

淄博齐翔腾达化工股份有限公司

**2014年12.4亿元可转换公司  
债券信用评级报告**



**鹏元资信评估有限公司**  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。



 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

# 淄博齐翔腾达化工股份有限公司

## 2014年12.4亿元可转换公司债券信用评级报告

本期可转换公司债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：12.4亿元

债券期限：5年

增信方式：保证担保

评级时间：2014年02月20日

担保主体：淄博齐翔石油化工集团有限公司

### 评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对淄博齐翔腾达化工股份有限公司（以下简称“齐翔腾达”或“公司”）本次拟发行的12.4亿元可转换公司债券的评级结果为AA，该级别反映了债券安全性很高，违约风险很低。该等级是鹏元基于公司的运营环境、经营状况、财务实力、发展前景以及本期债券增信方式等因素综合评估确定的。

### 主要财务指标：

项目	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	521,293.48	439,169.59	328,248.87
归属于母公司所有者权益（万元）	325,331.24	314,469.58	313,143.55
资产负债率	36.83%	28.39%	4.60%
流动比率	0.92	1.50	14.98
速动比率	0.65	1.26	14.06
营业收入（万元）	377,119.51	371,119.69	319,293.17
营业利润（万元）	31,628.52	45,316.19	71,996.78
利润总额（万元）	43,610.09	46,338.51	70,806.44
综合毛利率	14.89%	16.52%	27.08%
总资产报酬率	10.22%	12.26%	-
EBITDA（万元）	67,773.53	60,792.58	80,286.07
EBITDA利息保障倍数	8.90	85.60	-
经营活动现金流净额（万元）	-7,727.35	-87,157.77	-3,735.35

资料来源：公司提供

## 正面：

- 公司乙酰酮产能规模较大，主要原材料碳四的供应体系相对较好，经营实力较强；
- 通过持续的产能扩张，公司产品结构不断丰富，产业链将进一步延伸，公司具备较强的核心竞争力；
- 淄博齐翔石油化工集团有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的还本付息提供了一定的保障。

## 关注：

- 公司产品主要原料碳四的市场供应主体集中度高，近年价格持续上升；
- 公司近年综合毛利率和整体盈利水平呈下降趋势；
- 公司目前主要产品丁二烯价格持续下降，未来走势尚不明确；
- 由于较高的原材料供应商集中度，公司存在一定的原材料供应风险；
- 公司后续投资资金和营运资金需求较大，存在较大的资金压力；公司近年现金分红规模较大；
- 公司丁二烯产能扩张较快，目前产能利用率有所下降，新增产品未来产能消化及预期收益实现存在较大的不确定性；
- 公司目前短期有息债务规模相对较大，后续债务融资可能进一步攀升，债务压力预期有所加重；
- 公司从事石油精细化工业务，面临一定的安全生产和环保压力。

## 分析师

姓名：刘儒李飞宾

电话：010-66216006

邮箱：liur@pyrating.cn

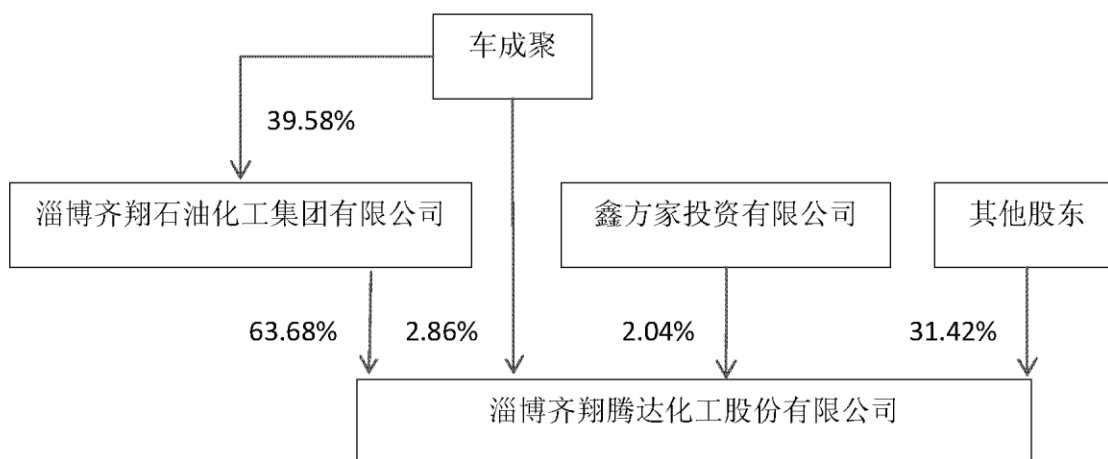
## 一、发行主体概况

公司前身为成立于 2002 年 1 月 4 日的淄博齐翔腾达化工有限公司，系经淄博市工商行政管理局批准，由山东翔发工贸股份有限公司、淄博齐翔工贸有限责任公司工会委员会代表淄博齐翔工贸有限责任公司职工持股会、临淄区南王镇国有资产经营公司、淄博齐翔工贸有限责任公司共同投资成立的有限责任公司，初始注册资本为 6,000 万元。后经历次股权变更及增资，截至 2008 年 3 月公司总股本变更为 19,456 万元。

经中国证券监督管理委员会证监许可（2010）506 号文件核准，公司公开发行 6,500 万股人民币普通股，发行价格为 28.88 元/股，募集资金净额为 177,947.29 万元。2010 年 5 月 18 日公司股票在深圳证券交易所上市交易，股票简称“齐翔腾达”，股票代码“002408”。后经多次转增股份，截至 2013 年 12 月 31 日，公司总股本 56,064.96 万股，其中有限售条件股份为 1,202.82 万股，占比 2.14%；无限售条件的流通股为 54,862.14 万股，占比 97.86%。

截至 2013 年 12 月 31 日，淄博齐翔石油化工集团有限公司持有公司 63.68% 的股份，为公司的控股股东，车成聚先生为公司的实际控制人，公司与实际控制人之间的产权和控制关系如下图：

图1 截至2013年12月31日公司产权和控制关系



资料来源：公司提供

公司属制造业中的化学原料及化学制品制造业，主要从事对碳四进行深度加工转化成高附加值精细化工产品的研发、生产和销售，已形成以甲乙酮、丁二烯、乳液化工产品等为主导，甲基叔丁基醚（MTBE）、异丁烯、混合丁烷等产品为补充的产品结构。截至 2013 年 12 月 31 日，公司纳入合并范围的子公司有 5 家，具体情况如下表所示：

**表 1 截至 2013 年 12 月 31 日纳入公司合并范围子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	公司简称	注册资本	持股比例	主营业务
青岛思远化工有限公司	青岛思远	10,000	100%	甲乙酮、仲丁醇、甲基叔丁基醚、丁烯等生产销售
淄博翔达化工有限公司	淄博翔达	389.25	100%	生产、销售羧基丁苯胶乳、丁苯胶乳、地毯胶乳
齐翔腾达（香港）有限公司	齐翔香港	10 万港币	100%	进出口贸易、研发、技术引进
淄博齐翔惠达化工有限公司	齐翔惠达	1,310	100%	液化气、歧化松香钾皂
淄博腾辉油脂化工有限公司	腾辉公司	2,000	51%	脂肪酸钠皂

资料来源：公司提供

截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产为 521,293.48 万元，归属于母公司的所有者权益为 325,331.24 万元，资产负债率为 36.83%，2013 年公司实现营业收入 377,119.51 万元，利润总额为 43,610.09 万元，经营活动产生的现金流净流出 7,727.35 万元。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**淄博齐翔腾达化工股份有限公司 2014 年可转换公司债券（以下简称“本期债券”）；

**发行规模：**12.4 亿元人民币；

**债券期限：**5 年；

**利息支付：**每年的付息日为本期债券发行首日起每满一年的当日，如该日为法定节假日或休息日，则顺延至下一个工作日，顺延期间不另付息。每年的付息债权登记日为每年付息日的前一交易日，公司将在每年付息日之后的五个交易日内支付当年利息；

**转股期限：**本期可转债的转股期限自可转债发行结束之日起 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止；

**转股价格：**本次发行的可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况确定；

**转股价格向下修正条款：**在本次发行的可转债存续期间，当公司 A 股股票在任意连续 20 个交易日中至少有 10 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提

出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价和前一交易日公司 A 股股票的交易均价，同时修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值；

**债券赎回条款:**到期赎回条款，本次发行的可转债到期后 5 个工作日内，公司将赎回未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐人及主承销商协商确定。有条件赎回条款,在本次发行的可转债转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。任一计息年度公司在赎回条件首次满足后可以不进行赎回，首次不实施赎回的，该计息年度不应再行使赎回权；

