跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]930 号

山东万通石油化工集团有限公司：

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：

山东万通石油化工集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

山东万通石油化工集团有限公司公开发行的“16 鲁万通”和“16 鲁通 02”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年 六月二十二日

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

山东万通石油化工集团有限公司
公司债券2017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	发行规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16鲁万通	6.4亿元	5年	AA	AA	2016.07.20
16鲁通02	8.6亿元	5年	AA	AA	2016.11.18

担保方：自然人王军先生

担保方式：资产抵押担保和个人连带责任保证担保

跟踪评级时间：2017年6月22日

主要财务数据：

项目	2015年	2016年
资产总额（亿元）	216.87	242.98
所有者权益（亿元）	54.33	67.04
长期债务（亿元）	21.38	38.58
全部债务（亿元）	135.49	136.32
营业收入（亿元）	133.36	188.59
净利润（亿元）	3.67	4.86
EBITDA（亿元）	11.60	17.93
经营性净现金流（亿元）	19.55	17.08
营业利润率（%）	9.31	8.54
净资产收益率（%）	7.16	8.01
资产负债率（%）	74.95	72.41
全部债务资本化比率（%）	71.38	67.03
流动比率（倍）	0.86	0.91
EBITDA全部债务比（倍）	0.09	0.13
EBITDA利息倍数（倍）	1.88	3.39
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.77	1.20

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、由于黄金租赁款具有短期债务性质，已将其计入短期债务进行分析。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，山东万通石油化工集团有限公司（以下简称“公司”或“山东万通”）作为山东大型民营地炼企业，在生产规模、原材料保障、产业链延伸等方面仍具备一定优势。2016年，随着生产和贸易规模的增加，公司收入大幅增长，经营活动现金流状况保持良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到，国际原油价格波动、公司主要产品产能利用率较低、存货规模较大、债务负担较重、对外担保规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着燃料油、成品油输油工程完工投入使用，公司经营规模及收入规模将继续增长，公司整体竞争能力有望增强。

公司实际控制人王军先生为“16鲁万通”、“16鲁通02”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，同时，公司的控股子公司东营利源环保科技有限公司以其持有的140万吨/年连续重整装置和催化柴油汽油质量升级装置（以下简称“抵押资产”）为“16鲁万通”、“16鲁通02”提供抵押担保，评估价值对两期债券的覆盖倍数为1.40倍。上述保障措施对于“16鲁万通”、“16鲁通02”的到期偿还起到了一定的保障作用。

综上，联合评级本次跟踪评级维持公司“AA”的长期主体信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“16鲁万通”、“16鲁通02”债项信用等级为“AA”。

优势

1．公司石油炼化业务在生产规模、原材料保障、产业链延伸等方面具备一定优势，公司大力发展的仓储和港口航运毛利率较高。

2．2016年，随着公司的180万吨/年DCC装置产能释放以及贸易规模增长，公司营业收

入和利润显著增长。

3．公司石化产品具有一定需求刚性，产品销售较平稳，2016 年收入实现质量有所提升，经营活动净现金流状况良好。

关注

1．近年来国际原油价格大幅波动，对石油化工行业影响较大，公司相关产品盈利能力或将受到较大影响，同时公司存货存在一定的跌价风险。

2．2016 年，公司各类产品产能利用率整体水平仍然较低，有一定的产能消化风险。

3．2016 年，公司原材料采购集中度提高，有一定的集中采购风险；公司关联交易占比提高，一定程度影响公司的经营和财务独立性。

4．公司目前债务负担较重，债务期限结构有待改善，短期偿债压力大。

5．公司对外担保规模较大，区域集中度高，存在一定的或有负债风险。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@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

山东万通石油化工集团有限公司（以下简称“山东万通”或“公司”），于 1998 年 11 月 19 日经东营市工商行政管理局批准设立，注册资本 200 万元。其中，王军出资 130 万元（股权比例 65%）、孟兆明出资 50 万元（股权比例 25%）、王海军出资 20 万元（股权比例 10%）。自成立以来，公司先后经历多次股权变更和增资，截至 2017 年 4 月底，公司注册资本为 11.98 亿元，万通海欣控股股份有限公司（以下简称“海欣控股”）持股比例为 73.96%、王军持股比例为 25.85%、王建锋持股比例为 0.13%、楼浩良持股比例为 0.04%、王凯持股比例为 0.03%，其中王军持有海欣控股 94.20%的股权，为公司的实际控制人。

表 1　截至 2017 年 4 月底公司股权结构情况（单位：万元、%）

出资人	出资金额	股权占比
万通海欣控股股份有限公司	88,600.00	73.96
王军	30,970.00	25.85
王建峰	150.00	0.13
楼浩良	50.00	0.04
王凯	30.00	0.03
合计	**119,800.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

公司经营范围包括：轻蜡油、重蜡油、燃料油（闪点≥80℃）、10 号建筑沥青、道路沥青的生产、销售，汽油、柴油、液化气、溶剂油（石脑油）、丙烯、MTBE、硫氢化钠、轻烃、芳烃、丙烷、丁烷、丁烯、异丁烯的生产销售，汽油、煤油、柴油批发，原油炼油（凭批准文件经营）（有效期限以许可证为准）。化工产品（不含危险品）、五金建材、家用电器、石油助剂（不含危险品）、煤炭批发经营、石油机械配件销售、黄金销售；镍、铜销售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2016 年底，公司下设财务部、融资部、审计部、生产运行部、安全环保部、技术设备部、督导办、行政管理部、人力资源部、保卫部、供应部、销售部和合同科共计 13 个职能部门，拥有控股及全资子公司 22 家，在职员工共计 3,254 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 242.98 亿元，负债合计 175.93 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）67.04 亿元，其中归属于母公司所有者权益 66.28 亿元。2016 年公司实现营业收入 188.59 亿元，净利润（含少数股东损益）4.86 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.89 亿元；经营活动产生的现金流量净额 17.08 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.24 亿元。

公司注册地址：山东省东营市东营区郝纯路；法定代表人：王凯。

二、债券概况

1．山东万通石油化工集团有限公司公开发行 2016 公司债券

2016 年 8 月 24 日，公司成功发行了山东万通石油化工集团有限公司公开发行 2016 年公司债券（债券简称：16 鲁万通，债券代码：136665.SH），发行规模 6.40 亿元，票面利率 6.50%，期限为 5 年，第 3 年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，扣除发行费用后的募集资金全部用于补充营运资金。跟踪期内，公司按照募集说明书的规定，使用募集资金补充营运资金 31,960.00

万元，偿还银行贷款 31,400.00 万元。

截至 2016 年 12 月 31 日，“16 鲁万通”募集资金的使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。公司已于 2017 年 5 月 31 日支付了“16 鲁万通”自 2016 年 2 月 28 日至 2017 年 5 月 28 日期间的利息。

2．山东万通石油化工集团有限公司公开发行 2016 年公司债券（第二期）

2016 年 11 月 25 日，公司成功发行了山东万通石油化工集团有限公司公开发行 2016 年公司债券（第二期）（债券简称：16 鲁通 02，债券代码：136859.SH），发行规模 8.60 亿元，票面利率 5.97%，期限为 5 年，第 3 年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，扣除发行费用后的募集资金全部用于补充营运资金。跟踪期内，公司按照募集说明书的规定，使用募集资金补充营运资金 85,107.46 万元。

截至 2016 年 12 月 31 日，“16 鲁通 02”募集资金的使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。公司已于 2017 年 5 月 31 日支付了“16 鲁通 02”自 2016 年 2 月 28 日至 2017 年 5 月 28 日期间的利息。

