



中诚信国际

穆迪投资者服务公司成员

# 信用等级通知书

信评委函字[2016]0607M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

二零一六年六月三十日

## 山东三星集团有限公司 2016 年度信用评级报告

受评对象

主体信用等级

评级展望



### 概况数据

山东三星	2013	2014	2015	2016.3
总资产(亿元)	90.21	115.33	141.11	152.61
所有者权益合计(亿元)	54.27	59.91	69.04	70.46
总负债(亿元)	35.94	55.42	72.08	82.15
总债务(亿元)	30.89	49.90	64.84	73.98
营业总收入(亿元)	71.31	91.04	104.33	24.77
净利润(亿元)	5.69	6.05	5.29	1.28
EBIT(亿元)	9.95	11.07	11.82	-
EBITDA(亿元)	13.02	13.93	15.84	-
经营活动净现金流(亿元)	4.00	4.25	5.14	2.98
营业毛利率(%)	18.07	15.98	14.69	16.90
总资产收益率(%)	11.70	10.77	9.22	-
资产负债率(%)	39.84	48.05	51.08	53.83
总资本化比率(%)	36.28	45.44	48.43	51.22
总债务/EBITDA(X)	2.37	3.58	4.09	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.64	4.42	3.76	-

注：1、以上财务数据均根据新会计准则编制；

2、2016年一季报未经审计；

3、公司发行的短期融资券及私募债已调整至短期借款科目。

### 分析师

项目负责人：牛霖莎

lshniu@ccxi.com.cn

项目组成员：刘晓光

xgliu@ccxi.com.cn

柳青

qliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2016 年 6 月 30 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，完善的生产工艺、领先的技术水平及通畅的融资渠道使其保持较强的抗风险能力；中诚信国际同时关注到食用油行业食品安全风险频发、玉米油行业市场规模较小、公司债务规模快速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 45 万吨的生产能力。2015 年公司玉米油产量为 38.87 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 2015 年末，公司共拥有发明专利 110 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。**下属控股子公司长寿花食品股份有限公司为 H 股上市公司，公司股权、债权等直接融资渠道通畅，为其债务偿还提供了有力的资金保障。

### 关 注

- **食用油安全问题引起关注，玉米油行业市场规模较小。**近年来，人们对食用油安全问题的关注度越来越高，对食用油生产企业质量安全管理提出了更高要求。目前我国玉米油消费量不足 100 万吨，市场规模较小。
- **债务规模上升较快。**受经营规模扩大及投资的影响，公司债务规模不断上升，2013~2015 年末总债务分别为 30.89 亿元、49.90 亿元和 64.84 亿元；2016 年 3 月末，公司债务规模进一步上升至 73.98 亿元，存在一定的债务压力。
- **对外担保数额较大。**截至 2016 年 3 月末，公司对外担保总额为 7.66 亿元，占当期净资产的 10.87%，可能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、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本期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

山东三星集团有限公司前身成立于 1981 年，1991 年公司开始从事粮油机械的生产和销售，主要供应玉米淀粉生产设备，经过多年发展，与大量相关企业建立了长期合作关系；1997 年公司涉足油脂加工业务，并逐渐将发展重心向该业务转移；2003 年 4 月，公司在原有业务的基础上成立了邹平三星集团有限公司，并于 2005 年 9 月更改为现名。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。2015 年 12 月，公司注册资本增加至 9.50 亿元。公司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 2016 年 3 月末，三人对公司的持股比例合计为 80.49%。

公司主要从事玉米油、轻量化材料和机械设备的生产和销售，经过多年积累，已具备年加工玉米胚芽 120 万吨、生产玉米油 45 万吨的生产能力，年产量约占全国玉米油生产总量的 60% 左右，是目前国内最大的玉米油生产企业之一。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（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 2016 年 3 月末，Sanxing Trade 对长寿花食品的持股比例达到 46.91%。截至 2016 年 3 月末，长寿花食品总资产 79.20 亿元，所有者权益 35.20 亿元，2016 年一季度实现营业总收入 11.86 亿元，净利润 0.64 亿元。

截至 2015 年末，公司总资产 141.11 亿元，所有者权益 69.04 亿元，负债总额 72.08 亿元，资产负债率 51.08%；2015 年，公司实现营业总收入 104.33 亿元，净利润 5.29 亿元，经营活动净现金流 5.14 亿元。

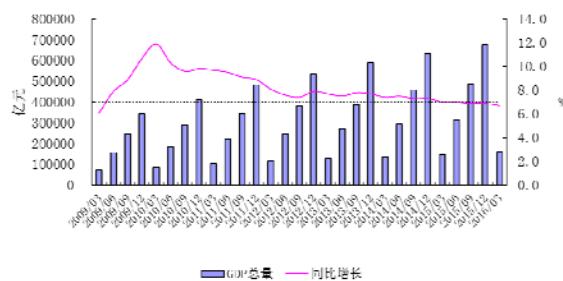
截至 2016 年 3 月末，公司总资产 152.61 亿元，所有者权益 70.46 亿元，负债总额 82.15 亿元，资产负债率 53.83%；2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 24.77 亿元，净利润 1.28 亿元，经营活动净

现金流 2.98 亿元。

## 宏观经济和政策环境

2016 年一季度我国 GDP 增长 6.7%，增速较上年低 0.2 百分点，是 2009 年 3 月以来的最低值。未来经济下行压力依然较大，但随着“十三五”规划逐步落实，供给侧改革实质性推动和结构性减税等改革持续推进，一系列稳增长、促改革措施持续发力，中国经济有望低位企稳。

图 1：中国 GDP 及其增长



资料来源：国家统计局

从需求来看，需求结构呈现投资增长略有回升，消费相对稳定，外贸持续低迷的特点，基建投资依然是稳定增长的关键力量。受前期信贷高增、房地产市场持续回暖等因素带动，房地产投资增长回升带动全社会固定资产投资增速有所改善；在重大项目带动下，基础设施投资增长 19.25%。受产能过剩制约，制造业投资增长进一步回落至 6.4%。消费增长总体相对平稳，季度内呈现稳中趋升态势，总体上看与消费结构升级相关的消费持续保持较快增长。传统金银珠宝类消费呈现下滑态势，而建筑装潢等与房地产相关的消费保持较快增长，受原油价格短期反弹影响，石油类消费总体增长较快。随着主要贸易伙伴经济复苏有所改善、国内企业补库存、大宗商品价格低位反弹以及基数效应等，3 月进出口降幅有所改善；但从一季度整体来看，对外贸易下滑幅度有所扩大，一季度，进出口贸易总额为 8021.4 亿美元，同比下滑 11.3%，降幅比上年扩大 3.3 个百分点。衰退式顺差进一步增加，一季度达到 1,257 亿美元。从产业发展来看，在春节减产停工以及需求疲弱、产能过剩依然没有化解的影响下，工业生产进一步回落，但整体效益有所改善，工业企业利润增长由负转正；从先行指标来看，年

初 PMI 指数连续下滑，3 月出现大幅改善，并重回景气线之上，说明制造业总体有进一步改善的迹象。受严寒天气、猪周期等影响食品价格快速回升，消费者价格指数同比涨幅暂回“2 时代”；受大宗商品价格短期反弹影响，工业领域生产者价格指数下降幅度有所收窄；伴随着供给侧结构性改革持续推进，工业领域通缩有望进一步改善。