**债券回售条款:**有条件回售条款，本次发行的可转债最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 80%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值的 103%（含当期利息）的价格回售给公司。附加回售条款,若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值的 103%（含当期利息）的价格回售给公司；

**担保条款:**本期债券由淄博齐翔石油化工集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

### 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为人民币 12.4 亿元，募集资金用途见下表：

**表 2 本期债券募集资金用途情况（单位：亿元）**

项目名称	投资总额	拟投入募集资金
45 万吨/年低碳烷烃脱氢制烯烃及综合利用项目	19	12.40
<b>合计</b>	<b>19</b>	<b>12.40</b>

资料来源：公司提供

该项目建设期为 24 个月，项目建设地点位于山东省淄博市张店区东部齐鲁化学工业园

区内，项目已经淄博市临淄区发展和改革局(临发改证【2013】11号)登记备案，取得淄博市环境保护局（淄环审【2013】54号）批复。该项目从美国 UOP 公司引进 Oleflex 及烷基化技术，实现碳四原料生产过程的剩余尾气混合丁烷（异丁烷和部分丙烷）催化脱氢生产丙烯、异丁烯，进而以异丁烯生产异辛烷、TBA、MTBE。

项目建成后，将形成年产 35 万吨 MTBE、20 万吨异辛烷、10 万吨丙烯、5 万吨叔丁醇的生产能力，进一步延伸公司碳四深加工产业链，提高产品附加值，实现利润最大化。根据公司 2013-035 号公告，公司将项目中 20 万吨异辛烷装置的投产提前至 2014 年上半年完成。

根据可研报告测算，该项目总投资 19 亿元，建成投产后，正常可年均实现销售收入 616,163 万元，年均总成本费用 501,569 万元，年均利润总额 61,609 万元，税后财务内部收益率为 27.35%，投资回收期 5.38 年（含建设期两年），总投资收益率（ROI）29.70%。

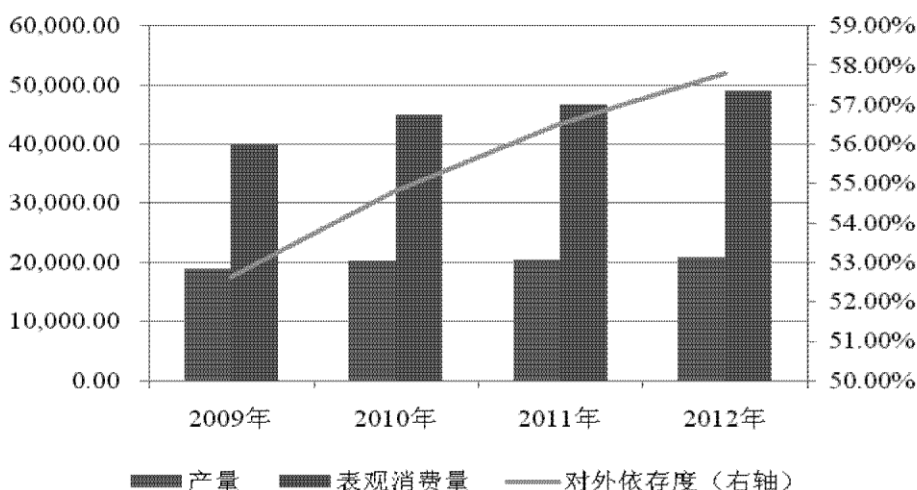
## 四、运营环境

**受资源禀赋和经济发展的影响，石油化工行业面临原材料供给的制约；随着政府对环保的日益重视，化工企业未来将会面临越来越大的环保压力**

石油化工行业是指以石油和天然气为原料，生产石油产品和石油化工产品的加工工业，其产业链可分为三段：上游产业以炼油为主，中游产业是以烯烃和芳烃为主，下游则是三大合成材料（合成树脂、合成橡胶、合成纤维）产业。石油化工行业是我国的基础性产业，它为国民经济的运行提供能源和基础原材料。石油化工产品广泛用于工业、农业、国防、军工、航空、航天、安全环保等领域，对国民经济的发展和人民生活水平的提高产生着巨大的推动作用。受下游需求拉动影响，2012年中国石油消费量达4.92亿吨，同比增长4.95%，增速较2010年的12.31%虽大幅回落，但我国的石油进口依存度逐年上升，2009-2012年对外依存度都超过50%。



图2 2009-2012年我国石油产量、消费量及对外依存度（单位：万吨）



资料来源：wind数据库

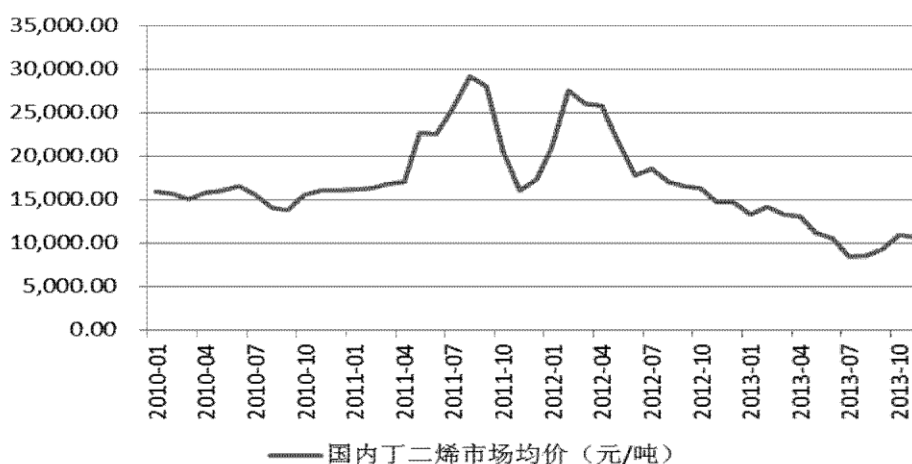
据BP统计，2012年全球石油年产量为41.19亿吨，进入国际石油贸易的有27.28亿吨，其中美国、欧洲、日本、印度和中国的年进口石油分别为5.25亿吨、6.18亿吨、2.35亿吨、1.93亿吨和3.54亿吨，上述五国石油进口量占世界石油贸易总量的70.56%，未来各国围绕石油资源的争夺将更加激烈，由于我国石油对外依存度较高，石油化工行业面临着较大的原材料风险。

另外，根据《“十二五”化工行业环境保护发展指南》，到2015年，所有化工企业要实现清污分流，水重复利用率达到92%，废水实现全部处理并稳定达标排放；化学需氧量、氨氮排放量分别比“十一五”末减少10%、12%，主要行业吨产品废水排放量降低10%；到2015年，化工主要行业可利用的工艺废气、余热都要回收或综合利用；二氧化硫、氮氧化物排放量分别比“十一五”末减少8%、10%。锅炉燃烧烟气和工艺废气处理率达到100%；到2015年，化工行业固体废物综合利用率达到75%，处置率达到100%；到2015年，低汞触媒使用率达到100%，铅、铬、镉、汞、砷得到有效控制。随着政府各项环保新政的出台，这必然对化工行业的产业结构调整 and 节能减排工作带来新的压力。

### 2012年以来丁二烯价格持续处于下行通道,其下游行业产能过剩导致未来丁二烯产能消化存在一定的不确定性

国内丁二烯市场在经历了2011年的波动后，随着市场投机的增多、国内外经济环境的低迷以及下游终端需求持续疲软等因素影响，2012年丁二烯行情整体表现偏弱，二月份创下年内最高点后，一直延续震荡下行。丁二烯价格由2012年的最高点27,500元/吨大幅下跌至2013年11月的10,650元/吨。

图3 2010年-2013年11月国内丁二烯市场月均价情况(单位:元/吨)



资料来源: Wind 数据库

截至2012年底,国内丁二烯生产厂家共有22家,年内共计新增丁二烯产能29万吨,国内丁二烯总产能达283万吨/年。国内丁二烯产能主要掌握在中石化和中石油手中,约占总产能的73%。截至2012年底,中石油系统内丁二烯基本全部自用以及互供,中石化少量外销,合资企业的丁二烯多数以长期合约供周边下游企业,其余企业整体以外销为主。丁二烯目前主要消费领域依旧是在合成胶市场,其次是SBS和ABS,还有10%左右的应用于合成胶乳以及丁腈橡胶和己二腈等产品。

