跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1403 号

富海集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

富海集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”
富海集团有限公司公开发行的“18 富海 01”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年 六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

富海集团有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
18 富海 01	2 亿元	5 年	AA	AA	2018.6.5

跟踪评级时间：2019 年 6 月 20 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额(亿元)	178.87	197.02	207.41
所有者权益(亿元)	75.33	91.77	92.21
长期债务(亿元)	9.89	6.09	7.98
全部债务(亿元)	76.91	64.41	65.29
营业收入(亿元)	325.47	333.80	325.98
净利润(亿元)	13.28	13.74	11.69
EBITDA(亿元)	23.22	24.56	21.58
经营性净现金流(亿元)	3.55	-9.01	26.25
营业利润率(%)	6.62	6.61	6.50
净资产收益率(%)	19.63	16.45	12.70
资产负债率(%)	57.89	53.42	55.54
全部债务资本化比率(%)	50.52	41.24	41.45
流动比率（倍）	1.15	1.20	1.28
EBITDA 全部债务比(倍)	0.30	0.38	0.33
EBITDA 利息倍数(倍)	13.52	10.85	8.63
EBITDA/待偿本金合计（倍）	11.61	12.28	10.79

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民；2、公司长期应付款中的债务部分已计入长期债务；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，富海集团有限公司（以下简称“公司”或“富海集团”）作为山东省重要石油炼化企业之一，在生产规模、产品销售渠道等方面仍保持竞争优势。2018 年，公司收入规模保持稳定，经营现金流净流入规模较大，经营状况良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到原油价格波动较大、原材料采购对中石油、中石化和中海油系统的依赖程度较大、短期债务规模较大、东营联合石化有限责任公司（以下简称“联合石化”）不再纳入合并范围等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着原油价格逐步企稳、若公司取得原油进口权，公司经营规模及盈利水平有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“18 富海 01”债项信用等级为“AA”。

优势

1．2018 年，公司生产规模较大，仍然保持较大的规模优势。

2．2018 年，公司采购销售渠道保持稳定，具有一定原料保障能力和销售保障能力。

3．2018 年，公司收入规模保持稳定，经营现金流净流入规模较大，经营状况良好。

关注

1．国际原油价格大幅波动，对石油炼化行业盈利水平影响较大。

2．公司对中石油、中石化、中海油系统的依赖程度较大，是公司主要的原材料采购来源和产品销售渠道，有一定的集中采购和销售的风险。

3．截至 2018 年底，公司仍未取得原油进

口权资质，公司原材料采购需经过贸易商、中石化等中间环节，增加了采购成本，延长了采购期限，增加了价格波动风险。

4. 公司债务结构不合理，以短期债务为主，短期偿债压力较大；公司存货规模较大，存在一定的跌价风险。同时，公司担保规模较大且集中于相同行业，公司担保的部分企业质量不佳，公司存在一定的或有负债风险。

5. 2018 年 9 月，齐鲁交通服务开发有限公司对联合石化增资，联合石化不再纳入合并范围，公司对其股权投资改为权益法核算，未来公司收入规模可能受到一定影响。

分析师

任贵永
电话：010-85172818
邮箱：rengy@unitedratings.com.cn

李　莹
电话：010-85172818
邮箱：liying@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

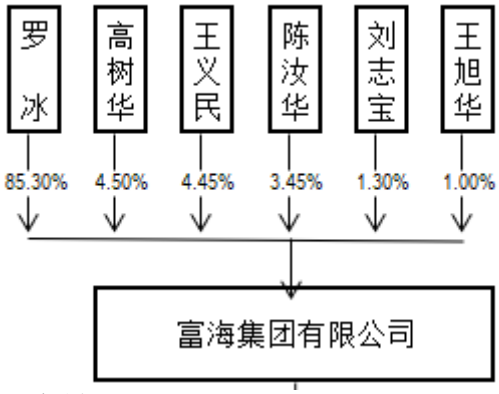
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

富海集团有限公司（以下简称“富海集团”或“公司”）前身系东营市河口区富海有限责任公司，于 1998 年由自然人罗冰（持股 60%）、山东省石油集团河口公司（持股 20%）和东营市河口石油化工厂（持股 20%）共同出资建立，初始注册资本为 58.8 万元人民币。成立后历经多次更名、增资和股权转让，于 2002 年 1 月更名为东营富海实业有限公司，于 2004 年 2 月更为现用名；截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 52,010 万元，其中罗冰（持股比例 85.30%）系公司实际控制人。

图 1　截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司经营范围未变化。

截至 2019 年 3 月底，公司组织架构未变化。公司纳入合并范围的子公司共 60 户，其中二级子公司 9 户，三级及以上子公司 51 户；拥有在职员工 4,268 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 207.41 亿元，负债合计 115.20 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 92.21 亿元，归属于母公司的所有者权益 85.43 亿元。2018 年，公司实现营业收入 325.98 亿元，净利润（含少数股东损益）11.69 亿元，归属于母公司所有者的净利润 10.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额 26.25 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.13 亿元。

公司注册地址：东营市河口区黄河路 37 号；法定代表人：罗冰。

二、债券发行及募集资金使用情况

2018 年 7 月 24 日，公司发行“富海集团有限公司 2018 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）”，最终发行规模为 2 亿元，债券票面利率为 7%，期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券的付息日为 2019 年至 2023 年每年的 7 月 24 日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1 个工作日；顺延期间付息款项不另计利息），到期日为 2023 年 7 月 24 日。本期债券已于 2018 年 8 月 2 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“18 富海 01”，证券代码“143046.SH”。

根据募集说明书约定，本期债券募集资金全部用于补充流动资金。具体使用情况如下：支付进口原油增值税保证金共计 6,546.00 万元，支付马瑞重质油货款共计 13,290.00 万元，支付手续费共计 0.04 万元。截至 2018 年 12 月 31 日，监管账户资金余额 57,029.66 元。

截至本报告出具日，“18 富海 01”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

公司主营业务为石油炼化及油品贸易业务，主要产品及贸易品种为汽油、柴油等，属于地炼企业，以下行业分析主要涉及石油炼化行业。

1．行业概况

从国内炼油能力来看，根据中国石油经济技术研究院最新发布的《2018 国内外油气行业发展报告》显示，2018 年，中国原油一次加工能力净增 2,225 万吨年，超过全球净增能力的一半，截至 2018 年底，我国炼油能力达到 8.31 亿吨/年，但全国炼厂平均开工率 72.9%，为全球最低，产能过剩问题较为突出。

在炼油能力持续增长的同时，我国炼油行业也在加快“由大转强”的升级步伐，无论是三大石油公司全面推进深化改革，还是以恒力石化为代表的大型民营炼厂快速崛起，都在推动我国炼油行业向高质量、差异化和绿色化发展。作为我国油气行业的主导力量，2018 年，中石油、中石化和中国海油三大石油公司积极推进炼化大基地建设的同时深入推进油头化尾和精深加工，促进炼油结构优化升级。2018 年，中石油大庆石化炼油结构转型升级项目、独山子石化加工轻烃炼油及乙烯优化调整项目；中石化茂名、天津炼油调结构项目，中科炼化一体化项目；中海油惠炼二期 120 万吨/年乙烯项目等诸多项目积极推进。

在传统巨头积极扩张的同时，大型民营地炼迅速崛起。在 2018 年我国新增的 3,390 万吨炼油能力中，民营炼厂贡献了主要力量，市场多元化格局进一步显现。大型民营企业采用先进技术，实现基地化、规模化、“化主油辅”的大型炼化一体化项目建设。2018 年，恒力石化建成 2,000 万吨/年炼油能力，成为大型民营炼化项目的典型标志；2019 年，浙江石化（一期）将建成，新增炼油能力 2,000 万吨/年。