货币政策方面，央行实施稳健偏松的货币政策，创新调控思路和方式，注重松紧适度，适时适度预调微调，为经济结构调整与转型升级营造中性适度宽松的货币金融环境。综合运用公开市场操作、中期借贷便利等多种工具合理调节银行体系流动性；与此同时，随着人民币汇率企稳，2 月实施了一次降准，适时调整市场流动性。此外，2016 年以来，央行对银行等金融机构的监管考核由原来的差别准备金动态调整和合意贷款管理机制升级为“宏观审慎评估体系”（MPA）。一季度，社会融资规模增量为 6.54 万亿元，比去年同期增加 1.96 万亿元，同比增速达到 42.8%；其中，新增人民币贷款规模为 4.67 万亿，较去年同期增加 0.92 万亿元，同比增速为 24.5%；由于消费价格指数回升以及短期内人民币汇率稳定的压力，近期降息的概率不大；央行将继续通过公开市场操作、中期借贷便利和新型再融资工具等多种手段合理调节银行体系流动性，同时考虑到二季度债券市场供给压力较大，特别是有较大规模的国债、地方债发行，为配合积极财政政策，不排除央行通过降准来补充长期流动性。此外，随着利率市场化进程推进，人民币汇率双向波动机制将进一步健全。

财政政策方面，在房地产相关税收增长加快带动下财政收入略有加快。一季度，全国一般公共预算财政收入增长 6.5%，比去年全年和上年同期分别提升 0.7 个百分点和 3.1 个百分点。与此同时，财政支出力度有所加强，全国一般预算财政支出增长 15.4%，比上年同期加快 8.5 个百分点，并且增长持续高于财政收入增长，财政收支压力进一步凸显。随着经济下行压力不减以及财政赤字目标提升，预计财政政策将更加积极。首先，适当扩大国债和地方债发行规模，加大对重大基础设施项目建设的支持

力度。其次，进一步优化财政支出结构，实现兼顾短期需求托底与长期供给改善的目标。一方面，要加快过剩产能的出清，另一方面，要增加供给相对不足领域的支持力度，如科研、环保、新能源、教育等领域，同时与中国制造 2025、“十三五”规划重点产业相结合，改善财政支出结构，兼顾短期需求托底与长期供给改善。第三，加大结构性减税力度，降低税费。第四，加大地方政府债务置换力度，同时创新地方融资模式。

未来，财政金融风险、地方政府债务累积以及产能过剩等仍然会对宏观经济、金融稳定带来一定的压力。中诚信国际认为，基于“稳增长”的需要，社会经济仍然面临较大的调整和再平衡的压力。

中央管理层的经济治理在保持经济增长底线的同时，更看重增长质量，结构性改革仍是调控核心。“两会”对“十三五时期”以及 2016 年的主要目标进行了明确，并对今年的重点工作做出了方向性部署。中诚信国际认为，围绕缩小收入差距和要素价格“两大核心”改革，国有企业改革、土地制度改革、财税金融体制改革、政府职能转变、资本市场等重点领域的改革工作都将不断推动。阻碍市场发挥作用的壁垒将进一步打破，垄断行业、特许经营、对外投资等领域的改革将加快推进，市场机制将会进一步发挥作用。全面深化改革、促进创新发展将释放新的动力和活力，更大限度地激发发展的内生动力，为实现新常态下经济社会科学发展提供动力。中诚信国际认为，改革的不断深入有利于实现社会资源的合理配置，协调稳增长与调结构之间的关系，使得社会经济进入新的平衡期。

## 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，近年来食用油价格持续下降**

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

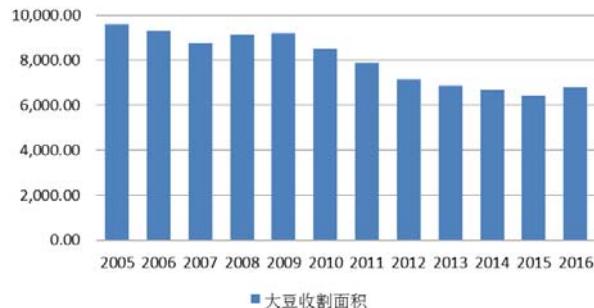
油是指靠物理压力将油脂直接从油料中分离出来再进行精炼的产品，由于压榨过程不需要使用化学添加剂，与浸出油相比，压榨油产品更为安全、卫生，但由于出油率低，生产成本较高；浸出油是指采用溶剂油将油脂原料经过充分浸泡后进行高温提取再精炼的产品，其特点是出油率高、生产成本低，但由于浸出过程中需要添加化学添加剂，产品中含有一定化学残留物。

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。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，2015年我国食用植物油消费中，豆油、菜籽油、棕榈油和花生油分别约占44%、24%、16%和8%。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，其中玉米油消费量不足100万吨，市场规模较小。未来，食用植物油消费将呈多元化发展，消费结构也将逐步升级。受国内玉米深加工能力不断增强，玉米油产量和消费也将逐渐增加，预计2024年，我国食用油消费中，豆油、菜籽油、棕榈油、花生油、玉米油所占比重分别为50%、25%、7%、9%、2%。

作为食用油中的重要品种，大豆油生产加工对油品市场有着重要影响。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，2016年我国将继续在东北三省和内蒙古自治区开展大豆目标价格改革试点，综合考虑生产成本、市场供求、国内外市场价格等因素，经国务院批准，大豆目标价格为每吨4,800元，保持2015年价格不变。从进口价格来看，2016年4月，进口大豆分销价格位于2,980~3,070元/吨之间，进一步刺激了国内进口规模。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，2014年中国大豆播种面积为9,131万亩，同比减少2.77%，农业部预计2015年国产大豆播种面积将出现大幅

减少，部分地区减少幅度超过20%。根据国家粮油信息中心数据，在东北大豆种植面积继续下降的情况下，2015年全国大豆产量将继续下滑，预计为1,215万吨，同比减少约7%，而2016年国产大豆产量将下降至1,200万吨。

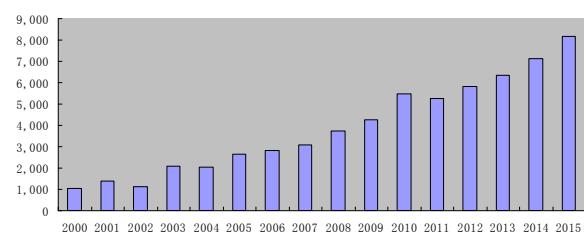
图2：2005~2016年我国大豆收割面积（千公顷）



资料来源：恒生聚源

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。2006~2014年，我国大豆进口量年均复合增长率达12.28%，据海关统计，2014年我国进口各类油料合计为7,751.8万吨，其中进口大豆为7,139.9万吨、油菜籽508.1万吨、芝麻57万吨，大豆对外依存度高达85%。2015年我国大豆进口量达创纪录的8,169万吨，较上年同期增长14.41%，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3：2000~2015年我国大豆进口量（万吨）

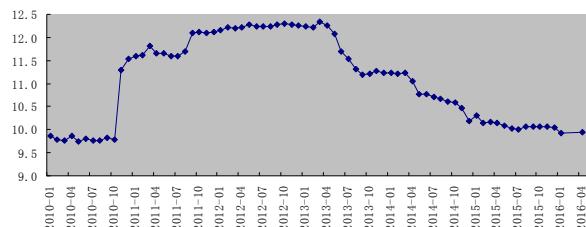


资料来源：恒生聚源

食用油价格方面，2014年以来，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；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。豆油库存自2014年第四季度开始从高峰时的140万吨一路下降到目前

的61万吨，下降的原因是豆油进口量减少、大豆到港延迟导致油厂开工率下降，豆油的去库存化进行得比较彻底。近两年来美国以及南美大豆丰产始终施压国内豆油市场，豆油价格持续走弱。