三、行业分析

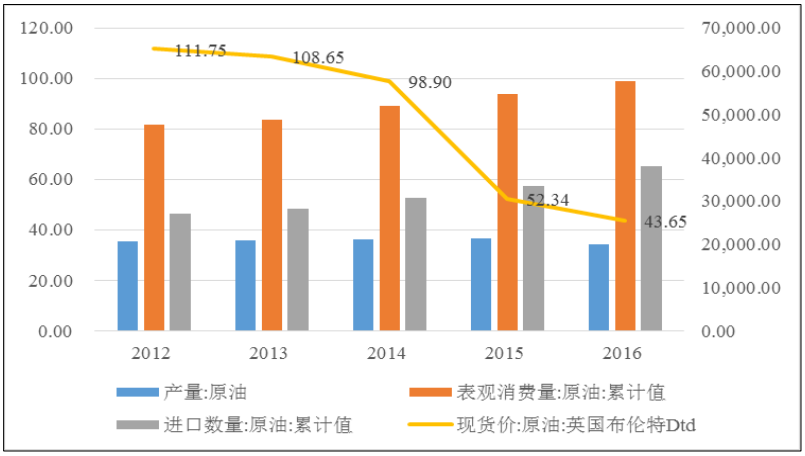
目前，我国石化产业处于产业结构调整和化解产能过剩的阶段，整体发展稳中趋缓。2015 年我国石油和化工行业规模以上企业实现主营业务收入 13.1 万亿元，同比下降 6.1%；2016 年 13.29 万亿元，同比增长 1.7%。2015 年石油加工业行业规模以上企业实现主营收入 2.9 万亿元，同比下降 16.6%；2016 年 2.88 万亿元，同比下降 2.0%，产能过剩和安全环保压力加大使得行业效益出现下滑。

截至 2016 年底，我国炼油能力已达 7.5 亿吨/年，占全球炼油能力总量的 15%，居世界第二位，其中全国地方炼厂（含央企收购或控股的地炼企业）的炼油总产能为 2.62 亿吨/年，占全国炼油总产能的 34.8%。

我国原油市场的对外依赖程度较高，全球原油市场供大于求造成的低采购价将有利于石油化工行业整体的发展；对于我国地炼企业来说，原油供应较少，利用燃料油加工压缩了地炼企业的利润空间。2016 年我国原油进口 3.81 亿吨，同比增长 13.60%，原油对外依存度高达 65.44%。随着 2015 年国家进口原油权面向地炼企业的开放，截至 2016 年底，国家已对 22 家地炼企业发放了 8,193 万吨/年原油使用配额，全年进口原油量由 2015 年的 110 万吨大幅增至 4,490 万吨，总量已占国内原油进口总量的 11.8%，增量占全国原油当年进口增量的 74.4%，原油进口格局出现较大变化。

从原油价格来看，2014 年，原油价格受全球供给关系影响开始持续下跌，2015 年初跌破 50 美元/桶，随后开始震荡上行，2016 年 9 月后受欧佩克减产协议达成影响，原油供需关系改变导致原油价格出现回暖，但目前原油价格整体仍处于低位，石油化工行业原料采购成本较低。

图 1　2012~2016 年我国原油供需状况及英国布伦特 Dtd 原油现货价（单位：万吨、美元/桶）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

从下游需求看，近年来，我国经济增长放缓，产业结构调整仍在继续，柴油作为我国主要成品油产品，所占比重较大，但近年来消费能力不足，表观消费量呈波动下降趋势；汽油和煤油产销均保持平稳增长趋势，但增速有所放缓；成品油产量增速均大于销量增速，因此出口量大幅增长，可作为消耗国内炼油能力过剩的有力补充。

从竞争情况看，我国形成了以中石油、中石化为主，中海油、中国化工、中化、中国兵器、地方炼油、外资及煤基油品企业等多元化市场主体的竞争格局。从炼厂数看，中石油 26 家，中石化 35 家，中海油 12 家，煤制油 15 家，其他炼厂（主要为中小型炼厂）100 余家。2016 年，全国千万吨级炼厂有 24 座，合计炼油能力 3.14 亿吨/年，仅占全国的 42%。炼厂平均规模上，中石化 743 万吨/年，中石油 725 万吨/年，接近世界平均规模。但众多中小规模炼厂的存在，使全国炼厂的平均规模仅为 405 万吨/年左右，大大低于世界平均水平 754 万吨/年。2016 年我国原油炼油能力 7.5 亿吨，原油加工量只有 5.4 亿吨，各类炼厂开工率平均值仅为 76.7%，其中地炼企业开工率为 52.6%。对于地炼企业来说，油品炼制参与者众多，竞争激烈导致利润空间有限，且目前煤制油在国家的大力支持下快速发展，对地炼企业形成替代竞争趋势。

行业政策方面，2016 年 7 月国务院发布《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》、2016 年 9 月工信部印发《石化和化学工业发展规划（2016-2020 年）》、2017 年 4 月 27 日发改委发布《国家发展改革委关于有关原油加工企业申报使用进口原油问题的通知》，上述行业政策主要从上游原料供给控制、环保要求提高、产品质量升级、消费税征收加大、鼓励兼并重组等多方面调整我国石化行业产能过剩现状，促进和规范了石油化工行业的发展，油品质量升级和环保要求一定程度上对不达标地炼企业形成挑战。

总体看，近年来，我国石化产业处于产业结构调整和化解产能过剩的阶段，整体发展稳中趋缓；我国炼油企业格局分化明显，平均装置规模与世界平均水平存在较大差距，炼油开工率处于中等水平，地炼企业开工率处于较低水平，产能过剩现象明显。

四、管理分析

跟踪期内，公司执行董事由王军先生变更为王凯先生（原公司副总经理），王军先生不再在公司任职。除此以外，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化。目前公司核心管理人员及技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

总体看，公司跟踪期内核心管理人员有所变化，管理制度和管理架构延续，经营管理状况稳定。

五、经营分析

1．经营概况

公司以石油化工、精细化工为主要产业，经营领域涉及石油化工、精细化工、仓储保税、港口、码头、成品油批发零售、地产置业等多个行业。石油炼化为公司核心板块，是公司最重要的收入来源。随着子公司东营利源环保科技公司（以下简称“利源环保”）的 180 万吨/年 DCC[1]装置 2015 年 6 月投入使用后产能释放以及公司贸易规模增长，公司收入和利润规模均显著增长。2016 年，公司实现营业收入 188.59 亿元，较上年增长 41.42%；实现净利润 4.86 亿元，较上年增长 32.52%。

表 2　2015~2016 年公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			收入较上年变动	毛利率较上年变动
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
汽油	26.43	19.82	10.10	15.56	8.25	9.15	-41.13	-0.95
柴油	19.76	14.82	10.02	23.07	12.23	9.21	16.75	-0.81
沥青	46.29	34.71	8.32	56.40	29.91	8.65	21.84	0.33
燃料油	10.38	7.78	8.77	18.14	9.62	8.13	74.76	-0.64
丙烯	0.74	0.56	8.11	1.91	1.01	8.46	158.11	0.35
液化气	1.06	0.79	8.49	2.24	1.19	9.03	111.32	0.54
其他	28.70	21.52	11.22	71.28	37.79	9.11	148.36	-2.11
合计	**133.36**	**100.00**	**9.59**	**188.59**	**100**	**8.89**	**41.41**	**-0.70**

资料来源：公司提供
注：2016 年其他板块收入 71.28 亿元主要由石化产品贸易收入 29.02 亿元、低硫燃料油贸易收入 36.12 亿元、装卸费 3.99 亿元、仓储费 1.15 亿元构成。

从营业收入构成来看，2016 年，石油炼化产品收入（石油炼化产品包括汽油、柴油、沥青、燃料油、丙烯、液化气等）在公司主营业务收入中占比为 62.21%，收入占比较高，仍然是公司最主要的收入来源。其中，汽油产品收入为 15.56 亿元，较上年减少 41.13%，主要系汽油价格降幅较大，公司调节产品销量力度，汽油销量下降所致；柴油产品收入为 23.07 亿元，较上年增长 16.75%，主要系柴油销量增长所致；沥青产品收入为 56.40 亿元，较上年增长 21.84%，主要系沥青市场需求增加使得销售增加所致；燃料油产品收入为 18.14 亿元，较上年增长 74.76%，主要系客户需求增加所致。其他板块主要包括以芳烃类为代表的其他石化产品、低硫燃料油等产品贸易、仓储物流和海港码头等，2016 年收入为 71.28 亿元，较上年增长 148.36%，主要系 2016 年公司加大石化产品（混合芳烃、重质油、石油焦、MTBE、石脑油）和低硫燃料油贸易量所致。