在大型先进产能增加的同时，一些中小型民营炼厂在加速整合。数据显示，2018 年，海科化工、新海石化、科达石化等 6 家地炼企业合计淘汰了 1,165 万吨/年炼油能力。未来几年，地方炼厂整合进程有望加快。地炼大省山东 2018 年 11 月发布《关于加快七大高耗能行业高质量发展的实施方案》，将按照“优化重组、减量整合、上大压小、炼化一体”的原则，针对炼能在 500 万吨/年及以下的地方炼厂，分批分步进行减量整合转移，计划到 2025 年压减炼油能力 1/3。

税收方面，2018 年 1 月国家税务总局发布了 2018 年 1 号公告《关于成品油消费税征收管理有关问题的公告》和关于该公告的解读，宣布对消费税征收管理方法实施改革，对成品油经销企业的开票方式，开票金额及开票限额均作出规定，并且要求成品油经销企业在 2018 年 3 月 10 日前（包括 3 月 10 日），将截至 2018 年 2 月 28 日的成品油库存情况录入已完税的成品油库存。该公告对通过调油等方式倒票、变票等避税逃税行为进行遏制，并为成品油价格市场化做出准备。

总体看，2018 年，炼油行业大力淘汰落后产能，发展先进产能，呈现出基地化、园区化、差异化、绿色化发展的特点，税收监管趋严，行业竞争进一步规范，行业发展水平不断提升。

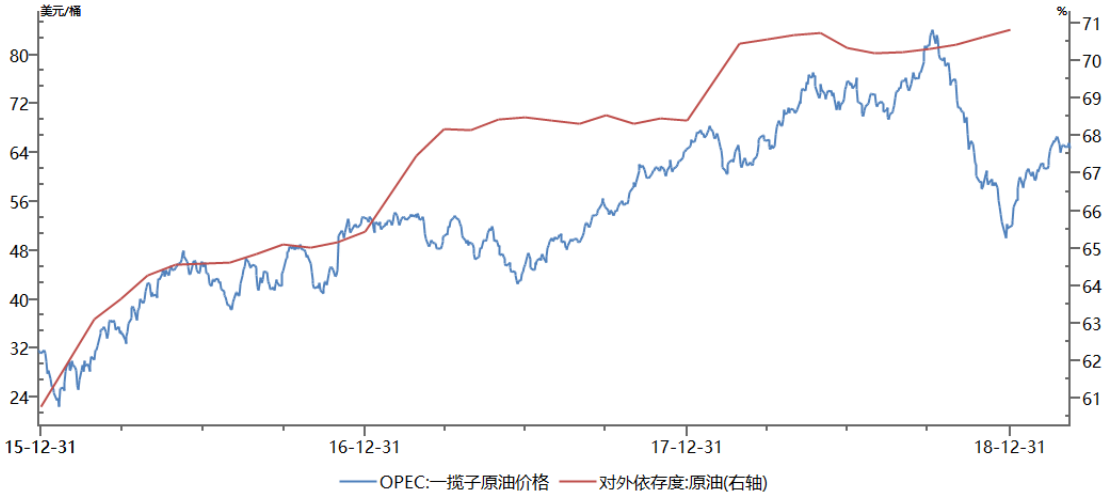
2．供需及价格

从原油供需及价格来看，2018 年全球原油需求稳定增长，供需平衡差异由年初的-1.2 百万桶/天上升至 0.8 百万桶/天，全年全球原油总需求约为 100.07 百万桶/天。全球原油需求增量主要来自非经合组织（OECD）国家，非 OECD 国家增长势头较好。作为世界经济增长的发动机，中国原油需求保持了强劲的势头。中国原油需求量约 6.48 亿吨，同比增长 6.95%，原油对外依存度 70.83%，较

上年同期提高 2.42 个百分点。国内的增加主要有两方面原因，一是中国不断增加战略原油储备，计划至 2020 年前建成相当于 100 天石油净进口量的储备总规模。二是国内原油进口权限的放开，带动地方炼厂原油加工量的提升。

在需求增长的同时国际油价在 2018 年却出现大幅波动。2018 年以来，国际油价在地缘政治和 OPEC 减产等因素的推动下震荡上行，于 9 月份突破 85 美元/桶，进入 10 月，国际油价走低，从四年高点滑落。导致国际油价走势发生转折的主要原因是全球对经济前景的担忧、美国对伊朗制裁效果不及预期、记者事件导致沙特迎合美国中期选举增产、美国原油库存持续大幅增加等多重利空因素。

图 2　国际原油价格走势和我国原油对外依存度（单位：美元/桶、%）

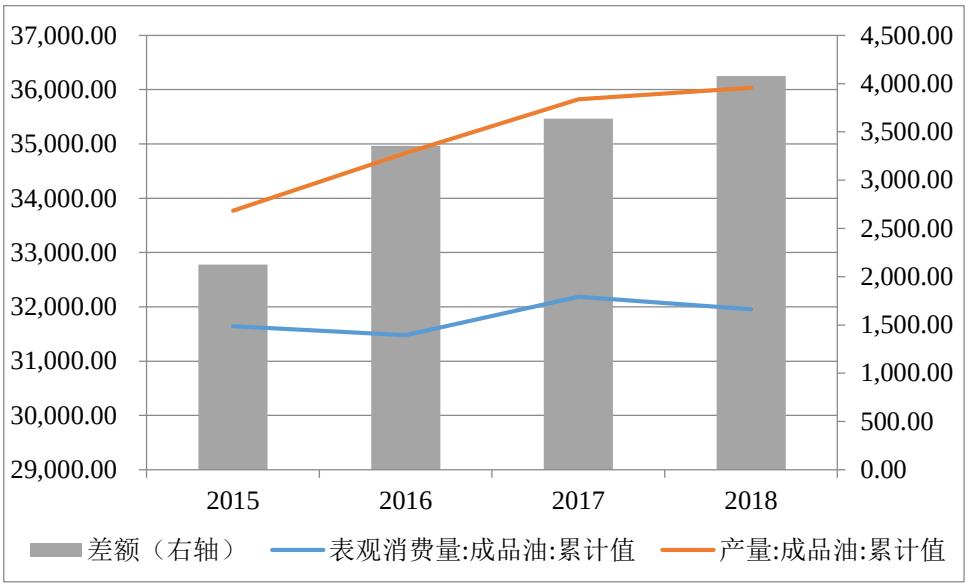


资料来源：Wind

国内成品油供需方面，成品油市场供大于求已成为常态。2018 年，我国汽油全年产量约为 14,007.8 万吨，同比增长 750.8 万吨；表观消费量同比上涨 548.2 万吨至 12,766.2 万吨，供需差同比拉大 202.6 万吨。2018 年，我国柴油全年产量 17,701.3 万吨，同比下滑 640.3 万吨，其表观消费量亦同比下降 768.9 万吨至近年来低点 15,922 万吨，供需差再度扩大 128.6 万吨。

从成品油市场潜力来看，2018 年我国汽车保有量 2.4 亿辆，较 2017 年增加 2,285 万辆，支撑汽油消耗持续增加。但 2018 年，全国汽车零售销量遭遇了 28 年来首次负增长。大城市汽车保有量几近饱和。再加上新能源汽车以及乙醇燃料等新型替代能源的快速发展，对汽油消耗的影响也在逐步显现。而柴油受国内经济放缓大环境影响，运输、制造业和建筑业等生产发展情况不容乐观，同时，国家对煤炭、钢铁行业的结构调整使得用油大户的用油需求难有提振，加上各项环保限产政策，以及天然气能源的替代等是柴油需求疲软的主要原因。

