跟 踪 评 级 公 告

联合 [2018]1144 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”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：

二零一八年六月二十一日

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
公开发行公司债券2018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	债券规模	债券期限	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	2017年6月22日
16鲁通02	8.6亿元	5年	AA	AA	2017年6月22日

跟踪评级时间：2018年6月21日

担保方式：实际控制人王军为本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保；140万吨/年连续重整装置、催化柴油汽油质量升级装置抵押担保。

主要财务数据：

项目	2016年	2017年
资产总额（亿元）	242.98	247.48
所有者权益（亿元）	67.04	73.82
长期债务（亿元）	38.58	33.32
全部债务（亿元）	134.38	143.98
营业收入（亿元）	188.59	178.87
净利润（亿元）	4.86	6.45
EBITDA（亿元）	17.93	20.37
经营性净现金流（亿元）	17.08	12.65
营业利润率（%）	8.54	8.32
净资产收益率（%）	8.01	9.16
资产负债率（%）	72.41	70.17
全部债务资本化比率（%）	66.72	66.11
流动比率（倍）	0.91	0.89
EBITDA全部债务比（倍）	0.13	0.14
EBITDA利息倍数（倍）	3.39	3.35
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.20	1.36

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、全部债务计算中包含其他科目中付息项。

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之一，在经营规模、原材料保障和产业链延伸等方面仍具备一定竞争优势。2017年，公司权益规模增长，受益于炼化行业景气度提升，利润规模大幅增长，经营活动现金流状况佳，整体经营情况稳定。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司原油加工量偏低、客户需求下降导致部分产品产量和收入有所减少、债务负担较重、关联交易占比高、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。

2017年，投资收益对公司利润贡献较大，未来随着燃料油、成品油输油工程完工并投入使用，公司竞争能力有望增强，经营情况将保持稳定。

公司实际控制人保证担保和以及“140万吨/年连续重整装置、催化柴油汽油质量升级装置”抵押担保对“16鲁万通”和“16鲁通02”的偿付有一定积极影响。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时，维持“16鲁万通”和“16鲁通02”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．跟踪期内，炼化行业景气度较高，原油及原油制品价格总体保持上涨态势。

2．公司仓储租赁和港口码头等产业链较为完善，为公司业务开展提供便利。2017年，公司盈利保持在较高水平。

3．公司收入实现质量较为稳定，经营活动净现金流状况良好。

关注

1．2017年，公司原油加工量偏低、客户需

求下降导致部分产品产量和收入均有所减少，未来，公司面临市场拓展压力。

2．2017 年，公司关联交易占比仍然较大，一定程度影响公司的经营和财务独立性。

3．公司存货规模较大，目前油价处于近两年相对高位，若原油价格回调，公司存货减值风险较大。

4．截至 2017 年底，公司债务负担仍然较重，债务期限结构有待改善，短期偿债压力大；同时，公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

分析师

王　越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@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。

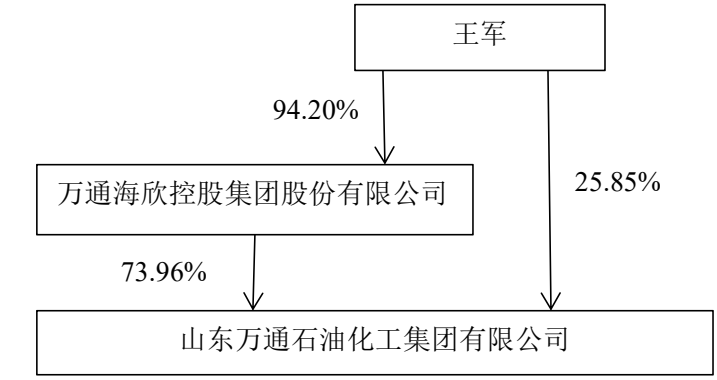
分析师：

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 年底，公司注册资本为 11.98 亿元，王军先生直接持有公司 25.85%的股权，通过万通海欣控股集团股份有限公司（以下简称“海欣控股”）持有 73.96%的股权，公司实际控制人为王军先生。