从毛利率来看，2016 年，公司综合毛利率 8.89%，较上年下降 0.70 个百分点，主要系汽油、柴油毛利率下降所致，但总体来看公司石化炼化产品板块毛利率基本保持稳定。其中，燃料油、丙烯、液化气收入占比较小，对公司利润水平和盈利能力影响有限。受汽油和柴油价格下降影响，2016 年汽油和柴油板块毛利率有所下降；沥青毛利率有所上升，主要系在产销量增长摊薄单位生产成本所致；2016 年，公司其他板块毛利率为 9.11%，较上年下降 2.11 个百分点，主要系 2016 年公司贸易

[1]DCC 装置意为催化裂解装置。

业务收入（2016 年毛利率为 3.24%）大幅增加，摊薄了其他板块毛利率。其他板块中包含的仓储（2016 年毛利率为 49.85%）和装卸业务（2016 年毛利率为 49.68%）毛利率较高，对公司盈利能力构成有力补充。

总体看，2016 年，公司仍以石油化工为核心产业，并布局形成完善的产业链条；在新建项目产能释放和贸易业务扩大影响下营业收入大幅增长；公司综合毛利率水平有所下降但仍较为稳定。

2．石油炼化板块

（1）生产经营

2016 年，公司主要产品仍为汽油、柴油、沥青、液化气、丙烯、MTBE[2]、苯、甲苯、二甲苯等，成品油质量全部达到国 V 标准。

2016 年公司产品产能[3]较上年未发生变化。产量方面，2016 年，公司汽油和柴油产量分别为 40.68 万吨和 46.16 万吨，分别较上年减少 19.45%和 25.52%，主要系受销售价格下降，公司主动减少汽油、柴油产量所致。沥青和燃料油市场反应良好，公司增加沥青和燃料油生产量，2016 年沥青产量为 336.44 万吨，较上年增长 31.26%；燃料油产量为 50.25 万吨，较上年增长 65.08%。丙烯、液化气作为炼油副产品，受炼油量增长影响，2016 年产量均增幅较大。

从产能利用率来看，受限于公司以销定产的生产政策以及石油市场低迷的行情，公司各类产品产能利用率整体较低。2016 年，公司汽油和柴油产能利用率有所下降，其余产品产能利用率均有较大幅度的提升，尤其是沥青产品下游向好，产能利用率明显提升。

表 3　2015~2016 年公司石化板块的主要产品产能和产量（单位：万吨、%）

产品	2015 年			2016 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
汽油	255.00	50.50	19.80	255.00	40.68	15.95
柴油	290.00	61.98	21.37	290.00	46.16	15.92
沥青	440.00	256.32	58.25	440.00	336.44	76.46
燃料油	395.00	30.44	7.71	395.00	50.25	12.72
丙烯	7.00	1.53	21.86	7.00	3.76	53.74
液化气	40.00	4.44	11.10	40.00	8.38	20.95

资料来源：公司提供

装备和环保水平方面，公司现有 650 万吨/年原料预处理装置、80 万吨/年沥青重组分改性联合装置、120 万吨/年延迟焦化装置、80 万吨/年柴油加制氢联合装置、50 万吨/年汽油加制氢联合装置、15 万吨/年气分和 8 万吨/年 MTBE 联合装置、10 万吨/年加氢叠合装置、10 万吨/年芳烃精馏装置，配套建设了 240 万吨/年污水处理厂、400 立方米每小时中水回用装置和干气焚烧炉、2.6 万吨/年硫氢化钠装置。为迎接国家成品油标准的提升，公司投资 31 亿元建设了催化柴油汽油质量升级项目、140 万吨/年连续重整项目废水废气回收利用联合装置项目和 180 万吨/年 DCC 联合装置项目，装备和环保水平居于同行业较高水平。

总体看，2016 年公司总体生产状况稳定，汽油、柴油产品受市场需求影响，产量有所下降，沥

[2]甲基叔丁基醚

[3]产能是不精确的数据，石化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，另外通过调整生产温度、催化剂进量等指标，产出的产品也呈现多样性。

青产品市场向好，产量增幅较大；公司目前部分产品产能利用率较低，有一定的产能消化风险。

（2）原材料采购

随着公司发展及生产规模的扩大，原料保障能力对公司正常生产经营的重要性逐步提升。2016年，公司采购渠道、采购流程、采购方式较上年基本无变化。

从原材料采购数量来看，2016年，公司原油的采购量为178.52万吨，较上年大幅增长202.37%，主要系公司积极与中石化协商，争取到更多的原油供应所致；燃料油采购量为244.12万吨，较上年增长65.61%，主要系生产规模扩大，同时2016年燃料油和沥青采购量统计了油品贸易的数量150.39万吨，而2015年采购量中没有统计油品贸易的数量所致；沥青采购量为193.09万吨，较上年增长14.91%，主要系沥青市场需求量较大，公司主动扩大生产所致。

从原材料采购价格来看，由于公司采购原料属大宗商品，且市场较为透明，公司采购价格主要根据采购区域内周边市场价格及油品质量定价收购。受原油价格震荡下行影响，公司采购成本呈下降趋势，2016年公司原油、燃料油和沥青的采购成本分别为2,046.79元/吨、1,810.77元/吨和1,857.72元/吨，较上年均有较大幅度的下降。

表4　2015~2016年公司原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2015年		2016年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价
原油	59.04	2,412.08	178.52	2,046.79
燃料油	147.41	2,703.82	244.12	1,810.77
沥青	168.04	2,347.03	193.09	1,857.72
其他	24.48	4,963.20	61.71	1,986.84
合计	**398.97**	--	**677.44**	--

资料来源：公司提供
注：1、表中的“沥青”主要指原油经过第一步常减压处理产出的渣油；
2、2016年采购量中包含油品贸易的采购量，2015年采购量中未包含。

从结算方式来看，公司根据原料渠道不同采用不同结算方式。对中石油、中石化和中海油采用先款后货的方式；对其他供应商采取先货后款方式，货到检验合格后付款，一定程度上缓解了公司的资金压力。为规避进口原材料的汇率风险，公司在询价后开具3个月的国际信用证，可锁定一定时间段内的价格。

从供应商集中度来看，2016年，公司前5名原材料供应商的采购金额合计占当期采购总额的比重为82.85%，最大供应商供应采购量占比为53.16%，集中度较上年相比有大幅上升。东营市利通沥青化工有限公司（以下简称“利通沥青”）为公司关联方，2016年公司通过利通沥青与中国联合石油有限责任公司（以下简称“联合石油”）签订了400万吨原油供应框架协议，公司从利通沥青采购的原材料主要系联合石油提供，公司对联合石油的依赖程度较高。

表5　2016年公司石油炼化主要原材料供应商情况（单位：万元、%）

供应商名称	采购内容	采购金额	占采购总额比重
东营市利通沥青化工有限公司	燃料油、沥青、混合芳烃、重质油	824,693.07	53.16
中石油燃料油有限责任公司	原油、重质油	155,578.64	10.03
杭州正诺物资有限公司	燃料油	118,243.97	7.62
山东龙源石油化工有限责任公司	燃料油	107,014.82	6.90

辽宁华路特种沥青有限公司	沥青、重质油	79,748.08	5.14
合计	**--**	**1,285,278.57**	**82.85**

资料来源：公司提供

总体看，2016 年公司原材料采购量由于产量增长等因素较上年增幅较大，原材料价格下降，可减少资金占用；但原材料采购的集中度较高，有一定的集中度风险。

（3）产品销售

从销售渠道来看，公司在与中石油、中海油和中石化等单位保持良好合作的前提下积极开拓分销渠道，构架多元化销售渠道，有利于分散销售风险。目前，公司将成品油出售至中石油、中海油和中石化的占比大约在 11.25%左右，并有计划逐步降低占比，减少依赖度，分散风险；从 2009 年收购第一家加油站开始，公司不断新建和收购加油站，目前已达 78 家，主要分布在东营、淄博和菏泽，公司已逐步形成了产销一体化，2016 年自有销售额 39,785.60 万元，占比 2.11%。一些知名贸易商和散户也是公司的销售渠道之一，公司对贸易商和散户的销售采取先款后货方式，回款较快，同时通过贸易商和散户的贸易公司可以更好地把握市场。