图 3　国内成品油产销情况（单位：万吨）



资料来源：Wind

成品油出口方面，随着原油进口配额的使用，原料将不再成为制约地炼企业发展的瓶颈。随着国内大型炼化一体化项目的相继投产，炼油产能进一步增加，原油需求将保持温和增长，国内汽柴油供应过剩压力将持续存在，规模化优势将在地炼企业竞争中凸显，进一步倒逼传统炼化企业转型，加快落后产能的淘汰。与此同时，为了缓解国内日益加重的供需矛盾，我国成品油未来出口量有望进一步增加，但在配额制下，民营炼油企业能否获取成品油出口权限仍不乐观。

总体看，2018 年，国际原油供需总体宽松，国际油价受国际经济形势和地缘政治影响波动较大，我国成为国际原油加工的增长驱动力，国内原油对外依存度逐年上升，在国内车用油增长缓慢同时工业用油的需求下降的背景下，我国成品油供给过剩问题尖锐，加之地炼企业成品油出口受阻，其经营压力加大。

四、管理分析

2018 年 2 月 8 日，公司第五届董事会第九次会议审议通过《关于对富海集团部分高层岗位任免的通知》，聘任廖广明为公司总裁，聘任刘志宝为公司战略投资中心总经理，聘任王守华为公司财务管理中心总经理；聘任郭元山为公司人力资源中心总经理；聘任杨加辉为公司综合管理中心总经理；聘任舒随为公司安全管理中心总经理。2018 年 12 月 3 日，聘任马敬业为综合管理中心总经理，免除杨加辉综合管理中心总经理职务。

2018 年 3 月 28 日，公司 2018 年度第一次股东会选举罗冰、廖广明、王旭华、王长友、单宝元为第六届董事会成员，其中罗冰任董事长；选举赵爱敏、张强、王善凯为第六届监事会成员，其中赵爱敏任监事会主席。

总体看，公司高管团队人员变更系正常换届，相关管理制度延续以往模式，公司经营状况稳定，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

公司业务范围较广泛，其中主营业务包括石油化工生产、油品贸易、物流运输和地产物业，其他业务包括金融服务以及废旧材料回收处理等。2018 年，公司实现营业收入 325.98 亿元，较上年减少 2.34%，主要系合并范围变化所致；其中主营业务收入占 99.89%，公司主营业务突出。2018 年，公司实现营业利润 15.02 亿元，较上年大幅减少 14.42%，主要系合并范围变化所致。2018 年，公司实现净利润 11.69 亿元，较上年大幅减少 14.95%，主要系合并范围变化所致。

从主营业务收入构成来看，2018 年，公司主营业务收入主要来源仍为石油化工和油品贸易两大板块，石油化工业务收入同比减少 6.26%，主要系合并范围变化所致；油品贸易收入同比增长 1.41%，同比变化不大；地产物业收入同比大幅增长 87.98%，主要系 2018 年楼盘建成交付，确认收入的同时确认土建工程成本，收入、成本均大幅增加所致。物流运输、其他业务收入规模较小，对公司收入影响不显著；其他收入主要为油罐租赁费等租金收入。

表 1　2016~2018 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
石油化工	228.67	70.29	8.38	243.48	72.97	9.07	228.25	70.10	9.56
油品贸易	89.82	27.61	5.15	82.29	24.66	5.36	83.45	25.63	4.95
物流运输	0.95	0.29	34.61	1.31	0.39	27.80	1.55	0.48	23.87
地产物业	5.87	1.80	16.97	6.57	1.97	17.69	12.35	3.79	15.63
其他	--	--	--	--	--	--	0.02	0.01	50.00
合计	**325.31**	**100.00**	**7.72**	**333.65**	**100.00**	**8.37**	**325.62**	**100.00**	**8.68**

资料来源：公司提供，联合评级整理。
注：部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。

从主营业务毛利率来看，2018 年，受益于公司对石化板块产品结构不断调整等因素，公司石油化工业务毛利率为 9.56%，同比上升 0.49 个百分点；油品贸易毛利率为 4.95%，同比下降 0.41 个百分点，主要系油价波动所致；物流运输、地产物业、其他业务的毛利率较高。受此综合影响，公司主营业务毛利率为 8.68%，同比上升 0.31 个百分点。

总体看，2018 年，受合并范围变化影响，公司收入规模小幅下降；受益于公司对石化板块产品结构不断调整等因素，毛利率水平小幅上升，整体经营保持良性发展。

2．石油化工

（1）生产情况

生产组织方面，公司仍实行以销定产。产品产能[1]及产量方面，受合并范围变化影响，公司产能、产量均有所下降，截至 2018 年底，公司主要产品产能为：汽油 120 万吨/年，柴油 400 万吨/年，燃料油 232 万吨/年，蜡油 55 万吨/年，沥青 60 万吨/年，石油焦 80 万吨/年，液化气 35 万吨/年，丙烯 10 万吨/年，公司总产能为 1,042 万吨/年。产能利用率方面，2018 年，公司产能利用率变化幅度不大，总体仍保持在 50%~60%的区间。由于国内民营炼厂均需要面对原料油采购受限的困境，因此行业内民营炼厂产能利用率普遍较低，随着国家放开进口油使用权，民营炼厂产能利用率会得到明显

[1] 化工行业加工产品一般呈现多样性，每个步骤出的半成品可以继续加工，也可以直接外销，因此对于每一种产品的生产能力没有明确的标准，另外不同原料所含成分不同，采用不同工艺加工路线，所产出的产品及其比重也呈现多样性。

的改善。子公司东营华联石油化工厂有限公司（以下简称“华联石化”）已取得进口原油使用权，正在办理原油进口权手续。

表 2　2016~2018 年公司石油化工板块的产品产能和产量（单位：万吨、%）

产品	2016 年			2017 年			2018 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
汽油	120	84.10	70.08	120	98.16	81.80	120	90.12	75.10
柴油	520	218.97	42.11	520	230.36	44.30	400	211.50	52.88
燃料油	260	196.62	75.62	260	192.65	74.10	232	152.46	65.72
蜡油	60	33.76	56.27	60	23.61	39.35	55	23.50	42.73
沥青	70	52.21	74.59	70	36.38	51.97	60	34.28	57.13
石油焦	90	56.15	62.39	90	54.26	60.29	80	43.62	54.53
液化气	40	18.16	45.40	40	14.95	37.38	35	11.35	32.43
丙烯	10	4.78	47.80	10	3.29	32.90	10	4.12	41.20
其他	80	30.17	37.71	80	20.16	25.20	50	18.60	37.20
合计	**1,250**	**694.92**	**55.59**	**1,250**	**673.82**	**53.91**	**1,042**	**589.55**	**56.58**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，受合并范围变化影响，公司产能、产量均有所下降；公司石油化工板块主要产品生产状况稳定，但受限于原料获取能力，公司整体产能利用率较低。

（2）原材料采购

从原材料采购量来看，2018 年公司根据油价、油品质量、库存情况调整采购量，原油、渣油、蜡油采购量较上年增长，燃料油、柴油采购量较上年下降，合计采购量较上年大幅下降，主要系合并范围导致产能产量下降所致。

从原材料采购价格来看，公司原料采购价格的决定因素为国际原油价格，在操作上公司主要根据采购区域内周边市场价格及油品质量定价。2018 年，受国际油价冲高回落影响，公司原材料采购价格同比小幅上涨。

表 3　2016~2018 年公司石油化工主要原材料采购情况（单位：万元、万吨、元/吨）

项目		2016 年	2017 年	2018 年
原油	总价	572,232.81	558,767.76	732,217.84
	采购量	185.90	174.57	211.13
	采购均价	3,078.19	3,200.82	3,468.09
燃料油	总价	1,178,389.45	1,370,193.84	796,944.71
	采购量	360.27	391.86	221.25
	采购均价	3,270.90	3,496.65	3,602.01
渣油	总价	301,282.87	270,319.43	296,920.60
	采购量	105.91	87.96	90.27
	采购均价	2,844.71	3,073.09	3,289.25
蜡油	总价	135,396.30	104,334.63	170,141.68
	采购量	48.12	32.10	48.76
	采购均价	2,813.72	3,250.30	3,489.37
柴油	总价	76,661.51	96,243.25	64,053.25
	采购量	17.83	23.13	13.57
	采购均价	4,298.98	4,160.69	4,720.21
金额合计（万元）		**2,263,962.94**	**2,399,858.91**	**2,060,278.08**
数量合计（万吨）		**718.03**	**709.62**	**584.98**