图 1　截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

公司经营范围小幅调整，最新经营范围包括：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（不含危险品及易制毒化学品）、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；城市集中供热。（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 2017 年底，公司主要职能部门未发生变动，拥有控股及全资子公司仍为 22 家，在职员工共计 3,358 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 247.48 亿元，负债合计 173.66 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）73.82 亿元，其中归属于母公司所有者权益 73.13 亿元。2017 年公司实现营业收入 178.87 亿元，净利润（含少数股东损益）6.45 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额 12.65 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.70 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 年公司债券

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，每年付息 4 次，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 2017 年底，“16 鲁万通”已按募集说明书承诺用途使用完毕。跟踪期内，本期债券付息情况良好。

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，每年付息 4 次，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。

截至 2017 年底，“16 鲁通 02”已按募集说明书承诺用途使用完毕。跟踪期内，本期债券付息情况良好。

三、行业分析

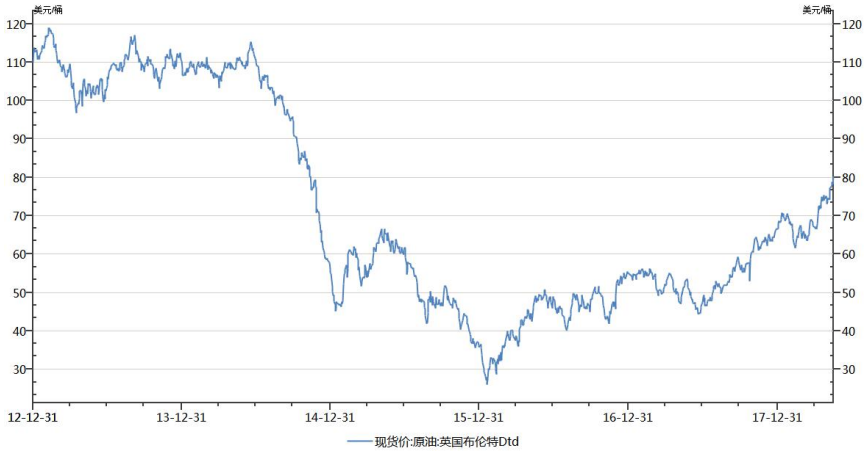
公司主营业务为石油炼化所产生的汽油、柴油、燃料油、天然气和沥青等产品，属于石油化工行业（即化学工业的子行业）中的炼油行业。

1. 行业现状

我国炼油工业产能位居世界第二，为国民经济战略性支柱产业。2017 年，在经济企稳向好，获得进口原油使用权及原油进口的地方炼厂数量增加等因素影响下，国内炼油能力由停滞转进入增长轨道，拉动石油消费增长，全年原油表观消费量为 6.06 亿吨，同比增长 4.9%。

从原油价格来看，近年国际原油价格波动较大，2014 年下半年以来受地缘政治不稳定、世界经济不景气等因素影响，原油价格长期震荡下行，至 2015 年末达到低点。2016 年受 OPEC 多次减产、原油供给过剩阶段性改善等因素影响，价格开始缓慢回升。2017 年，国际及国内主要原油价格总体延续上升态势，但年中波动仍然较大，布伦特原油期货结算价一度下探至 45 美元/桶附近，下半年维持上涨态势至 2018 年 1 月出现小幅回调。

图 2　2013~2018 年 4 月英国布伦特 Dtd 原油现货价（单位：美元/桶）



资料来源：Wind

此外，2018 年 3 月 26 日，我国原油期货在上海国际能源交易中心正式挂牌交易，采用人民币计价、净价交易、保税交割。原油期货上市，弥补了现有国际原油定价体系缺口，为我国石油市场