从销售收入来看，2016 年，汽油、柴油、沥青和燃料油的销售收入仍然系公司石油炼化板块的主要收入来源。2016 年上述四种产品销量分别为 37.23 万吨、62.57 万吨、334.78 万吨和 50.25 万吨，汽油销售量降幅较大，主要系 2016 年公司汽油价格降幅较大，公司调整产品结构，以保障利益最大化所致；柴油销量有所增加，主要系公司销售部分去年库存所致；燃料油和沥青由于下游市场反应良好，销售量显著增长。其他各类产品销量较小，近三年基本保持稳定趋势，并随市场情况变化略有波动。

从销售价格来看，2016 年公司各项石油炼化产品、销售单价均呈现下降趋势，主要系原油价格走低所致。由于公司采用以原油价格推算成品油单价，赚取差价，因此虽然近年来成品油价格有所下降，但利润空间较为稳定。

从产销率来看，公司采取以销定产[4]策略，产销率水平保持在较高水平。2016 年汽油价格下调幅度大于柴油价格下调幅度，公司减少汽油销售，增加柴油销售，以保障利益最大化，因此汽油产销率降低，其余产品产销率均同比上涨。其他产品主要为燃料油贸易、混合芳烃贸易、MTBE、石油焦、重质油销售等。

表 6　2015~2016 年公司石油炼化主要产品销售情况（单位：元/吨、万吨、%）

产品名称	项目	2015 年	2016 年
汽油	销售单价	4,874.21	4,177.93
	销量	54.22	37.23
	产销率	107.36	91.52
柴油	销售单价	4,059.74	3,687.69
	销量	48.68	62.57
	产销率	78.55	127.30
沥青	销售单价	2,349.45	1,684.70
	销量	197.03	334.78
	产销率	76.87	99.51
燃料油	销售单价	3,433.81	3,287.20

[4]产品结构以销定产，根据最终产品需求定最终产品生产量；一次炼化是满负荷生产，可实现利润最大化。

	销量	30.22	55.20
	产销率	99.26	109.85
丙烯	销售单价	5,025.90	5,290.62
	销量	1.48	3.60
	产销率	96.49	95.75
液化气	销售单价	3,579.82	3,010.02
	销量	2.96	7.44
	产销率	66.63	88.81
其他	销售单价	3,096.13	2,149.36
	销量	48.44	135.01

资料来源：公司提供

从销售区域来看，由于与中石油、中海油和中石化多年的合作关系，公司有稳定的销售市场，公司区域集中度较高，地域优势明显。此外，由于公司具有港口码头和物流车队的优势，主要销售区域可延伸至沿海地区，分布在天津、浙江、福建、上海、广西、广东等地区。公司考虑到地区集中度的风险，未来将逐步拓展其他销售区域。

表 7　2016 年公司销售区域分布情况（单位：亿元、%）

区域	金额	占比
山东	129.91	68.88
天津	16.66	8.83
辽宁	9.86	5.23
浙江	9.52	5.05
上海	7.48	3.97
河北	5.84	3.10
四川	3.66	1.94
安徽	2.14	1.13
广东	1.55	0.82
其他	1.98	1.05
合计	**188.59**	**100.00**

资料来源：公司提供
注：此表数据中包含贸板块数据

从销售的结算方式来看，公司销售结算一般采用货到付款或现款现货的方式。针对中石油、中石化和中海油等企业，石化产品的销售需要到货后检验合格方能收款，结算周期一般在 10~25 天之间，对公司资金会形成一定的占用；针对其他企业，全部采取现款现货的方式，客户需自提货物。

从客户集中度来看，2016 年公司前五大销售客户占公司销售收入比重达 47.54%，与上年相比集中度变化不大。利通沥青和东营利源新能源集团有限公司（以下简称“利源新能源”）均为公司的关联企业，公司通过其销售给各家散户，因此集中度较高。

表8　2016年公司前五大客户销售情况（单位：亿元、%）

客户名称	销售额	占销售收入的比例
东营市利通沥青化工有限责任公司	37.99	20.14
东营利源新能源集团有限公司	31.52	16.71
中国石化销售有限公司华北分公司	10.79	5.72

中商投灏嘉（上海）投资控股有限公司	5.30	2.81
浙江臻萃贸易有限公司	4.08	2.16
合计	**89.66**	**47.54**

资料来源：公司审计报告

总体看，2016 年，公司石化产品销量除汽油外均有较大幅度的增长，汽油产品产销率下滑严重，石化产品销售价格受市场影响有所下滑；公司销售客户较为稳定，区域优势明显，但存在一定的地区集中度风险。

3．其他板块

公司仓储业务主要由子公司山东万通集团东营海欣仓储有限公司（以下简称“海欣仓储”）承担。海欣仓储成立于 2010 年，计划总投资 38 亿元，分两期建设油库区项目，可为东营港及周边地区企业提供原油、燃料油的储存、中转和运输等服务。目前一期已全部验收合格并投入运营，二期项目目前尚未投入使用。2016 年，公司仓储业务实现收入 1.15 亿元，同比增长 785.44%，主要系 2016 年公司东营港码头及仓储业务逐渐打开市场，业务量大幅增加所致；毛利率为 49.85%，同比下降 12.44 个百分点，主要系随着公司固定资产陆续结转，公司 2016 年固定资产折旧大幅增加所致。

公司码头航运业务主要由子公司山东万通集团东营港航有限公司（以下简称%“东营港航”）承担。目前，东营港航有 5,000 立方米成品油罐 6 座，1 万立方米成品油罐 16 座，1 万立方米甲醇罐 4 座，1 万立方米芳烃罐 4 座。2016 年，公司码头航运业务实现收入 3.99 亿元，同比增长 190.59%；毛利率为 49.68%，同比下降 19.41 个百分点。码头航运业务收入与毛利率变化原因同仓储业务。

公司油品贸易业务主要由子公司利源环保、万通（新加坡）能源有限公司等承担，2016 年原料油成品油价格差缩窄，公司经核算确定若加工为成品油后盈利不如直接转手卖出，因此贸易业务大幅增长。2016 年，公司油品贸易业务实现收入 36.12 亿元，同比增长 199.47%；毛利率为 3.24%，同比下降 2.54%，主要系油品价格下降所致。

公司地产建设主要由东营市万通海欣地产有限公司（以下简称“海欣地产”）承担，海欣地产建设房地产主要提供给公司内部员工，规模较小。2016 年，海欣地产实现收入 753.10 万元，净利润 -8,103.01 万元。海欣地产净利润为负主要系公司以银行借款利率（约合 6.91%）对其记收借款利息算作资本占用费，形成财务费用 7,645.55 万元所致。目前在建项目均已基本完工，且公司没有意向建设新项目，基本无后续投资，尚确认的销售收入合计 4.27 亿元。

总体看，公司在以石油加工、精细加工为主要业务的基础上，积极拓展相关领域产业，包括保税罐区、码头航运和现代物流等，有助于公司分散经营风险；相关业务皆处于在建或者培育期，因此净利润水平较低甚至为负数。预计随着项目的完工以及业务的成熟，上述业务对公司的营业收入和利润将形成有益补充。

4．经营效率

2015~2016 年，公司应收账款周转率分别为 38.04 次和 44.12 次，处于行业较低水平，2016 年公司营业收入增幅较大使得应收账款周转率上升；公司存货周转次数分别为 2.13 次和 3.35 次，处于行业较低水平，主要系前两年公司预期市场会有所好转增加存货储备所致，目前公司已着手开始降低存货水平，2016 年公司存货周转率有所提高；总资产周转次数分别为 0.65 次和 0.82 次，处于行业中等水平。

