

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2021】523 号

山东三星集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“19 鲁星 01”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“19 鲁星 01”的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二一年六月二十六日



信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与山东三星集团有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2021年6月26日



山东三星集团有限公司主体及 “19 鲁星 01” 2021 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定	2021/6/26	AA/稳定	郭哲彪	薛梅

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	1.基础评分模型			
19鲁星01	AA	AA	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”			业务规模	资产总额	20.00	15.27
				营业总收入	15.00	11.11
				区域多样性	10.00	7.50
			盈利能力和运营效率	利润总额	15.00	10.01
				净资产收益率	5.00	2.23
				存货周转次数	10.00	8.63
			债务负担和保障程度	资产负债率	5.00	5.00
				流动比率	10.00	7.89
				EBITDA 利息倍数	5.00	2.51
				全部债务/EBITDA	5.00	4.00
			2.基础模型参考等级			
			3.评级调整因素			
			4.主体信用等级			
			注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。			

评级观点

跟踪期内，公司仍是国内最大的精炼玉米油生产企业，生产设备和工艺较先进、产品系列多元，中高端品牌“长寿花”健康油品种丰富，仍保持较强的市场竞争力；跟踪期内，受益于市场需求好转，铝材产能利用率及产销量提高，轻量化合金材料业务毛利润小幅提高。同时，跟踪期内，公司有息债务规模保持增长，一年内到期债务规模较大，面临一定集中兑付压力；公司部分资产及子公司股权处于受限状态，可能会对公司的资产流动性及变现能力造成一定不利影响；公司美元债在进行协议安排方案，计划通过向原债券持有人发行新债券，置换到期债券，目前协议安排尚未完成相关法律程序，存在一定不确定性。

综合分析，东方金诚维持山东三星主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“19 鲁星 01”的信用等级为 AA。

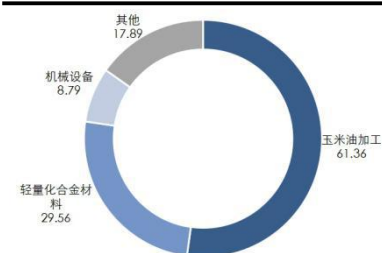
同业比较

项目	山东三星	洽洽食品股份有限公司	新希望乳业股份有限公司
总资产（亿元）	177.76	69.79	85.79
营业总收入（亿元）	118.47	52.89	67.49
净资产收益率（%）	6.56	19.13	10.12
利润总额（亿元）	7.52	9.97	3.08
存货周转率（次）	4.02	2.34	12.83
资产负债率（%）	51.49	39.71	66.65
流动比率（%）	175.37	349.59	53.93

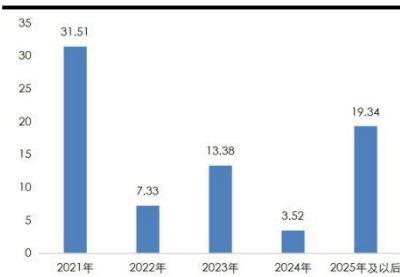
注：以上企业最新主体信用等级均为 AA/稳定，数据来自各企业公开披露的 2020 年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2020 年收入构成 (单位: %)



2020 年末债务期限结构 (单位: 亿元)



主要数据和指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
资产总额 (亿元)	175.86	164.56	177.76	178.49
所有者权益 (亿元)	82.93	86.00	86.24	87.09
全部债务 (亿元)	81.41	67.73	74.98	75.62
营业收入 (亿元)	118.55	117.83	118.47	30.87
利润总额 (亿元)	7.24	7.23	7.52	1.29
经营性净现金流 (亿元)	8.30	15.19	13.03	1.83
营业利润率 (%)	18.87	18.74	16.96	14.36
资产负债率 (%)	52.84	47.74	51.49	51.21
流动比率 (%)	174.54	152.34	175.37	180.63
全部债务/EBITDA (倍)	4.54	3.67	4.34	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.25	2.98	3.45	-

注: 数据来源于公司 2018 年~2020 年的审计报告及 2021 年一季度合并财务报表。

优势

- 公司仍是国内最大的精炼玉米油生产企业, 生产设备和工艺较先进、产品系列多元, 中高端品牌“长寿花”健康油品种丰富, 仍保持较强的市场竞争力;
- 跟踪期内, 受益于市场需求好转, 铝材产能利用率及产销量提高, 轻量化合金材料业务毛利润小幅提高;
- 受益于市场需求提高, 跟踪期内公司机械设备产销量有所增长, 销售收入保持增长。

关注

- 受原材料玉米胚芽价格上涨影响, 跟踪期内, 公司玉米油加工业务成本提升, 玉米油业务毛利率及毛利润有所下降;
- 跟踪期内, 公司有息债务规模保持增长, 一年内到期债务规模较大, 面临一定集中兑付压力;
- 公司部分资产及子公司股权处于受限状态, 可能会对公司的资产流动性及变现能力造成一定不利影响;
- 公司美元债在进行协议安排方案, 计划通过向原债券持有人发行新债券, 置换到期债券, 目前协议安排尚未完成相关法律程序, 存在一定不确定性。

评级展望

公司评级展望为稳定。预计受益于宏观经济稳定增长, 消费场景气度提升, 公司玉米油加工和轻量化合金业务下游客户需求稳定, 产销量保持稳定发展, 未来公司业务盈利能力总体保持稳定。

评级方法及模型

《东方金诚食品饮料企业信用评级法及模型 (RTFC005201907) 》

历史评级信息

主体信用等级	债项名称	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	19 鲁星 01	AA	2020/6/23	张晨曦 刘将云	《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型》	阅读报告
AA/稳定	19 鲁星 01	AA	2019/6/18	董浩宇 刘将云	《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型》	阅读报告

注: 自 2019 年 6 月 18 日 (首次评级) 至 2020 年 6 月 23 日 (历史最新评级), 公司主体信用等级未发生变化, 均为 AA/稳定。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
19 鲁星 01	2020/6/23	3.19	2019/8/30~2024/8/30	-	-

注：19 鲁星 01 债券期限为 3+2 年，第三年设回售选择权及票面利率调整。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及山东三星集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“19 鲁星 01”）的跟踪评级安排，东方金诚基于山东三星集团有限公司（以下简称“山东三星”或“公司”）提供的 2020 年审计报告、2021 年 1~3 月财务报表及相关经营数据，进行了本次定期跟踪评级。

主体概况

山东三星集团有限公司仍是我国最大的玉米油生产企业，控股股东和实际控制人为自然人王明峰及其一致行动人

山东三星主营玉米油加工、轻量化合金材料和机械设备的生产与销售。截至 2020 年 3 月末，公司注册资本 9.50 亿元，自然人王明峰、王明星和王明亮合计持有公司 84.38% 股权¹，为公司实际控制人。

公司主营玉米油加工、轻量化合金材料和机械设备的生产与销售。截至 2021 年 3 月末，公司拥有年加工玉米胚芽 120 万吨和生产玉米油 45 万吨的能力，玉米油年销量占全国总销量的 50% 以上，是我国最大的玉米油生产企业。公司拥有“长寿花”等玉米油系列品牌，产品种类较丰富；轻量化合金材料产能为 15 万吨/年。

截至 2021 年 3 月末，公司（合并）资产总额 178.49 亿元，所有者权益 87.09 亿元，资产负债率 51.21%。2020 年和 2021 年 1~3 月，公司分别实现营业收入 118.47 亿元和 30.87 亿元，利润总额 7.52 亿元和 1.29 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司纳入合并范围子公司 33 家，跟踪期内，公司原香港上市子公司长寿花食品股份有限公司（以下简称“长寿花食品”）完成私有化并退市。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经证监许可[2019]844 号文核准，公司于 2019 年 8 月发行 3.19 亿元公司债券，债券简称“19 鲁星 01”，票面利率为 7.90%，起息日为 2019 年 8 月 30 日，债券期限为 3+2 年，依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在山东三星依据发行条款的约定赎回时到期，利息支付方式按年付息。