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从采购渠道来看，公司目前主要从国内采购原材料。其中，原油和燃料油主要采购于中海油和中石化等国有企业，运输方式主要为船运和汽运；渣油采购相对分散，采购区域集中于山东省内，结算方式以现汇为主，运输方式为海运和汽运。从结算方式来看，针对中海油和中石化等企业，以国内信用证和现汇的方式结算，一般 10 天结算一次；以即期信用证结算的，提单后 29 天或 45 天付款。

从采购集中度来看，2018 年公司前五大供应商采购集中度为 42.89%，采购集中度较高，供应商主要为中海油、中石油和中石化系统；公司前五大供应商变动较小，采购渠道稳定，但公司对中海油、中石油和中石化系统的依赖性较强，面临着一定的供应商集中风险。

表 4　2018 年公司向前五大供应商采购情况（单位：万元、%）

供应商名称	原材料种类	采购金额	金额占比
中海油（北京）贸易有限责任公司	原油	214,741.89	10.42
中石油燃料油有限责任公司	原油、原料油	208,358.31	10.11
中海油大榭贸易有限公司	原油	204,316.10	9.92
中国联合石油有限责任公司	原油	179,877.59	8.73
中海石油中捷石化有限公司	原油、原料油	76,319.51	3.70
合计	--	**883,613.41**	**42.89**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司主要原材料采购总量大幅下降，受国际油价冲高回落影响，公司原材料采购价格同比小幅上涨。公司采购集中度较高，供应商主要为中海油、中石油和中石化系统，公司对中海油、中石油和中石化系统的依赖性较强。

（3）产品销售

公司石油化工板块的主要收入来源为汽油、柴油和燃料油；公司汽油和柴油一般供应中石化、中海油系统和加油站终端，燃料油主要供应给油品贸易商和其他地炼厂。

从销量来看，2018 年，公司石油化工主要产品销量同比变化不大，随市场情况变化略有波动。从销售价格来看，公司主要产品的销售价格取决于当期国际原油价格，2018 年国际原油价格冲高回落，产品销售价格整体变化不大。从产销率来看，2018 年，公司石油化工板块各类产品产销率均保持较高水平，均维持在 95%以上。

表 5　2016~2018 年公司石油化工主要产品销售情况（单位：万元、万吨、元/吨、%）

产品名称	项目	2016 年	2017 年	2018 年
汽油	销售金额	332,488.23	460,689.04	440,752.76
	销量	73.51	93.98	91.50
	均价	4,649.62	4,901.98	4,816.97
	产销率	87.41	95.74	101.53
柴油	销售金额	931,571.79	933,758.04	972,843.73
	销量	211.94	207.91	220.09
	均价	4,395.55	4,491.07	4,420.21
	产销率	96.79	90.26	104.06
燃料油	销售金额	574,965.99	663,575.44	526,224.85
	销量	174.54	178.61	145.24
	均价	3,494.39	3,715.30	3,623.14
	产销率	88.77	92.71	95.26
蜡油	销售金额	94,609.66	74,196.90	73,781.31
	销量	33.67	23.46	23.30
	均价	2,810.22	3,162.41	3,166.58
	产销率	99.73	99.37	99.15
沥青	销售金额	123,597.42	98,306.22	92,699.24
	销量	50.76	36.01	33.85
	均价	2,483.87	2,729.97	2,738.53
	产销率	97.22	98.98	98.75
石油焦	销售金额	45,245.68	53,678.12	43,353.84
	销量	54.27	54.97	43.50
	均价	937.35	976.45	996.64
	产销率	96.66	99.39	99.72
液化气	销售金额	48,351.64	46,384.20	37,310.85
	销量	17.33	14.09	11.25
	均价	3,153.64	3,290.86	3,316.52
	产销率	95.44	94.28	99.12
丙烯	销售金额	24,371.66	19,939.82	24,691.61
	销量	4.34	3.25	4.11
	均价	5,615.59	6,135.33	6,007.69
	产销率	90.79	98.78	99.76
其他	销售金额	111,483.54	84,254.22	70,776.64
	销量	29.60	20.08	18.54
	均价	3,898.63	4,195.34	3,817.51
	产销率	98.10	99.62	99.68
金额合计（万元）		**2,286,685.61**	**2,434,782.00**	**2,282,434.82**
数量合计（万吨）		**649.96**	**632.37**	**591.38**

资料来源：公司提供
注：“其他”包括芳烃和苯等产品

从结算方式来看，对于中国石化燃料油销售有限公司及长期合作的大型地炼企业，公司给予不超过 1 个月的账期，现汇结算；对于新客户或零散客户，公司全部采取现款现货的方式。

从客户集中度来看，2018 年，公司前五名客户的销售额合计占当期销售总额的比重分为 28.66%，公司销售集中度一般，最大客户为中石油、中国石化系统，存在一定的销售集中风险。

表 6　2018 年公司前五名销售客户情况（单位：万元、%）

客户名称	产品种类	销售额	占比
中国石化销售有限公司山东石油分公司	汽油、柴油	198,547.51	8.70
中国石油化工股份有限公司天津分公司	汽油、柴油	157,762.67	6.91
东营联合石化有限责任公司	原油、重质油	130,975.8	5.74
利华益利津炼化有限公司	燃料油	74,062.73	3.24
青岛盖达石化有限公司	燃料油、柴油	92,892.30	4.07
合计	--	**654,241.00**	**28.66**

资料来源：公司提供

总体看，公司石化产品具有一定需求刚性且与下游客户建立良好的合作关系，产品销售较平稳，产销率较高；2018 年国际原油价格冲高回落，公司石油化工主要产品销售均价整体变化不大；公司销售集中度一般。

3．油品贸易

公司油品贸易业务（成品油批发）主要由公司本部承担，此外华联石化和富海能源服务连锁有限公司（以下简称“富海连锁”）也从事部分贸易业务，贸易品种主要是燃料油及成品油。截至 2019 年 3 月底，公司已有加油站 58 家，其中 50 家处于营业状态，加气站 14 家，已开业的有 6 家。加盟站由公司承担外观装潢费用，使用公司品牌，提供销售培训指导，按公司出厂价独立供货，加油站不得采购第三方油品。

（1）采购

采购量方面，2018 年，公司主要贸易商品汽油、柴油和燃料油采购量随市场需求的波动而波动，其中汽油采购量同比上升，柴油、国内燃料油采购量同比下降。采购价格方面，2018 年国际原油价格冲高回落，公司经营的贸易产品价格出现不同程度的上涨。

表 7　2016~2018 年公司主要贸易商品采购情况（单位：万元、万吨、元/吨、%）

贸易商品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
汽油	采购金额	169,855.50	97,365.03	121,404.96
	采购量	38.59	20.92	24.00
	采购均价	4,401.54	4,654.16	5,058.54
	占采购总成本比重	19.69	12.27	15.35
柴油	采购金额	167,661.72	234,571.27	197,088.00
	采购量	38.71	55.82	40.00
	采购均价	4,331.22	4,202.28	4,927.20
	占采购总成本比重	19.44	29.51	24.92
境内燃料油	采购金额	219,858.38	271,948.17	254,448.81
	采购量	70.21	83.16	63.00
	采购均价	3,131.44	3,270.18	4,038.87

