，同时也反映了公司面临日趋激烈市场竞争、玉米油产品价格逐年下滑、负债规模增长较快等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很低。

预计未来 1~2 年，公司经营将保持平稳。综合来看，大公对三星集团的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 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；
- 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；
- 公司营业收入和利润总额逐年保持增长，净资产收益率和总资产报酬率处于较好水平。

主要风险/挑战

- 玉米油占居民食用油消费量比重较小，且玉米油加工企业竞争日趋激烈；
- 公司玉米油产品价格逐年下滑，导致玉米深加工板块毛利率有所降低；
- 公司轻量化合金主要原材料铝水全部由山东魏桥铝电有限公司供应，对其依赖程度较高；
- 公司负债规模增长较快，有息债务在总负债中占比较高且以短期有息债务为主。

大公国际资信评估有限公司
二〇一五年七月十日

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至本次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。



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 17 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 45 万吨、灌装小包装油 45 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。

发债情况

债券概况

本次债券是三星集团面向境内合格投资者公开发行的公司债券，本次债券发行总额不超过 21 亿元（含 21 亿元），分期发行，首期发行金额 11 亿元，发行期限为 5 年。本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。债券面值 100 元，按面值平价发行，到期日按照面值兑付。本次债券无担保。

募集资金用途

本次债券募集资金 21 亿元，拟用于调整公司债务结构、偿还公司债务以及补充流动资金。



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。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仍保持平稳。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，2014 年以来，我国经济增速有所回落，但主要指标仍在合理区间，结构调整仍稳步推进，转型升级步伐势头良好。

从经济景气度看，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，2014 年四季度以来，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、小微企业发展的优惠政策，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

● 玉米油

我国食用植物油行业产量整体保持增长但增速有所放缓，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；玉米油占居民食用油消费量比重较小，且玉米油加工企业竞争日趋激烈

全球食用油消费目前以植物油为主，前三大消费国分别是中国、印度和美国，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。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，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；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。

● 铝型材加工行业

随着我国交通运输、航空航天事业的发展以及循环经济的发展要求，铝型材作为铝材的重要组成部分，拥有广阔的市场发展前景

近年来，我国铝材行业发展迅速，铝材产量逐年增长。铝材的下游为汽车、建筑、轻工业等与宏观经济发展有较大关联度的行业，2008 年以来受全球金融危机的影响和我国经济增速放缓，铝材的增长率有较大的降幅。从 2011 年下半年开始，由于下游需求不足，企业开工率明显下降，2012 年，我国铝材产量为 3,073.31 万吨，同比增长 12.06%，增速明显放缓。2013 年，铝材产量同比增长 28.92%，增速回升。2014 年，铝材产量累计达到 4,845.8 万吨，增速 22.29%，所有放缓但仍保持在 20% 以上。