截至本报告出具日，“19 鲁星 01”正常付息，募集资金已按照募集用途全部用于调整公司债务结构以及补充流动资金。

¹ 王明峰、王明星和王明亮三人为同父同母亲兄弟，分别持有公司 29.49%、25.50% 和 29.39% 的股权，持股比例比较均衡，单独均无法达成对公司的控制，但三人持股合并可实现对公司的绝对控制。根据三人出具的一致行动人说明，三人在需要由公司股东会、董事会做出决议的事项时均采取一致行动。因此王明峰、王明星和王明亮兄弟为公司实际控制人。

宏观经济与政策环境

在低基数和经济修复作用下，2021年一季度GDP增速大幅冲高，短期内物价呈抬头之势

一季度GDP同比增速达到18.3%，两年复合增速为5.0%，整体上延续了去年二季度以来的稳健修复势头，但距疫情前6.0%的增长水平仍有一定差距。一季度经济增长结构改善，原有的“生产强、消费弱”局面有所改观，商品和服务消费加速，而工业生产已过修复高峰点，其中3月出现明显减速迹象。另外，疫情受到稳定控制后，一季度服务业生产和消费正在迅速复苏。预计二季度GDP增速将回落至8.0%左右，两年复合增长率则升至5.5%，消费将成为拉动经济增长的主要动力。值得注意的是，受前期国际大宗商品价格剧烈上升影响，3月PPI同比达到4.4%，CPI同比转正上行。我们判断，二季度物价将延续较快上涨势头。不过，考虑到下半年国际大宗商品价格大幅续升的可能性不大，本轮物价上涨或仅为短期现象。

二季度宏观政策不会因通胀抬头而明显收紧，货币政策将延续“紧信用、稳货币”格局，今年财政政策力度温和下调

近期物价上升势头引发监管层关注，但考虑到国内经济修复基础尚需进一步夯实，加之外部不确定性较大，宏观政策整体上将延续“不急转弯”基调。这意味着短期内加息升准的可能性很小，二季度市场利率将继续围绕政策利率小幅波动。在货币投放方面，今年稳定宏观杠杆率目标明确，M2和社融增速在3月恢复回落势头，预计年末这两项指标将分别下调1到2个百分点，信贷投放中“有保有压”的结构性特征将进一步凸显。2021年目标财政赤字率和新增地方政府专项债规模降幅较小，对小微企业的定向减税措施加码。今年首次提出降低政府杠杆率目标，地方政府隐性债务将受到更严格管控，部分弱质平台信用风险值得关注。

行业分析

玉米加工行业

2020年，我国食用油消费总量仍保持上涨，安全优质、营养健康的玉米油等中高端食用油需求仍具有发展空间

中国是世界食用油消费第一大国，随着居民生活水平的提高，食用油消费量不断增长。2020年国内食用油消费量约为4071万吨，同比增长2.34%，增速较去年同期1.00个百分点，从消费结构来看，2020年我国食用油消费仍以大豆油为主，棕榈油和菜籽油为辅，占比分别约为43%、18%和16%。受疫情影响，家庭厨房用油增加，餐饮用油下降，受此影响豆油国内消费总量呈现持续增长状态，同比提高7.90%；菜籽油和棕榈油受疫情影响，消费量同比分别下降4.57%和1.35%。

近年来，随着我国居民生活水平的提高，居民高血压、高血脂及肥胖人群的增加，更加符合当今消费环境、含有高“非饱和脂肪酸”的玉米油和葵花籽油等更受欢迎，销量及品牌持续增加，市场消费量保持增长。未来安全优质、营养健康的中高端食用油产品消费潜力将逐步释放，玉米油等消费量将稳步提高。

生产方面，受益于国内国内油料作物产量增长净油料作物进口量恢复增长，2020 年国内食用油产量小幅增长 1.36%，约至 2930.4 万吨。除棕榈油外，其他主要油品进口量保持增长，带动植物食用油进口量大幅提升 13.38%。

图表 1 近年国内食用油产量及消费量（单位：万吨）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

2020 年以来，受疫情、自然灾害及全球较为宽松的流动性影响，玉米胚芽价格快速上涨，一定程度上提高玉米油生产企业成本控制压力

2020 年以来，玉米、玉米胚芽及玉米油价格整体呈现快速上涨态势。玉米油方面，2020 年一季度受疫情影响，物流严重受阻，玉米油价格快速下行，二季度以来物流恢复，叠加国内需求好转，玉米油价格震荡上行，全年价格同比上涨 17% 左右。玉米胚芽方面，2020 年一季度受疫情影响，淀粉产开工率下降，玉米胚芽供给收紧，叠加玉米价格快速上涨，导致玉米胚芽价格整体保持增长，二季度以来受全球较为宽松的流动性、养殖业对饲料原料的需求强劲以及全球自然灾害等因素影响，玉米价格快速上涨，并带动玉米胚芽价格上涨。

2021 年 1~5 月，受原材料价格带动，玉米油价格高位波动。2021 年国家计划扩大玉米种植面积，但受养殖业对较强的需求及国际粮食价格较高等因素影响，预计 2021 年前三季度，玉米价格仍将处于较高水平；随着国内玉米上市，四季度玉米价格将逐步下跌。预计受原材料价格支持，2021 年玉米油前高后低，全年价格仍将处于相对较高水平，同比 2020 年价格仍将维持增长。

图表2 近年山东地区玉米胚芽油出厂价（元/吨）



资料来源：wind，东方金诚整理

铝材行业

2020 年铝材市场需求较好，预计受益于房地产竣工面积增加，汽车产销量水平提高，2021 年铝型材市场需求仍将维持在较好水平

中国铝材主要用于房地产、电力、交通和 3C 电子等行业，受益于电源投资大幅增长等因素影响，2020 年国内铝材市场需求较好。2020 年一季度铝，受疫情导致开工延迟，铝材需求大幅下降，二季度以来受益于复工复产及国家政策支持，铝材需求快速提升。

其中，2020 年房地产行业建筑工程开发投资增速同比提高 8.80%；但安装工程开发投资同比下降 12.90%，降幅缩小；竣工面积同比小幅减少 4.60%，房地产行业整体用铝需求小幅下降。同期汽车产同比下降 2.00%，降幅大幅缩小，新能源汽车产量同比提高 10.00%，汽车行业用铝需求保持相对稳定。电网投资建设方面，受电网输配电价下跌及社会用电量增速放缓等因素影响，电网企业投资能力大幅下滑，2020 年电网基本建设投资完成额同比下降 6.20%，但国内风电电源投资大幅增长，带动电源投资同比大幅提高 29.20%，用铝需求大幅提高。此外，3C 电子产品，受疫情影响，全球居家及限行情况增多，微型计算机产量大幅提高，用铝需求小幅增加。整体来看，受益于电源投资大幅增长及新能源汽车需求拉动影响，2020 年铝材需求大幅提高，全年铝材表观需求量同比提高 12.24%，至 5356.55 万吨。

铝材生产方面，受益于市场需求提高，及国内铝加工企业对于航空铝材、汽车铝材高端产品研制及推广应用，2020 年国内铝材产量大幅提高 10.04%，至 5779.30 万吨。

图表3 近年国内铝材产量及表观消费量情况（万吨、%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

2021年1~4月，国内铝材市场需求继续向好，房地产竣工面积、汽车产销量及电源投资额大幅增长，其中房地产竣工面积和汽车产量同比分别增长17.90%和53.40%。考虑到宏观经济的逐步恢复及房地产竣工周期，2021年房地产竣工面积及汽车产销量将恢复增长，家电以及3C电子对铝材需求将保持增长；同时“碳中和”计划将进一步提高新能源电源的装机及电网建设投资需求，预计2021年国内铝材需求仍将维持在较好水平。