图4：近年我国50个城市5L桶装大豆油平均价格走势（元/升）



资料来源：恒生聚源

### 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2015年末，全国植物油加工企业数超过2,000家，总产值达到400亿元。

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。

### 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

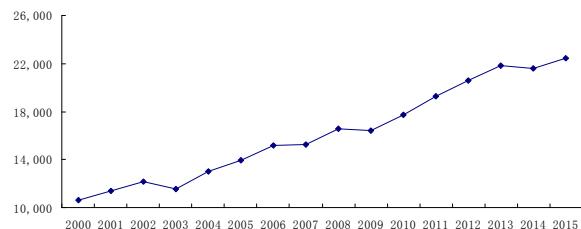
目前我国食用油销售大部分为散装油，小包装

食用油虽然占比比较低，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。2015年我国小包装油产量约880万吨，占植物油总产量25%左右。

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。

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，2015年度国内玉米产量2.25亿吨，同比增长4.14%。我国玉米种植面积广，玉米供应充足，2015年国内玉米面积继续稳中有升，全年玉米播种面积为38,116.6千公顷。但受国家取消玉米临时收储政策的影响，玉米价格下行压力增大，预计2016年玉米种植面积将有所下降。

图5：2000~2015年我国玉米产量（万吨）



资料来源：恒生聚源

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，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。

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，未来我国玉米油市场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。2014年，台湾检方查获顶新国际集团（以下简称“顶新集团”）下属子公司以饲料用油混充食用猪油的案件。顶新集团是一家以食品生产销售为主的集团企业，旗下拥有康师傅、德克士、全家FamilyMart等多个知名品牌，产品销售遍及中国大陆等多个地区。根据台湾检方调查，顶新集团饲料用油均从越南进口，但由于菌落数超标以及可能含有对人体有害的病毒等原因，越南官方明确此油品不得用于食用油的生产制造。

食用油行业食品安全事件频发显示了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。

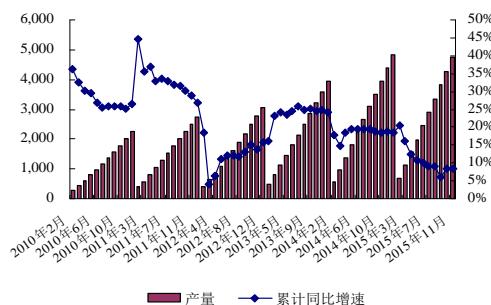
### 转基因原料

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，我国批准进口的转基因大豆品种已达11种。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。

### 铝材行业概况

受国内经济高速增长和下游行业需求的带动，我国铝材行业得到了迅速发展，中国已成为全球最大的铝材生产国。但2014年以来，受国内宏观经济增速放缓以及固定资产、房地产投资增速回落影响，我国铝材产量增速有所放缓，当年实现铝材产量4,845.8万吨，同比增长18.6%。2015年以来，宏观经济增速进一步放缓，房地产、固定资产投资增速均呈下行趋势，受此影响，我国铝材产量增速下降趋势明显，2015年1~11月，我国铝材产量合计4,734.8万吨，累计增长8.3%，同比大幅下降10.4个百分点。

图 6：2010 年以来我国铝材产量情况（万吨）



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。2012 年以来，全球经济回暖乏力，同时国内面临经济结构调整，经济增速放缓等问题，下游需求不振，铝价呈持续震荡下跌走势。截至 2014 年末，上海铝锭期货日加权平均价格为 13,511 元/吨，较 2012 年初下跌了 15.08%。此后，上海铝锭期货日加权平均价格出现小幅反弹，但整体而言仍处于较低水平。2015 年，铝锭价格依旧处于低位，2015 年四季度开始，铝价出现大幅下跌，一度跌破 10,000 元/吨，截至 2015 年 12 月 31 日，上海铝锭期货收盘价格为 10,820 元/吨，较上年末下降约 17%。根据 Woodmac 的统计数据，在 10,500 元/吨的价格水平下，国内约有 70% 的电解铝企业面临现金亏损，据统计 2015 年主要电解铝厂累计减产达到 490 万吨，在目前持续低迷的价格背景下，电解铝行业产能退出将成为大势所趋，但“去产能化”之路仍然漫长，库存较高制约价格反弹。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，抑制铝锭价格的回升。但由于铝型材企业普遍采取成本加成法，因此铝锭价格的大幅下滑对铝型材生产企业营业利润的影响较小，但将显著拉低公司的收入规模。

图 7：近年来上期所铝期货收盘价变动趋势



资料来源：中诚信资信

总体来看，2014 年以来，受宏观经济增速放缓影响，我国铝材产量增速逐步下降，此外，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，其自有产能无法满足市场需求，每年益海嘉里集团和中粮集团都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。

目前公司是我国最大的玉米油生产加工企业之一，截至 2015 年末，已具备年加工玉米胚芽 120 万吨、生产玉米油 45 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。

公司在经营粮油机械多年的基础上，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，在玉米胚芽的采购方面具有一定优势，其玉米胚芽主要供应商的合作年限均在 5 年以上。近年来，随着玉米油生产规模的扩大，公司对玉米胚芽的需求持续增加，为保证原材料供应的稳定和持续，公司增加了玉米胚芽供应商的数量，2015 年前五位玉米胚芽供应商的采购金额占比为 16.56%。

公司自开始涉足玉米油领域以来，不断改进工艺，优化流程。目前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，其玉米胚芽的出油率已达到 40%（玉米胚芽含油量理论值为 40%~45%）。截至 2015 年末，公司共拥有发明专利 110 项，并在脱蜡方面拥有自主研发的核心加工技

术，该技术目前处于国内领先水平。

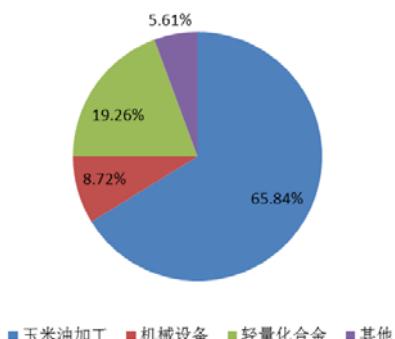
公司重视研发投入，2013~2015年研发费用分别为7,359.60万元、9,611.78万元和12,617万元，2015年研发费用在营业总收入中的占比为1.21%。公司下属研发中心已与江南大学等科研机构达成合作意向，重点发展科技含量高、附加值高的产品。公司目前已攻克米糠油生产难题，未来将形成包括玉米油、米糠油及玉米油保健品的“长寿花”系列油脂产品，产品体系进一步完善。

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，公司具备较强的抗风险能力。

## 业务运营

公司以玉米油的生产和销售为主业，辅以轻量化合金材料制造、机械设备制造和其他业务。2015年，公司实现营业总收入104.33亿元，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68.69亿元，占营业总收入的66.22%，是公司收入的主要来源。公司其他业务包括贸易、小额贷款及委托贷款、电汽生产等，其中小额贷款及委托贷款业务的经营主体为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”）。瑞泽资本注册资本为1.50亿元，截至2015年末，瑞泽资本投资总额为0.34亿元，逾期金额32万元；泰丰小贷注册资本为1.00亿元，截至2015年末，泰丰小贷发放贷款净额为0.37亿元，逾期金额为41万元，2015年开始公司已停止金融类业务的拓展。电汽生产主要配合公司轻量化合金材料业务的扩张，对外销售份额很低。2016年1~3月，公司实现营业总收入24.77亿元，其中玉米油业务实现收入15.55亿元，占营业总收入的62.78%。