	占采购总成本比重	24.33	34.21	32.18
境外燃料油	采购金额	46,578.76	--	--
	采购量	15.56	--	--
	采购均价	2,992.97	--	--
	占采购总成本比重	5.33	--	--
芳烃	采购金额	68,888.79	84,585.78	94,879.13
	采购量	17.92	24.13	25.50
	采购均价	3,844.24	3,505.42	3,720.75
	占采购总成本比重	7.99	10.64	12.00
沥青	采购金额	70,598.63	46,567.89	64,091.93
	采购量	32.63	19.52	21.50
	采购均价	2,163.61	2,385.65	2,981.02
	占采购总成本比重	8.19	5.86	8.11
MTBE	采购金额	14,509.91	12,784.84	20,109.05
	采购量	3.91	3.64	5.00
	采购均价	3,710.97	3,512.32	4,021.81
	占采购总成本比重	1.68	1.61	2.54
其他	采购金额	115,508.68	46,969.47	38,713.14
	采购量	33.96	13.81	9.20
	采购均价	3,401.32	3,401.12	4,207.95
	占采购总成本比重	13.28	5.91	4.90
采购金额合计（万元）		**873,460.36**	**794,792.45**	**790,735.02**
数量合计（万吨）		**251.49**	**221.00**	**188.20**

资料来源：公司提供

从供应商集中度来看，2018 年，公司前五大贸易供应商的采购金额合计占当期采购总额的比重为 27.62%，公司贸易采购集中度一般。

表 8　2018 年公司向前五大贸易供应商采购情况（单位：万元、%）

供应商名称	原材料种类	采购金额	金额占比
青岛中联油进出口有限公司	汽油柴油	50,390.93	6.37
山东齐成石油化工有限公司	汽油柴油	47,294.22	5.98
山东齐发化工有限公司	燃料油	42,380.87	5.36
山东神驰化工有限公司	柴油	40,957.41	5.18
中国石化销售有限公司山东东营石油分公司	汽油柴油	37,350.22	4.72
合计	--	**218,373.65**	**27.62**

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司贸易业务上游供应渠道畅通。受市场需求影响，公司贸易品采购规模变化幅度较大。

（2）销售

销售量方面，受市场需求波动影响，2018 年，公司贸易销售量与贸易采购量基本一致，价格与国际油价变化趋势一致。结算方面，公司所采用的贸易结算方式主要为现款现货和货到付款，赊销方式仅限于信用较好的长期合作客户（一般为 1 个月以内），占比较小且期限较短。公司贸易业务回款速度较快。

表 9　2016~2018 年公司贸易板块各产品销售情况（单位：万元、吨、元/吨）

产品名称	项目	2016 年	2017 年	2018 年
汽油	销售金额	160,275.43	102,051.61	129,028.46
	销量	34.56	20.80	23.56
	均价	4,636.94	4,905.59	5,476.59
柴油	销售金额	173,951.58	243,889.59	209,170.00
	销量	38.02	55.36	40.00
	均价	4,575.27	4,405.52	5,229.25
境内燃料油	销售金额	230,365.02	282,871.58	272,439.97
	销量	68.86	81.83	62.12
	均价	3,345.62	3,456.82	4,385.74
境外燃料油	销售金额	49,192.65	--	--
	销量	15.56	--	--
	均价	3,161.48	--	--
芳烃	销售金额	72,048.10	84,867.55	100,561.14
	销量	17.92	23.01	25.12
	均价	4,020.32	3,688.29	4,003.23
沥青	销售金额	74,353.53	47,598.99	63,982.21
	销量	32.66	19.00	21.31
	均价	2,276.86	2,505.21	3,002.45
MTBE	销售金额	15,497.25	13,327.24	20,194.14
	销量	4.05	3.60	4.89
	均价	3,826.86	3,702.01	4,129.68
其他	销售金额	122,526.57	48,314.33	39,196.13
	销量	33.81	13.64	9.12
	均价	3,624.12	3,542.11	4,297.82
金额合计（万元）		**898,210.12**	**822,920.89**	**834,572.04**
数量合计（万吨）		**245.44**	**217.24**	**186.12**

资料来源：公司提供
注：“其他”包括石油苯、石油焦、混合三甲苯、异辛烷、甲基叔丁基醚等。

客户集中度方面，2018 年，公司油品贸易前五大客户销售金额占总销售金额的比重为 20.31%，客户集中度一般。

表 10　2018 年公司前五大贸易客户销售情况（单位：万元、%）

客户名称	种类	销售金额	占比
东营久泰石油化工有限公司	汽油柴油	37,134.61	4.45
保定市荣兴石油有限公司	燃料油	36,328.35	4.35
东营市国鑫化工有限责任公司	汽油柴油	34,478.09	4.13
山东晨翔石油化工有限公司	燃料油	33,885.99	4.06
山东犇鑫石油化工有限公司	汽油柴油	27,651.07	3.31
合计	--	**169,478.11**	**20.31**

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司油品贸易品种仍以汽油、柴油和燃料油为主；贸易产品销售均价、销售量与采购均价、采购量变化趋势一致。公司销售账期较短，有利于资金回流；下游客户集中度一般。

4．地产物业

公司房地产业务经营主体为东营富海房地产开发有限公司，东营富海房地产开发有限公司成立于 2002 年 1 月 24 日，拥有 5 个控股公司，1 个参股公司，并具有房地产开发贰级资质，公司先后成功开发了 21 个项目，其中完工项目 16 个，在建项目 5 个。公司现有的储备土地为：西湖印象四期，占地面积 18,600 平米。

2018 年，公司房地产板块分别确认营业收入 12.35 亿元，占公司主营业务收入的 3.79%，对公司总收入的影响较小；地产物业板块毛利率为 15.63%，盈利水平较好。

总体看，房地产业务对公司总收入的影响较小。

5．经营效率

2017~2018 年，公司应收账款周转次数别为 63.42 次和 64.61 次，存货周转次数分别为 5.68 次和 5.57 次，总资产周转次数分别为 1.78 次和 1.61 次，整体变化不大。

总体看，公司整体经营效率较高。

6．在建项目

截至 2018 年底，公司主要在建项目为 10 万吨/年硫酸装置、煤粉锅炉项目，公司主要在建项目计划总投资 11,285.27 万元，截至 2018 年底已投入 10,098.54 万元，2019 年计划投资 1,200.00 万元，公司在建项目规模较小，外部融资需求小。

表 11　截至 2018 年底公司主要在建项目情况（单位：万元、%）

项目名称	预算数	工程进度	截至 2018 年底累计投资金额	2019 年计划投资金额
10 万吨/年硫酸装置	5,820.27	96.50	5,831.57	200.00
煤粉锅炉项目	5,465.00	85.00	4,266.97	1,000.00
合计	**11,285.27**	--	**10,098.54**	**1,200.00**

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目规模较小，外部融资需求小。

7．重大事项

2017 年 5 月 5 日，齐鲁交通服务开发有限公司（以下简称“齐鲁交通”）与联合石化及其股东签订增资协议书，齐鲁交通对联合石化增资 12.49 亿元，其中 10 亿元计入注册资本，余额部分计入资本公积。2017 年 5 月 17 日，联合石化完成工商变更登记，注册资本变更为 25 亿元；当月齐鲁交通服务开发有限公司增资 2.5 亿元，其中实收资本 2 亿元；2017 年 11 月，公司子公司华联石化将对联合石化投资 9.4 亿元转让给公司；2018 年 9 月，齐鲁交通增资，公司对联合石化持股比例由 55.29%稀释为 37.60%，不再纳入合并范围，对其股权投资改为权益法核算。

截至 2019 年 3 月底，联合石化拥有一次产能 500 万吨（联合石化渣油脱蜡产能原为 420 万吨/年，经评估确认变更为 500 万吨/年），综合产能 880 万吨。主要装置包括 500 万吨/年渣油脱蜡装置、230 万吨/年延迟焦化装置和 150 万吨/年混合芳烃加氢装置。截至 2018 年底，联合石化总资产为 82.58 亿元，净资产 40.43 亿元，营业收入 131.35 亿元，净利润 4.70 亿元，分别占富海集团合并报表数的 39.81%、43.85%、40.29%和 40.21%。