2020年电解铝价格带动铝材价格快速增长，受益于市场需求改善，铝加工行业利润有所恢复；预计2021年铝价前高后低，较高的铝价水平或将提高铝加工行业成本控制压力

受市场需求提高及全球较为宽松的流动性影响，2020年4月以来电解铝价格快速上涨，并带动铝材价格快速上涨。铝加工产品定价方式为“铝锭价格+加工费”，铝材价格受电解铝价格影响较重。2020年一季度受疫情影响，铝价大幅下行；2020年4月初以来受益于国内复工复产，市场需求快速改善，叠加全球较为宽松的流动性环境，铝价快速上涨，并带动各类铝材价格快速上涨。盈利方面，2020年铝加工企业盈利整体有所改善。其中，2020年一季度受疫情影响，铝加工费快速下跌；5月以来铝加工费快速提高，全年加工费较去年小幅增长，同时由于铝价格4月以来保持上行态势，铝加工行业盈利保持增长。

图表4 近年来铝材价格及铝材与原铝价差（单位：元/吨）



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计受市场需求逐步好转及新增产能释放影响，2021 年铝价前高后低，整体价格将高于上年平均水平，铝加工行业成本控制压力提高。2021 年以来受益于较好的市场需求及相对宽松的流动性，铝价延续上涨态势，截至 5 月末国内铝价超过 20000 元/吨，处于近十年来的最高水平。较高的铝价将推动铝企产能释放，预计 2021 年下半年铝价将高位回调。铝材价格方面，受电解铝价格上涨推动，2021 年以来各类铝材价格震荡上行，但价格上行幅度弱于电解铝价格，产品价差缩小；同时考察到下半年铝价高位回调，铝加工行业成本控制压力将大幅提高。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入和毛利润仍主要来自玉米油加工和轻量化合金材料业务，营业收入小幅下滑，毛利率略有增长

公司主要从事玉米油加工、轻量化合金材料和机械设备的生产和销售业务，跟踪期内，主营业务收入仍主要来自玉米油加工和轻量化合金材料业务，收入结构较为稳定。2020 年受公司玉米油加工业务上涨影响，公司主营业务收入小幅下降；受原材料价格上涨较快，公司玉米油加工业务毛利润及毛利率有所下降，主营业务整体盈利水平有所下降。

图表 5 近年公司主营业务收入、毛利与 2020 年主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

玉米油加工业务

跟踪期内，公司玉米油加工业务仍主要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。截至 2021 年 3 月末，三星油脂资产总额为 52.21 亿元，净资产为 21.25 亿元，公司持股比例为 54.48%。

公司仍是国内最大的精炼玉米油生产企业，生产设备和工艺较先进、产品系列多元，中高端品牌“长寿花”健康油品种丰富，仍保持较强的市场竞争力

公司是国内最大的精炼玉米油生产企业，玉米油产能行业领先，截至 2021 年 3 月末，公司拥有 6 条胚芽压榨生产线、4 条精炼生产线、10 条灌装生产线，120 万吨/年玉米胚芽压榨能力，45 万吨/年玉米油精炼产能。公司玉米油设备和工艺水平较先进，精炼出油率达 95%。公司玉米油产品主要包括小包装玉米油和散装油，小包装油为公司重点发展产品，拥有“长寿花”、“金银花”等多个玉米油品牌系列，产品种类较丰富，其中中高端品牌“长寿花”玉米油市场知名度和占有率高。2020 年公司玉米油产量为 28.61 万吨，市场占有率较高。

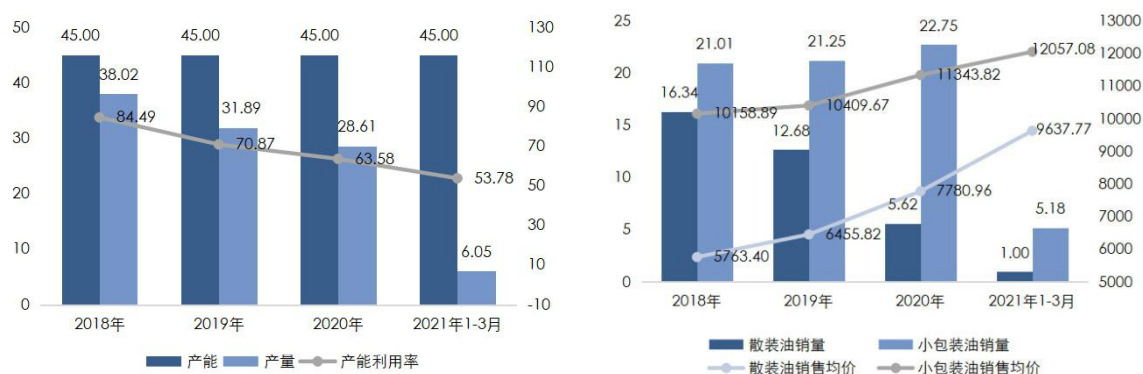
跟踪期内，公司收缩散装玉米油业务，玉米油产能利用率较低，整体销量有所下降；预计受益于经济逐步回暖，市场需求好转，2021 年玉米油业务收入仍将有所增长

跟踪期内，公司玉米油产能未发生变动，受疫情等因素影响，产量小幅下行。2020 年一季度，上游玉米淀粉生产企业开工率不足，导致玉米胚芽供给紧张，公司玉米油产能利用率较低；二季度以来，玉米胚芽价格有所波动，公司收缩散装玉米油业务，玉米油产销量整体有所下降。

公司玉米油主要是以销定产，其中公司散装油直接销售给中粮集团和金龙鱼等大型食用油制造企业，小包装油产品销售模式分为直销和经销。公司在全国建立了 8 个营销大区、21 万家销售终端，实现了乡镇社区以上的销售网络全覆盖，并建立了电子商务销售平台。近年来公司玉米油加工业务重点为发展小包装油，增加经销商销售占比，2020 年小包装油销量同比增长 7.06%，市场份额保持较高水平；预计未来随着营销推广，小包装油销量有望增长。同期，公司继续降低毛利率较低的散装玉米油销售，散装玉米油销量同比大幅下降 55.68%，整体销量下降 16.39%，至 28.37 万吨。此外，为充分发挥公司渠道优势，公司通过代加工的方式，贴牌销售花生油、菜籽油，以及通过采购散装油，灌装生产并销售的豆油和花生油。

销售价格方面，2020 年我国食用油价格增长明显，全年食用油价格同比上涨 5.30%，公司小包装油和散装油销售价格均有所增长。2020 年受销量下降影响，公司自产油品销售收入小幅下降，受益于非自产油品销售量提高，2020 年玉米油加工业务收入同比上涨 3.29%。

图表 6 近年公司玉米油产销情况（单位：万吨/年、万吨、%、元/吨）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

2021 年一季度，受原材料价格上涨影响，散装油和小包装油销售价格持续上涨，受基期数据较低影响，产销量同比增加 25.78%和 19.78%，业务收入同比增长 28.08%。2021 年公司计划持续减少毛利率较低的散装油订单销售；同时通过渠道运营和渠道下沉，提高小包装油销量，

同时受益于宏观经济逐步回暖，市场需求好转，预计 2021 年公司玉米油产销量或将小幅上涨。销售价格方面，预计受益于国内经济逐步回暖及较高农产品价格，公司玉米油销售价格将保持增长，预计 2021 年玉米油加工业务收入将有所提高。

跟踪期内，受原材料玉米胚芽价格上涨影响，公司玉米油加工业务成本提升，玉米油业务毛利率及毛利润有所下降，预计受益于业务规模扩大，2021 年公司业务毛利润将小幅上涨