图8：2015年公司营业总收入结构



资料来源：公司年报

## 玉米油业务

玉米油生产销售是公司的主要业务，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。2013~2015年，公司玉米油业务分别实现营业收入59.57亿元、64.42亿元和68.69亿元，占营业总收入比重始终维持在65%以上。

### 原材料采购

玉米油是以玉米胚芽为原料，经过压榨、精炼、灌装等环节得到的一种油品。作为主要的生产原料，玉米胚芽的采购成本在总成本中的占比达到95%左右，其采购情况对公司的稳定性和盈利能力有着重要影响。玉米油生产的其他成本主要包括人工费用、辅助材料、电、汽费等，占比均极小。目前，生产玉米油所用能源（电、汽）皆由公司子公司山东明达热电有限公司提供。

早期，玉米胚芽在我国只是作为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，近年来随着科学的研究的深入和人们健康意识的提高，富含不饱和脂肪酸和维生素E的玉米胚芽被广泛加工成各种健康食品，应用领域不断扩展。公司早期从事粮食机械设备的生产销售，其中60%的设备供给了玉米深加工企业，这使公司在采购玉米胚芽方面具有一定渠道优势。目前，公司与山东、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，前五名玉米胚芽供应商的合作年限均在5年以上。同时，为保证原材料来源的稳定性和持续性，公司不断增加供应商数量，2015年前五位玉米胚芽供应商的采购金额占比为

16.56%。

随着生产规模的扩大，公司玉米胚芽的采购量不断增长。2013~2015 年分别为 75.52 万吨、86.56 万吨和 87.93 万吨。为防止玉米胚芽出现霉变，公司自建面积 60,000 立方米的仓库，可容纳 2 万吨玉米胚芽。公司购进玉米胚芽的结算方式主要为现金和银行承兑汇票，期限包括预付货款 10 天、现款现货和赊购三个月三种。2013~2015 年，玉米胚芽采购单价分别为 3,449 元/吨、3,145 元/吨和 2,936 元/吨，采购价格逐年下降。2016 年 1~3 月，公司玉米胚芽采购量和采购单价分别为 30.18 万吨和 2,917 元/吨，采购价进一步下降。

表 1：2013~2016.3 公司玉米胚芽采购情况

	2013	2014	2015	2016.1~3
采购量(万吨)	75.52	86.56	87.93	30.18
采购单价(元/吨)	3,449	3,145	2,936	2,917

资料来源：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。

公司于 2013 年 5 月投资 15,000 万元建设杭州桐庐三星项目，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，包装车间已于 2014 年 11 月投入生产，精炼车间已于 2015 年 1 月底投入生产，公司目前拥有四条玉米油加工生产线，产能增加至 45 万吨/年。近年来玉米油需求旺盛，带动公司产量不断增长，2013~2015 年玉米油产量分别为 34.61 万吨、34.82 万吨和 38.87 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，其产量占总产量的比重有所

上升。2015 年公司小包装玉米油和散装玉米油的产量分别为 21.81 万吨和 17.06 万吨，占总产量的比重分别为 56.11% 和 43.88%。2015 年玉米油产能的扩充使得公司的产能利用率有所下降，至 86.38%。2016 年 1~3 月，公司玉米油产量为 9.92 万吨，其中小包装玉米油和散装玉米油的产量分别为 5.63 万吨和 4.29 万吨。

表 2：2013~2016.3 公司生产情况

	2013	2014	2015	2016.1~3
生产线(条)	3	3	4	4
年产能(万吨)	35	35	45	45
产量(万吨)	34.61	34.82	38.87	9.92
其中：小包装	18.71	19.86	21.81	5.63
散装	15.90	14.96	17.06	4.29
产能利用率(%)	98.89	99.49	86.38	-

资料来源：公司提供

根据规划，广州玉米油生产项目计划于 2016 年正式开工，建筑面积 56,028 平方米，预计 2017 年 6 月前投产，建成后将形成年精炼玉米油 10 万吨和包装玉米精炼油 10 万吨的生产能力，该项目总投资额 1.5 亿元，预计将于 2017 年 1 月投产，主要供应广东和港澳等玉米油传统消费地区。

## 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，其中散装油主要供应金龙鱼、福临门等知名食用油品牌，小包装油则直接进入终端零售市场。2015 年散装油和小包装玉米油的销量分别为 16.96 万吨和 21.75 万吨，产销率分别为 99.41% 和 99.72%，均保持在较高水平；2016 年 1~3 月，公司散装油和小包装玉米油的销量分别为 4.12 万吨和 5.51 万吨，产销率分别为 96.10% 和 97.87%。

销售价格方面，由于玉米胚芽价格下降，2015 年公司小包装玉米油产品销售单价有所下调，销售单价为 10,136.32 元/吨。2016 年以来，玉米油价格有所回升，2016 年 1~3 月散装油和小包装玉米油的单价为 8,008.71 元/吨和 11,037.04 元/吨。

表 3：2013~2016.3 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
2013	15.87	99.80	8,188.21	18.73	100.10	12,376.78

2014	16.42	109.76	7,263.87	19.01	95.72	10,528.01
2015	16.96	99.41	7,471.00	21.75	99.72	10,136.32
2016.3	4.12	96.10	8,008.71	5.51	97.87	11,037.04

资料来源：公司提供

公司玉米油销售以电汇结算为主，其中散装油销售结算周期在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，结算周期在30~60天。营销渠道建设方面，公司目前在全国建立了8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4：2015年公司小包装玉米油前五名客户情况**

	销售额 (万元)	在总销售量 的占比 (%)
北京物美商业集团股份有限公司	9,628.11	4.37
康成投资（中国）有限公司	7,843.79	3.56
中百仓储超市有限公司	5,897.04	2.67
永辉物流有限公司	4,843.14	2.20
重庆渝海食品有限公司	4,181.42	1.90

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。受玉米油出口退税政策取消、国际市场需求减弱和人民币升值影响，公司逐步减少了出口数量，2013年以来产品全部内销。

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，其中“长寿花”作为公司重点推广品牌，主要定位于中高端消费市场。为扩大品牌知名度和市场影响力，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，并针对不同市场需求丰富产品种类，形成了特色的产品系列。目前，“长寿花”产品包括“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，未来公司还计划打造“长寿花”系列的高端食品及保健品，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；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，随着新建产能的投产，公司在玉米油生产行业中的龙头地位将得到进一步巩固。

## 轻量化合金材料制造

公司轻量化合金材料制造由子公司山东裕航特种合金装备有限公司负责运营。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，该项目总投资9.00亿元，建筑面积70,320平方米，建成世界先进的熔铸炉、5条超万吨挤压机生产线，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。该项目设备先进，生产技术在国内处于领先水平，其主要产品铝镁合金型材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，后于2015年3月获得军工产品资质认证。

轻量化合金材料制造主要原材料包括铝水、模具及添加材料等，其中铝水作为主要的原材料，其采购量在总采购量的占比达到90%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。

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，后由轨道输送至挤压车间，再经过加热、挤压、淬火、矫直等十道工序完成生产。2015年，公司轻量化合金材料制造板块实现收入20.09亿元，毛利率为16.28%。

**表5：2015~2016.3公司轻量化合金板块业务收入情况**

业务板块	2015		2016.1~3	
	收入(亿元)	毛利率	收入(亿元)	毛利率
型材	7.32	26.96	3.04	24.76
棒材	1.74	14.94	0.58	14.44
管材	3.18	26.52	0.99	25.79
半成品	7.85	2.49	0.40	1.97
<b>合计</b>	<b>20.09</b>	<b>16.28</b>	<b>5.02</b>	<b>21.95%</b>