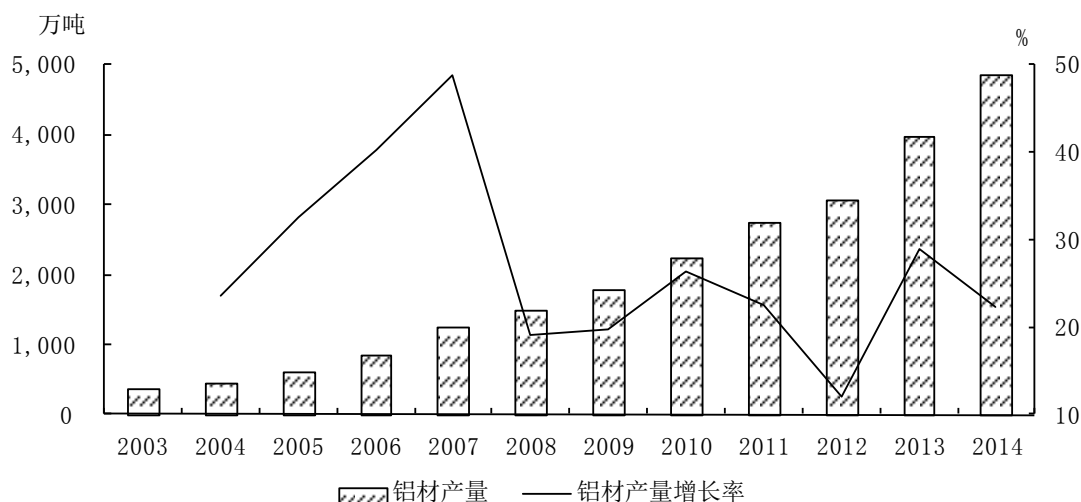


图1 2003~2014年我国铝材产量及增长率

数据来源：国家统计局

铝材的价格与原材料铝价密切相关，2014年一季度国内铝价延续2013年末的下跌走势，2014年第二季度，随着国内铝厂减产效应逐渐显现及消费回暖等因素，铝材价格随之上扬。但是2014年四季度，国内新建电解铝产能集中释放以及部分关停产能受到价格刺激陆续复产，对铝价造成下行压力。2015年以来，铝价略有恢复，铝材价格相应走高并呈现企稳态势。

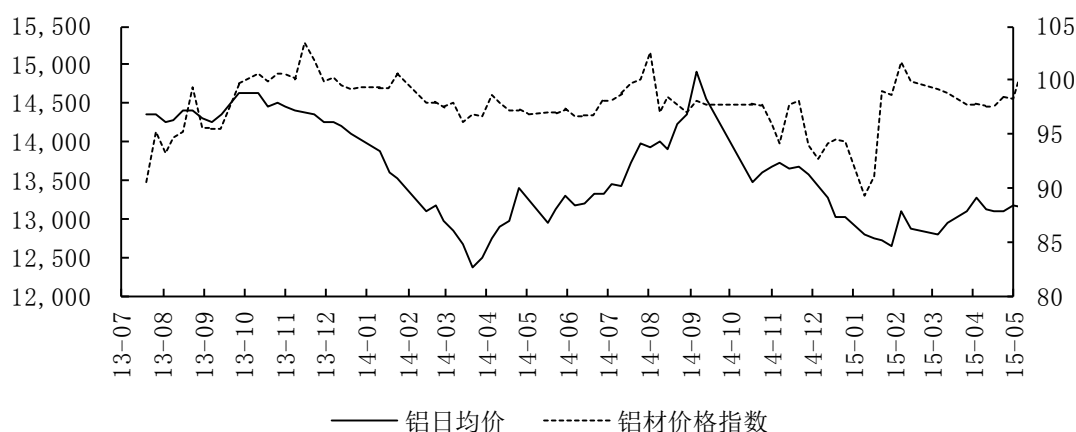


图2 2013年7月~2015年5月我国铝日均价及铝材价格指数

数据来源：Wind 资讯

铝型材作为铝材的重要组成部分，具有设计灵活、构造轻巧、材质坚硬和防腐耐磨等特点，工业铝型材在航天、交通、汽车制造、国



防等领域有着十分广泛的运用。我国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。根据《铝工业“十二五”发展专项规划》，“十二五”期间要大力发展精深加工，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；《新材料产业“十二五”发展规划》提出铝合金材料是新材料产业发展规划中的一项重点。

随着我国交通运输、航空航天事业的发展以及循环经济的发展要求，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拥有广阔的市场发展前景。

● 农业机械制造

我国是农业生产及农机出口大国，受供给过剩影响农机制造业发展增速有所放缓；我国农机产品种类繁多，农机制造企业规模普遍较小，行业集中度较低，核心技术水平及研发能力是企业竞争力的重要体现