#### 碳四受供应主体集中度高、资源稀缺性等因素影响,易对其下游企业经营的稳定性及盈利能力产生一定影响

碳四<sup>1</sup>是生产甲乙酮、丁二烯、异丁烯等产品的主要原材料,碳四原料的稳定供应及质量能否得到保障,已成为制约上述产品生产商正常生产经营和发展的瓶颈。碳四主要来源于石油加工后副产的碳四,现有的甲乙酮、丁二烯、异丁烯等产品生产厂家一般都依托于大型的炼油化工企业。我国大型石化企业的有限性和适合作为上述产品生产原料的碳四资源的稀缺性,成为其他企业进入甲乙酮行业的壁垒。碳四作为原油加工过程中的副产,其价格与原油价格存在一定的关联性。同时,近年来随着我国基础能源供应的紧缺,碳四原料供应短缺越来越明显,多数大型石化炼油企业在石油加工生产的装置中碳四分离数量有限,致使部分依托其供应原料的甲乙酮生产企业因为原料供应紧缺而不能满负荷生产。总体来看,受碳四供应主体集中度高及资源的稀缺性等因素影响,易对其下游企业经营的稳定性及盈利能力产生一定影响。

<sup>1</sup>碳四指含有四个碳原子的烃类混合物。主要成分有正丁烷、异丁烷、异丁烯、1,3-丁二烯、1-丁烯、2-丁烯(顺式2-丁烯、反式2-丁烯)等。因原料来源和加工过程不同,所得碳四组成各异。

## 五、公司治理

根据《公司法》和中国证监会有关规定，公司设立了股东大会、董事会和监事会。公司董事会由9名董事组成，其中独立董事3名，设董事长1名。公司监事会由3名监事组成，其中股东代表2名，职工代表1名，设监事会主席1名。同时，公司制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》、《独立董事制度》、《董事会秘书工作制度》、《关联交易管理制度》等有关制度，股东大会、董事会、监事会和经理层能够按照公司章程和有关规则、规定赋予的职权依法独立规范运作，履行各自的权利和义务。董事会根据工作需要，设立了董事会战略委员会、提名委员会、审计委员会和薪酬与考核委员会四个专门委员会。公司通过完善各项议事规则和内部控制制度，保障了各项经营活动的有序进行。

在管理方面，公司通过发挥战略委员会和独立董事的作用，不断加强法人治理结构建设，通过公司治理结构建设尽可能确保重大决策的科学有效性，以期能最大限度地降低经营决策风险和公司治理风险；在资金活动方面，公司制定了《募集资金管理制度》《委托理财管理制度》《对外投资管理制度》《防范控股股东及关联方资金占用管理制度》等制度，形成了严格的资金审批授权程序，规范了公司投资、筹资和资金运营活动，有效地防范了资金活动风险、提高了资金效益；在环保方面，公司建立了相对较为完善的安全环保管理制度，并制定了相应的具体管理措施，公司始终严格按照相关环保要求，对生产工艺和环保治理设施进行改造和完善，并在污染物达标排放的基础上，进一步减少污染物的排放量。公司在生产经营活动中未出现因违反环境保护法律、法规而受到处罚的情况；在安全生产方面，公司设立了安全生产工作推进委员会，把安全生产纳入各级管理人员的考核体系，对违反安全规程的问题实行一票否决；在人力资源管理方面，公司建立了全面的人力资源管理制度，明确了人力资源的引进、开发、使用、培养考核、激励和退出等管理要求和制度。另外，公司通过外派进修、委托高校定向培养等方式进行人力资源储备，提高管理者素质和水平，逐步完善激励机制，吸引高素质的职业管理人才加盟。最近五年内公司未被证券监督管理部门或交易所采取监管措施或处罚措施。

## 六、经营与竞争

公司主要从事对原料碳四进行深度加工转化成高附加值精细化工产品的研发、生产和销

售。公司以碳四为主要原材料进行深加工，并不断延伸产业链条并丰富产品结构，截至2013年12月底，公司主要产品包括甲乙酮类、裂解异丁烯类、乳液化工产品类以及2012年新增的丁二烯类等，前述四类产品占公司主营业务收入的比例分别为47.29%、10.41%、10.92%、21.94%。近年来公司主营业务收入及毛利率情况如表3所示。

**表3 2011-2013年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2013年		2012年		2011年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
甲乙酮类	177,387.00	15.73%	179,733.19	19.44%	182,739.27	35.83%
丁二烯类	82,283.49	5.62%	84,910.35	10.81%	-	-
乳液化工产品类	40,958.40	29.93%	34,259.30	24.83%	49,422.98	20.77%
裂解异丁烯类	39,061.63	17.10%	26,732.40	11.75%	35,416.94	13.83%
混合丁烷	23,262.85	0.65%	34,635.29	2.47%	38,914.97	2.65%
叔丁醇	8,617.87	34.79%	8,896.82	40.38%	10,069.18	42.47%
顺酐类	1,998.77	7.87%	-	-	-	-
顺丁橡胶类	1,482.38	2.69%	-	-	-	-
甲基叔丁基醚	17.81	4.29%	535.35	17.80%	460.30	25.94%
<b>合计</b>	<b>375,070.19</b>	<b>14.62%</b>	<b>369,702.70</b>	<b>16.31%</b>	<b>317,023.64</b>	<b>27.15%</b>

资料来源：公司提供

**公司以碳四为主要原料生产多种精细化工产品，其中近年甲乙酮产能利用率基本保持稳定，同期由于部分产品受产能扩张及停产检修影响，产能利用率大幅下降**

公司以原油加工企业生产过程中产生的副产品碳四（主要成分包括异丁烯、丁烯、丁烷等）为主要原材料，通过水合、脱氢等工艺流程加工生产甲乙酮、丁二烯、乳液化工产品、裂解异丁烯等精细化工产品。公司当前生产主要围绕“碳四→MTBE→异丁烯”、“醚后碳四→丁烯→甲乙酮”、“醚后碳四→丁烯→丁二烯”等几个生产链进行，最大限度地将碳四原料中的异丁烯、丁烯组分转化成高附加值的精细化工产品。公司在按照生产计划组织生产的同时，可根据产品的市场需求以及各产品盈利能力相应调整生产计划，灵活确定各产品产量，以期实现总体盈利最大化，且产品之间相互调整转换成本较低。

公司近年为了进一步延伸产业链、调整产品结构，于2011年开工建设年产10万吨丁二烯项目，2012年6月该项目建成投产新增丁二烯产能10万吨。截至2013年12月末，公司甲乙酮产能为14万吨、混合丁烷产能为6万吨、丁二烯产能为10万吨、裂解异丁烯产能2.6万吨。由于公司产品结构日趋丰富且近年收入增长放缓，2011-2013年公司甲乙酮类产品占主营业务收入的比例分别为57.64%、48.62%、47.29%，呈现一定的下降趋势但仍处于较

高水平。总体来看，公司乙酰酮类产品收入占比较高，其生产及销售状况对公司的收入和盈利水平影响较大，一旦该产品受价格、质量或出现替代产品等因素影响，导致产品销售和盈利能力下降，将可能对公司未来的经营状况造成较大影响。

从各类产品近年产销量来看，公司乙酰酮、裂解异丁烯、叔丁醇等产品产能利用率基本保持稳定且处于较高水平；2013年公司混合丁烷受当年4、5月齐鲁石化装置检修影响，产销量均有所下降，产能利用率亦呈现下降趋势；由于MTBE是生产裂解异丁烯的重要原料，2011-2013年该产品大部分由公司自用，仅对外出售一小部分；公司年产10万吨丁二烯项目于2012年下半年建成投产，于2013年7-10月停车进行技术改造，故2013年丁二烯产能利用率同比大幅下降；公司年产5万吨稀土顺丁橡胶项目和年产10万吨顺酐项目分别于2013年7月、11月建成投产，产品产能尚未达到既定水平且产量较小。

**表4 2011-2013年公司产品产能及产销量情况（单位：万吨、元/吨）**

产品		2013年	2012年	2011年
乙酰酮	产能	14	14	12
	产量	18.42	19.33	14.77
	产能利用率	131.57%	138.07%	123.08%
	销量	18.43	19.33	14.71
	平均售价	7,446	7,600	10,392
丁二烯 <sup>2</sup>	产能	10	5	-
	产量	5.94	4.59	-
	产能利用率	59.40%	91.80%	-
	销量	5.18	4.20	-
	平均售价	10,056	13,594	-
裂解异丁烯	产能	2.6	2.6	2.6
	产量	3.21	2.02	2.81
	产能利用率	123.46%	77.69%	108.08%
	销量	3.17	2.11	2.70
	平均售价	11,714	12,041	12,194
混合丁烷	产能	6	6	6
	产量	4.04	5.92	6.78
	产能利用率	67.33%	98.67%	113.00%
	销量	4.04	5.92	6.78
	平均售价	5,762	5,851	5,743
叔丁醇	产能	1.2	1.2	1.2
	产量	1.34	1.32	1.38