资料来源：公司提供

公司轻量化合金产品的销售采取以销定产模式，产销率达到100%。公司产品销售采取预收货款方式，已与中国中车股份有限公司、包头北方创业股份有限公司、西安飞机工业集团等知名企形成了合作关系，销售情况良好。

## 机械设备制造

机械设备制造业务主要由公司控股子公司山

东三星机械制造有限公司（以下简称“三星机械”）、澳森凯（山东）机械制造有限公司（以下简称“澳森凯”）和邹平三星钢结构有限公司负责经营，其中澳森凯为公司收购整合企业，主要生产人员和业务目前均已转移至三星机械。公司机械制造的主要产品为粮油机械设备，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。

公司机械加工业务板块的主要原材料包括钢板、管材和煤炭，其采购主要由公司企管部下属供应科负责。公司按照 ISO9000 体系对供应商进行管理，每次采购均通过三家以上供应商比价采购。公司采购钢板、煤炭为先款后货模式，采购管材为先货后款模式，结算周期为 1 个月左右，结算方式一般为现汇和银行承兑汇票。

公司于 1991 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，目前产能达到 2,000 台/年。2015 年机械产品产量增加至 1,987 台，产能利用率上升至 98.90%。

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。目前，公司下游客户以国内大型玉米深加工企业为主，已与西王集团、兗州市百盛淀粉有限公司、山东寿光联盟化工集团有限责任公司等企业建立了战略合作关系，2015 年淀粉粮油机械在国内该领域市场占有率达到 30%。

表 6：2012~2015 年公司机械设备制造情况

	2013	2014	2015
产能(台)	2,000	2,000	2,000
产量(台)	1,490	1,651	1,987
产能利用率(%)	74.50	82.55	98.90
销量(台)	1,490	1,651	1,736
产销率(%)	100	100	87.76

资料来源：公司提供

目前公司依托轻量化合金材料板块发展了轻量化运输车项目，建设年产 3,000 套规模的铝合金罐车、挂车生产流水线，可生产铝镁合金罐式运输半挂车等轻量化专用车，比普通碳钢挂车轻 3 至 4 吨，此类车轻便节能环保、运输能力强，可大幅降低运输成本。该项目已通过国家工信部备案，四种车型通过公示已于 2015 年 1 月正式投产。截至 2016

年 3 月末，公司已生产整车（罐车）370 辆，预计 2016 年全年生产 1,500 台，将实现销售收入 4.50 亿元，利润 1.00 亿元。

## 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。2015 年 12 月，公司注册资本增加至 9.50 亿元。经过一系列股权转让及增资，截至 2016 年 3 月末，公司股东人数调整至 8 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 2016 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共 25 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，对公司的经常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大

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，依据并购的前期准备至后期财务支持的标准化工作流程，确保了工作顺利开展。

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。

## 战略规划

公司是国内最大的玉米油加工生产企业，已建立以油脂加工、高强度轻量化工业型材和装备制造三大主导产业为核心的业务结构，2016年将力争在新产品研发、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，进一步拓展全国市场，公司加快了产能扩张的步伐。广州玉米油生产线准备于2016年开始投入建设，预计2017年1月投产；公司2014年新建米糠油和稻米油生产线已经陆续投产，未来高端健康油产量将大幅增长。此外，公司与完美中国日用品有限公司合作开发了保健油脂系列产品，其中已有3个品种获批国家健字号，产品的包装设计、销售渠道和营销网络建设正在进行中。根据目前的市场情况，公司提出到2018年要建成100万家终端零售网点、建设3,000人的市场营销团队和培育共同成长的4,000家长寿花品牌

经销商，届时将形成玉米油年收入70亿元、保健油脂产品年收入40亿元以及胚芽粕等副产品年收入30亿元的经营局面。为完成上述规划，公司对玉米油生产线进行升级改造，投资总额1.70亿元。

高强度轻量化型材是公司2013年新增的业务板块，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。目前，公司开始建设轻量化合金材料项目（3期工程），计划总投资5亿元，其中截至2016年3月末已投资3.77亿元，预计于2016年8月正式投产，达产后增加年收入5亿元和利润3,000万元左右。随着产能的逐步释放以及下游订单的有效落实，公司依托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，继续拓展该板块产品在高铁厢体材料和航空航天材料方面的应用，进军军工材料应用领域，公司计划该板块在2018年实现收入50亿元并实现国内A股上市。截至2016年3月末，公司在建项目总投资额为6.70亿元，2016年3~12月还需投入1.58亿元，资本支出规模不大。

机械设备制造方面，公司一方面保持传统粮油机械的市场领先地位，通过不断的技术创新和产品研发服务粮油加工企业；另一方面加大对轻量化汽车项目的投入，目前公司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。为提升物流装备生产能力，公司与中集国际物流有限公司、神舟航天软件技术（济南）有限公司合作成立中集物流装备有限公司，专注物流装备市场，致力于物流金融、公路物流、轨道物流、物流仓储、军工装备等领域，预计2018年达到产能10,000套/年，实现年收入40亿元。

表7：截至2016年3月末公司主要在建项目情况（万元）

项目	计划总投资	2016年3月末已投资额	2016年4~12月投资计划
轻量化合金材料裕航三期	5.00	3.77	1.23
玉米油浸出改造	0.20	0.16	0.04
玉米油精炼改造	0.50	0.44	0.06
新建玉米胚芽仓库	1.00	0.75	0.25

合计

6.70

5.12

1.58

资料来源：公司提供

整体上看，公司产品结构清晰，以玉米油生产加工为主业，高强度轻量化型材业务发展较快，三大业务板块共同发展的思路明确，未来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2013~2015年审计报告，以及未经审计的2016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，随着经营规模的扩大，公司资产规模不断上升，2013~2015年末分别为90.21亿元、115.33亿元和141.11亿元；截至2016年3月末，公司总资产进一步增加至152.61亿元。公司资产主要由货币资金、固定资产、应收账款及存货构成。货币资金方面，公司经营状况良好，货币资金稳步增长，2013~2015年末分别为18.14亿元、28.91亿元和35.46亿元，主要为银行存款，其中2015年末受限资金为13.25亿元，主要是银行承兑汇票保证金；2016年3月末，随着销售回款增加，公司货币资金增加至43.31亿元。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、精炼生产线及包装设备，因此固定资产金额较大，2013~2015年末，公司固定资产分别为31.39亿元、36.47亿元和46.35亿元，随着在建项目的推进，固定资产逐年增长；2016年3月末，公司固定资产为46.63亿元。应收账款方面，由于销售规模扩大，公司对部分客户增加了信用额度，导致应收账款不断增加，2015年末达到10.16亿元，其中账龄在1年以内的达到97.40%；2016年3月末，应收账款为11.29亿元。存货方面，随着公司销售规模的扩大，存货储备也随之增加，2013~2015年末分别为10.88亿元、12.83亿元和16.22亿元，2015年末公司存货主要为原材料、半成品和产成品，无债务担保等受限情况；2016年3月末，存货为16.21亿元。近年来公司往来款

规模较大，其他应收款保持在较高水平，2013~2015年末分别为6.91亿元、6.86亿元和6.95亿元，其中应收邹平星宇科技纺织有限公司的往来款为3.16亿元。公司已承诺将严格控制其他应收款规模，中诚信国际将持续关注其他应收款的回收情况。