表 9　2016 年主要石油炼化公司经营效率指标情况（单位：次）

公司	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
华锦股份	6.04	200.74	0.95
广聚能源	34.01	311.52	0.39
海越股份	14.24	431.15	1.14
泰山石油	30.46	145.34	2.58
山东万通	**3.35**	**44.12**	**0.82**

资料来源：Wind 资讯
注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，除公司外均采用 Wind 资讯数据。

总体看，2016 年公司经营效率指标较上年相比均有所提升，但存货周转率和应收账款周转率仍处于行业较低水平，经营效率仍有待提高。

5．在建项目

截至 2016 年底，公司在建项目计划总投资 8.00 亿元，已投资 5.01 亿元，尚需投资 2.99 亿元。公司主要在建项目为东营港—万通石化燃料油、成品油输油工程等，公司未来投资资金压力较小。

表 10　截至 2016 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		截至2016年底完成投资	未来投资计划
			贷款	自筹		
东营港—万通石化燃料油、成品油输油工程	项目建设总投资 8.00 亿元，线路长度为 99km，首站位于东营港经济开发区，末站位于垦利县郝家镇，原料油输送管道（Φ711×11.9）保守输量为 1,500 万吨/年，成品油管道（Φ406.4×7.1）保守输量为 500 万吨/年，成品油管道为一条，本工程采用密闭输油工艺，充分利用剩余能量，提高管道系统的整体运行效率。	8.00	5.00	3.00	5.01	2.99

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目有助于公司扩大经营规模、分散经营风险，提升竞争力；公司主要在建项目未来计划投资规模较小，资金压力不大。

6．关联交易

公司与同一控制人控制下的企业利通沥青和利源新能源存在原料油（燃料油、沥青、混合芳烃）购买和沥青销售、油品贸易的关联交易业务。公司关联交易定价公允，往来产品依据同类产品市场行情同期价格变化定价，一般为该公司与外单位产品交易价格上下浮动 10~20 元/吨，但公司关联交易占比较大。2016 年，公司向关联方采购商品、接受劳务的金额合计 72.78 亿元，占营业成本比例为 38.59%；公司向关联方销售商品、提供劳务的金额合计 83.65 亿元，占营业收入的比例为 48.68%；2016 年关联采购和关联销售金额均较上年有较大幅度的增长。

表 11　2015~2016 年公司关联交易情况（单位：万元、%）

年份	向关联方采购商品、接受劳务		向关联方销售商品、提供劳务	
	金额	占营业成本比例	金额	占营业收入比例
2015 年	389,046.78	32.27	448,407.00	33.62
2016 年	727,765.30	38.59	836,485.11	48.68

资料来源：公司提供

总体看，2016 年公司关联交易金额较上年增幅较大，占营业成本和营业收入比例较高，一定程度上影响了公司的经营和财务独立性。

7．经营关注

（1）公司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投资项目的前景产生影响，同时公司的投资规模和经济效益都会受到经济周期波动和产业周期波动的影响。如果出现经济增长放缓或衰退，相关行业企业的盈利能力可能会出现下降，最终会对公司的经营产生不利影响。

（2）公司原材料和成品油存货量大，公司存货存在一定跌价风险；同时公司存货对资金占用较大，2016 年公司存货占流动资产 36.66%，一定程度上影响了公司的经营效率。

（3）由于市场行情较为低迷，公司各类产品的整体产能利用率较低；同时 2015 年公司产能大幅扩张，2016 年产能消化水平一般，投入产出效应不明显。

（4）公司原有生产装置需进行升级改造来适应成品油产品质量标准的提高。目前公司只有新建的“催化柴汽油质量升级项目”可生产国 V 标准的汽油与柴油，其余产能装置仍需升级改造，未来有一定资金支出压力。

（5）公司生产过程中会产生一系列有害化学物质，存在潜在的安全生产风险。

8．未来发展

公司将以石油炼化为核心，向前延伸原料供应、海港航运和码头仓储；向后延伸扩大油品零售终端，以客户为中心，联合上下游贸易伙伴密切合作、动态响应、集成化管理，打造一体化的供应链管理，形成了良性协调运作机制；实现总成本最低、客户服务最优、库存成本最小、周期最短、物流质量最优的管理目标。

在实现规模经济方面，公司将坚持“规模适度，提升质量”的原则，大力发展深加工、精细化工产品，开发建设化工及精细化工项目，与石油炼制加工形成优势互补，促进企业由燃料型向化工型转变。优化产业格局，全面提高企业运行质量，实现经济效益的迅速提高。

在构建销售网络方面，公司将继续大力拓展市场，增强市场占有率，扩大零售和直销总量，提高终端销售比例。化工产品营销发挥产品集中销售的优势，扩大直销，更好的为客户服务，增强市场竞争能力。

在产业链布局方面，公司将积极完善仓储物流及港口码头方面的产业链布局，投资建设的 200 万立方液体化工仓储物流二期项目和东营港区 2 个 2 万吨级液体化工品泊位工程项目有效改善了公司的原料供应途径，并节省原料采购成本，优化产业结构。同时，可为东营港及周边地区企业提供原油、燃料油的储存、中转、运输等服务，对黄河三角洲高效生态经济区和半岛蓝色经济区两大国家战略区域建设将起到十分积极的推动作用。

在环保节能方面，公司将注重节约资源，保护环境。依靠科技进步，实现清洁生产。大力发展循环经济，强化资源节约管理和综合利用，实现低消耗、低排放、高效率，创建资源节约型和环境友好型企业。

总体看，未来公司将围绕做精炼油、做足化工，加快推进国内跨区域全国化发展步伐，立足于西北地区，重点构建沿边、沿海的战略性产业基地，实现区域型公司向全国化跨区域公司的转化。

六、财务分析

公司提供的 2016 年财务报告经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司执行财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》、具体会计准则和其后颁布的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。截至 2016 年底，公司纳入合并报表范围共 22 家子公司。2016 年，公司新设子公司山东海欣油品装卸有限公司，注销子公司宁波利源石油化工有限公司。新设和注销子公司的资产规模均较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 242.98 亿元，负债合计 175.93 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）67.04 亿元，其中归属于母公司所有者权益 66.28 亿元。2016 年公司实现营业收入 188.59 亿元，净利润（含少数股东损益）4.86 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.89 亿元；经营活动产生的现金流量净额 17.08 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.24 亿元。

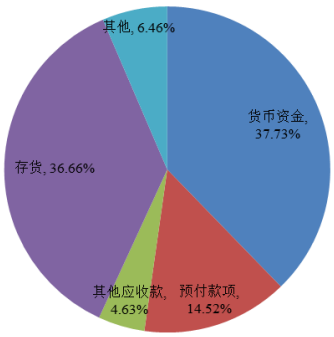
1．资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 242.98 亿元，较上年末增长 12.04%，主要系非流动资产增加所致。其中流动资产和非流动资产占比分别为 51.59%和 48.41%。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 125.36 亿元，较上年末增长 3.23%；公司流动资产主要由货币资金（占比 37.73%）、预付款项（占比 14.52%）、其他应收款（占比 4.63%）和存货（占比 36.66%）构成。

图2　截至2016年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司货币资金 47.30 亿元，较上年末增长 14.11%，主要系公司业务规模及业务领域不断扩张，银行承兑汇票和信用证结算增加导致保证金增加所致。货币资金主要由银行存款（占比 18.40%）和其他货币资金（占比 81.56%）构成。其他货币资金中有 0.45 亿元为银行按揭贷款保证金（占比 1.18%）、16.27 亿元为银行承兑汇票保证金款（占比 42.18%）、3.10 亿元为信用证保证金

款（占比 8.02%）、2.00 亿元为黄金租赁保证金款（占比 5.18%）以及 16.76 亿元为其他保证金存款（占比 43.43%），均使用受限，货币资金受限比例较高。

截至 2016 年底，公司应收账款账面价值 2.78 亿元，较上年末减少 47.19%，主要系公司于当年底收回了部分货款所致。按欠款方归集的余额前五名应收账款汇总金额 2.16 亿元，占比 73.22%，集中度较高，主要欠款方为关联方利源新能源、中交上海航道局有限公司东方疏浚工程分公司和惠州中油大安石油化工有限公司，回收风险较小。2016 年公司计提的坏账准备期末余额为 0.18 亿元。公司账龄 1 年以内的应收账款的占比 71.43%，账龄较短，坏账风险较小。