<sup>2</sup>由于年产10万吨丁二烯项目于2012年6月建成投产，故2012年公司统计丁二烯产能为5万吨。

	产能利用率	111.67%	110.00%	115.00%
	销量	1.23	1.23	1.38
	平均售价	7,024	7,261	7,323
顺酐	产能	0.83	-	-
	产量	0.57	-	-
	产能利用率	68.67%	-	-
	销量	0.24	-	-
	平均售价	9,243	-	-
顺丁橡胶	产能	0.83	-	-
	产量	0.66	-	-
	产能利用率	79.52%	-	-
	销量	0.15	-	-
	平均售价	9,983	-	-
甲基叔丁基醚 <sup>3</sup> (MTBE)	产能	5	2	2
	产量	3.49	2.01	2.10
	产能利用率	69.80%	100.50%	105.00%
	销量	0.003	0.09	0.07
	平均售价	6,239	6,148	6,573
丁苯乳胶	产能	1.8	1.8	1.8
	产量	0.72	0.70	1.34
	产能利用率	40%	38.89%	74.44%
	销量	0.61	0.71	1.30
	平均售价	8,022	8,547	8,094

注：表中所列产品均指单一产品，不包相应含衍生副产品。

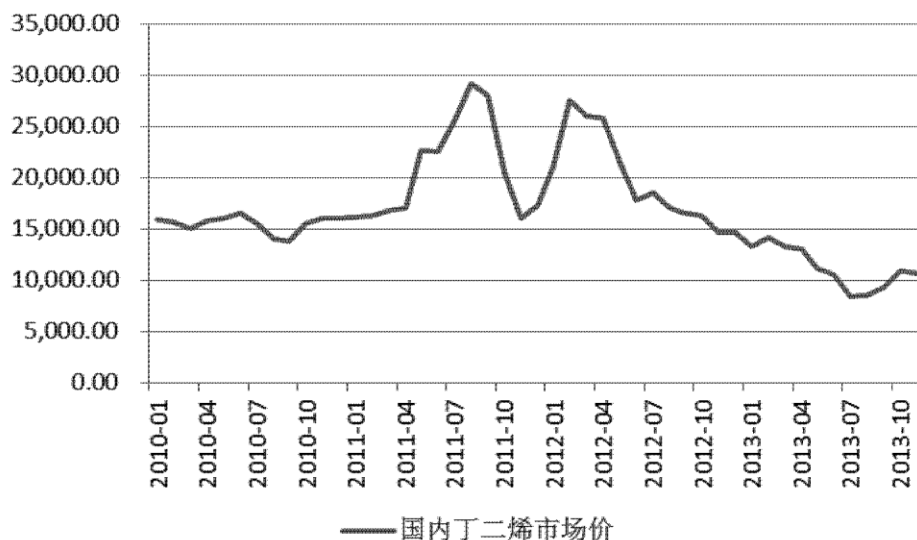
资料来源：公司提供

### 受原材料及产品价格波动影响，公司主要产品毛利率呈现下降趋势

由图 4、图 5 可见，公司甲乙酮、丁二烯等主要产品售价易受产品供需影响呈现明显的波动趋势，自 2013 年以来产品价格总体呈现下降趋势；同时由于公司成本构成中原材料成本占比较高，2012-2013 年原材料成本占主营业务成本的比例分别为 80.16%、77.60%，碳四价格波动对主营业务成本影响较大，此外公司主要原材料碳四价格受炼化企业开工率、碳四供应的稀缺性等因素影响亦呈现明显的上升趋势，2011-2013 年公司主要原材料碳四采购均价分别为 5,473 元/吨、5,642 元/吨、5,742 元/吨。综合来看，受原材料及各类产品价格影响，公司主要产品毛利率及综合毛利率呈现下降趋势。

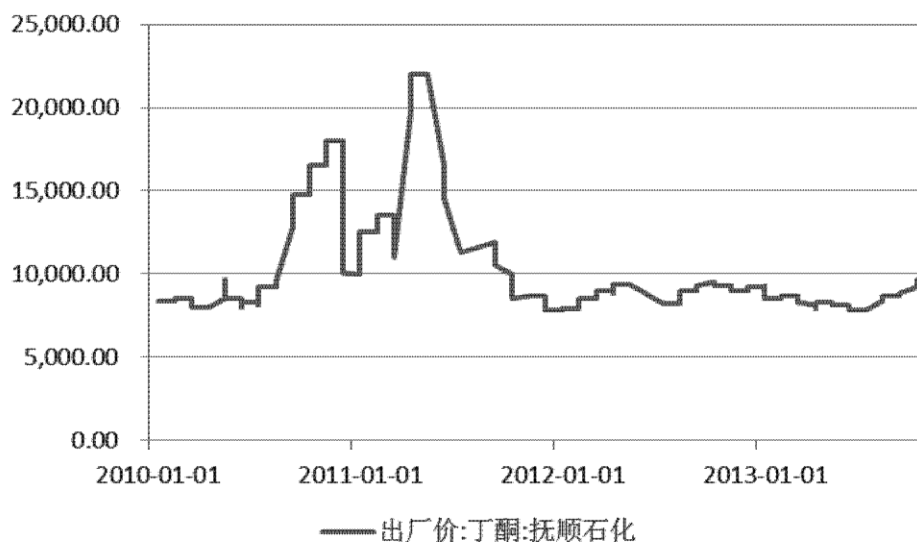
<sup>3</sup>2013 年实现约 17.81 万元 MTBE 收入，来自于子公司青岛思远，由于青岛思远无 MTBE 生产装置，均为在生产过程中的副产，该部分 MTBE 产量较小且产销量不易核算。

图 4 2010 年-2013 年 11 月丁二烯价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind 数据库

图 5 2010 年-2013 年 11 月甲乙酮价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind 数据库

表 5 2013 年公司主营业务成本构成及同比变化情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占营业成本比重 (%)	金额	占营业成本比重 (%)
原材料	248,530.86	77.60%	248,005.37	80.16%
人工成本	18,229.46	5.69%	13,514.76	4.37%
折旧	18,477.42	5.77%	13,735.80	4.44%
能源	35,014.64	10.93%	34,133.63	11.03%
合计	320,252.38	100.00%	309,389.56	100.00%

资料来源：公司提供

**公司主要原材料供应渠道较为畅通，但供应商集中度较高，存在一定的原材料供应风险；公司下游客户集中度不高**

公司及全资子公司青岛思远分别与中国石油化工股份有限公司齐鲁分公司（以下简称“齐鲁石化”）、中国石化青岛炼油化工有限责任公司（以下简称“青岛炼化”）建立了战略合作关系，协议约定齐鲁石化、青岛炼化在按照计划组织生产的同时优先保证公司碳四供应，原材料供应渠道较为通畅。同时公司本部与青岛思远生产所需碳四凭借各自与齐鲁石化、青岛炼化毗邻的良好地理位置通过管道运输一定程度上节约了运输成本。由于自2012年下半年开始青岛炼化全部以及齐鲁石化部分销售结算纳入中国石化炼油销售有限公司，但公司碳四实际供应商仍是齐鲁石化和青岛炼化，上述两家供应商对公司主要原料碳四的供应比例较高，公司原材料供应商集中度较高。同时中国石化下属青岛石化、燕山石化、济南石化、天津石化等公司以及公司周边的地方炼化企业对公司碳四供应比例近年呈现一定的上升趋势，在一定程度上降低了原材料集中供应风险，且该类相对较为分散的供应商的开拓为公司根据产品下游需求调节公司对碳四的需求量奠定了基础。此外，公司生产过程中所需的各种催化剂原料直接面向市场独立公开采购，即通过供应部向国内生产商及经销商采购。

**表 6 公司主要原材料碳四采购情况（单位：万元）**

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	采购金额	占比	采购金额	占比	采购金额	占比
齐鲁石化	27,665.27	12.06%	53,360.68	24.32%	51,545.69	36.83%
青岛炼化	-	-	54,087.60	24.66%	33,861.94	24.19%
中国石化炼油销售有限公司 <sup>4</sup>	91,591.19	39.94%	-	-	-	-
其他	110,054.01	47.99%	111,927.80	51.02%	54,547.51	38.97%
<b>合计</b>	<b>229,310.47</b>	<b>100%</b>	<b>219,376.08</b>	<b>100%</b>	<b>139,955.14</b>	<b>100%</b>

注：中国石化炼油销售有限公司成立于 2012 年 6 月，全面负责中石化系统内产品销售工作。公司碳四主要供应商仍是齐鲁石化和青岛炼化，中国石化炼油销售有限公司为指定结算单位。

资料来源：公司提供

齐鲁石化、青岛炼化对公司本部与青岛思远碳四的供应分别依据双方签订的战略合作协议进行。齐鲁石化对向公司本部供应的碳四作为年度生产经营计划进行安排，按月度分解优先保证公司的供应。青岛思远依据与青岛炼化签订的《合作协议书》，通过每年年初签订年度《液化气销售协议》和每月签订的销售订单进行碳四供应，使青岛思远的碳四原料供应能