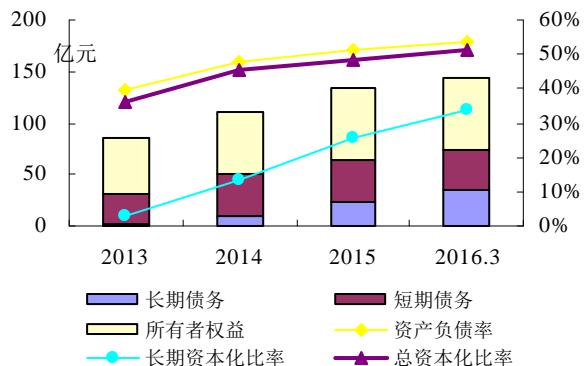
表8：截至2015年末公司其他应收款前五名客户（万元）

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	非关联方	31,641.94	1年以内
邹平腾瑞贸易有限公司	非关联方	480.10	1年以内
山东港信实业有限公司	非关联方	360.00	1年以内
邹平安星驾校有限公司	非关联方	195.64	1年以内
邹平星宇物流有限公司	非关联方	874.36	1年以内
<b>合计</b>		<b>33,552.05</b>	

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，使得负债总额不断增加，2013~2015年末分别为35.94亿元、55.42亿元和72.08亿元。公司的负债主要由短期借款和应付债券构成，其中短期借款近三年末分别为19.84亿元、31.64亿元和32.81亿元，2014年公司发行了5亿元的短期融资券和4.30亿元的短期私募债，同时大幅增加了借款规模，使得当年末短期借款增长较快。2015年末公司应付债券为24亿元，包括11亿元的公司债、10亿元的中期票据和3亿元的企业债。2016年3月末，公司负债总额上升至82.15亿元，主要是应付债券增加10亿元所致。2013~2015年末，公司资产负债率分别为39.84%、48.05%和51.08%，呈现增长态势；2016年3月末，资产负债率上升至53.83%。

图 9：2013~2016.3 公司资本结构分析



资料来源：根据公司财务数据整理

2014~2016 年末，受实收资本、资本公积和未分配利润增加的影响，公司所有者权益分别为 54.27 亿元、59.91 亿元和 69.04 亿元，其中 2015 年经山东鉴鑫会计师事务所验证，公司新增实收资本 4.5 亿元。2016 年 3 月末，公司所有者权益为 70.46 亿元，其中未分配利润为 31.31 亿元。

2013~2016 年 3 月末，公司总债务分别为 30.89 亿元、49.90 亿元、64.84 亿元和 73.98 亿元，总资本化比率分别为 36.28%、45.44%、48.43% 和 51.22%，债务规模增长较快。从债务结构来看，公司债务以短期债务为主，2013~2015 年末短期债务/长期债务分别为 17.67 倍、4.37 倍和 1.70 倍，其中 2014 年发行了 3 亿元中期票据和 3 亿元企业债，长期债务大幅增长；截至 2016 年 3 月末，短期债务/长期债务比率为 1.07 倍，债务结构较为合理。

总体来看，公司资产规模不断扩大，货币资金较为充裕，但总债务上升较快，或对公司造成一定

的债务压力。

## 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。2013~2015 年，公司营业总收入分别为 71.31 亿元、91.04 亿元和 104.33 亿元；2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 24.77 亿元。

分板块来看，公司主要收入来源于玉米深加工业务，2015 年玉米深加工板块营业收入占公司营业总收入的 65.84%。玉米深加工板块方面，公司玉米油销量和收入稳定增长，2013~2015 年分别实现营业收入 59.57 亿元、64.42 亿元和 68.69 亿元，毛利率分别为 16.74%、15.62% 和 13.08%，受玉米油销售单价下降影响，玉米深加工板块毛利率逐年下降。2016 年 1~3 月，公司玉米深加工板块实现营业收入 15.55 亿元，毛利率为 15.32%。机械加工板块方面，2013~2015 年，公司机械加工板块分别实现营业收入 7.90 亿元、8.10 亿元和 9.10 亿元，受钢材价格下降的影响，公司机械加工板块毛利率保持在较高水平，2015 年为 19.18%；2016 年 1~3 月，公司机械加工板块实现营业收入 2.37 亿元，毛利率为 20.28%。铝合金制品业务发展迅速，2015 年实现销售收入 20.09 亿元，毛利率为 16.28%，随着公司轻量化合金项目产能的不断释放，未来销售收入将进一步增长。公司其他收入主要由电、汽、贸易和利息收入构成，2015 年实现收入 6.45 亿元。

表 9：2013~2016.3 公司主营业务收入构成 (亿元)

业务板块	2013 年		2014 年		2015 年		2016 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	59.57	16.74%	64.42	15.62%	68.69	13.08%	15.55	15.32%
机械加工	7.90	19.71%	8.10	19.40%	9.10	19.18%	2.37	20.28%
铝合金制品	0.53	7.44%	12.32	9.92%	20.09	16.28%	5.02	21.95%
其他收入	1.82	40.31%	5.31	18.74%	6.45	12.61%	1.74	7.45%

资料来源：公司提供

从期间费用来看，2013~2015 年公司三费总额分别为 6.58 亿元、6.84 亿元和 7.61 亿元，呈逐年上升态势。期间费用主要为销售费用，2015 年公司销售费用为 3.63 亿元，占三费总额的比重为 47.63%。公司销售费用近年来保持在较高水平，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，由于公司债务增长较快，近年来财务费用有所增加，2015 年为 2.14 亿元。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，2015 年为 7.30%。2016 年 1~3 月，公司三

费合计为 2.28 亿元，三费收入占比为 9.19%。

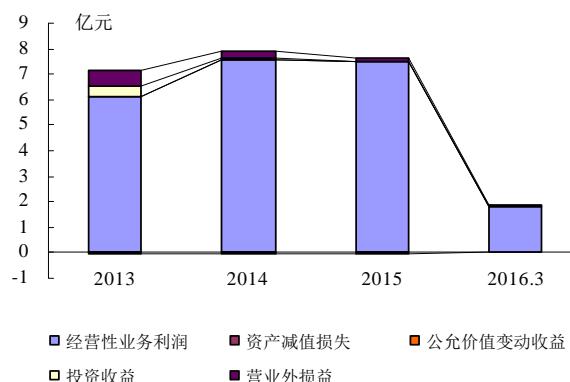
表 10：2013~2016.3 公司期间费用情况

项目	2013	2014	2015	2016.1~3
销售费用 (亿元)	3.78	3.11	3.63	1.13
管理费用 (亿元)	1.56	1.82	1.85	0.43
财务费用 (亿元)	1.24	1.91	2.14	0.72
三费合计 (亿元)	6.58	6.84	7.61	2.28
营业总收入 (亿元)	71.31	91.04	104.33	24.77
三费收入占比	9.23%	7.51%	7.30%	9.19%

数据来源：公司财务报告

从利润总额来看，2013~2015 年公司分别实现利润总额 7.14 亿元、7.92 亿元和 7.61 亿元，主要为经营性业务利润，其中 2015 年为 7.47 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现利润总额 1.85 亿元，其中经营性业务利润为 1.82 亿元。

图 10：2013~2016.3 公司利润总额构成



资料来源：根据公司财务数据整理

总体来看，随着经营规模的扩大，营业收入增长较快，三费收入占比下降，公司经营性业务盈利能力较好。

## 现金流

2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额不断增长，分别为 4.00 亿元、4.25 亿元和 5.14 亿元，主要由于公司经营收入稳定增长及收现能力较好。2016 年 1~3 月，公司实现经营活动净现金流 2.98 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，2013~2015 年投资活动净现金流分别为 -0.61 亿元、-11.29 亿元和 -13.51 亿元。目前公司主要投资项目包括米糠油项目和轻量化合金二期、三期工程项目等，投资活动现金流出规