截至 2016 年底，公司预付款项为 18.20 亿元，较上年末增长 45.01%，主要系公司 2016 年与联合石油签订了原油供应框架协议，预先支付部分货款所致。其中 1 年以内的预付款项占比 77.27%；1~2 年预付款项占比 15.74%；账龄超过 2 年的重要预付款项合计 1.27 亿元。

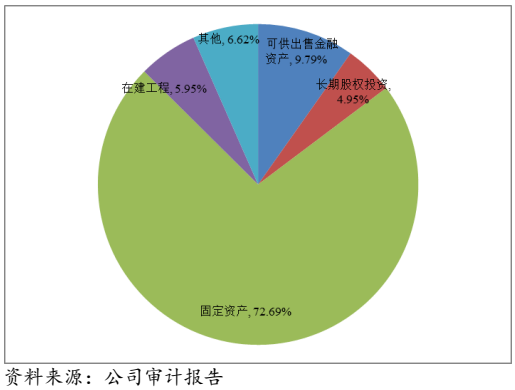
截至 2016 年底，公司存货账面价值为 45.96 亿元，较上年末减少 18.69%。主要系公司为避免存货未来跌价，降低了产成品库存所致。其中库存商品占比 38.39%、开发成本占比 43.26%、原材料占比 1.56%、在产品占比 16.76%，存货计提跌价准备 0.12 亿元，计提比例为 0.27%。公司生产订单和主要原材料采购订单都是根据所接销售客户物料需求计划生成；且原材料采购周期较短，所以原材料、在制品、库存商品基本上均为未交货销售订单所覆盖；但联合评级注意到近年来国际油价波动较大，公司未来可能存在存货跌价风险。

截至 2016 年底，公司其他应收款为 5.80 亿元，较上年增长 68.41%，主要系公司 2015 年关联方往来大幅减少所致。公司其他应收款主要为各种保证金和往来款。截至 2016 年底，公司已计提其他应收款坏账准备 0.37 亿元。截至 2016 年底，公司其他应收款余额前五大合计金额为 2.92 亿元，占比为 47.28%，款项较为集中。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 117.62 亿元，较上年末大幅增长 23.25%，主要系固定资产大幅增长所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 9.79%）、长期股权投资（占比 4.95%）、固定资产（占比 72.69%）和在建工程（占比 5.95%）构成，具体情况见下图。

图3　截至2016年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 11.51 亿元，较上年末变动很小。公司可供出售金融资产以成本法计量，主要包括所持山东省农村信用社（持股比例 6.64%）、东营市商业银行股份有限公司（持股比例 0.50%）、垦利县农村信用合作联社营业部（持股比例 4.64%）、中国民生投资股份有限公司（持股比例 2.00%）、中石油昆仑天然气利用东营有限公司（持股比例 30.00%）和华东石油交易中心（持股比例 3.00%）股权等。

公司长期股权投资全部为对联营企业东营石化的股权投资。截至 2016 年底，公司长期股权投资为 5.82 亿元，较上年末增长 27.47%，主要系当期确认东营石化投资收益 1.25 亿元所致。公司作为东营石化的筹建方之一，拥有其 30%的股权，经营范围与公司较为一致。截至 2016 年，东营石化总资产为 49.25 亿元，所有者权益为 19.42 亿元，2016 年度实现收入 101.41 亿元，实现净利润 4.18 亿元，整体盈利能力较好。

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 85.50 亿元，较上年末大幅增长 56.81%，除少量由外部直接购入外，大部分由在建工程转入固定资产。公司固定资产主要由房屋建筑物（占比 43.60%）和机器设备（占比 54.07%）构成。截至 2016 年底，公司固定资产累计折旧为 14.75 亿元，固定资产成新率为 85.14%，成新率较高。

截至 2016 年底，公司在建工程为 6.99 亿元，较上年末减少 64.27%，主要系 200 万立方液体化工仓储物流项目等项目竣工转固所致。

截至 2016 年底，公司受限资产共计 97.21 亿元，占资产总额的 40.01%，受限资产占比较高。其中其他货币资金和受限固定资产占比较高，分别为 38.58 亿元和 30.13 亿元，占总受限资产的 39.69%和 30.99%。具体金额和受限原因如下表所示。

表12　截至2016年底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金-其他货币资金	38.58	银行承兑汇票、信用证保证金等
长期股权投资	11.13	股权质押
可供出售金融资产	10.00	股权质押，质押给民生租赁
无形资产	1.87	抵押担保
存货	5.50	质押给中行、农行
固定资产	30.13	融资租赁、为公司债券抵押增信
合计	**97.21**	--

资料来源：公司审计报告

总体看，2016 年，公司资产规模有所增长，非流动资产占比提升；公司存货规模较大，且受国际油价波动影响存在一定的跌价风险；公司受限资产占比较高，整体资产质量一般。

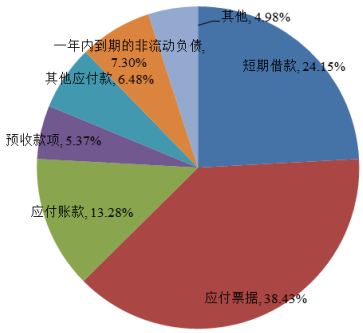
2．负债及所有者权益

流动负债

截至 2016 年底，公司负债总额 175.93 亿元，较上年末增长 8.25%，其中流动负债和非流动负债分别占 77.92%和 22.08%，流动负债占比高。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 137.09 亿元，较上年减少 2.80%，主要系应付票据减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占比 24.15%）、应付票据（占比 38.43%）、应付账款（占比 13.28%）、预收款项（占比 5.37%）、其他应付款（占比 6.48%）和一年内到期的非流动负债（占比 7.30%）构成。

图4　截至2016年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司短期借款为 33.10 亿元，较上年末减少 3.83%，其中保证借款占比 76.89%，抵押借款占比 5.95%，质押借款占比 16.25%，信用借款占比 0.91%，以保证借款为主。

截至 2016 年底，公司应付票据为 52.69 亿元，较上年末减少 25.53%，主要系公司减少票据结算所致。其中银行承兑汇票占比 62.62%，信用证占比 35.24%，商业承兑汇票占比 2.14%，以银行承兑汇票为主。

截至 2016 年底，公司应付账款为 18.21 亿元，较上年末增长 75.35%，主要系公司生产和贸易规模扩大，项目投资增加，应付货款和设备款大幅增长所致。其中账龄超过 1 年的大额应付款项合计 1.61 亿元，未偿还原因主要系未到结算期。

截至 2016 年底，公司预收款项为 7.36 亿元，较上年末增长 70.46%，主要系房地产业务预收房款增加 1.09 亿元，炼化业务预收货款增加 1.66 亿元所致。

截至 2016 年底，公司其他应付款 8.89 亿元，较上年末减少 6.47%，主要系公司结算了部分购房款押金所致。公司 2016 年黄金租赁款 1.94 亿元，占公司其他应付款的 22.87%，由于黄金租赁款具有短期债务性质，已将其计入短期债务进行分析。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 10.01 亿元，较上年末增长 41.39%，主要系一年内到期的长期应付款增加所致。

非流动负债

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 38.85 亿元，较上年末增长 80.77%，主要系应付债券的增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 18.79%）、应付债券（占比 38.46%）和长期应付款（占比 42.06%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款为 7.30 亿元，较上年末增长 75.93%，主要系新增保证借款 3.00 亿元所致。公司长期借款全部为质押、保证借款。其中质押借款主要是山东万通集团东营海欣仓储有限公司的项目贷款。公司长期借款还款日期分布在 2018 和 2021 年，到期金额分别为 4.59 亿元和 2.90 亿元，集中度较高。

2016 年公司新增应付债券 14.94 亿元，主要系 2016 年 8 月公司发行 5 年期 6.40 亿元“16 鲁万通”公司债和 2016 年 11 月发行 5 年期 8.60 亿元“16 鲁通 02”公司债所致，票面利率分别为 6.50%和 5.97%。