<sup>4</sup>中国石化炼油销售有限公司成立于 2012 年 6 月，全面负责中石化系统内产品销售工作。公司碳四主要供应商仍是齐鲁石化和青岛炼化，中国石化炼油销售有限公司为指定结算单位。



得到较好的保障。根据下表所列公司与各类供应商结算方式及价格确定标准，公司与齐鲁石化、青岛炼化等供应商按照约定的价格确定采购金额并获得一个月的账期，在一定程度上缓解了公司的资金压力。

**表 7 公司碳四采购结算方式及价格确定标准**

项目	齐鲁石化、青岛炼化	中石化下属其他石化企业	地方炼化企业
结算方式	按照签订的战略合作协议约定的价格计算方式确定价格于每月底结算一次，结算方式为现汇或银行承兑汇票		现款现货
价格确定标准	参考碳四市场价并结合签订的战略合作协议约定的价格		参考市场公开报价并结合供应碳四的品质决定

资料来源：公司提供

公司产品销售采取直销和中间商销售相结合的渠道运作模式，充分发挥各种模式的优势，由表4可见近年公司各产品总体产销情况良好。公司销售区域主要集中在山东省内、华东区域以及华南区域。公司对下游厂家大客户、特殊客户实行直销策略；公司对分布分散、规模中（小）且密集、产品常规、服务半径较大的地区实行一级经销商模式，公司在国内市场已设置多家经销商，分布于华南、华东、华北等区域，通过经销商向下游终端客户销售产品。公司全部混合丁烷以及约40%的丁二烯产品销售给齐鲁石化，从近年公司客户占比情况来看，齐鲁石化是公司较为稳定且最大的销售客户，其余客户较为分散。2011-2013年公司前5大销售客户占营业收入比重分别为32.36%、31.93%、29.44%，客户集中度不高，但第一大客户占比较高，且近年占比呈现逐年下降趋势。

**表 8 2011-2013 年公司前五大客户情况（单位：万元）**

期间	前五名客户	销售金额	占营业收入比重
2013 年	中国石化齐鲁分公司	60,059.93	15.93%
	中国石化销售华北分公司	26,192.99	6.95%
	青州恒发化工有限公司	8,923.73	2.37%
	临朐陆安化工有限公司	8,544.55	2.27%
	山东万达化工有限公司	7,230.98	1.92%
	<b>合计</b>	<b>110,952.18</b>	<b>29.44%</b>
2012 年	中国石化齐鲁分公司	64,032.93	17.25%
	中国石化销售华北分公司	20,461.71	5.51%
	山东万达化工有限公司	15,095.97	4.07%
	临朐陆安化工有限公司	10,498.29	2.83%
	PT.INDOCHEMICAL CITRA KI	8,393.52	2.26%
	<b>合计</b>	<b>118,482.42</b>	<b>31.93%</b>
2011 年	中国石化齐鲁分公司	77,612.55	24.31%

浙江东越化工有限公司	7,479.21	2.34%
临朐陆安化工有限公司	7,294.93	2.28%
天津嘉顺化工有限公司	5,578.48	1.75%
中化物产股份有限公司	5,368.82	1.68%
<b>合计</b>	<b>103,333.99</b>	<b>32.36%</b>

资料来源：公司提供

**公司本次募投项目的建设将有效扩大产能和延伸产业链，核心竞争力将得到进一步增强；但建设资金需求较大，且未来面临新增产能消化及预期收益实现存在较大不确定性**

公司在现有产品结构的基础上，为进一步延伸公司产业链、丰富产品结构以及发挥产品生产的规模效应，分别于 2013 年 6 月、2013 年 7 月、2013 年 11 月分别投资建设完成了 5 万吨/年丁二烯改造、5 万吨/年稀土顺丁橡胶项目、10 万吨/年顺酐项目等项目。

根据公司 2013-020 号公告，截至 2013 年 6 月 18 日，公司年产 5 万吨稀土顺丁橡胶装置已进入试生产阶段，该装置可生产稀土顺丁橡胶和镍系顺丁橡胶，公司将根据市场的需求选择生产顺丁橡胶的品种并合理组织生产。近年国内顺丁橡胶价格波动幅度较大，项目未来收益情况或具有一定的不确定性。同时，截至 2013 年 6 月 18 日，5 万吨丁二烯装置改扩建项目已经建设完成并顺利投产。但我们注意到在当前丁二烯价格处于下行通道的环境下，公司丁二烯产能进一步扩张或存在一定的风险。

图 6 2006 年 1 月-2013 年 11 月国内顺丁橡胶月均价(单位:元/吨)



资料来源：Wind 数据库

公司原有生产线是在提取了原料碳四中的丁烯、异丁烯等成分进行深加工后，剩余的大部分成分混合丁烷（主要成份为正丁烷、异丁烷）作为工业原料或者液化气直接对外销售，附加值较低。为了进一步综合利用现有碳四原料，推进公司产业链的进一步扩展和延伸以及产品的升级和结构优化，公司共计投资 56,085 万元新建采用正丁烷固定床工艺生产年产 10

万吨顺酐项目。根据公司 2013-043 号公告，该项目已于 2013 年 11 月顺利产出合格顺酐产品，项目完全达产后，按照顺酐 2010-2012 年的均价测算，预计可增加年销售收入 118,000 万元，扣除每年成本及税费 102,838 万元，年均税前利润 15,162 万元。近年国内顺酐价格波动幅度较大，项目未来收益实现存在较大的不确定性。

本次募投项目总投资 19 亿元，项目建成后将形成年产 35 万吨 MTBE、20 万吨异辛烷、10 万吨丙烯、5 万吨叔丁醇的生产能力。项目建设周期为 2 年，预计将于 2015 年上半年建成投产。根据公司 2013-035 号公告，公司将该项目中 20 万吨异辛烷装置的建设投产提前至 2014 年上半年完成，截至 2013 年 12 月底，异辛烷装置项目已投资 276.24 万元。本次募投项目未来资金需求较大，且由于化工产品价格波动性较大，未来项目收益情况或存在一定的不确定性。

综上所述，随着前述项目的建成投产，公司产品产能将进一步增加，但近期产品价格多呈现下降趋势，故新增产能的消化及未来收益实现存在较大的不确定性。

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

2013年8月14日，公司受让淄博齐翔石油化工集团有限公司持有的淄博齐翔惠达化工有限公司100%股权，以上交易系同一控制下企业合并，根据《企业会计准则》的相关规定，对于同一控制下的控股合并，在合并当期编制合并财务报表时，应当对合并资产负债表的期初数进行调整，同时应当对比较报表的相关项目进行调整，视同合并后的报告主体在以前期间一直存在，故公司对2010-2012年的合并财务报表进行了追溯调整，并由致同会计师事务所（特殊普通合伙）进行追溯调整后审计并出具了标准无保留意见的2010-2012年审阅报告。本财务分析的基础为公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的2011、2012年审阅报告及2013年审计报告。公司报表按照新会计准则编制。近三年纳入合并报表的公司变动情况如下表所示。

**表9 2011-2013年公司合并子公司变动情况**

项目	2013 年	2012 年	2011 年
合并子公司家数	5	3	3
其中：当年增加家数	2	1	2
当年减少家数	0	1	0

增加原因	合并	新设	新设
减少原因	-	清算	-

资料来源：公司提供

## 资产构成与质量

随着业务规模的扩大以及新建项目投入增加，公司资产规模逐年增加，固定资产和其他非流动资产占比较高，资产流动性一般

随着业务规模的扩大以及近年新建项目的增加，公司资产规模快速增长，其中尤以固定资产规模增长较快。2011-2013 年公司固定资产和资产总额年均复合增长率分别为 98.13%和 26.02%。从资产结构来看，由于自 2012 年以来，公司固定资产规模快速增长，资产构成中非流动资产占比大幅上升。

表 10 2011-2013 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	36,126.94	6.93%	54,603.47	12.43%	159,589.59	48.62%
应收票据	35,858.60	6.88%	49,048.42	11.17%	17,935.74	5.46%
应收账款	20,451.16	3.92%	26,556.00	6.05%	14,451.02	4.40%
预付款项	17,049.80	3.27%	13,428.10	3.06%	20,382.55	6.21%
存货	48,782.92	9.36%	30,014.42	6.83%	13,906.01	4.24%
<b>流动资产合计</b>	<b>165,394.78</b>	<b>31.73%</b>	<b>186,659.31</b>	<b>42.50%</b>	<b>226,279.93</b>	<b>68.94%</b>
固定资产	246,002.50	47.19%	173,371.09	39.48%	62,666.50	19.09%
在建工程	33,331.10	6.39%	6,984.14	1.59%	34,590.36	10.54%
无形资产	25,386.28	4.87%	11,361.65	2.59%	4,148.98	1.26%
其他非流动资产	47,504.12	9.11%	59,861.89	13.63%	-	-
<b>非流动资产合计</b>	<b>355,898.70</b>	<b>68.27%</b>	<b>252,510.29</b>	<b>57.50%</b>	<b>101,968.94</b>	<b>31.06%</b>
<b>资产总计</b>	<b>521,293.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>439,169.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>328,248.87</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