模持续增长。2016 年 1~3 月，公司实现投资活动净现金流 -0.64 亿元。

2013 年，下属子公司长寿花食品向少数股东定向增发募集资金 2.12 亿元，筹资活动现金流入有所增长，公司投资规模较低，当年偿还部分债务，筹资活动净现金流为 -2.30 亿元；后由于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，2014~2015 年公司筹资活动净现金流分别为 17.71 亿元和 14.91 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。2016 年 1~3 月，公司实现筹资活动净现金流 5.51 亿元。

表 11：2013~2016.3 公司现金流结构分析 (亿元)

	2013	2014	2015	2016.1~3
经营活动现金流入	76.38	98.95	131.12	30.40
经营活动现金流出	72.38	94.69	125.98	27.42
经营活动净现金流	4.00	4.25	5.14	2.98
投资活动现金流入	1.02	0.11	0.05	-
投资活动现金流出	1.63	11.40	13.56	0.64
投资活动净现金流	-0.61	-11.29	-13.51	-0.64
筹资活动现金流入	27.18	45.04	62.38	21.11
其中：吸收投资	2.12	0.00	4.50	-
借款	21.36	29.74	22.08	9.29
筹资活动现金流出	29.48	27.33	47.47	15.59
其中：偿还债务	27.00	24.07	43.67	14.51
筹资活动净现金流	-2.30	17.71	14.91	5.51
现金净增加额	1.09	10.77	6.55	7.85

数据来源：公司财务报告

从现金的获取能力指标看，2013~2015 年，公司收现比分别为 1.06、1.07 和 1.24，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 12：2013~2016.3 公司获现能力情况

项目	2013	2014	2015	2016.3
收现比(x)	1.06	1.07	1.24	1.20
付现比(x)	1.12	1.13	1.31	1.22

资料来源：根据公司财务数据整理

总体来说，随着业务的顺利开展，公司经营活动净现金流逐年增加；未来运营资金需求加大或将使自身筹资活动现金流有所增加。

## 偿债能力

从偿债能力指标看，由于债务增长较快，虽然经营活动净现金流持续增加，但对债务及利息的覆盖能力有所弱化，2013~2015 年经营活动净现金流/

总债务分别为 0.13 倍、0.09 倍和 0.08 倍，经营活动净现金流/利息支出分别为 1.43 倍、1.35 倍和 1.22 倍。EBITDA 方面，2015 年，公司 EBITDA 增幅低于债务增幅，总债务/EBITDA 指标有所弱化，公司 EBITDA 对利息的覆盖能力亦有所弱化，当年总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 4.09 倍和 3.76 倍。

总体来看，近年来公司债务呈上升趋势，经营活动净现金流对债务的覆盖能力有所弱化，未来公司有一定融资需求，债务压力或将继续上升。

表 13：2013~2016.3 公司偿债能力分析

	2013	2014	2015	2016.1~3
长期债务(亿元)	1.66	9.30	24.00	35.71
总债务(亿元)	30.89	49.90	64.84	73.98
EBITDA(亿元)	13.02	13.93	15.84	-
经营活动净现金流(亿元)	4.00	4.25	5.14	2.98
资产负债率(%)	39.84	48.05	51.08	53.83
总资本化比率(%)	36.28	45.44	48.43	51.22
总债务/EBITDA(X)	2.37	3.58	4.09	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.64	4.42	3.76	-
经营活动净现金流/总债务(X)	0.13	0.09	0.08	0.16*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.43	1.35	1.22	-

注：加“\*”指标已经年化处理

数据来源：根据公司财务数据整理

资产抵质押方面，截至 2016 年 3 月末，公司抵质押资产总额为 16.42 亿元，主要是抵押房屋及土地，获得贷款金额 8.54 亿元。或有负债方面，截至 2016 年 3 月末，公司对外担保总额为 7.66 亿元，占当期净资产的比重为 10.87%，中诚信国际对公司对外担保可能产生的代偿风险保持关注。

表 14：截至 2016 年 3 月末公司对外担保情况(万元)

被担保企业	企业性质	担保方式	担保总额	是否逾期互保
恩贝集团有限公司	民营	保证	16,000.00	否 是
邹平县中医院	国企	保证	5,000.00	否 否
淄博宝进进出口有限公司	民营	保证	9,050.00	否 是
山东金川科技发展有限公司	民营	保证	3,500.00	否 是
山东传洋金属磨料有限公司	民营	保证	6600.00	否 是
山东广富集团有限公司	民营	保证	15489.00	否 是
山东富凯不锈钢有限公司	民营	保证	5,000.00	否 是
山东富华化工有限责任公司	民营	保证	8,500.00	否 是
山东华义玉米科技有限公司	民营	保证	7,500.00	否 是

司	合计	76,639.00
数据来源：公司提供		

授信方面，截至 2016 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 55.47 亿元，尚未使用授信余额 35.17 亿元。

## 过往债务履约情况

根据公司提供资料，截至 2016 年 3 月 31 日，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 15：目前公司存续债务情况

债券名称	发行日	发行金额	期限
15 三星 MTN001	2015-05-14	4 亿元	3 年
15 三星 MTN002	2015-12-07	3 亿元	3 年
15 三星 CP001	2015-09-25	5 亿元	366 日
15 三星 CP002	2015-09-25	5 亿元	366 日
14 三星 MTN001	2014-11-12	3 亿元	3 年
14 鲁三星债 01	2014-09-22	3 亿元	7 年

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，并加快高强度轻量化型材的发展速度，从而进一步提高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、负债规模上升较快以及对外担保规模较大等因素可能对公司经营及整体信用状况产生的影响。

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

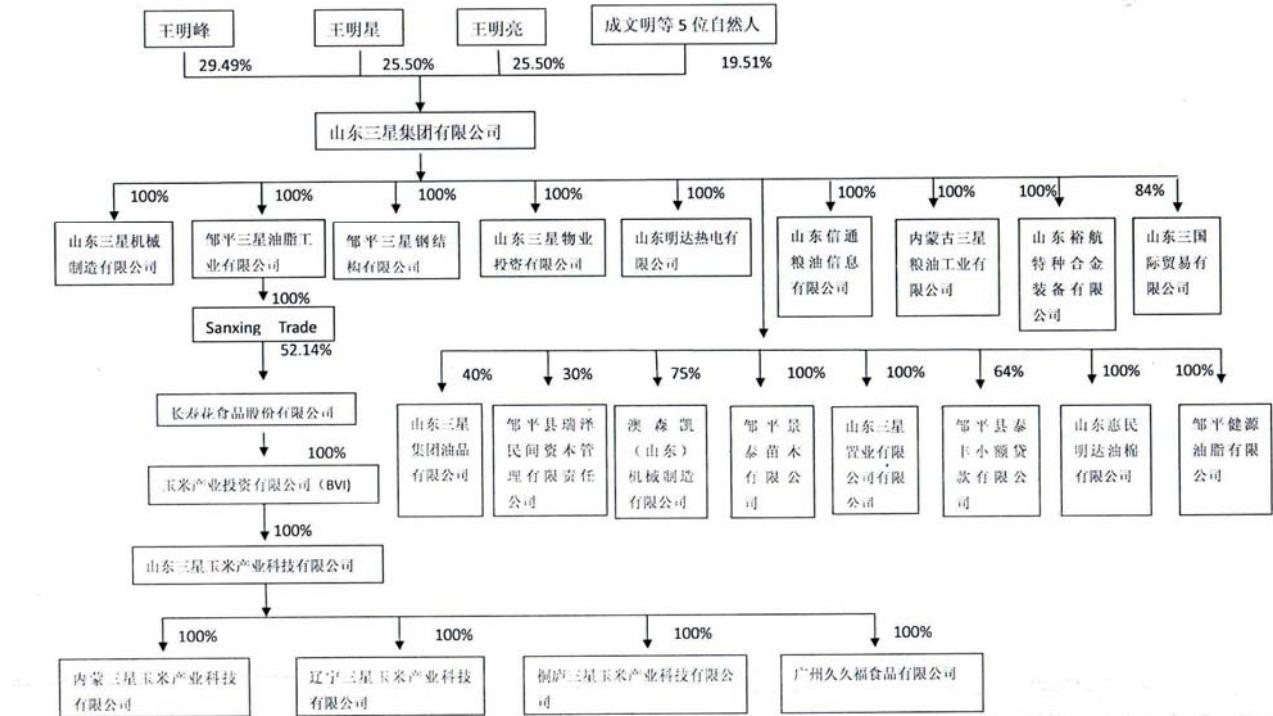
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将对山东三星集团有限公司每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在山东三星集团有限公司的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注山东三星集团有限公司公布的季度报告、年度报告及相关信息。如山东三星集团有限公司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