我国是农业生产大国和农机出口大国，农业现代化生产的快速推广以及农机进出口贸易持续大规模顺差为我国农机生产提供了良好的发展环境。受农业生产装备水平提升、农机出口需求保持高位等因素拉动及我国农机购置补贴政策的支持，我国农机制造业保持快速发展。2004~2011 年我国农机工业总产值加速增长，除 2007 年增幅低于 20% 外，其他年份均达到 20% 以上。2012 年我国农机工业总产值占全球比例达到 44.8%，已经超越美国，成为农机制造第一大国。“十二五”规划到 2015 年的定量指标“农机总动力达到 10 亿千瓦”，2012 年已提前实现，2013 年已达 10.6 亿千瓦。2014 年，我国耕种收综合机械化水平达到 61% 以上，按照农机化发展初级、中级和高级三个阶段划分，60%~70% 是我国农机化发展中级阶段第三期（中级阶段的最后一个时期）。在短缺背景下发展起来的中国农机行业，在经历了 10 年的快速发展之后出现供给过剩现象。2014 年我国农机行业运行呈现出市场需求下滑，发展增速趋缓态势，拖拉机、小麦、水稻收割机和播种机等子市场出现不同程度下滑的同时，传统农机市场结束了持续多年的高速运行，转入常态化，增速趋缓成为市场的重要特征。根据工业和信息化部《农机工业发展规划（2011~2015 年）》，到 2015 年，我国年农机工业总产值将达到 4,000 亿元以上，出口贸易额达 120 亿美元，占全行业销售额的 20%。

我国农机产品种类繁多，主要包括农用动力机械、农田建设机械、土壤耕作、种植、施肥、排灌，以及农产品加工机械等众多种类产品，其中农用动力机械以及土地耕作、种植、灌溉、收割等机械等为农机市场的主要组成部分，农产品加工机械产值规模较小。

除大型企业聚集的拖拉机、收割机领域，其余农机产品制造企业数量众多且市场份额分散，品牌影响力较小。2014 年以来，随着刚性



需求走弱，农机行业竞争加剧，在农机产品技术不断升级，农机行业产品结构趋向大型化、环保化的趋势下，小型农机制造企业中少数掌握农机研发技术的企业将逐步向专业化方向发展，技术研发能力成为竞争的焦点，其余相当部分则面临被淘汰或整合的风险，市场集中度的提高成为必然。

经营与竞争

玉米油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，成为公司收入和利润的有力补充

2012 年以来，公司收入和利润规模保持增长，受玉米深加工板块毛利率降低的影响，公司综合毛利率有所降低。

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
综合毛利率	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

玉米油作为公司核心业务，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，2012 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，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且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有较大幅度的增长，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。

● 玉米深加工

公司玉米深加工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 2014 年及 2015 年 1~3 月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、辽宁铁岭和杭州桐庐地区，拥有 6 条胚芽压榨生产线、4 条精炼生产线、11 条灌装生产线，截至 2015 年 3 月末，公司精炼玉米油产能为 45 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腊”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，受玉米价格变动影响，玉米胚芽采购价格逐年下滑；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。2012 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，玉米胚芽采购价格逐年下滑。

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”品牌小包装油销量处于行业领先地位，对销售渠道的覆盖能力较强；但 2012 年以来公司玉米油产品价格逐年下滑，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，有较高的市场占有率。

表 7 小包装玉米油主要品牌销售情况（单位：万吨）

品牌名称	2015 年 1~3 月	2014 年	2013 年	2012 年
长寿花	5.31	19.01	18.73	17.30
西王	2.69	9.69	11.75	12.32
金龙鱼	2.35	9.28	15.62	8.30
福临门	2.56	9.37	14.78	6.90

数据来源：根据公司提供资料整理

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 8 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	17.30
	散装	3.78	16.42	15.87	11.90
产销率（%）	小包装	109.65	95.72	100.11	99.71
	散装	98.69	96.82	99.81	99.83
平均销售价格（元/吨）	小包装	10,421	10,528	12,377	13,290
	散装	7,121	7,264	8,188	9,195

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，占比 3.70%，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 9 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；公司轻量化合金主要原材料铝水全部由山东魏桥铝电有限公司供应，对其依赖程度较高

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 10 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 ¹
-----	------	------	-------------------