的放开提供市场运作平台，将促进成品油价格机制改革进一步完善。随着美国页岩油产量增加，美国成为实质上的原油自给自足国，中国在全球原油需求端的地位愈发重要。原油期货的推出，弥补了现有国际原油定价体系的缺口，能更好地为亚太地区提供定价基准。

原油供给方面，在当前国际油价仍处于低迷的大环境下，上游生产企业兼顾能源安全与经济效益的考虑，均在产量方面采取保守策略，国内原油产量持续下降，上游生产企业继 2016 年首次大幅调减原油产量之后，2017 年产量持续下降，全年约为 1.9 亿吨，同比下降 4%，但降幅收窄 2.9 个百分点。

由于国内原油产量下降、需求增长等原因，2017 年我国原油进口量继续较快增长，全年进口量为 4.2 亿吨，同比增长 10.7%，原油对外依存度达到 68.4%，较上年提高 3 个百分点。我国原油进口实行国营贸易管理，同时允许一定数量的非国营贸易进口。2017 年，新增 10 家企业获得 2,036 万吨原油配额，总配额达到 10,563 万吨。

原油加工方面，由于 2017 年获得“两权”的地炼增加进口原油，自地炼突破加工原料瓶颈后，炼油量和产量大幅提高，全年加工量为 5.7 亿吨，同比增长 5%，增幅较上年扩大 1.4 个百分点。从开工率来看，2017 年以来国内炼厂总开工率基本保持平稳，但是地炼开工率由 54%左右提高至接近 70%，开工率显著走高。全年成品油产量 3.6 亿吨，同比增加 2.9%，相较产量来看，成品油供给过剩，供需盈余依然较大。2017 年，国家收紧出口配额，全年出口成品油约 4,090 万吨，增速降至 7.1%，而过去五年成品油出口平均增速高达 50%

成品油市场方面，消费整体趋缓趋稳。2011 年以来中国经济结束 30 余年均 10%左右的高速增长周期，进入减速换挡区间。2017 年成品油市场需求侧有所改善，终端需求动能转换，市场呈现“汽油趋冷，煤油稳增，柴油回暖”态势，成品油表观消费 3.26 亿吨，同比增长 3.9%；汽油消费受到乘用车销量低迷、公车改革政策、共享单车扩张等因素影响，终端需求增速放缓；此轮工业生产回暖带动商用车销量大涨，支撑柴油终端消费增速由负转正；航空运输周转率保持高速增长带动煤油消费依然强劲。

竞争方面，多元化供应格局形成。2015 年起进口原油使用权放开，地方炼厂资源不足的困局基本解决，产能得到快速释放。2017 年国内炼油产能超过 8 亿吨/年，增量主要来自云南炼厂 1,300 万吨/年及惠州炼厂二期 1,000 万吨/年。从供应主体来看，中石油、中石化、中海油三大集团占比由 2015 年的 69%下降到 65%；其他国企(中国化工、中国兵器、延长集团、中国中化)占比 9%，与 2015 年持平；民营炼厂由 22%上升到 26%，市场多元竞争格局业已形成。

近几年，民营炼厂也开始注重结构调整。截至 2017 年底，已有 29 家炼厂获批合计 9,525 万吨/年的进口原油使用配额，覆盖一次加工能力 1.3 亿吨/年，占全国的 16%；民营炼厂开工率由 2015 年的 42%增至 57%，原料结构得到优化，装置结构与主营炼厂差距不断缩小，特别是加氢及重整装置占比进一步提高；输油管道建设进一步完善，继 2016 年烟台—淄博原油运输管道投产之后，2017 年董家口—潍坊一期原油管道正式输油，与汽车运输相比，管输费用降幅在 30%以上；2017 年山东 16 家民营炼厂参股成立山东炼化能源有限公司，推动民营炼厂向一体化、大型化、高端化、园区化方向发展。