玉米油成本主要由原材料、人工费用、辅助材料及能源动力等构成，其中原材料玉米胚芽占成本比例约 90%。公司采购的玉米胚芽均为非转基因玉米胚芽，主要从外部采购。公司主要从山东省、安徽省、河北省、东北三省及内蒙古自治区等地采购，其中山东省内采购占比约 40%。玉米胚芽主要来自玉米淀粉加工企业，公司依托淀粉粮油机械业务与淀粉加工企业多年合作基础，与淀粉厂合作较稳定。跟踪期内，国内玉米价格持续攀升，2020 年公司玉米胚芽采购价格同比增长 36.08%。因原材料价格涨幅超过公司玉米油产品价格涨幅，2020 年玉米油加工业务毛利率 18.61%，同比下降 2.88 个百分点，盈利能力有所下降。

2021 年一季度，受玉米胚芽采购均价上涨影响，公司玉米油加工业务毛利率继续下降。预计 2021 年公司玉米油价格将有所增长，但受全球较为严重通胀压力，玉米胚芽价格波动较大，公司原材料成本控制压力较大，预计全年业务毛利率将略有下降，受益于销量提高，业务毛利润或将小幅增长。

图表 7 近年公司玉米油业务收入、盈利及玉米胚芽采购情况（单位：亿元、%、万吨、元/吨）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

轻量化合金材料业务

跟踪期内，公司轻量化合金业务仍由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。

公司轻量化合金材料生产工艺较先进，跟踪期内，受益于市场需求较好，公司铝材产品产量有所提高，产能利用率有所提高

公司轻量化合金材料业务主要合金产品为包括铝合金型材及镁合金型材在内的多规格轻量化合金材料，宽度范围为 250~850mm，产品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。公司产品主要面向高端市场，公司资质认证较全面，并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业建立了合作关系，同时也是美国波音飞机公司座椅骨架的国内唯一供应商，是比亚迪新能源汽车的电池托盘供应商之一。截至 2021 年 6 月末，公司轻量化合金材料业务具有 40 项专利及 20 项质量体系认证，具有一定技术储备及行业竞争力。

公司轻量化合金材料业务主要生产设备从德国、意大利、韩国等地引进，生产设备较先进。公司具有 14 条不同规格压延线，挤压力度在 10MN 到 120MN。跟踪期内，公司轻量化合金材料年产能仍为 15 万吨/年。公司轻量化合金材料业务包含半成品和铝材产品，其中半成品主要是毛坯棒，从熔铸炉里铸造后直接销售，工艺水平及产品价格较低，利润空间较小；铝材产品价格及利润水平相对较高。公司实行以销定产，2020 年铝材市场需求较好，公司缩小半成品业务量，加大铝材产品产量。2020 年公司铝材产品同比提高 29.19%，产能利用率同比大幅提高。

图表 8 轻量化合金材料产能、产量及产能利用率情况（单位：万吨/年、万吨、%）

类型	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1~3 月
产能	15.00	15.00	15.00	15.00
产量	11.29	10.14	13.10	2.45
产能利用率	75.27	67.60	87.33	65.33

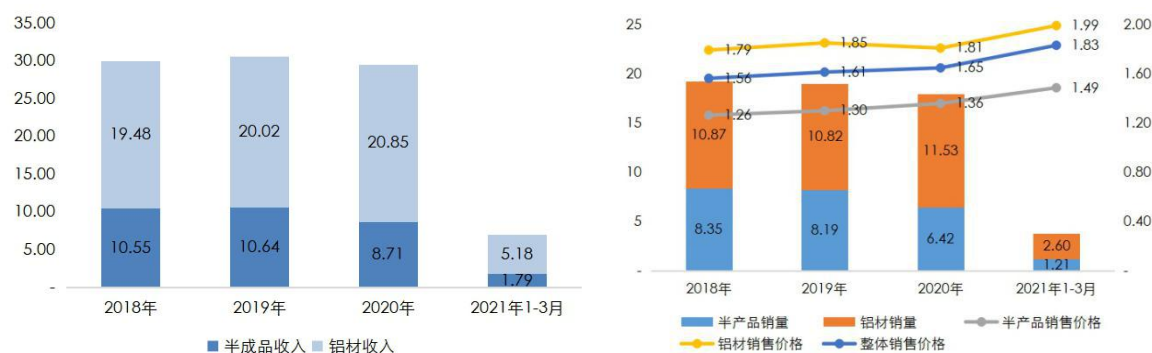
资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司调整产品结构，毛利率较高的型材及棒材收入占比提升，业务毛利润、毛利率均有所提升

公司轻量化合金材料业务均采用直销，公司与主要客户签订长期合作合同，客户不定期下订单，公司预收货款。2020 年得益于市场需求较好，铝材销量同比提高 6.65%，销量较为稳定，产销率有所下降，铝材产品销售收入小幅增长；半成品销量大幅下降 21.26%；受此影响，轻量化合金材料整体销量同比下降 5.58%，公司轻量化合金材料业务收入小幅下降 3.58%。

公司产品价格采取“铝价成本+加工费”，2020 年铝水价格略有上升，半成品价格保持增长；由于对部分老客户销售让利，铝材产品价格小幅下降。但受产品价格较低的半成品销量比重大幅下降影响，2020 年轻量化合金材料整体销售价格小幅增长 2.12%。

图表 9 近年公司轻量化合金材料业务收入及产品销售情况（单位：亿元、万吨、万元/吨）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司资质认证较全面，与下游客户均建立了长期合作关系，预计受益于国内经济逐步恢复，2021 年公司产品市场需求将保持稳定，公司产品销量将保持相对稳定，同时考虑到原铝价格对铝材价格的支撑，轻量化合金材料业务收入或将小幅增长。

公司轻量化合金材料主要原材料铝水主要从山东魏桥铝电有限公司（以下简称“魏桥公司”）采购。2020 年，公司采购铝水价格同比略增 5.72%，采购量同比下降 31.14%，公司对外采购 10 万吨左右的铝锭，以满足原材料需求。

图表 10 公司铝水采购量及采购价格（单位：元/吨、万吨、%）

类型	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1~3 月
铝水采购量	18.59	10.63	7.32	2.92
采购价格	12168.29	12191.74	12889.38	14216.74

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司原材料采购成本提高，销售价格下降，但受益于产能利用率提高，铝材产品生产成本下降，铝材毛利率及毛利润小幅增加，叠加收益率较高的铝材销量比重提高，推动公司轻量化合金材料业务毛利润及毛利率同比分别增长 2.86% 和 1.26 个百分点。

图表 11 近年公司轻量化合金材料业务收入及毛利情况（单位：元/吨、亿元、%）

业务类别	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1-3 月		
	价格	收入	毛利率	价格	收入	毛利率	价格	收入	毛利率	价格	收入	毛利率
半成品	1.26	10.55	2.97	1.30	10.64	3.37	1.36	8.71	2.99	1.49	1.79	2.93
铝材	1.79	19.48	24.30	1.85	20.02	26.82	1.81	20.85	27.03	1.99	5.18	21.59
其中：型材	1.82	10.78	23.78	1.86	10.78	27.22	1.81	11.86	27.90	2.02	2.81	23.08
棒材	1.62	2.07	20.50	1.74	2.19	24.08	1.62	2.63	24.81	1.87	0.91	15.77
管材	1.75	6.22	25.40	1.81	6.63	25.94	1.80	5.81	24.13	1.98	1.39	21.43
精制品	3.65	0.40	40.84	3.99	0.42	44.85	3.76	0.55	49.70	3.13	0.07	40.93
合计	1.56	30.02	16.81	1.61	30.66	18.68	1.65	29.56	19.94	1.83	6.98	16.79

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2021 年一季度，受原材料价格波动，公司轻量化合金材料业务价格有所提高，但受铝水价格涨幅较快影响，毛利率较 2020 年下降 3.15 个百分点。预计受国家抑制大宗商品价格上涨及新增电解铝产能释放，全年铝水价格前高后低，价格波动较大，公司原材料采购成本控制压力较大，业务毛利率和毛利润将有所下降。