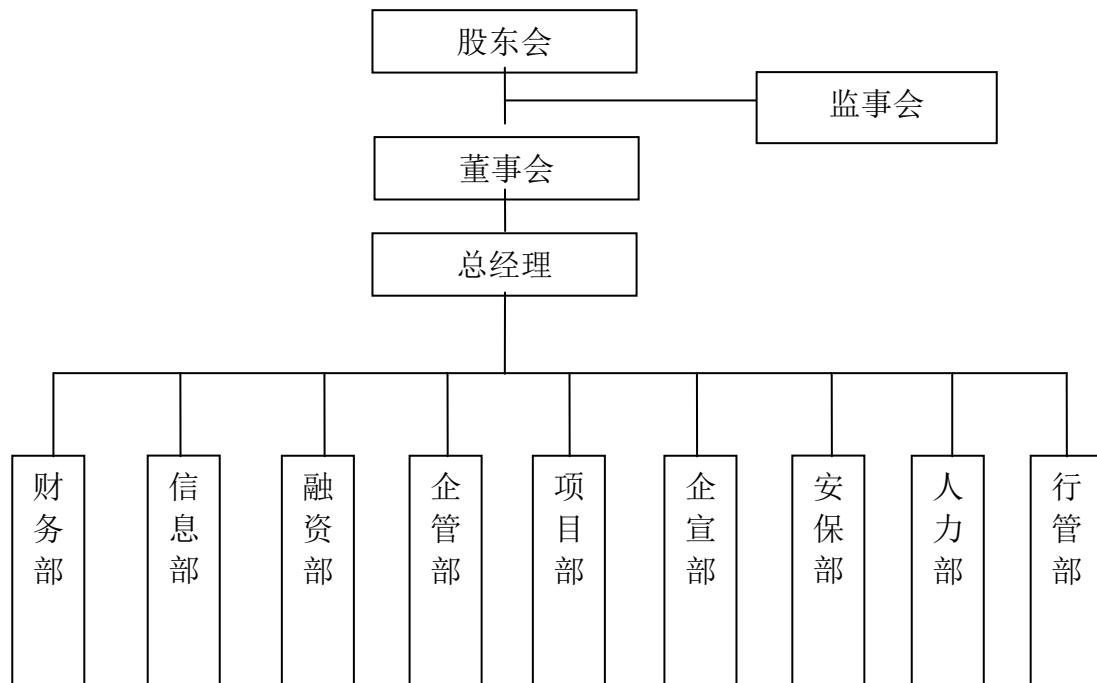
2016年6月30日

## 附一：山东三星集团有限公司股权结构图（截至 2016 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 2016 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)	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	181,371.68	289,085.50	354,576.72	433,057.96
交易性金融资产	-	-	-	-
应收账款净额	55,613.17	72,703.39	101,646.38	112,890.98
其他应收款	69,080.61	68,557.12	69,540.66	73,566.25
存货净额	108,795.59	128,284.43	162,187.97	162,075.19
长期投资	2,034.00	3,934.00	3,934.00	3,934.00
固定资产	313,906.33	364,683.36	463,494.99	466,259.56
在建工程	54,134.42	52,070.08	48,814.99	51,523.96
无形资产	73,179.48	77,112.64	82,253.86	82,152.42
总资产	902,073.22	1,153,305.62	1,411,141.28	1,526,075.68
其他应付款	4,879.15	4,928.39	4,494.23	4,809.93
短期债务	292,382.54	405,986.27	408,350.00	382,670.00
长期债务	16,550.00	93,004.26	240,000.00	357,100.00
总债务	308,932.54	498,990.53	648,350.00	739,770.00
净债务	127,560.86	209,905.03	293,773.28	306,712.04
总负债	359,417.35	554,185.61	720,770.65	821,454.73
财务性利息支出	28,072.47	31,510.00	42,085.67	-
资本化利息支出	-	-	-	-
所有者权益合计	542,655.87	599,120.01	690,370.63	704,620.95
营业总收入	713,144.39	910,420.16	1,043,308.00	247,732.72
三费前利润	127,037.16	144,127.80	150,872.86	40,962.24
投资收益	4,014.82	271.20	411.01	-
净利润	56,855.40	60,472.37	52,865.00	12,811.93
EBIT	99,521.63	110,671.19	118,196.78	-
EBITDA	130,244.27	139,253.56	158,353.15	-
经营活动产生现金净流量	40,043.84	42,543.96	51,446.71	29,821.99
投资活动产生现金净流量	-6,117.95	-112,940.49	-135,118.33	-6,437.12
筹资活动产生现金净流量	-22,965.66	177,129.76	149,094.68	55,110.69
现金及现金等价物净增加额	10,891.15	107,713.83	65,491.22	78,481.24
资本支出	16,128.38	112,147.17	135,649.25	6,437.12
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
营业毛利率(%)	18.07	15.98	14.69	16.90
三费收入比(%)	9.23	7.51	7.30	9.19
EBITDA/营业总收入(%)	18.26	15.30	15.18	-
总资产收益率(%)	11.70	10.77	9.22	-
流动比率(X)	1.32	1.40	1.66	1.96
速动比率(X)	1.01	1.13	1.32	1.61
存货周转率(X)	6.37	6.45	6.13	5.08*
应收账款周转率(X)	13.77	14.19	11.97	9.24*
资产负债率(%)	39.84	48.05	51.08	53.83
总资本化比率(%)	36.28	45.44	48.43	51.22
短期债务/总债务(%)	94.64	81.36	62.98	51.73
经营活动净现金/总债务(X)	0.13	0.09	0.08	0.16*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.14	0.10	0.13	0.31*
经营活动净现金/利息支出(X)	1.43	1.35	1.22	-
总债务/EBITDA(X)	2.37	3.58	4.09	-
EBITDA/短期债务(X)	0.45	0.34	0.39	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.64	4.42	3.76	-

注：1、以上财务报表均根据新会计准则编制；2、2016年一季度财务报表未经审计；3、带“\*”数据经过年化处理；4、公司发行的短期融资券及私募债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)

## 附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	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。
<b>C</b>	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。