总体看，2017 年国际及国内主要原油价格总体延续上升态势，但年中波动仍然较大，我国原油期货正式挂牌交易，将有助于为亚太地区提供定价基准。由于国内原油产量持续下降，我国原油市场的对外依赖程度依然较高。2017 年以来国内炼厂总开工率基本保持平稳，但是地炼开工率显著走高，成品油消费趋缓趋稳，原油加工能力整体过剩。民营地炼的装置结构与主营炼厂差距不断缩小，促进多元化供应格局逐步形成。

2. 行业关注

（1）原油对外依存度高

虽然我国油气资源较为丰富，但资源赋存条件差，勘探程度相对较低，尚不能满足国内需求，油气资源供需缺口较大。2017 年我国原油进口量继续较快增长，全年进口量为 4.2 亿吨，同比增长 10.7%，原油对外依存度达到 68.4%，较上年提高 3 个百分点。

（2）产能过剩问题依然突出

近年来，我国炼油工业快速发展，结构性过剩问题凸显。2017 年炼油能力达到 8.3 亿吨/年，相对 5.6 亿吨的原油加工量，产能出现明显过剩，加工负荷不足 70%，显著低于世界 83%的平均水平。此外，炼油工业结构性问题突出体现在：一是先进产能不足，全国单厂规模超千万吨级的企业 25 家，能力占全国的 40%；二是落后产能大量存在，规模低于 200 万吨/年的企业 129 家，能力占全国的 11%；三是一体化水平有待提高，仅有 17 家炼化一体化企业，综合加工能力有待提升。炼油产能过剩造成成品油大量出口。过去国内成品油以满足国内需求为主，但近几年大量出口，其中 2016 年出口量达到 3,820 万吨，同比大涨 52%；2017 年政府出于“去产能、调结构”的目的，严控成品油出口配额，全年出口量与上年大体持平，但仍保持高位，成品油出口呈现常态化、规模化的特点。

（3）市场分化加剧

近年来，随着环保要求持续升级，国内油品质量升级步伐不断加快。2017 年 10 月起，京津冀及周边“2+26”城市已经全部供应符合国六标准的车用汽柴油，禁止销售普通柴油。从质量指标看，国六标准主要指标与欧洲标准相当，部分指标甚至严于欧洲标准。另一方面，部分地区市场上国VI、国V、国IV、国III、车柴和普柴、非标油等多品种共存，价差进一步扩大，导致市场分化加剧。但随着成品油消费税监管进一步趋严，地炼的价格优势明显缩水，成品油市场竞争将愈发激烈，地炼企业将不得不整合，部分可能将关闭甚至破产。

（4）国内下游需求放缓

随着经济增长放缓，三大产业结构性调整仍在继续，第二产业逐渐被第三产业取代，我国汽油、柴油需求动力不足，消费增速放缓。此外，2017 年，多个替代能源政策出台推动替代能源发展加快，逐渐形成了煤制油、甲醇和生物燃料等多种替代能源共同发展的格局。

3. 行业发展

（1）市场活力将持续释放

2017 年国务院下发了《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，这一顶层设计着力于完善油气进出口管理体制、改革油气管网运营机制、改革油气产品定价机制和深化下游环节市场竞争性。商务部发布《原油成品油流通管理办法（征求意见稿）》，市场准入条件进一步放宽。财政部提出，恢复成品油一般贸易出口退税政策。2018 年成品油领域市场化改革与配套措施让市场在资源配置中的基础作用日益凸显，市场活力将持续释放。同时，价格市场化将迫使成品油生产和销售环节毛利下滑，需要企业不断提升竞争力。

（2）预计国内市场需求相对平稳

一般来讲，决定成品油消费变化的主要因素是汽车行业和航空运输的发展等。预计 2018 年全年汽车销量与 2017 年大体持平。受购置税优惠政策到期的影响，乘用车销量增幅将会较低，同时，车用能源继续向绿色化、低碳化方向发展；宏观经济增长趋缓、治超换车作用降低，货车销量转为下降。近年来，国内高铁和城市轨道交通的快速发展，拉低铁路用油；环保限产措施将持续发酵，工矿企业用油继续下滑。2018 年航空运输仍然在高速增长的通道中，有效支撑航煤需求的持续上升。