总体看，联合石化作为公司的重要子公司，齐鲁交通对联合石化增资后，联合石化不再纳入合并范围，公司对其股权投资改为权益法核算，未来公司收入规模可能受到一定影响。

8．经营关注

（1）公司的盈利能力与经济景气度有着较为明显的相关性，其所涉及的石油化工等行业与宏观经济环境存在正相关性，国家经济发展水平及未来发展趋势会对公司石油化工项目的前景产生影响。

（2）公司对中石化系统和中海油系统的依赖程度较大，是公司主要的原材料采购来源和产品销售渠道，有一定的集中采购和销售的风险。同时，公司受原料制约导致产能利用率较低。

（3）随着原油进口、使用权等资质的放开，相关资质的获取与否将显著影响公司竞争力。截至2019年3月底，公司仍未取得原油进口权资质，公司原材料采购需经过贸易商、中石化等中间环节，增加了采购成本，延长了采购期限，增加了价格波动风险。此外，目前银行业金融机构已经关注到原油进口、使用资质的重要性，部分银行已将其作为授信的重要条件。

9．未来发展

公司产业发展目标为做大做强石化产业，完善炼化产业配套化建设，降低生产成本；提升产品质量，注重品牌建设，继续发展终端销售网络，优化健全物流配送和储运配套服务业务；减少燃料性产品项目投资，寻求合作伙伴，引进先进化工生产项目，向工用和民用生产转型，发展高端产品提高产品附加值，注重安全环保建设，实现绿色安全发展。逐步缩减并退出地产行业。

为实现上述发展目标，未来三年，公司将围绕节能降耗、产品质量提升、品牌建设、拓展销售网络为主线，进一步提升企业价值。一是按照山东省发改委发布的《山东省能源中长期发展规划》要求，响应落实其提出的省内原油输送网络建设规划蓝图，加快实施东营港-河口输油管线(属于上述规划一部分)和孤岛原油库-联合石化原油管线建设。二是提前规划未来产品质量提升、安全、环保项目，实现绿色、安全良性发展。三是加大销售网络拓展力度。富海能源服务连锁有限公司是为完善成品油销售而设立的公司，公司的设立将自有炼化产品直接推送到消费客户面前，延伸了产业链条，另外开辟LNG（液化天然气）新能源产业渠道，未来将进一步加快销售网络铺设，争取实现自有渠道销售产品达到60%，实现批发到零售中的大幅差价利润，进一步提升企业盈利发展能力。四是引进有实力有技术的战略合作伙伴，推动石化产业延伸，以现有炼化半成品为原料进一步生产工用和民用化工产品原料，推动产业转型。

总体看，公司发展目标明确，未来产品具备市场竞争力。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的2018年财务报告经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制，公司按照财政部于2018年6月15日发布的《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号）对前期财务报表项目及金额进行调整。2018年，公司合并范围比上年度增加10户，减少5户；2018年9月，公司重要子公司东营联合石化有限责任公司因齐鲁交通增资，股权被稀释，不再纳入合并范围，对其股权投资改为权益法核算。截至2018年底，公司合并范围的子公司共60户，其中二级子公司9户，三级及以上子公司51户。考虑到公司主营业务未发生变化，公司财务数据可比性尚可。

截至2018年底，公司合并资产总额207.41亿元，负债合计115.20亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计92.21亿元，归属于母公司的所有者权益85.43亿元。2018年，公司实现营业收入

325.98 亿元，净利润（含少数股东损益）11.69 亿元，归属于母公司所有者的净利润 10.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额 26.25 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.13 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产合计 207.41 亿元，较年初增长 5.27%，其中流动资产 136.64 亿元（占 65.88%），非流动负债 70.77 亿元（占 34.12%），资产结构以流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 136.64 亿元，较年初大幅增长 14.38%；流动资产主要由货币资金（占 23.13%）、预付款项（占 21.86%）、其他应收款（合计）（占 13.35%）和存货（占 35.36%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 31.61 亿元，较年初大幅增长 54.46%，主要系其他货币资金增长所致。公司货币资金主要由银行存款（占 40.95%）和其他货币资金（占 59.02%）构成。其他货币资金主要是本公司向银行申请开具银行承兑汇票所存入的保证金存款及定期存款等，其中受限的银行承兑汇票保证金及定期存款的金额为 14.62 亿元。受限资金占比较高。

截至 2018 年底，公司预付款项为 29.87 亿元，较年初大幅增长 26.26%，主要系预付原料款增长所致。从账龄分布来看，公司预付账款账龄在 1 年以内的占 93.95%。截至 2018 年底，公司预付账款余额前 5 名合计 22.80 亿元，占预付账款总额比例的 76.34%。

表 12　截至 2018 年底公司预付款项前五名情况（单位：万元，%）

单位名称	与本公司关系	金额	账龄	占预付款项总额的比例
中国联合石油有限责任公司	供应商	143,736.01	1 年以内	48.13
利华益利津炼化有限公司	供应商	45,157.32	1 年以内	15.12
中华人民共和国黄岛海关	供应商	20,285.28	1 年以内	6.79
中华人民共和国东营海关	供应商	14,475.00	1 年以内	4.85
中海油大榭贸易有限公司	供应商	4,318.03	1 年以内	1.45
合计	--	**227,971.65**	--	**76.34**

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司其他应收款（合计）为 18.24 亿元，较年初大幅增长 292.03%。截至 2018 年底，公司应收股利为 0.22 亿元，较年初无变化。截至 2018 年底，公司其他应收款为 18.03 亿元，较年初大幅增长 306.25%，主要系合并范围变动所致。

表 13　截至 2018 年底公司其他应收款前五名情况（单位：万元，%）

单位名称	是否为关联方	期末余额	账龄	占其他应收款期末总额合计数的比例
东营联合石化有限责任公司	是	157,264.01	1 年以内	87.00
东营市河口区非税收管理局	否	2,720.00	1 年以内	1.50
山东金辰建设集团有限公司东营分公司	否	2,180.96	1 年以内	1.21
胜利油田胜宏置业有限公司	否	4,712.80	1 年以内	2.61
东营市河口区住房和城乡建设局	否	275.89	1 年以内	0.15
合计	--	**167,153.66**	--	**92.47**

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司存货为 48.31 亿元，较年初大幅减少 17.47%，主要系合并范围变动所致。公司存货主要由原材料（占 31.77%）、库存商品（占 38.07%）和在产品（占 30.08%）组成。2018 年，公司未计提存货跌价准备，考虑到油价波动较大，公司存货存在跌价风险。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 70.77 亿元，较年初减少 8.75%；非流动资产主要由长期股权投资（占 27.54%）、固定资产（合计）（占 52.88%）、在建工程（合计）（占 6.94%）和无形资产（占 5.58%）构成。

截至 2018 年底，公司长期股权投资为 19.49 亿元，较年初大幅增长 303.97%，主要系合并范围变动，对外投资变为权益法核算所致。

截至 2018 年底，公司固定资产（合计）账面价值为 37.42 亿元，较年初减少 32.70%，主要系合并范围变动所致。主要由房屋及建筑物（占 26.57%）和机器设备（占 70.04%）构成。截至 2018 年底，公司固定资产累计折旧为 25.00 亿元。公司固定资产成新率为 59.95%，固定资产成新率一般。公司未对固定资产计提减值准备。

截至 2018 年底，公司在建工程为 4.91 亿元，较年初大幅减少 35.82%，主要系合并范围变动所致。

截至 2018 年底，公司无形资产为 3.95 亿元，较年初减少 8.23%。公司无形资产主要由土地使用权（占 94.04%）构成，公司未对无形资产计提减值准备。截至 2018 年底，公司无形资产累计摊销 1.02 亿元。