截至 2016 年底，公司长期应付款 16.34 亿元，较上年末减少 5.20%，主要系应付民生金融租赁股份有限公司的设备融资租赁款减少所致。由于公司长期应付款具有长期债务性质，已经计入长期债务计算。

截至2016年底，公司全部债务规模为136.32亿元，较上年增长0.61%，其中短期债务占比71.70%，长期债务占比28.30%，公司债务结构以短期债务为主，债务结构有待改善。

从债务指标来看，截至2016年底，公司资产负债率由上年末的74.95%下降至72.41%，主要系资产增幅大于负债增幅所致；长期债务资本化率由上年末的28.24%上升至36.52%，主要系发行债券导致的长期债务大幅增长所致；全部债务资本化比率由上年末的71.38%下降至67.03%，主要系所有者权益增加所致。截至2016年底，公司债务总额较上年变化不大，从公司债务融资结构看，公司长期债务占比有所增加，融资结构有所优化，但仍以短期债务为主。整体看，公司债务负担仍较重。

总体看，2016年，公司债务负担仍较重，长期债务比例有所提高，但仍以短期债务为主，公司债务结构有待优化。

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益合计67.04亿元，较上年末增长23.39%，主要系海欣控股新增出资6.70亿元所致。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益合计66.28亿元，占比98.87%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占18.07%、资本公积占32.51%、未分配利润占43.49%、盈余公积占5.26%，所有者权益稳定性一般。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，稳定性一般。

3．盈利能力

2016年，公司实现营业收入188.59亿元，较上年增长41.42%，主要系公司新建项目产能释放以及油品贸易业务大幅增长所致；公司营业成本为171.83亿元，较上年增长42.52%，增幅与营业收入增幅一致。随着营业收入的增长，2016年，公司实现利润总额6.78亿元，较上年增长44.15%；实现净利润4.86亿元，较上年增长32.52%，其中归属于母公司所有者的净利润为4.89亿元，较上年增长34.05%。

期间费用方面，2016年，公司期间费用合计10.81亿元，较上年增长20.03%；其中销售费用占比14.34%，管理费用占比16.08%，财务费用占比69.58%。由于销售给中石化的成品油产生的运杂费增加，销售费用较上年增长41.16%；由于安全生产专项储备增加，公司管理费较上年增长28.43%；由于在建工程完工转固，公司利息费用全部计入财务费用（2016年公司无资本化利息），财务费用较上年增长14.75%；2016年公司费用收入比为5.73%，较上年下降0.98个百分点，公司期间费用控制能力较好。

2016年，公司投资收益为1.34亿元，较上年增长3.52%。2016年公司实现投资收益主要为对东营石化的投资收益，2016年投资收益在营业利润中占比20.75%，投资收益增厚营业利润。

2016年，营业外收入为0.60亿元，较上年大幅增加0.58亿元，主要系当期政府补助增加所致。公司营业外收入对其利润贡献较小，2016年占利润总额的比重为8.90%，公司利润总额对营业外收入的依赖性较低。

2016年，营业利润率由上年的9.31%下降至8.54%，主要系2016年贸易业务增加，摊薄毛利率所致。2016年，公司净资产收益率、总资产报酬率和总资产收益率分别为8.01%、5.25%和5.16%，较上年分别提升0.85个百分点、1.04个百分点和1.02个百分点，主要系公司净利润大幅增加所致。

总体看，2016年，随着公司新产能的释放和经营规模的扩大，公司营业收入和净利润大幅增长，公司盈利能力有所增强，投资收益对公司营业利润的贡献较大。

4．现金流

经营活动方面，2016 年，公司经营活动现金流入量为 239.48 亿元，较上年增长 100.19%，主要系业务规模扩大所致；公司经营活动现金流出量为 222.40 亿元，较上年增长 122.22%，主要系业务规模扩大所致。2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 17.08 亿元，较上年减少 12.61%。从收入质量上看，2016 年公司的现金收入比为 122.67%，较上年提高 32.99 个百分点，主要系减少票据结算所致，公司现金收入质量高。

投资活动方面，由于公司采取滚动投资、滚动产生效益的方式，不断投入资金用于提高主营业务的生产能力、产品质量和完善产业链和产能，近两年公司投资活动现金流量净额均呈净流出状态。2016 年公司投资活动现金净流出 28.76 亿元，较上年增加净流出 21.73 亿元，主要系公司购买大额理财产品以及集中支付大量工程、设备款项所致。

筹资活动方面，2016 年，公司筹资活动现金流量净额为 18.92 亿元，2016 年筹资活动产生的现金流量由净流出转变为净流入，主要系当年发行 15.00 亿元公司债且收到融资租赁业务款项所致。

总体看，公司经营性现金流量规模较大，由于在建项目投资增加，2016 年投资活动现金流出大幅增长；目前公司经营活动产生的现金流不能满足其投资活动需求，有一定外部融资需求。

5．偿债能力

在短期偿债能力指标方面，截至 2016 年底，公司流动比率由上年末的 0.86 倍提高至 0.91 倍，速动比率由上年末的 0.46 倍提高至 0.58 倍，现金短期债务比由上年的 0.37 倍提高至 0.48 倍，主要系短期债务有所减少所致；经营现金流动负债比率由上年的 13.86%下降至 12.46%，主要系经营活动现金流量净额降幅大于流动负债降幅所致。整体看，随着公司短期债务的下降，公司短期债务偿付能力小幅提升，但考虑到公司货币资金中受限资金占比较高，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016 年公司 EBITDA 为 17.93 亿元，较上年增长 54.56%，主要系利润总额、利息支出和折旧均大幅增加所致。其中利润总额占比 37.84%、计入财务费用的利息支出占比 29.50%、摊销占比 1.71%、折旧占比 30.95%，公司 EBITDA 质量一般。2016 年，公司 EBITDA 利息保障倍数由上年的 1.88 倍提高至 3.39 倍；EBITDA 全部债务比由上年的 0.09 倍提高至 0.13 倍，EBITDA 对利息和全部债务的保障能力有所提高。2016 年公司经营现金债务保护倍数为 0.13 倍，较上年变化较小，保障水平一般。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2016 年底，公司已取得银行授信额度共计 107.75 亿元，尚余未使用的授信额度为 34.15 亿元，公司间接融资渠道较畅通。

截至 2016 年底，公司无重大诉讼仲裁事项。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1037050200008270A），截至 2017 年 4 月 24 日，由于银行系统故障及工作人员操作失误等原因，公司存在 2 笔已结清信贷欠息；同时存在 3 笔关注类未结清贷款。

截至 2016 年底，公司共对外提供担保 25.46 亿元，占净资产的 37.97%，担保比率较高，区域集中度高，存在一定的或有负债风险。截至 2016 年底，公司具体对外担保见附件 1。

截至 2016 年底，公司担保单位经营状况如下表所示，整体看，被担保企业资产负债率不高，利润率尚可。

表 13　截至 2016 年底公司部分担保企业经营情况表（单位：万元、%）

企业名称	总资产	所有者权益	销售收入	净利润	资产负债率率	利润率
山东龙源石油化工有限责任公司	337,116.36	206,144.26	297,512.64	31,263.46	38.85	17.13

富海集团有限公司	1,788,702.72	753,289.07	3,254,717.17	129,187.72	57.89	3.97
东营华联石油化工厂有限公司	994,934.65	404,572.79	1,754,640.18	63,226.94	59.34	3.60
山东鸿基机械科技有限公司	204,762.25	116,140.01	79,473.93	1,269.55	43.28	29.63
东营市港城热力有限公司	102,894.31	29,875.26	5,033.75	4,884.38	70.97	9.76
胜利油田大明集团有限公司	439,252.05	231,638.42	256,466.39	19,061.46	47.27	11.19
东营市利通沥青化工有限责任公司	226,354.64	139,072.81	436,142.88	26,357.53	38.56	8.81
东营利源管业集团有限公司	228,366.19	127,945.62	165,987.99	15,273.99	43.97	12.67
山东万通集团东营海欣仓储有限公司	219,635.59	97,710.23	86,161.18	7,700.32	55.51	15.04