综合上述分析，预计 2018 年国内成品油需求增长相对平稳。

（3）产能扩张与结构调整并行

民营企业已成为国内增加炼油能力的主力军。由于受到环保及安全督查压力，2017 年京博、鑫泰、中海东营等民营企业建成的常减压装置将推迟至 2018 年开工，恒力石化的 2,000 万吨/年炼化项目也计划于 2018 年下半年投产。

今后，炼油结构调整将主要体现在淘汰落后产能和一体化发展、向化工转型等方面。2017 年国家发展改革委暂停了对进口原油使用权的审批，强调对淘汰落后产能的核查及后续监督；今后新建的千万吨级炼厂是否也要淘汰相应的落后产能换取必要的进口原油使用权尚在研究中。另一方面，炼油结构持续调整优化，一是新建大型炼油化工一体化企业的成品油收率低于 40%，化工原料大幅增加，二是原有地方炼厂不仅生产聚丙烯，也在探讨发展乙烯和 PX 等产品。

总体看，未来国内成品油行业完全实现市场化还面临诸多羁绊，为保障行业健康可持续发展，政府还将进一步完善市场监管；随着七大石化产业基地的推进，集群化、规模化发展是我国石化行业发展的必然趋势。未来行业整体将保持平稳发展。

四、公司治理

跟踪期内，总经理楼浩良先生离职（经选举楼浩良先生已担任母公司万通海欣控股集团股份有限公司监事长），由王兵先生接任总经理一职。

王兵先生，1984 年 12 月生，本科学历。历任山东万通石油化工集团有限公司改质车间班长，气分车间技术员，气分车间副主任、主任，焦化加氢车间主任。2018 年 3 月至今任山东万通石油化工集团有限公司总经理。

总体看，跟踪期内，公司管理制度连续，未发生明显变化。公司总经理调整，生产经营正常。

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。目前，公司已形成了石油炼化加工、仓储保税和码头航运、产品零售和现代物流三大板块的格局。2017 年，公司营业收入为 178.87 亿元，同比减少 5.16%，主要系 2017 年公司设备检修 2 个月，同时部分产品客户需求减少所致。2017 年，公司净利润 6.45 亿元，同比增长 32.74%，主要系公司投资收益大幅增加所致。

从营业收入构成来看，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 61.00%，收入比重较高，是公司最主要的收入来源。其中汽油、柴油和沥青仍为公司收入占比较高的品种。公司产品根据客户需求生产和销售，2017 年，汽油和液化气收入增长显著，分别较上年增长 38.75%和 300.45%；柴油、沥青和燃料油等产品因客户需求减少同时停产检修原因导致收入均较上年有不同幅度下降。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，2017 年实现收入 69.77 亿元，整体变动不大。

表 1　2016~2017 年公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			变动率	
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	毛利率
汽油	15.56	8.25	9.15	21.59	12.07	7.68	38.75	下降 1.47 个百分点
柴油	23.07	12.23	9.21	17.98	10.05	7.81	-22.06	下降 1.40 个百分点
沥青	56.40	29.91	8.65	53.32	29.81	7.69	-5.46	下降 0.96 个百分点
燃料油	18.14	9.62	8.13	5.81	3.25	7.19	-67.97	下降 0.94 个百分点
丙烯	1.91	1.01	8.46	1.43	0.80	7.74	-25.13	下降 0.72 个百分点
液化气	2.24	1.19	9.03	8.97	5.02	7.30	300.45	下降 1.73 个百分点
其他	71.28	37.79	9.11	69.77	39.00	10.75	-2.12	上升 1.64 个百分点
合计	**188.59**	**100.00**	**8.89**	**178.87**	**100.00**	**8.86**	**-5.15**	**下降 0.03 个百分点**