2021 年以来，公司轻量化合金材料逐步转向汽车和 3C 电子行业用铝材。受益于汽车“减重”发展趋势及新能源汽车行业的发展前景，汽车用铝将大幅提高工业铝材的市场需求；3C 电子方面，由于铝制结构件相比于塑料结构件，铝制结构件具有散热效果佳、抗压抗弯能力强、抗刮抗划伤等优点，近年来铝合金在 3C 市场的应用量逐渐提升。长期来看，预计依托于公司的技术优势，人均收入水平提高及国家“碳达峰”及“碳中和”发展战略，汽车和 3C 电子行业用铝需求将带动公司轻量化合金材料业务的发展。

机械设备业务

公司机械设备制造业务主要由子公司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负责经营。公司机械设备主要产品为粮油机械设备、轻量化汽车和厢式货车。

跟踪期内，受益于市场需求提高，公司机械设备销售收入保持增长，但受产品结构调整影响，毛利润小幅下降

2020年，公司机械设备业务主要产品包括罐式运输车，箱式车，铝合金集装箱半挂车等轻量化专用车为主。跟踪期内，公司新增一条设备产线，公司的机械设备年产能提高至6000台。公司机械设备制造业务以销定产，下游客户以物流公司和快递公司为主。2020年受疫情影响，物流及快递市场需求相对较好，城市内使用的轻箱式运输车及大型运输车辆需求均有所提升，叠加我国运输车辆轻量化发展趋势，2020年公司机械设备市场需求大幅好转。受益于需求改善，公司机械设备产量和销量分别同比增长15.82%和21.99%。受益于销量水平提高，2020年公司机械设备业务收入8.59亿元，同比增长2.36%。但跟踪期内，公司机械设备产销量增长主要来源于厢式货车，由于箱式货车销售价格及利润水平较低，导致公司毛利润及毛利率同比分别小幅下降0.77%和0.62个百分点。

图12 公司机械设备业务收入、毛利及产销量情况（单位：台/年、台）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

2021年一季度，公司机械设备业务收入2.03亿元、毛利润0.36亿元，同比提高6.73%和9.04%。预计受益于国内快递行业装备升级及各个地方政府对于敞篷运输车的现在，轻量化厢式货车需求稳定增长，2021年公司机械设备收入将小幅增长，但受产品销售结构调整，业务毛利润将保持相对稳定。

其他业务

公司其他业务收入波动较大，跟踪期内公司其他业务收入及毛利润均有所减少，部分业务存在亏损

公司其他业务包括贸易业务、纺织业务和调味品业务，收入主要来源于贸易业务和纺织业务；毛利润主要来源于贸易业务、纺织业务、调味品业务。跟踪期内由于贸易业和纺织业务收入及利

润下降，带动公司其他业务收入和利润整体有所下降。

其中，公司贸易业务主要由公司子公司山东三星国际贸易有限公司运营，2020 年业务收入及毛利润为 7.79 亿元和 0.29 亿元，同比下降 1.02% 和 14.71%。

公司纺织业务主要由子公司邹平星宇科技纺织有限公司（以下简称“星宇科技纺织”）运营，截至 2021 年 3 月末，星宇科技纺织具有年产各种棉纱 4.50 万吨、喷织布 150 万米的生产能力，资产总额为 18.21 亿元，净资产为 0.48 亿元；2020 年星宇科技纺织实现营业收入 7.96 亿元，净利润亏损 0.68 亿元。

公司调味品业务主要由子公司烟台万科食品有限公司（以下简称“万科食品”）运营，主要产品为高档酱油及系列调味产品。2020 年，公司调味品业务收入及毛利润为 1.91 亿元和 0.45 亿元，同比分别增长 114.94% 和 45.16%，主要系公司通过代工企业生产其他调味品，并对外销售，产品销量大幅增长所致。

重大事项

公司美元债在进行协议安排方案，若方案通过公司将向原债券持有人发行新债券，置换到期债券，目前协议安排尚未完成相关法律程序，存在一定不确定性

公司美元债券本应于 2021 年 1 月到期，公司通过与美元债投资人沟通，对到期债券进行协议安排方案，协议安排是依据英属维尔京群岛公司法 179A 条，采用“少数服从多数”的原理，在多数投资人签署支持协议后，经过英属维尔京群岛法院的公证后，该债券方案对所有债券持有人生效，公司将发行新的债券置换旧的债券。方案通过后，相关债券成本或将有所提高，公司通过提供 2% 的“早鸟费”及与投资者的充分沟通，公司协议安排方案已获得绝大多数投资者认可，但目前公司正在准备相关材料，等待英属维尔京群岛法院的公证，存在一定不确定性。

总体来看，作为我国最大的精炼玉米油生产企业，跟踪期内，公司玉米油加工业务市场竞争力仍较强，市场占有率依然较高；受益于铝材市场需求好转，铝材产销量提高，业务毛利润小幅提高。公司散装玉米油销量下降，产能利用率较低。

公司治理与战略

跟踪期内，公司利用外部借款对原上市子公司长寿花食品私有化，债务规模有所上涨

公司与中国信达资产管理有限公司（以下简称“信达资产”）合作，完成对原上市子公司长寿花食品的私有化并退市。跟踪期内，公司与信达资产成立天津长寿信智股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“长寿信智基金”），其中公司投入 2.00 亿元，信达资产实缴 10.00 亿元。长寿信智基金设立主要用于对长寿花食品的私有化，长寿信智基金投资 6 亿元左右收购三星油脂 45.42% 的股权，同时向三星油脂提供 5.85 亿元股东借款，用于支付收购长寿花食品少数股东的股权。2020 年 12 月，长寿花食品成功完成私有化并退市，使用资金约 11 亿元人民币。长寿花食品具有大量现金及现金等价物，有利于公司流动性改善。

未来几年，玉米油方面，公司将继续提升“长寿花”品牌的市场知名度和市场占有率；同时

依托“长寿花”品牌继续开发高端健康油脂和厨房调料产品。轻量化合金材料方面，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。机械设备方面，公司将加大对轻量化汽车项目的投入，并专注物流装备市场，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。

财务分析

财务概况

公司提供了2020年及2021年1~3月合并财务报表。亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2020年财务数据进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2021年1~3月财务数据未经审计。2020年末，公司新增子公司4家，合并范围内子公司共33家，截至2021年3月末，公司合并范围内三级子公司数量为33家。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产构成仍以非流动资产为主，流动资产中存货和应收账款占比较大，相关资产周转率较低，对资金形成一定占用

跟踪期内，受债务规模增加及经营积累影响，公司资产总额有所增长，非流动资产占比略高于流动资产，资产结构保持相对稳定。

公司流动资产以存货、货币资金、其他流动资产、应收账款和预付款项为主。公司存货规模较大，对资金形成一定占用，2020年公司存货规模为24.90%，同比增长4.32%，未计提跌价准备，期间存货周转次数4.02次，同比提高0.16次。由于处于玉米油业务外，公司还具有轻量化合金材料和机械业务，存货占款较一般食品制造业企业高，导致公司存货周转率仍低于行业平均值²。构成方面，2020年公司存货仍主要由库存商品、自制半成品及在产品和原材料构成，2020年末分别占比41.41%、29.66%和15.03%。公司货币资金期末余额保持较大规模，2020年末为22.60亿元，同比下降6.08%；公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金，其中其他货币资金为3.87亿元，主要为开具银行承兑汇票保证金和短期贷款质押所用，为受限货币资金。2020年末，公司应收账款10.58亿元，同比下降9.95%，共计提坏账准备0.05亿元；从账龄结构来看，账龄在1年以内的应收账款占比为97.55%；2020年，公司应收账款周转次数为10.61次，小幅增长0.43次，远低于上市食品制造企业的平均水平。2020年公司其他流动资产同比大幅增长706.18%，主要系公司子公司长寿花投资9.98亿元理财产品所致。公司预付款项主要为预付供应商货款，2020年末同比上涨51.63%，主要系2020年大宗商品价格上涨较快，占用资金增加，从账龄结构看，1年以内预付账款占比92.26%。