数据来源：根据公司提供资料整理

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，对其依赖程度较高，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为 5.70 亿元，占总销售额的比重为 46.32%，集中度较高。

● 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

公司从事机械设备制造业务较早，是玉米深加工设备生产行业中

¹ 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。



的龙头企业，2012 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。2012 年以来板块营业收入和毛利率较为稳定，发展较为平稳，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

产权状况与公司治理

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。

战略与管理

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，公司将继续与各个高等院校合作，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。

抗风险能力

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，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；合金材料新项目发展迅速，已经成为公司第二大收入来源，带动公司收入和利润持续增长；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。综合分析，公司抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了 2012~2014 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 2012 年财务报表进行了审计并对公司 2013~2014 年财务报表进行了连审，均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

2012 年以来，公司资产规模保持增长，以流动资产为主；应收账款和存货周转效率小幅波动

2012 年以来，公司资产规模保持增长，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%。

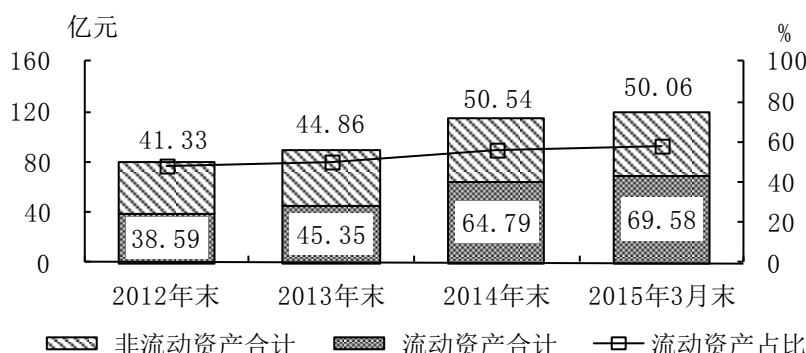


图3 2012~2014年末及2015年3月末公司资产构成情况

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。

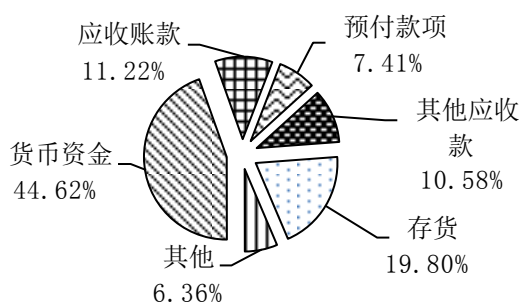


图4 2014年末公司流动资产构成

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2014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2014年末变动不大；预付款项5.85亿元，比2014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，2012~2014 年及 2015 年 1~3 月，公司应收账款周转天数分别为 27.31 天、26.15 天、25.37 天和 29.14 天，存货周转天数分别为 52.47 天、56.55 天、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

公司负债规模增长较快，流动负债占比较高，有息债务在总负债中占比较高且主要为短期有息债务

为支撑公司业务板块扩展，2012~2014 年，公司负债规模增长较快，流动负债占比较高。2015 年 3 月末，公司负债总额为 58.40 亿元，流动负债占比 84.33%。