近年公司货币资金规模呈逐年下降趋势，主要是由于新增项目建设支付大量现金所致，截至 2013 年底，公司货币资金中银行存款占比 88.60%，其中人民币银行存款占比 95.06%。货币资金中尚有 4,116.00 万元存在使用受限情况，总的来看，公司货币资金流动性较好；由于公司近年产品销售多采用银行承兑汇票结算且 2012 年公司新增丁二烯类产品销售，公司应收票据规模有所增加；近年公司为扩大新增丁二烯类产品销售对客户采取相对宽松的信用政策致应收账款规模有所增加。截至 2013 年 12 月底，应收账款按照账面价值共计提了 1,225.56 万元的坏账准备，账龄在 1 年以内的占比 98.47%。前五大应收客户占应收账款规

模的比例为 70.18%，公司对大客户账期较长；2013 年末公司存货同比上升，主要是因公司生产规模的扩大以及为顺酐项目开车备料导致的原料、中间产品及产成品库存增加以及受宏观经济环境影响，化工行业整体景气度不高，下游需求紧缩导致丁二烯库存增加。截至 2013 年 12 月底，公司存货构成中原材料占比 50.01%，库存商品占比 49.99%。由于截至 2013 年末，公司产品销售价格上涨，公司产品的可变现净值均不低于其账面价值，导致计提存货跌价准备的因素已经消失，公司库存商品未计提存货跌价准备。

随着公司近年新增项目建设的大规模投入，固定资产规模快速增长，截至 2013 年底，固定资产账面价值合计 246,002.50 万元，主要为房屋及建筑物、专用设备和通用设备，其中房屋及建筑物主要是公司新建办公楼且不存在抵押情况，专用设备占比 70.32%，该部分固定资产变现能力一般；截至 2013 年末，主要在建工程包括研发中心办公大楼、45 万吨低碳烷烃脱氢制烯烃、乳液化工二期改造等项目；公司无形资产主要包括土地使用权、甲乙酮生产技术、异丁烯生产技术等。截至 2013 年末，公司无形资产同比大幅增加，主要是在建工程新增土地使用权所致；截至 2013 年末，公司其他非流动资产为 47,504.12 万元，主要是公司将项目建设中预付工程款、土地款等前期计入预付账款的款项调整至其他非流动资产中列示所致。

### 资产运营效率

**受近年公司丁二烯产能扩张、新产品投入时间较短效益尚未实现、以及项目建设投入规模较大等因素影响，公司目前整体资产运营效率较低**

由于公司为扩大近年新增产品销售对大客户采取相对宽松的信用政策导致同期应收账款及应收票据规模有所增加，应收账款周转天数有所增加，预计未来随着在建工程的投产，为消化新增产能或将继续采用相对较为宽松的信用政策，应收账款周转天数存在进一步增加的可能。由于近年公司应付在建工程款逐年增加，应付账款周转天数大幅增加，未来随着在建工程的持续投入，应付账款周转天数存在持续增加的可能。由于近年公司项目建设投入较多，以货币资金为主的流动资产规模大幅下降，故公司流动资产周转天数有所下降。同时随着公司在建工程的陆续完工，公司固定资产规模大幅增加，固定资产周转天数大幅上升。总体来看，由于消化新增产能以及在建工程的持续投入，公司目前资产运营效率较低。

**表 11 2012-2013 年公司运营效率情况（单位：天）**

项目	2013 年	2012 年
应收账款周转天数	62.96	52.38

存货周转天数	44.19	25.52
应付账款周转天数	24.17	10.41
净营业周期	82.98	67.49
流动资产周转天数	168.04	200.28
固定资产周转天数	200.17	114.48
总资产周转天数	458.43	372.21

注：应收账款周转天数中包含应收票据影响；应付账款周转天数中扣除应付工程款影响。

资料来源：公司提供

## 盈利能力

### 公司收入规模逐年上升，但综合毛利率持续下降，期间费用增加，整体盈利有所下降

随着公司产品产能的增加、业务规模的扩大以及产品结构的不断丰富，公司营业收入呈现逐年上升趋势，但受主要产品价格波动影响，公司营业收入增长速度有所放缓，2011-2013年公司营业收入年均复合增长率为 8.68%，同时由于公司近年新建项目较多，固定资产折旧、人工成本逐年增加，致使同期营业成本年均复合增长率为 17.41%，最终导致公司近年营业利润呈逐年下降趋势。公司近年营业外收入大幅增加，主要是根据 2012 年 3 月临政字[2012]37 号、2012 年 10 月临政字[2012]148 号文件，公司收到淄博市临淄区政策扶持资金共计 1,279.70 万元；另外根据 2013 年 4 月金政发[2013]31 号文件，公司收到淄博市临淄区政策扶持资金 7,081.00 万元；根据 2013 年 7 月临政字[2013]65 号文件，公司收到淄博市临淄区政策扶持资金共计 3,646 万元。但营业外收入可持续性较差。

受原材料及产品价格波动影响，公司产品毛利率呈现明显的下降趋势。近年公司各产品毛利率及综合毛利率多呈现同比下降趋势，其主要原因一是公司主要原材料碳四价格上涨；二是公司主要产品甲乙酮、丁二烯等价格下降。此外，公司将生产过程中产生的混合丁烷作为副产出售，该项业务毛利率水平较低。

近年由于研发支出的大幅增加，2011-2013 年公司研发支出分别为 6,115.37 万元、7,554.08 万元、9,854.77 万元，公司管理费用上涨较快；近年公司以银行贷款利息支出为主的财务费用大幅上升导致同期期间费用率有所上升，预计未来随着研发投入的持续增加及财务费用的增加，公司期间费用率或将继续上升，一定程度上削弱了公司的盈利能力。

**表 12 2011-2013 年公司盈利能力指标（单位：万元）**

项目	2013 年	2012 年	2011 年
营业收入	377,119.51	371,119.69	319,293.17
营业利润	31,628.52	45,316.19	71,996.78

利润总额	43,610.09	46,338.51	70,806.44
净利润	35,869.77	37,319.42	56,806.37
综合毛利率	14.89%	16.52%	27.08%
期间费用率	6.59%	3.96%	3.96%
总资产报酬率	10.22%	12.26%	-

资料来源：公司提供

## 现金流

**公司近年经营现金流表现较差，且后续投资资金和营运资金需求较大，公司存在较大的资金压力**

公司经营活动现金流入主要是销售商品收到的现金，2013 年由于公司销售政策调整，现金结算规模增加，以及公司收到的政府扶持资金大幅上涨，经营活动现金流入同比增加。同时随着近年公司工程建设项目的规模投入，公司经营活动现金流持续表现为净流出状态。总体来看，受化工行业周期性影响，公司产品未来价格走势尚不明确，同时未来随着在建工程的持续投入以及新增产能所需的营运资金规模较大，公司后续资金压力较大。

从投资活动来看，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金主要是公司为新建的在建工程支付的土地款。随着公司在建工程的持续投入，未来公司投资活动支出需求较大；公司近年从事一定规模的理财产品的投资活动，2013 年公司累计获得银行理财产品投资收益 337.09 万元。公司当前主要在建项目为本次募投项目，该项目目前处于建设初期，未来投资需求较大，存在较大的资金压力。

从筹资活动来看，由于公司经营活动现金流未能满足公司投资活动现金需求，投资活动所需资金依赖于筹资活动，近年公司筹资活动规模较大。同时我们注意到公司 2011-2013 年现金分红共计 31,396.38 万元，利润分配规模较大。

**表 13 2011-2013 年公司现金流指标（单位：万元）**

项目	2013 年	2012 年	2011 年
净利润	35,869.77	37,319.42	56,806.37
非付现费用	17,593.52	14,352.99	9,965.31
非经营损益	1,541.06	-3,036.96	-1,820.50
FFO	55,004.35	48,635.45	64,951.18
营运资本变化	-62,731.70	-135,793.23	-68,686.54
其中：存货减少	-14,806.96	-16,096.45	-3,944.34
经营性应收项目的减少	13,190.14	-51,598.96	-48,079.66
经营性应付项目增加	-61,114.88	-68,097.82	-16,662.54