² 2020年证监会行业分类下的食品制造上市企业，存货周转率为6.57次，应收账款周转率为74.92次。

图表 13 近年末公司资产构成及 2020 年末流动资产构成情况（单位：亿元）

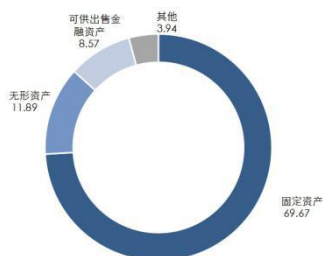


资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司非流动资产以固定资产、无形资产和可供出售金融资产为主。2020 年公司固定资产仍主要为房屋及建筑物和机器设备；无形资产主要由土地使用权构成，其中 2.13 亿元土地使用权尚未取得土地证书。同期末，可供出售金融资产 8.57 亿元，同比增长 217.50%，主要系对外投资增加所致。

2021 年 3 月末，公司资产总额及各科目规模较 2020 年末均变动不大。2020 年末，公司受限资产规模为 28.41 亿元，占公司净资产的 32.94%，主要是受限固定资产和货币资金，用于短期借款担保及票据质押金。此外，公司对三星油脂 54.58%股权和裕航合金 70.05%股权，已全部质押，用于借款担保。上述受限资产及子公司股权规模较大，可能会对公司的资产流动性及变现能力造成一定不利影响。

图表 14 截至 2020 年末非流动资产构成及资产受限情况（单位：亿元）



受限资产	账面价值	受限金额	受限原因
货币资金	22.26	3.87	短期借款质押、票据保证金
固定资产	69.67	24.54	短期借款质押物
合计	91.93	28.41	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

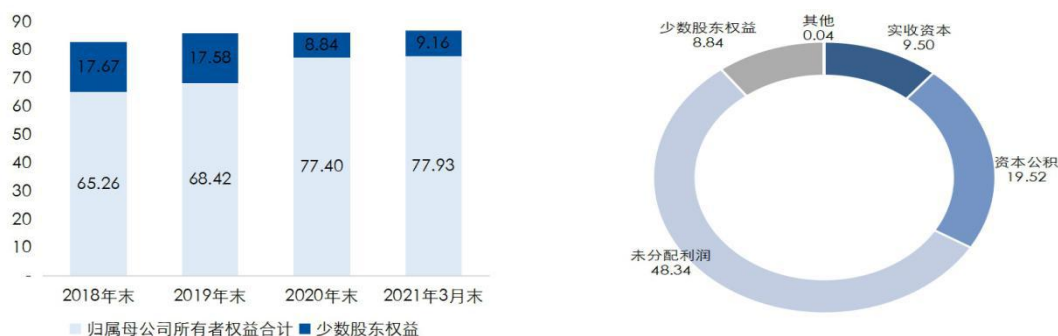
资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模保持稳定，但实收资本占比较低，未分配利润占比较大

2020 年末，所有者权益保持相对稳定，主要由实收资本、资本公积、未分配利润和实收资本构成。跟踪期内，公司实收资本保持稳定，由于长寿信智基金对三星油脂投资，公司资本公积同比增长 34.41%；受益于经营积累，2020 年末未分配利润同比增长 9.30%；同时由于公司对长寿花股份私有化，公司少数股东权益大幅下降 49.72%。

2020 年 3 月末，所有者权益结构无较大变动。

图表 15 公司所有者权益规模及 2020 年末构成情况 (单位: 亿元)



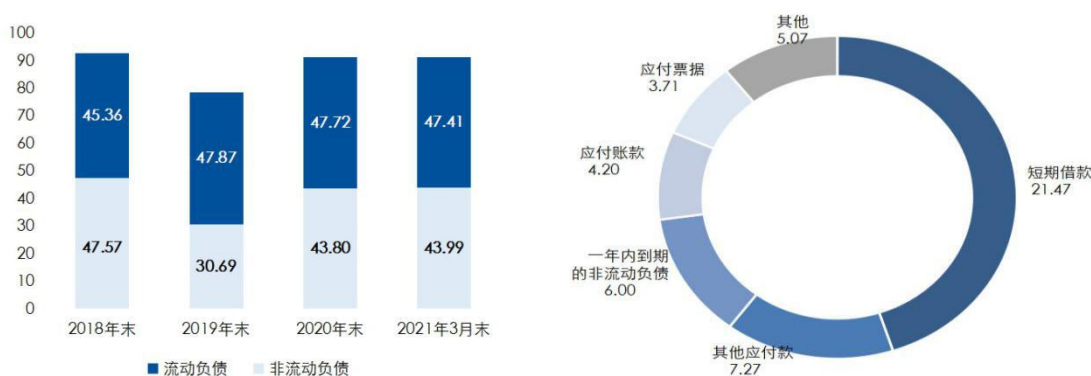
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

跟踪期内, 公司有息债务保持增长, 短期有息债务规模仍较大, 短期内面临集中兑付压力; 公司对外担保对象涉及失信、诉讼等事项, 存在一定或有风险

2020 年末公司负债总额为 91.52 亿元, 同比提高 16.50%, 主要是新增部分长期有息债务所致。公司负债结构有所变化, 非流动负债比重高于流动负债。

公司流动负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、应付票据、应付账款和其他应付款构成。公司短期借款主要为银行抵质押及保证借款, 2020 年末短期借款为 21.47 亿元, 同比增长 4.85%; 一年内到期的非流动负债为 6.00 亿元, 为应付“18 三星 MTN001”债券本金。同期末, 公司应付票据为 6.84 亿元, 同比下降 45.71%, 均为银行承兑汇票; 应付账款为 4.20 亿元, 同比减少 18.47%。2020 年公司其他应付款同比大幅增长 580.27%, 至 7.27 亿元, 主要为往来款。

图表 16 近年末公司负债构成及 2020 年末流动负债构成情况 (单位: 亿元)

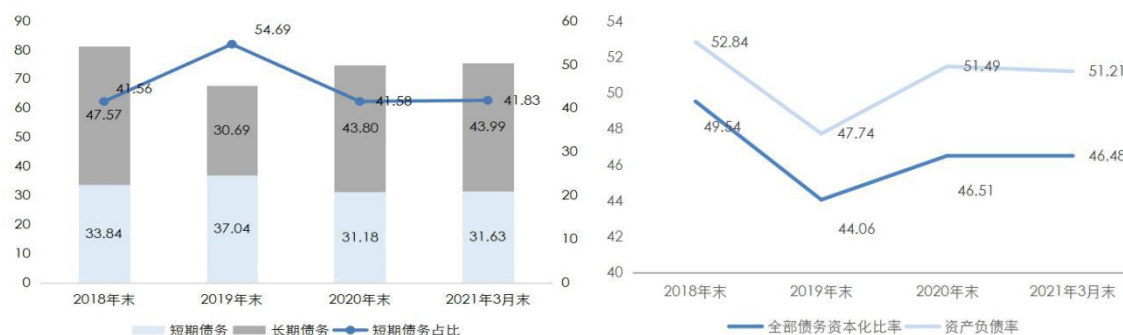


资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

跟踪期内, 公司非流动负债大幅增长, 非流动负债以应付债券、长期应付款为主。2020 年末, 公司应付债券 24.53 亿元, 同比减少 35.75%, 主要系 6.00 亿元“18 三星 MTN001”转入一年内到期的非流动负债所致; 同期末公司长期借款同比增长 138.91%, 至 2.00 亿元, 全部为抵押及保证借款。2020 年, 公司长期应收款大幅增长 18.85 亿元, 至 20.56 亿元, 主要系信达资产为公司提供 13.00 亿元长期借款, 同时长寿信智基金向三星油脂提供 5.85 亿元股东借款所致。2021 年 3 月末, 公司负债总额及各科目规模较 2020 年末均变动不大。