截至 2018 年底，公司所有权受限的资产为 23.54 亿元，占资产总额的比例为 11.35%，受限比例较低。

表 14　截至 2018 年底公司受限资产情况（单位：亿元）

受限资产	账面价值	受限原因
货币资金	14.62	银行承兑票据保证金、内保外贷存单
应收票据	0.49	质押
存货	2.92	质押
固定资产	4.40	抵押
无形资产	1.10	抵押
合计	**23.54**	---

资料来源：公司审计报告

母公司层面看，截至 2018 年底，母公司本部资产总额为 74.33 亿元，较年初增长 17.76%，主要系联合石化股权投资由成本法变为权益法，新增菏泽富海能源发展有限公司股权投资，货币资金增加所致。从资产结构来看，母公司本部资产中流动资产占 57.29%，非流动资产占 42.71%，其中长期股权投资、其他应收款占比较大，2018 年底分别为 29.24 亿元、22.14 亿元。

总体看，2018 年，公司资产中货币资金、预付款项和存货为主的流动资产占比较大，存货存在一定的跌价风险，但流通性较好；公司非流动资产以长期股权投资和固定资产为主；整体看，公司资产质量较高。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债规模合计 115.20 亿元，较年初增长 9.45%，其中流动负债 106.62 亿

元（占 92.56%），非流动负债 8.58 亿元（占 7.44%），负债结构以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 106.62 亿元，较年初增长 7.52%；流动负债主要由短期借款（占 34.25%）、应付票据及应付账款（占 22.19%）、预收款项（占 30.83%）和其他应付款（合计）（占 8.67%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 36.52 亿元，较年初减少 18.26%，主要系偿还借款、合并范围变化所致。短期借款主要由信用借款（占 1.64%）、保证借款（占 86.10%）、抵押借款（占 7.00%）和质押借款（占 5.26%）构成。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款为 23.66 亿元，较年初大幅增长 19.87%，主要系应付票据增长所致。截至 2018 年底，公司应付票据为 18.71 亿元，较年初大幅增长 104.12%，主要系进口原油增用信用证所致。截至 2018 年底，公司应付账款为 4.95 亿元，较年初大幅减少 53.15%，主要系合并范围变化所致。

截至 2018 年底，公司预收款项为 32.88 亿元，较年初大幅增长 48.68%，主要系预收货款增加所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款（合计）为 9.25 亿元，较年初大幅增长 191.38%。截至 2018 年底，公司其他应付款为 9.18 亿元，较年初大幅增长 189.17%，主要系股权收购款未付及合并范围变化所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 8.58 亿元，较年初大幅增长 40.88%；非流动负债主要由长期借款（占 69.84%）、应付债券（占 23.17%）和预计负债（占 7.00%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款为 5.99 亿元，较年初大幅增长 36.12%，主要系新增长期借款所致。从还款期限来看，全部为 1~2 年（含 2 年），公司于 2020 年存在一定的集中偿付压力。

2018 年，公司新增应付债券 1.99 亿元，系公司发行“18 富海 01”；公司新增预计负债 0.60 亿元，系公司之控股子公司华联石化于 2019 年 3 月收到山东省滨州市中级人民法院做出的民事判决书，该案件涉案金额为 6,000 万元及利息 383.5 万元。

从债务规模情况来看，截至 2018 年底，公司全部债务为 65.29 亿元，较年初增长 1.36%。其中，公司短期债务为 57.32 亿元（占 87.78%），主要系长期借款增长所致。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 55.54%、41.45%和 7.96%，分别较年初 53.42%、41.24%和 6.22%上升 2.12 个百分点、0.21 个百分点和 1.74 个百分点。公司整体债务水平处于合理水平。

母公司层面看，截至 2018 年底，母公司本部负债规模 39.56 亿元，较年初增长 5.86%，主要系其他应付款和应付债券增加所致。母公司本部负债中流动负债占 94.97%，非流动负债占 5.03%，流动负债占比高。流动负债主要以其他应付款为主，非流动负债以应付债券为主。截至 2018 年底，母公司本部资产负债率为 53.22%。母公司本部对全资子公司实行资金统一管理模式，通过全面预算管理，实行资金的统一筹划，集中管理；对于非全资控股子公司，通过公司内部银行管理模式，进行计划、组织、协调。考虑到公司对下属子公司资金调动灵活，管控能力较强，一定程度上缓解公司本部流动性压力。整体看，母公司本部财务杠杆较低，债务负担整体可控。

总体看，2018 年，公司负债规模增长，以流动负债为主，负债率有所上升，债务结构有待优化，整体债务负担处于合理水平。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 92.21 亿元，较年初增长 0.48%，其中归属于母公司的所有者权益占 92.64%。归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占 6.09%）、资本公积（占 5.37%）、

其它综合收益（占 0.00%）、专项储备（占 0.05%）、盈余公积（占 3.24%）和未分配利润（占 85.24%）构成；未分配利润占比高，权益稳定性较低。

截至 2018 年底，母公司本部所有者权益合计 34.77 亿元，较年初增长 35.03%，主要系对联合石化股权投资由成本法变为权益法所致；母公司本部所有者权益主要由实收资本（占 14.96%）、资本公积（占 5.41%）、盈余公积（占 7.97%）和未分配利润（占 71.67%）构成。

总体看，2018 年，公司所有者权益保持稳定，未分配利润占比高，权益结构稳定性有待提升。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 325.98 亿元，较上年减少 2.34%。2018 年，公司实现营业利润 15.02 亿元，较上年大幅减少 14.42%，主要系合并范围变化所致。2018 年，公司实现净利润 11.69 亿元，较上年大幅减少 14.95%，主要系合并范围变化所致。

从期间费用来看，2018 年，公司费用总额为 6.25 亿元，同比增长 13.80%。其中，销售费用、管理费用、财务费用占比分别为 16.99%、36.69%和 46.32%。具体看，2018 年，公司销售费用为 1.06 亿元，较上年减少 18.23%，主要系运杂费减少所致；公司管理费用为 2.29 亿元，较上年增长 11.43%，主要系工资、福利费增长所致；公司财务费用为 2.90 亿元，较上年增长 35.54%，主要系利息支出增长所致。2017~2018 年，公司费用收入比分别为 1.65%和 1.92%，呈上升态势，公司费用控制能力强。

2018 年，公司取得的其他收益为 0.03 亿元，（占当年公司营业利润 0.20%），较上年大幅减少 95.59%，主要系政府补助减少所致。2018 年，公司取得的投资净收益为 0.03 亿元，（占当年公司营业利润 0.19%），较上年大幅减少 93.39%，主要系公司丧失对联合石化的控制权后，剩余股权按公允价值重新计量所致。2018 年，公司取得的营业外收入为 0.19 亿元，（占当年公司营业利润 1.30%），较上年大幅减少 26.37%。非经常性损益对公司营业利润的贡献小。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率为 6.50%，较上年的 6.61%下降 0.11 个百分点；公司总资本收益率为 8.96%，较上年的 10.38%下降 1.42 个百分点；公司总资产报酬率为 8.36%，较上年的 10.47%下降 2.10 个百分点；公司净资产收益率为 12.70%，较上年 16.45%下降 3.74 个百分点。整体看，公司盈利指标表现差于去年，主要系合并范围变化所致。

从母公司层面看，2017~2018 年，公司本部营业收入分别为 50.14 亿元和 49.85 亿元，主要为油品贸易收入。同期，母公司本部营业成本为 48.08 亿元和 47.17 亿元；母公司本部实现净利润分别为 1.63 亿元和 2.36 亿元，母公司本部盈利能力一般。