经营活动现金流量净额	-7,727.35	-87,157.77	-3,735.35
投资活动的现金流量净额	-29,282.34	-53,160.85	-16,720.78
筹资活动产生的现金流量净额	15,122.21	35,163.46	-13,048.12
现金及现金等价物净增加额	-22,412.53	-105,166.12	-33,901.02

资料来源：公司提供

## 资本结构与财务安全性

### 公司负债以短期有息债务为主，后续债务预期进一步攀升，偿债压力会有所增加

近年来随着在建项目所需资金较多，公司外部融资规模大幅增加。截至 2013 年末，公司负债总额 192,005.95 万元，同比大幅增加。总体来看，2013 年负债规模增长较快，公司负债与所有者权益比率虽大幅增长，但仍处于较低水平。预计未来随着项目建设持续投入，负债规模或将持续增加，同时考虑到公司近年经营活动现金流持续表现为净流出状态，公司偿债压力会有所增加。

**表 14 2011-2013 年公司资本结构（单位：万元）**

项目	2013 年	2012 年	2011 年
负债总额	192,005.95	124,700.01	15,105.32
其中：流动负债	180,369.14	124,700.01	15,105.32
非流动负债合计	11,636.80	-	-
所有者权益	329,287.53	314,469.58	313,143.55
负债与所有者权益比率	58.31%	39.65%	4.82%

资料来源：公司提供

截至 2013 年 12 月末，公司负债以流动负债为主，主要包括短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款。短期借款以信用借款为主，主要是公司近年新建项目较多对资金需求加大所致。短期有息债务占负债总额的比重为 55.19%，短期有息债务规模较大，存在较大的短期偿付压力。公司应付账款近年大幅增加，主要是在建工程的应付工程款大幅增加所致。公司预收款项均为预收下游客户的销售款。公司其他应付款主要是往来款，截至 2013 年 12 月底，同公司股东淄博齐翔石油化工有限公司往来款为 12,500 万元。总体来看，预计未来随着新建项目的投入逐年增加和投产后的补充营运资金，公司负债规模预期进一步攀升。

**表 15 2011-2013 年公司主要负债结构（单位：万元）**

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	100,474.18	52.33%	70,000.00	56.13%	-	-



应付账款	50,957.75	26.54%	43,287.57	34.71%	8,275.24	54.78%
预收款项	4,135.96	2.15%	3,601.05	2.89%	2,526.02	16.72%
其他应付款	13,512.89	7.04%	553.22	0.44%	503.66	3.33%
<b>流动负债合计</b>	<b>180,369.14</b>	<b>93.94%</b>	<b>124,700.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>15,105.32</b>	<b>100.00%</b>
其他非流动负债	11,369.28	5.92%	-	-	-	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>11,636.80</b>	<b>6.06%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>负债总额</b>	<b>192,005.95</b>	<b>100.00%</b>	<b>124,700.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>15,105.32</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

对比公司近几年的偿债能力指标可以发现，随着公司负债规模的增加，截至 2013 年 12 月末公司的资产负债率明显上升，但仍处于较低水平；公司目前流动比率和速动比率表现偏弱；近年由于公司为有息债务融资支付的利息增加，EBITDA 利息保障倍数呈现一定的下滑趋势，但对债务利息保障水平仍处于较高水平。

**表 16 2011-2013 年公司偿债能力指标**

项目	2013 年	2012 年	2011 年
资产负债率	36.83%	28.39%	4.60%
流动比率	0.92	1.50	14.98
速动比率	0.65	1.26	14.06
EBITDA (万元)	67,773.53	60,792.58	80,286.07
EBITDA 利息保障倍数	8.90	85.60	-

注：2011 年公司利息支出为 0。

资料来源：公司提供

## 八、或有事项

截至 2013 年 12 月底，淄博市中级人民法院尚未就公司与天津有山化工有限公司 1,840 万元的股权转让纠纷作出裁定。此外，公司为淄博昊宁贸易有限公司、淄博润福化工科技有限公司等累计提供对外担保 780 万元，担保规模小。

## 九、本期债券条款分析

### (一) 本期债券偿还计划

在本期可转债存续期限内，公司需对未转股的可转债偿付利息及兑付到期本金，并在触发回售条件时承兑投资者提出的回售要求，具体偿还压力受转股情况和回售情况影响较大。

## （二）本期债券偿债资金来源与主要偿债风险

公司近三年营业收入分别为 319,293.17 万元、371,119.69 万元和 377,119.51 万元，净利润分别为 56,806.37 万元、37,319.42 万元和 35,869.77 万元，综合毛利率分别为 27.08%、16.52% 和 14.89%，公司收入规模及盈利能力均呈现明显的下降趋势。2011-2013 年公司 FFO 分别为 64,951.18 万元、48,635.45 万元、55,004.35 万元，虽呈现一定的波动下降趋势，但现金生成能力尚可。总体来看，公司整体盈利规模虽有下降，但仍能为本期债券本息偿还提供较好的保障。由于公司近年新上项目较多，产能扩张较快，已完工项目达产后预计可能会实现较大规模的盈利，从而可能为本期债券本息偿还提供进一步的保障。但我们注意到公司盈利水平易受所处行业景气度影响，公司主要产品近年毛利率水平持续下降，未来盈利水平或呈现一定的波动性。此外，公司新建项目后续投资资金和营运资金需求较大，存在较大的资金压力，且新增产能的消化及未来收益实现存在较大的不确定性。

## （三）本期债券保障措施

**淄博齐翔石油化工集团有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的还本付息提供了一定的保障**

### 一、担保条款

淄博齐翔石油化工集团有限公司（以下简称“担保人”或“齐翔石油”）为本次发行的人民币 12.4 亿元可转换公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人保证的范围包括债券本金以及该款项至实际支付日的所有应付利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他依据法律规定应由担保人支付的费用。担保人承担保证责任的期间为本期债券发行首日至到期日起两年止。

### 2、担保人情况

齐翔石油前身为成立于 1998 年 7 月的淄博齐翔工贸有限责任公司，系根据中国石油化工股份有限公司齐鲁分公司（以下简称“齐鲁石化”）《关于成立淄博齐翔工贸有限责任公司的通知》（齐编委【1998】13 号）决定，由齐鲁石化下属的集体所有制企业齐鲁石化橡胶厂齐翔工贸公司和齐鲁石化公司劳动服务公司分别出资 2,000 万元、20 万元成立。后经多次股权变更及增资，截至 2013 年 12 月 31 日，齐翔石油注册资本为 4,547.95 万元，由车成聚、侯洪科、毕可斗等 48 名自然人出资。其中车成聚先生出资 1,800.00 万元，占注册资本比例为 39.58%，为其实际控制人。

**表 17 截至 2013 年 12 月 31 日齐翔石油股权及控制关系（单位：万元）**

股东	出资金额	出资比例
----	------	------

车成聚	1,800.00	39.58%
候洪科	118.35	2.60%
毕可斗	117.76	2.59%
王竹青	118.30	2.60%
于东和	112.49	2.47%
于新杰	112.49	2.47%
其余 42 位自然人	2,168.56	47.69%
<b>合计:</b>	<b>4,547.95</b>	<b>100%</b>

资料来源：齐翔石油提供

齐翔石油主要从事对原料碳四进行深度加工转化成高附加值精细化工产品的研发、生产和销售，已形成以甲乙酮为主导，甲乙酮、甲基叔丁基醚（MTBE）、异丁烯、丁二烯等产品为主的产品结构。截至 2013 年 12 月 31 日，齐翔石油纳入合并范围的子公司有 4 家，具体情况如下表所示：

**表 18 截至 2013 年 12 月 31 日纳入齐翔石油合并范围内子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	公司简称	注册资本	持股比例	主营业务
淄博新齐翔工业设备安装工程有限公司	齐翔工程	500	100.00%	建筑安装
青岛联华志远实业有限公司	联华志远	1,000	100.00%	劳务服务
淄博三鹏化工有限公司	三鹏化工	400	51.00%	化工
淄博齐翔腾达化工股份有限公司	齐翔腾达	56,064.96	63.68%	化工

资料来源：齐翔石油提供

截至 2013 年 12 月 31 日，齐翔石油总资产为 578,260.11 万元，所有者权益为 260,719.21 万元，资产负债率为 32.63%；2013 年齐翔石油实现主营业务收入 386,189.01 万元，利润总额为 43,869.43 万元，经营活动产生的现金流量净额为 76,656.49 万元。