2020年末，公司有息债务规模同比增长，其中短期债务为31.18亿元，占为41.58%。考虑到公司目前资本支出需求较少且债券将逐步到期，预计债务规模将减少。受债务规模扩大影响，2020年公司资产负债率和全部债务资本化比率有所增长。从债务期限结构来看，以2020年末为基础，公司在一年内需偿还的债务金额约为31.15亿元，存在一定集中偿付压力。

图表 17 近年末公司有息债务及杠杆率情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

图表 18 2020 年末公司债务期限结构情况³（单位：亿元）

项目	短期借款	应付票据	长期借款	应付债券	其他长期有息债务	小计
2021 年	21.47	3.71	-	6.00	0.33	31.51
2022 年	-	-	2.00	5.00	0.33	7.33
2023 年	-	-	-	13.05	0.33	13.38
2024 年	-	-	-	3.19	0.33	3.52
2025 年及以后	-	-	-	-	19.34	19.34
合计	21.47	3.71	2.00	27.24	20.66	75.08

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2020 年末，公司对外担保余额为 1.796 亿元，担保比率为 2.08%，担保比率和规模持续下降。被担保企业主要包括山东广富集团有限公司（以下简称“广富集团”）、恩贝集团有限公司（以下简称“恩贝集团”）和山东富华化工有限责任公司等当地企业，其中广富集团为失信被执行人，恩贝集团被银行起诉，其他被担保公司亦存在多起诉讼。若未来被担保公司生产经营及财务状况发生不利变化导致偿债困难等，公司将面临一定或有负债风险。2021 年以来，公司积极处理对外担保，截至 2021 年 6 月 11 日，对外担保余额为 1460 万元，较年初减少 16500 万元，目前只有为恩贝集团担保 1460 万元。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入略有上涨，毛利润有所下降，受益于财务费用下降，公司利润总额略有上涨

跟踪期内，公司营业收入同比略有上涨，但是受玉米胚芽价格波动影响，公司毛利润及营业

³ 表中数据为公司到期实际需要偿还金额，与 2020 年末债务规模并不相同。

利润率有所下降。同期，受益于财务费用下降，公司期间费用整体有所下降，其中销售费用和管理费用分别为 4.27 亿元和 3.49 亿元，较 2019 年小幅波动；财务费用同比大幅下降 38.04%，至 3.61 亿元，一方面系，公司 2020 年新增债务主要集中在下半年，全年计提的利息费用较少；其次，受益于人民币汇率升值，公司形成 1.49 亿元汇兑收益。得益于财务费用下降，公司利润总额，同比增长 0.29 亿元，净资产收益率有所增长，但受债务规模扩大影响，总资本收益率有所下降。

图表 19 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

预计受益于宏观经济稳步增长，市场需求将继续改善，2021 年公司玉米油业务收入将有所上涨，带动公司收入保持增长，但公司新增债务规模较大，财务费用将大幅增长，利润总额或将有所下降。

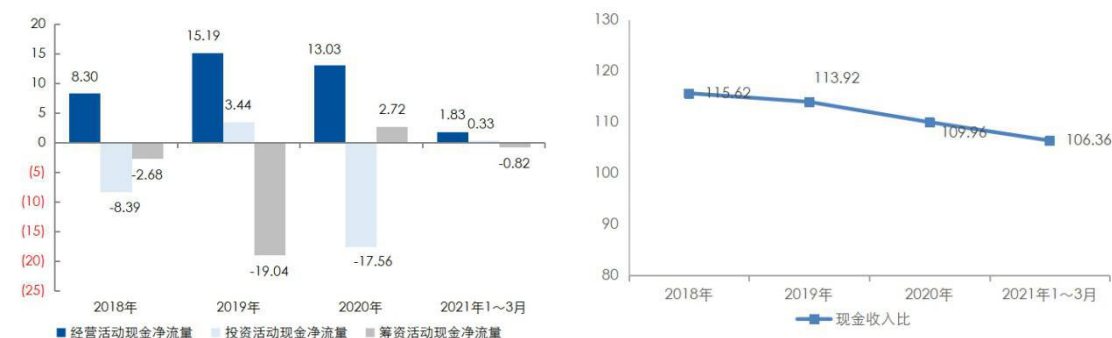
现金流

跟踪期，公司经营性现金流仍维持净流入，经营获现能力较强，投资活动净现金流大幅净流出，公司新增债务规模较大，筹资活动现金大额净流入

2020 年，公司经营活动现金保持净流入；受存货及预付账款占款增加，公司经营性净现金流下降 14.24%，现金收入比有所下降，但仍保持在 100% 以上。同期，由于公司对理财产品及其他资产的投资增加，投资活动净现金流大幅净流出；筹资性现金流方面，由于公司支付长寿花食品私有化资金，偿付约 9 亿元到期债券本金及支付利息支出，公司筹资性现金流为净流出。

预计未来经营活动现金流将继续保持净流入状态；公司未来无新增重大项目投资，预计投资活动现金流将转为净流入；考虑到 2021 年仍有部分债券到期及公司支付利息支出，公司筹资性现金流仍为净流出。

图表 20 近年公司现金流和现金收入比情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，一年内到期债务规模较大，面临集中兑付压力，债务偿付仍较为依赖外部融资

从短期偿债能力指标来看，跟踪期公司流动比率及速动比率较 2019 年均有所增长。受经营活动净现金流下降影响，公司经营性净现金流对流动负债的覆盖程度有所减弱。从长期偿债能力来看，2020 年公司 EBITDA 利息倍数有所提升，主要利息费用下降所致；受债务规模扩大影响，全部债务/EBITDA 下降，公司偿债能力整体有所下降。

以 2021 年 3 月末数据为基础，公司一年内到期有息债务规模约为 37 亿元，其中约 11 亿元为债券，将要到期的长期应付款金额约为 0.33 亿元，同时 2020 年分配股利或利润、偿付利息所支付的现金为 4.53 亿元。截至 2020 年末，公司货币资金 22.26 亿元，其中未受限货币资金 18.39 亿元，2020 年公司经营性净现金流为 13.03 亿元，整体来看，一年内到期债务规模较大，存在集中兑付压力。2021 年 3 月末，公司货币资金/短期有息债务为 0.74 倍，货币资金难以覆盖短期有息债务，公司仍需依靠外部融资偿还部分到期的债务；截至 2020 年末，公司授信总额为 40.86 亿元，已使用 23.42 亿元，占全部授信额度的 57.32%。

图表 21 2018 年~2020 年及 2021 年 3 月公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
流动比率	174.54	152.34	175.37	180.63
速动比率	118.68	102.48	123.19	129.38
经营现金流动负债比	18.29	31.73	27.30	-
EBITDA 利息倍数	3.25	2.98	3.45	-
全部债务/EBITDA	4.54	3.67	4.34	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，公司流动资产中存货和应收账款占比较大，对资金形成一定占用；跟踪期内，公司有息债务保持增长，短期有息债务规模仍较大，短期内面临集中兑付压力；公司对外担保对象涉及失信、诉讼等事项，存在一定或有风险；跟踪期内，公司营业收入略有上涨，毛利润有所下降，受益于财务费用下降，公司利润总额略有上涨。

过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2021 年 6 月 11 日，公司本部在过往债务履约方面不存在不良信用记录。

同业比较

从同业比较来看，公司资产总额、营业总收入均高于平均值；公司利润总额及资产负债率处于平均水平；净资产收益率、存货周转率和流动比率低于平均值。

图表 22 同业比较情况

项目	山东三星	洽洽食品股份有限公司	新希望乳业股份有限公司	平均值
总资产（亿元）	177.76	69.79	85.79	111.11
营业总收入（亿元）	118.47	52.89	67.49	79.62
净资产收益率（%）	6.56	19.13	10.12	11.94
利润总额（亿元）	7.52	9.97	3.08	6.86
存货周转率（次）	4.02	2.34	12.83	6.40
资产负债率（%）	51.49	39.71	66.65	52.62
流动比率（%）	175.37	349.59	53.93	192.96