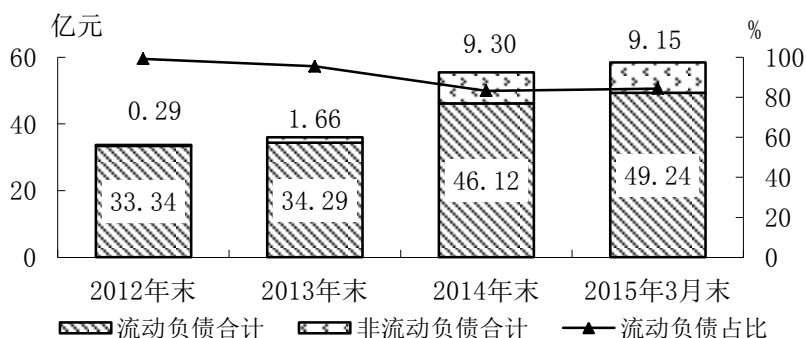


图 5 2012~2014 年末及 2015 年 3 月末公司负债构成

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%。

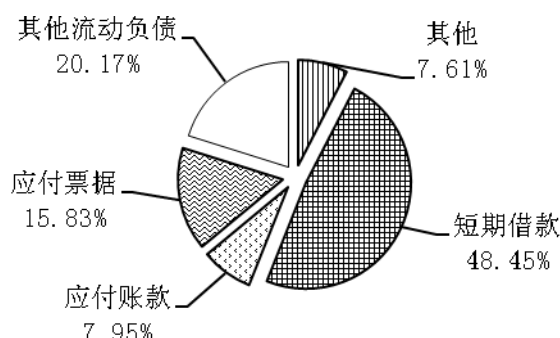


图6 2014年末公司流动负债构成

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。

2012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，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

从债务的期限结构看，82.60%的有息债务集中在一年以内，有一定集中债务偿还压力。

表14 截至2015年3月末公司有息债务期限结构（单位：万元、%）

项目	≤1年	(1,2]年	(2,3]年	>5年	合计
金额	43.43	3.15	3.00	3.00	52.58
占比	82.60	5.99	5.71	5.71	100.00

2012~2014年末及2015年3月末，公司所有者权益分别为46.30亿元、54.27亿元、59.91亿元和61.25亿元，主要是未分配利润逐年

增长；实收资本均为 5.00 亿元；资本公积分别为 13.51 亿元、14.52 亿元、14.52 亿元和 14.52 亿元，2013 年末资本公积同比增加 1.01 亿元，为子公司长寿花食品股票增发（H 股）产生股本溢价 2.08 亿元，公司按持股比例 46.91%确认享有的部分；未分配利润分别为 17.75 亿元、21.93 亿元、26.32 亿元和 27.37 亿元。

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；2012 年以来，公司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

截至 2015 年 3 月末，公司对外担保金额为 7.61 亿元，担保比率为 12.43%。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。

表 16 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	是
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	国有	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
山东金川科技发展有限公司	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
邹平县广播电视局	国有	连带责任保证	2,500	否	否
合计	-	-	76,113	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理



盈利能力

2012年以来，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

2012~2014年，公司营业收入和利润总额保持增长，玉米深加工板块营业收入年均复合增长率为17.70%。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。

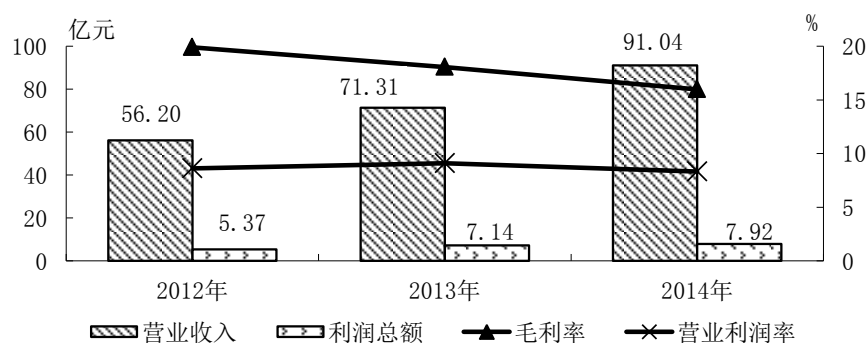


图7 2012~2014年公司盈利情况

2012年以来，公司期间费用规模升高，以销售费用为主，但期间费用占营业收入的比重下降，随着公司有息债务规模的增加，财务费用逐年增长。

表17 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

2012~2014年，公司营业外收入分别为0.54亿元、0.69亿元和0.33亿元，主要为政府补助；利润总额分别为5.37亿元、7.14亿元和7.92亿元；净利润分别为3.85亿元、5.69亿元和6.05亿元；总资产报酬率分别为8.55%、11.03%和9.60%；净资产收益率分别为8.31%、10.48%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