资料来源：公司提供，联合评级整理。
注:部分被担保企业由于公司无法提供数据，故未列示。

总体看，公司目前债务负担较重，长短期偿债能力一般，考虑到公司主营业务获现能力较强，经营活动净现金流状况良好，盈利水平尚可，均能对债务偿还形成保障，公司整体偿债能力较强。

七、公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 47.37 亿元，约为“16 鲁万通”和“16 鲁通 02”本金合计（15 亿元）的 3.16 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 67.04 亿元，约为“16 鲁万通”和“16 鲁通 02”本金合计（15 亿元）的 4.47 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16 鲁万通”和“16 鲁通 02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 17.93 亿元，约为债券本金合计（15 亿元）的 1.20 倍，公司 EBITDA 对“16 鲁万通”和“16 鲁通 02”本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 239.48 亿元，约为债券本金合计（15 亿元）的 15.97 倍，公司经营活动现金流入量对“16 鲁万通”和“16 鲁通 02”本金的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司经营规模、竞争优势等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

八、债券保护条款

1．自然人担保

2016年，公司发行的债券“16鲁万通”和“16鲁通02”由公司实际控制人王军先生提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保人保证的范围包括债券本金、利息、违约金、损害赔偿金、债券持有人/受托管理人实现债权的费用和其他应支付的费用。

担保人王军先生直接持有公司25.85%的股权，为公司实际控制人。王军先生在过去3年内未发生过90天以上的逾期；没有近3年内的欠税记录、民事判决记录、强制执行记录及行政处罚记录。联合评级认为，王军先生作为公司的实际控制人，以其所有的资产和财产性权益为本次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，体现出其对公司未来发展的信心。

2．资产抵押担保

公司子公司利源环保与首创证券有限责任公司、中信银行股份有限公司东营分行签订《生产装置抵押协议》和《抵押资产监管协议》，将利源环保的140万吨/年连续重整装置、催化柴油汽油质

量升级装置抵押给“16鲁万通”和“16鲁通02”的全体债券持有人，作为“16鲁万通”和“16鲁通02”的保障措施。抵押担保的范围包括“16鲁万通”和“16鲁通02”应当偿付的本金及利息、违约金、损失赔偿金、实现债权/抵押权的费用（包括但不限于实际发生的诉讼费、财产保全费、强制执行费、律师代理费）等，抵押担保期间为“16鲁万通”和“16鲁通02”的存续期间。

经北京中天华资产评估有限责任公司评估，利源环保的 140 万吨/年连续重整装置、催化柴油汽油质量升级装置资产评估价值 20.97 亿元，为“16 鲁万通”和“16 鲁通 02”代偿本金（15 亿元）的 1.40 倍，覆盖程度较高。

总体看，实际控制人王军先生的担保和公司资产抵押担保对于“16 鲁万通”和“16 鲁通 02”的到期还本付息具有积极作用。

九、综合评价

跟踪期内，公司作为山东大型民营地炼企业，在生产规模、原材料保障、产业链延伸等方面仍具备一定优势。2016 年，随着产量规模以及贸易规模的增加，公司收入大幅增长，经营活动现金流状况保持良好。同时，联合评级也关注到，国际原油价格波动、公司主要产品产能利用率较低、存货规模较大、债务负担较重、对外担保规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着燃料油、成品油输油工程完工投入使用，公司经营规模及收入规模将继续增长，公司整体竞争能力有望增强。

公司实际控制人王军先生为“16鲁万通”、“16鲁通02”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，同时，公司的控股子公司利源环保科技以其持有的140万吨/年连续重整装置和催化柴油汽油质量升级装置（以下简称“抵押资产”）为“16鲁万通”、“16鲁通02”提供抵押担保，评估价值对两期债券的覆盖倍数为1.40倍。上述保障措施对于“16鲁万通”、“16鲁通02”的到期偿还起到了一定的保障作用。

综上，联合评级本次跟踪评级维持公司“AA”的长期主体信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“16鲁万通”、“16鲁通02”债项信用等级为“AA”。

附件 1 截至 2016 年底公司对外担保情况表

被担保方	担保金额（亿元）	到期日	是否互保	是否关联方
山东天信集团有限公司	0.40	2017.11.6	否	否
山东天圆铜业有限公司	0.50	2017.6.15	否	否
富海集团有限公司	0.40	2017.1.2	是	否
富海集团有限公司	0.57	2017.12.20	是	否
富海集团有限公司	0.13	2017.12.20	是	否
富海集团有限公司	1.00	2017.3.24	是	否
富海集团有限公司	0.25	2017.1.13	是	否
东营华联石油化工厂有限公司	0.80	2017.6.7	否	否
东营华联石油化工厂有限公司	1.00	2017.1.5	否	否
山东鸿基机械科技有限公司	0.66	2020.5.23	否	否
山东鸿基机械科技有限公司	0.40	2017.7.1	否	否
山东鸿基机械科技有限公司	0.30	2017.6.1	否	否
山东龙源石油化工有限责任公司	0.10	2017.9.8	是	否
山东龙源石油化工有限责任公司	0.10	2017.6.21	是	否
山东龙源石油化工有限责任公司	0.15	2017.2.10	是	否
山东龙源石油化工有限责任公司	0.50	2017.3.29	是	否
山东龙源石油化工有限责任公司	0.25	2017.5.24	是	否
山东龙源石油化工有限责任公司	0.40	2017.3.18	是	否
东营朕盛工贸有限责任公司	0.20	2017.7.6	否	否
东营朕盛工贸有限责任公司	0.08	2017.11.8	否	否
东营朕盛工贸有限责任公司	0.08	2017.11.22	否	否
胜利油田大明集团有限公司	1.00	2017.3.8	是	否
胜利油田大明集团有限公司	0.30	2017.8.23	是	否
胜利油田大明集团有限公司	0.50	2017.11.14	是	否
东营市港城热力有限公司	0.29	2017.6.28	否	否
东营市利通沥青化工有限责任公司	0.50	2017.2.4	是	是
东营市利通沥青化工有限责任公司	0.70	2017.2.26	是	是
东营市利通沥青化工有限责任公司	0.70	2017.3.1	是	是
东营市利通沥青化工有限责任公司	0.30	2017.1.18	是	是
东营市利通沥青化工有限责任公司	0.40	2017.3.9	是	是
东营利源管业集团有限公司	0.50	2017.3.3	是	是
东营利源管业集团有限公司	0.20	2017.3.9	是	是
东营利源管业集团有限公司	1.00	2017.1.27	是	是
山东万通集团东营海欣仓储有限公司	10.80	2018.6.28	是	是
合计	**25.46**	--	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

附件 2　山东万通石油化工集团有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	216.87	242.98
所有者权益（亿元）	54.33	67.04
短期债务（亿元）	114.10	97.74
长期债务（亿元）	21.38	38.58
全部债务（亿元）	135.49	136.32
营业收入（亿元）	133.36	188.59
净利润（亿元）	3.67	4.86
EBITDA（亿元）	11.60	17.93
经营性净现金流（亿元）	19.55	17.08
应收账款周转次数（次）	38.04	44.12
存货周转次数（次）	2.13	3.35
总资产周转次数（次）	0.65	0.82
现金收入比率（%）	89.68	122.67
总资本收益率（%）	4.14	5.16
总资产报酬率（%）	4.21	5.25
净资产收益率（%）	7.16	8.01
营业利润率（%）	9.31	8.54
费用收入比（%）	6.75	5.73
资产负债率（%）	74.95	72.41
全部债务资本化比率（%）	71.38	67.03
长期债务资本化比率（%）	28.24	36.52
EBITDA 利息倍数（倍）	1.88	3.39
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.13
流动比率（倍）	0.86	0.91
速动比率（倍）	0.46	0.58
现金短期债务比（倍）	0.37	0.48
经营现金流动负债比率（%）	13.86	12.46
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.77	1.20

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、由于黄金租赁款具有短期债务性质，已将其计入短期债务进行分析。
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 3 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）
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

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

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 4 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。