注：以上企业最新主体信用等级均为 AA/稳定，数据来自各自企业公开披露的 2020 年数据，东方金诚整理

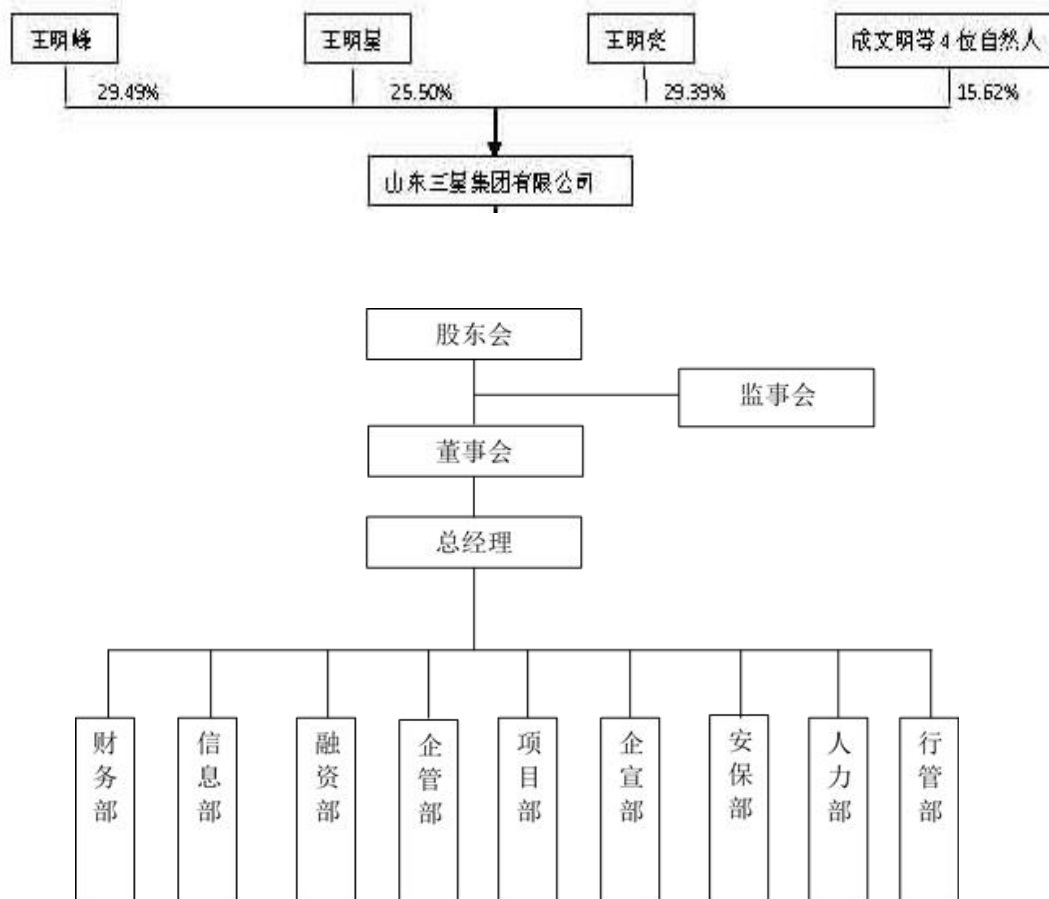
抗风险能力及结论

公司仍是国内最大的精炼玉米油生产企业，生产设备和工艺较先进、产品系列多元，中高端品牌“长寿花”健康油品种丰富，仍保持较强的市场竞争力；跟踪期内，受益于市场需求好转，铝材产能利用率及产销量提高，轻量化合金材料业务毛利润小幅提高；受益于市场需求提高，跟踪期内，公司机械设备产销量有所增长，销售收入保持增长。

同时，东方金诚也关注到，受原材料玉米胚芽价格上涨影响，跟踪期内，公司玉米油加工业务成本提升，玉米油业务毛利率及毛利润有所下降；跟踪期内，公司有息债务规模保持增长，一年内到期债务规模较大，面临一定集中兑付压力；公司部分资产及子公司股权处于受限状态，可能会对公司的资产流动性及变现能力造成一定不利影响；公司美元债在进行协议安排方案，计划通过向原债券持有人发行新债券，置换到期债券，目前协议安排尚未完成相关法律程序，存在一定不确定性。

综合考虑，东方金诚维持山东三星主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“19 鲁星 01”的信用等级为 AA。

附件一：截至 2021 年 3 月末公司股权结构图及组织结构图



附件二：截至 2020 年末公司对外担保情况及 2020 年末被担保企业财务情况（单位：万元）

担保单位	被担保公司	担保金额
山东三星集团有限公司	恩贝集团有限公司	1960.00
山东三星集团有限公司	山东广富集团有限公司	6600.00
山东三星集团有限公司	山东广富集团有限公司	2400.00
山东三星集团有限公司	山东广富集团有限公司	2500.00
山东三星集团有限公司	山东富华化工有限责任公司	4500.00
合计	-	17960.00

担保单位	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	经营活动净额
山东广富集团有限公司	862228.23	827684.67	1729727.07	123301.42	10376.98
恩贝集团有限公司 ⁴	771463.91	735208.61	1594077.28	113364.30	13937.51
山东富华化工有限责任公司	682956.24	635501.52	361898.19	117166.58	5785.41

⁴ 恩贝集团有限公司数据为 2019 年数据，公司未获得最新数据。

附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额 (亿元)	175.86	164.56	177.76	178.49
所有者权益 (亿元)	82.93	86.00	86.24	87.09
负债总额 (亿元)	92.93	78.56	91.52	91.40
短期债务 (亿元)	33.84	37.04	31.18	31.63
长期债务 (亿元)	47.57	30.69	43.80	43.99
全部债务 (亿元)	81.41	67.73	74.98	75.62
营业总收入 (亿元)	118.55	117.83	118.47	30.87
利润总额 (亿元)	7.24	7.23	7.52	1.29
净利润 (亿元)	4.63	4.84	5.66	0.92
EBITDA (亿元)	17.93	18.44	17.29	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	8.30	15.19	13.03	1.83
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-8.39	3.44	-17.56	0.33
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-2.68	-19.04	2.72	-0.82
毛利率 (%)	19.40	19.52	17.31	14.74
营业利润率 (%)	18.87	18.74	16.96	14.36
销售净利率 (%)	3.91	4.10	4.77	2.97
总资本收益率 (%)	6.18	7.17	6.62	-
净资产收益率 (%)	5.59	5.62	6.56	-
总资产收益率 (%)	2.63	2.94	3.18	-
资产负债率 (%)	52.84	47.74	51.49	51.21
长期债务资本化比率 (%)	36.45	26.30	33.68	33.56
全部债务资本化比率 (%)	49.54	44.06	46.51	46.48
货币资金/短期债务 (%)	73.80	63.98	71.40	74.64
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-0.11	27.51	-6.05	-
流动比率 (%)	174.54	152.34	175.37	180.63
速动比率 (%)	118.68	102.48	123.19	129.38
经营现金流动负债比 (%)	18.29	31.73	27.30	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.25	2.98	3.45	-
全部债务/EBITDA (倍)	4.54	3.67	4.34	-
应收账款周转率 (次)	-	10.18	10.61	-
销售债权周转率 (次)	-	7.38	7.90	-
存货周转率 (次)	-	3.85	4.02	-
总资产周转率 (次)	-	0.69	0.69	-
现金收入比 (%)	115.62	113.92	109.96	106.36

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

评级方法为《东方金诚食品饮料企业信用评级方法及模型（RTFC005201907）》

附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级和 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。

权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。