2012年以来，公司经营性净现金流保持增长，对债务和利息具有一定的保障能力；随着公司新项目的推进，投资性净现金流波动较大，筹资性净现金流基本与投资性需求相配比，未来仍有一定的融资需求

2012年以来，随着利润的增加，公司经营性净现金流保持增长，对债务和利息具有一定的保障能力，2012~2014年，公司现金回笼率分别为106.11%、105.56%和106.65%；2012年以来，投资性净现金流波动较大，主要是根据裕航合金一期项目、杭州桐庐项目、职工宿舍二期和稻米油项目建设投入进度支付的房屋及设备款项；公司筹资性净现金流基本与投资性需求相配比，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。

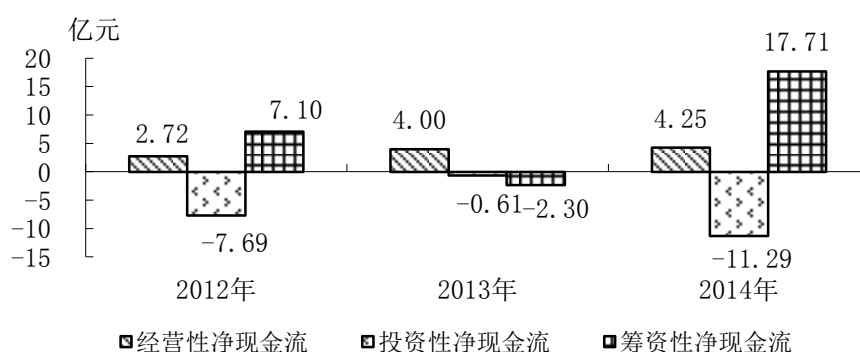


图8 2012~2014年公司现金流情况

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6.00亿元，累计投资5.44亿元，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和利息的保障程度有所波动，EBIT 利息保障倍数和 EBITDA 利息保障倍数逐年略有下降。

表 18 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 5 月 21 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。

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，盈利能力将进一步增强。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很低。预计未来 1~2 年，公司经营将保持平稳。综合来看，大公对三星集团的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对海天建设集团有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下1个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1 山东三星集团有限公司对外担保对象经营情况²