总体看，2018 年，受合并范围变化影响，公司收入、利润规模均下降，期间费用控制能力强，公司盈利指标表现差于去年。

5．现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入为 414.92 亿元，较上年增长 1.52%；公司经营活动现金流出为 388.67 亿元，较上年减少 6.96%。综上影响，2018 年，公司经营活动现金净额为 26.25 亿元，由上年净流出 9.01 亿元转为净流入，主要系预收款增长，信用证对外付款增长所致。2017~2018 年，公司现金收入比率分别为 120.74%和 123.65%，2018 年较上年上升，公司收入实现质量较高。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入为 1.20 亿元，较上年减少 4.38%；公司投资活动现金流出为 12.49 亿元，较上年大幅增长 74.53%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增长所致。综上影响，2018 年，公司投资活动现金净额为-11.29 亿元，较上年的-5.90

亿元净流出规模进一步扩大，主要系项目建设投资增长所致。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入为 66.02 亿元，较上年大幅减少 19.76%，主要系借款减少所致。2018 年，公司筹资活动现金流出为 80.86 亿元，较上年大幅增长 20.99%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。综上影响，2018 年，公司筹资活动现金净额为-14.84 亿元，由上年净流入 15.45 亿元转为净流出，主要系保证金存款增长所致。

从母公司层面看，2017~2018 年，母公司本部经营活动现金流净额分别为-3.28 亿元和 17.26 亿元，经营活动现金流由净流出转为净流入；母公司本部投资活动现金流净额分别为-8.39 亿元和 0.42 亿元，其中投资的支付现金分别为 0.06 亿元和 0.90 亿元；母公司本部筹资活动现金流净额分别为 7.72 亿元和-17.03 亿元，波动较大，母公司本部筹资压力较小。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流由净流出转变为净流入，公司收入实现质量较高；未来公司资本支出计划较少，外部融资需求小。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2017~2018 年，公司流动比率分别为 1.20 倍和 1.28 倍；速动比率分别为 0.61 倍和 0.83 倍；现金短期债务比分别为 0.35 倍和 0.55 倍，均有所上升，现金类资产对短期债务的覆盖能力一般。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 21.58 亿元，较上年减少 12.16%，主要系利润总额减少所致。公司 2018 年 EBITDA 主要由利润总额（占 67.40%），计入财务费用的利息支出（占 11.00%），折旧（占 19.21%）以及摊销（占 2.39%）构成。2017~2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.38 倍和 0.33 倍，有所下降。2017~2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 10.85 倍和 8.63 倍，有所下降。公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年底，公司获得综合授信总额 108.10 亿元，已使用授信额度 50.16 亿元，未使用授信额度 57.94 亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（信用机构代码：G1037050300047690C），截至 2019 年 3 月 8 日，公司无未结清的不良信贷信息记录；已结清贷款中有 1 笔关注类贷款，为流动资金贷款，金额 0.17 亿元，逾期时间为一天，逾期原因为银行系统出错；1 笔欠息，金额为 1.17 万元；1 笔票据贴现，金额为 100.00 万元。

截至 2018 年底，公司对外担保共计 26.92 亿元，被担保方集中于能源石化行业，受经济周期影响较大。其中，截至 2018 年 12 月 31 日，山东万通石油化工集团有限公司净资产 79.59 亿元，净利润 4.33 亿元；山东天弘化学有限公司的净资产 62.92 亿元，净利润 11.91 亿元；山东海科化工集团有限公司的净资产 60.15 亿元，净利润 7.14 亿元；山东垦利石化集团有限公司的净资产 74.84 亿元，净利润 8.63 亿元。公司担保规模较大且集中相同行业，存在一定的或有负债风险。

表 15　截至 2018 年底富海集团对外担保明细（单位：万元）

担保对象	担保金额	担保期限	担保类型
山东万通石油化工集团有限公司	100,200.00	2021/5/24	保证担保
山东天弘化学有限公司	62,689.80	2021/4/1	保证担保
山东垦利石化集团有限公司	6,490.00	2019/10/26	保证担保
山东海科化工集团有限公司	65,892.70	2019/12/25	保证担保
伟浩建设集团有限公司	10,000.00	2019/6/28	保证担保
东营联合石化有限责任公司	13,900.00	2019/8/30	保证担保

东营联合石化有限责任公司	10,000.00	2019/9/13	保证担保
合计	**269,172.50**	--	--

资料来源：公司提供

未决诉讼方面，公司控股子公司华联石化于 2019 年 3 月收到山东省滨州市中级人民法院作出的 2017 鲁 16 民初 140 号民事判决书，该案件案由为保理合同纠纷，涉案金额为 6,000 万元及利息 383.50 万元。华联石化收到上述判决书后不服该审判结果，已于 2019 年 3 月 29 日向山东省高级人民法院递交上诉状，目前二审尚在受理中。公司已在 2018 年 12 月 31 日年度审计报告中计提预计负债 6,000 万。

总体看，公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力指标一般，同时考虑到公司在经营规模、销售渠道、盈利能力以及资产流动性等方面的优势，其整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年底，公司现金类资产达 31.61 亿元，约为“18 富海 01”本金（2.00 亿元）的 15.81 倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度较高；净资产达 92.21 亿元，约为“18 富海 01”本金（2.00 亿元）的 46.11 倍，公司净资产能够对“18 富海 01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 21.58 亿元，约为“18 富海 01”本金（2.00 亿元）的 10.79 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金净流入为 26.25 亿元，约为“18 富海 01”本金（2.00 亿元）的 13.13 倍，公司经营活动现金净流入量对债券本金的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在经营规模、销售渠道等方面的优势，联合评级认为，公司对“18 富海 01”的偿还能力很强。

八、综合评价

公司作为山东省重要石油炼化企业之一，在生产规模、产品销售渠道等方面仍保持竞争优势。2018 年，公司收入规模保持稳定，经营现金流净流入规模较大，经营状况良好。同时，联合评级也关注到原油价格波动较大、原材料采购对中石油、中石化和中海油系统的依赖程度较大、短期债务规模较大、联合石化不再纳入合并范围等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着原油价格逐步企稳、若公司取得原油进口权，公司经营规模及盈利水平有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“18 富海 01”债项信用等级为“AA”。

附件 1　富海集团有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	178.87	197.02	207.41
所有者权益（亿元）	75.33	91.77	92.21
短期债务（亿元）	67.02	58.33	57.32
长期债务（亿元）	9.89	6.09	7.98
全部债务（亿元）	76.91	64.41	65.29
营业收入（亿元）	325.47	333.80	325.98
净利润（亿元）	13.28	13.74	11.69
EBITDA（亿元）	23.22	24.56	21.58
经营性净现金流（亿元）	3.55	-9.01	26.25
应收账款周转次数(次)	63.26	63.42	64.61
存货周转次数（次）	8.00	5.68	5.57
总资产周转次数（次）	1.98	1.78	1.61
现金收入比率（%）	118.16	120.74	123.65
总资本收益率（%）	10.78	10.38	8.96
总资产报酬率（%）	11.58	10.47	8.36
净资产收益率（%）	19.63	16.45	12.70
营业利润率（%）	6.62	6.61	6.50
费用收入比（%）	1.53	1.65	1.92
资产负债率（%）	57.89	53.42	55.54
全部债务资本化比率（%）	50.52	41.24	41.45
长期债务资本化比率（%）	11.60	6.22	7.96
EBITDA 利息倍数（倍）	13.52	10.85	8.63
EBITDA 全部债务比（倍）	0.30	0.38	0.33
流动比率（倍）	1.15	1.20	1.28
速动比率（倍）	0.62	0.61	0.83
现金短期债务比（倍）	0.37	0.41	0.57
经营现金流动负债比率（%）	3.79	-9.08	24.62
EBITDA/待偿本金合计（倍）	11.61	12.28	10.79

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、公司长期应付款中的债务部分已计入长期债务；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+融资租赁款+其他非流动负债

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。