**表 19 2011-2013 年齐翔石油主要财务指标**

项目	2013 年	2012 年	2011 年
资产总计（万元）	578,260.11	497,543.44	366,449.17
所有者权益合计（万元）	260,719.21	250,331.68	232,529.04
资产负债率	32.63%	26.56%	6.90%
流动比率	1.18	1.83	10.25
速动比率	0.90	1.60	9.68
主营业务收入（万元）	386,189.01	380,576.29	328,935.75
营业利润（万元）	31,290.51	42,930.18	70,464.77
利润总额（万元）	43,869.43	43,890.60	74,958.06
综合毛利率	14.59%	16.31%	26.62%
总资产报酬率	8.19%	10.39%	-

EBITDA (万元)	65785.06	60,113.11	84,845.87
EBITDA 利息保障倍数	387.19	59.40	-
经营活动现金流净额 (万元)	76,656.49	10,661.77	19,735.50

资料来源：齐翔石油提供

齐翔石油甲乙酮产能规模较大，主要原材料碳四的供应较有保障；通过近年持续的产能扩张，齐翔石油产品结构不断丰富，产业链将进一步延伸。但我们注意到，齐翔石油目前主要产品的产能过剩明显，市场竞争激烈，产品价格持续下降；齐翔石油产品主要原料碳四的市场供应主体集中度高，且近年价格持续上升；齐翔石油综合毛利率和整体盈利水平呈现明显的下降趋势；齐翔石油主要原材料供应商和下游客户的集中度偏高，潜在业务波动风险较大；齐翔石油近年产能扩张较快，但目前产能利用率有所下降，后续新增产能消化及预期收益实现存在较大的不确定性。

综上，经鹏元综合评定，淄博齐翔石油化工有限公司长期主体信用级别为 AA，评级展望为稳定，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的还本付息提供了一定的保障。

## 附录一合并资产负债表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
货币资金	36,126.94	54,603.47	159,589.59
应收票据	35,858.60	49,048.42	17,935.74
应收账款	20,451.16	26,556.00	14,451.02
预付款项	17,049.80	13,428.10	20,382.55
其他应收款	3,499.32	27.73	15.02
存货	48,782.92	30,014.42	13,906.01
其他流动资产	3,626.06	12,981.16	-
<b>流动资产合计</b>	<b>165,394.78</b>	<b>186,659.31</b>	<b>226,279.93</b>
固定资产	246,002.50	173,371.09	62,666.50
在建工程	33,331.10	6,984.14	34,590.36
工程物资	228.73	331.93	-
无形资产	25,386.28	11,361.65	4,148.98
商誉	1,309.04	-	-
递延所得税资产	2,136.92	599.58	563.09
其他非流动资产	47,504.12	59,861.89	-
<b>非流动资产合计</b>	<b>355,898.70</b>	<b>252,510.29</b>	<b>101,968.94</b>
<b>资产总计</b>	<b>521,293.48</b>	<b>439,169.59</b>	<b>328,248.87</b>
短期借款	100,474.18	70,000.00	-
应付票据	5,500.00	600.00	630.00
应付账款	50,957.75	43,287.57	8,275.24
预收款项	4,135.96	3,601.05	2,526.02
应付职工薪酬	2,934.48	2,250.85	1,511.78
应交税费	2,853.90	2,437.46	1,658.60
应付股利	-	1,969.86	-
其他应付款	13,512.89	553.22	503.66
<b>流动负债合计</b>	<b>180,369.14</b>	<b>124,700.01</b>	<b>15,105.32</b>
递延所得税负债	267.53	-	-
其他非流动负债	11,369.28	-	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>11,636.80</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>负债合计</b>	<b>192,005.95</b>	<b>124,700.01</b>	<b>15,105.32</b>
股本	56,064.96	56,064.96	46,720.80
资本公积	135,117.27	146,095.27	155,439.43
盈余公积	18,295.08	15,977.95	10,120.28
未分配利润	115,853.93	96,331.41	100,863.04
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>325,331.24</b>	<b>314,469.58</b>	<b>313,143.55</b>
少数股东权益	3,956.30	-	-

股东权益合计	329,287.53	314,469.58	313,143.55
负债和所有者权益总计	521,293.48	439,169.59	328,248.87

## 附录二合并利润表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、营业收入	377,119.51	371,119.69	319,293.17
减：营业成本	320,956.49	309,828.63	232,819.50
营业税金及附加	1,124.51	1,300.64	1,871.26
销售费用	4,932.43	4,667.46	3,833.41
管理费用	16,512.55	12,480.11	10,597.71
财务费用	3,420.53	-2,445.12	-1,792.86
资产减值损失	-1,118.43	609.11	485.68
加：投资收益	337.09	637.34	518.30
二、营业利润	31,628.52	45,316.19	71,996.78
加：营业外收入	12,026.60	1,321.48	128.60
减：营业外支出	45.04	299.15	1,318.94
其中：非流动资产处置损失	34.80	91.61	870.11
三、利润总额	43,610.09	46,338.51	70,806.44
减：所得税费用	7,740.31	9,019.10	14,000.07
四、净利润	35,869.77	37,319.42	56,806.37
其中：同一控制下企业合并的被合并方在合并前实现的净利润	2,849.24	5,622.34	6,230.27
归属于母公司股东的净利润	34,607.69	37,319.42	56,806.37
少数股东损益	1,262.09	-	-

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	349,501.68	253,697.31	254,575.14
收到的税费返还	1,565.98	1,454.55	-
收到其他与经营活动有关的现金	20,012.80	1,802.92	195.52
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>371,080.46</b>	<b>256,954.78</b>	<b>254,770.66</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	334,442.96	304,555.61	201,353.13
支付给职工以及为职工支付的现金	16,434.86	13,326.26	9,797.95
支付的各项税费	19,172.68	19,236.34	35,105.85
支付其他与经营活动有关的现金	8,757.31	6,994.34	12,249.08
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>378,807.81</b>	<b>344,112.55</b>	<b>258,506.02</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-7,727.35</b>	<b>-87,157.77</b>	<b>-3,735.35</b>
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	10,000.00	-	10,500.00
取得投资收益收到的现金	337.09	637.34	790.34
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	16.91	85.94	196.29
收到其他与投资活动有关的现金	12,574.51	3,272.58	2,190.98
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>22,928.50</b>	<b>3,995.86</b>	<b>13,677.60</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	37,174.48	46,976.71	14,703.45
投资支付的现金	-	10,000.00	10,500.60
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	13,986.36	-	5,194.33
支付其他与投资活动有关的现金	1,050.00	180.00	-
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>52,210.84</b>	<b>57,156.71</b>	<b>30,398.38</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-29,282.34</b>	<b>-53,160.85</b>	<b>-16,720.78</b>
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	-	-
取得借款收到的现金	128,557.10	70,000.00	-
收到其他与筹资活动有关的现金	41,967.14	-	-
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>170,524.24</b>	<b>70,000.00</b>	<b>-</b>
偿还债务支付的现金	104,724.42	-	-
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	20,264.26	34,733.71	12,978.00
支付其他与筹资活动有关的现金	30,413.35	102.83	70.12
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>155,402.03</b>	<b>34,836.54</b>	<b>13,048.12</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>15,122.21</b>	<b>35,163.46</b>	<b>-13,048.12</b>
四、汇率变动对现金的影响	-525.05	-10.95	-396.76
五、现金及现金等价物净增加额	-22,412.53	-105,166.12	-33,901.02
加：期初现金及现金等价物余额	54,423.47	159,589.59	193,490.61



六、期末现金及现金等价物余额	32,010.94	54,423.47	159,589.59
----------------	-----------	-----------	------------

### 附录三-2 合并现金流量补充表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	35,869.77	37,319.42	56,806.37
加：资产减值准备	-1,118.43	609.11	485.68
固定资产折旧	18,477.42	13,556.21	8,410.46
无形资产摊销	234.53	187.67	1,069.17
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	34.80	-	870.11
固定资产报废损失	-	85.48	-
财务费用	3,279.45	-2,448.61	-1,792.86
投资损失	-337.09	-637.34	-518.30
递延所得税资产减少	-1,379.16	-36.49	-379.45
递延所得税负债增加	-56.94	-	-
存货的减少	-14,806.96	-16,096.45	-3,944.34
经营性应收项目的减少	13,190.14	-51,598.96	-48,079.66
经营性应付项目的增加	-61,114.88	-68,097.82	-16,662.54
经营活动产生的现金流量净额	-7,727.35	-87,157.77	-3,735.35
现金的期末余额	32,010.94	54,423.47	159,589.59
减：现金的期初余额	54,423.47	159,589.59	193,490.61
现金及现金等价物净增加额	-22,412.53	-105,166.12	-33,901.02

## 附录四主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$
	FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营损益}$

## 附录五信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

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。

### 二、债务人长期信用等级符号及定义

符号	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，违约风险较高。
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，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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对发行主体开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，在受评债券存续期内发行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。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据发行主体信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整发行主体信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据发行主体公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站（[www.pyrating.cn](http://www.pyrating.cn)）公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。