单位：亿元、%

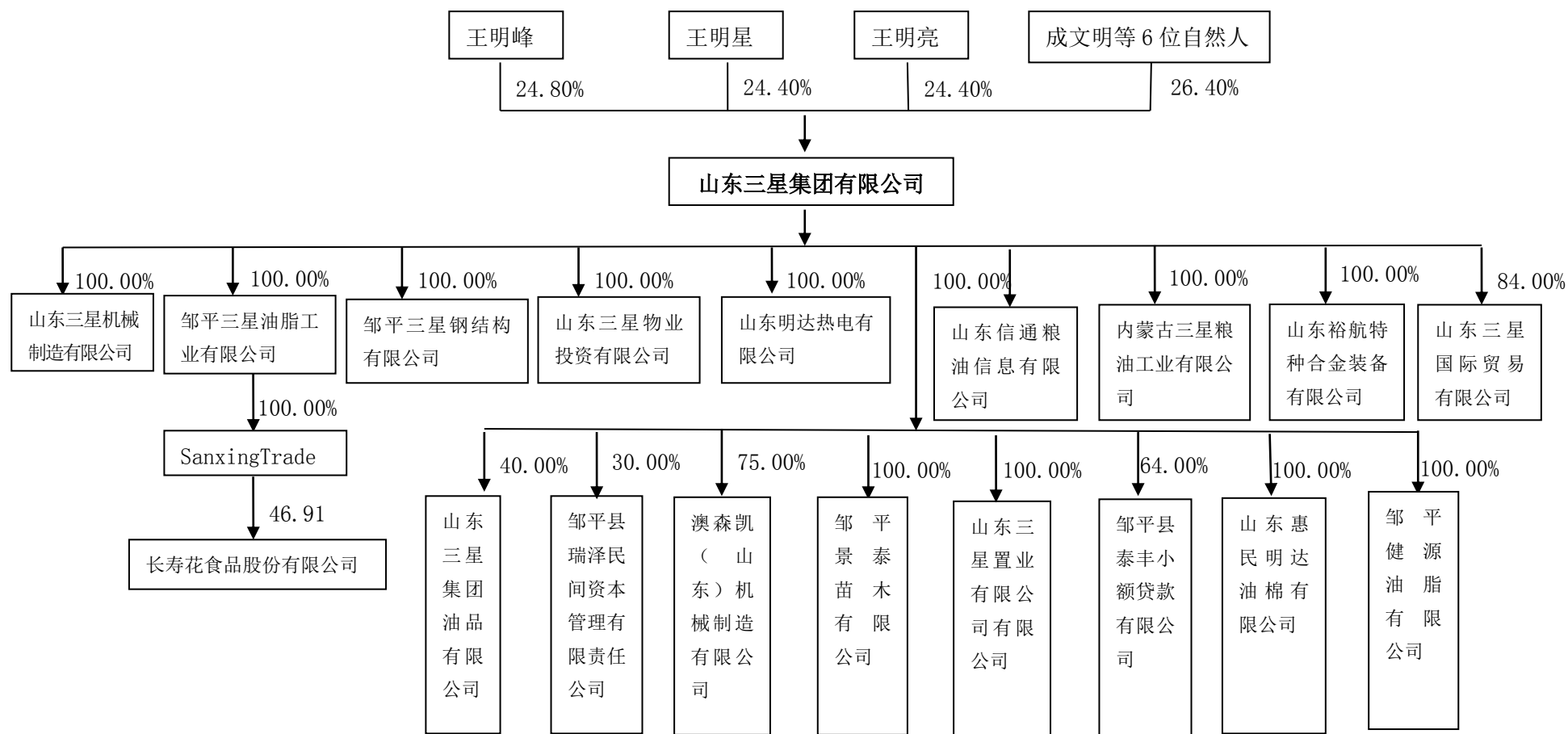
日期	被担保企业	营业收入	净利润	毛利率	期末总资产	期末净资产	资产负债率
2015 年 1~3 月	恩贝集团有限公司	5.68	0.28	13.26	21.87	11.59	41.91
	山东广富集团有限公司	19.42	1.16	11.82	55.37	39.88	27.97
	淄博宝进进出口有限公司	3.78	0.56	10.49	10.61	6.42	39.44
	山东富华化工有限责任公司	6.99	0.53	14.03	45.17	23.56	47.84
	山东华义玉米科技有限公司	5.91	0.48	15.39	27.21	11.94	56.12
	山东传洋金属磨料有限公司	9.24	1.01	17.74	40.31	26.86	33.37
	山东富凯不锈钢有限公司	6.86	0.47	11.23	25.71	16.66	35.22
	山东金川科技发展有限公司	6.73	0.76	16.68	24.87	17.99	27.67
2014 年	恩贝集团有限公司	22.83	1.06	13.54	21.17	11.31	41.3
	山东广富集团有限公司	99.93	5.02	8.41	53.13	38.72	27.13
	淄博宝进进出口有限公司	13.21	1.24	11	9.93	6.37	35.86
	山东富华化工有限责任公司	29.77	3.46	19.89	43.6	23.03	47.17
	山东华义玉米科技有限公司	26.21	2.22	15.56	26.26	11.46	56.37
	山东传洋金属磨料有限公司	44.73	6.19	18.31	38.6	25.85	33.03
	山东富凯不锈钢有限公司	34.85	1.83	8.39	26.78	16.18	39.57
	山东金川科技发展有限公司	34.39	5.24	22.33	24.13	17.23	28.58

资料来源：根据公司提供的资料整理

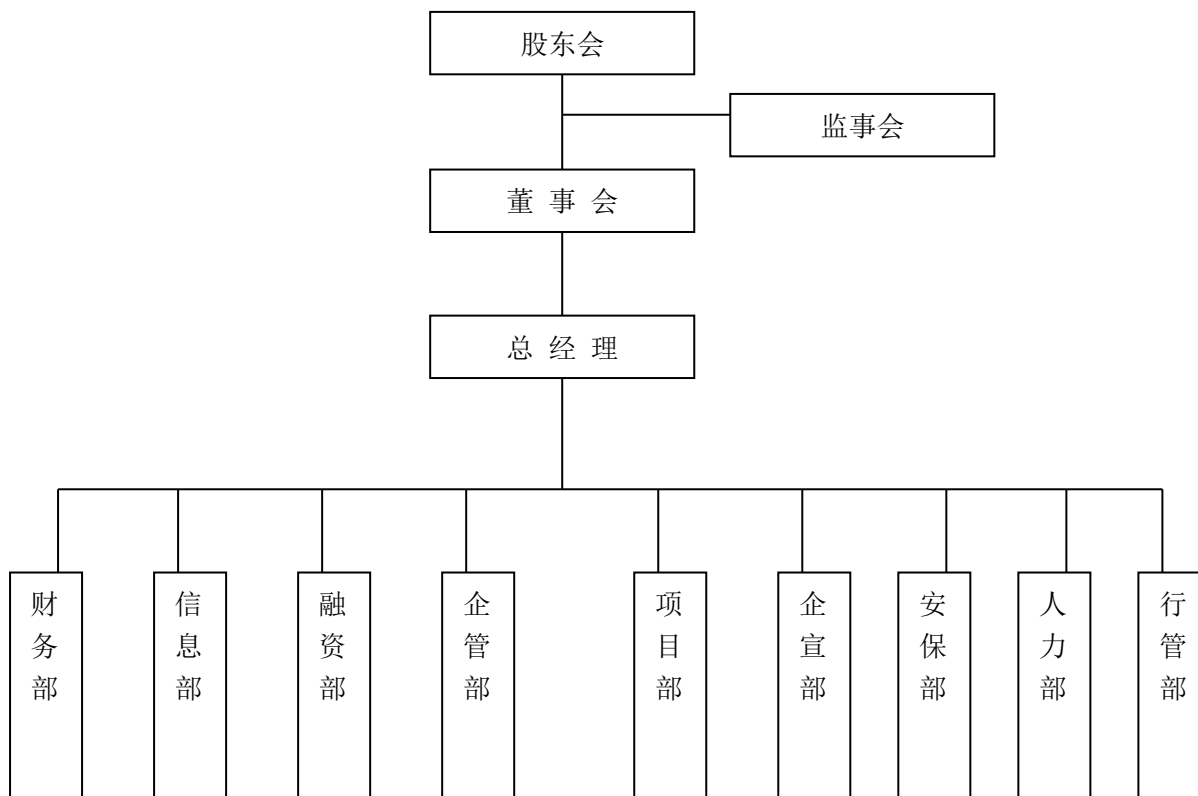
² 公司未提供邹平县中医院、山东邹平建筑集团有限公司和邹平县广播电视台的相关财务报表。

附件2

截至 2015 年 3 月末山东三星集团有限公司股权结构图



附件3 截至 2015 年 3 月末山东三星集团有限公司组织结构图



附件 4 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
资产类				
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
占资产总额比 (%)				
货币资金	26.21	25.07	20.11	21.33
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
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
负债类				
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 4 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
负债类				
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
负债合计	583,956	554,186	359,417	336,275
占负债总额比 (%)				
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
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
权益类				
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
损益类				
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 4 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
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
归属于母公司股东的净利润	10,550	43,920	41,760	27,535
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



附件 4 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
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
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 5 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
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 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
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 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数³ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁴ = $360 / (\text{营业收入} / (\text{年初末平均应收账款}))$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

³ 一季度取 90 天。

⁴ 一季度取 90 天。

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）
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 6

公司债券及主体信用等级符号和定义

大公主体信用等级符号和定义：

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。