资料来源：公司提供，联合评级整理。
注：2017 年其他板块收入 69.77 亿元主要由石化产品贸易收入及其他业务构成。

从毛利率来看，2017 年，公司综合毛利率为 8.86%，较上年下降 0.03 个百分点，毛利率基本保持稳定。其中，石油炼化产品毛利率均有小幅下降，主要系停产检修期间折旧计提使得单位成本提高所致；其他板块毛利率 10.75%，较上年上升 1.64 个百分点，主要系公司贸易经营油品价格上升毛利率小幅提高所致。

总体看，2017 年由于客户需求不佳，公司收入有所下降，但公司综合毛利率水平较为稳定。

2. 石油炼化板块

（1）生产经营

跟踪期内，公司主要生产装备无重大改变，公司一次加工能力仍为 650 万吨/年，综合加工能力 1,448 万吨/年。2017 年公司原油加工量 166.56 万吨，总加工量（含原油、燃料油和沥青料）434.69 万吨，在考虑公司 2017 年根据安排停产检修两个月的情况下，公司产能利用率不高，原油一次加工能力利用率不高。

从产品产量来看，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，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。2017 年由于装置检修停产 2 个月，产量同比有所减少，同时，公司根据客户需求调节产品产出，公司主要产品中汽油和液化气产量提升较为明显，分别较上年提高 6.56%和 185.20%。柴油、沥青、燃料油和丙烯产量均有不同程度下降。

表 2　2016~2017 年公司石化板块的主要产品产量（单位：万吨、%）

产品	2016 年	2017 年	变动率
汽油	40.68	43.35	6.56
柴油	46.16	40.74	-11.74
沥青	336.44	210.26	-37.50
燃料油	50.25	14.08	-71.98
丙烯	3.76	2.14	-43.09
液化气	8.38	23.90	185.20
其他	145.50	207.48	42.60
合计	**631.17**	**541.95**	**-14.14**

资料来源：公司提供

总体看，2017 年由于装置检修停产 2 个月，产量下降，但汽油和液化气表现相对好，公司产能利用率不高。

（2）原材料采购

跟踪期内，公司在原材料采购流程结算方式上没有变化，2017 年 3 月，公司与中石油燃料油有限责任公司签订了十年期 500 万吨原油供应战略框架协议，与中石油燃料油有限责任公司的交易均为先依据临时价格预付货款交割货物，然后公司自行网上锁定最终结算价格，上述举措有利于稳定公司原材料供应，控制原材料价格波动风险。

公司主要采购原油、燃料油和沥青料等，从原材料采购数量来看，2017 年，公司原油的采购量为 238.45 万吨，同比增长 33.57%，主要系公司积极开拓供应商，争取到更多的原油供应所致，同时公司减少了低等级的沥青料采购。2017 年，公司燃料油的采购量为 122.12 万吨，同比下降 49.98%，主要系燃料油价格上涨较多公司增加原油采购比例所致。

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。受原油价格上行影响，2017 年公司原材料采购均价均有不同程度上涨，具体情况见下表。

表 3　2016~2017 年公司原材料采购情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2016 年		2017 年		变动率	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
原油	178.52	2,046.79	238.45	2,709.30	33.57	32.37
燃料油	244.12	1,810.77	122.12	3,001.90	-49.98	65.78
沥青	193.09	1,857.72	127.24	2,555.34	-34.10	37.55
其他	61.71	1,986.84	109.41	3,178.94	77.30	60.00
合计	**677.44**	--	**597.22**	--	**-11.84**	--

资料来源：公司提供

注：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。“其他”为混合芳烃、重质油、燃料油等

从供应商集中度来看，2017 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 70.73%，较上年下降 12.12 个百分点，公司增加了与中石油燃料油有限责任公司的采购，对最大供应商东营市利通沥青化工有限公司（以下简称“利通沥青”）依赖程度有所降低，但仍存在一定的集中采购风险。

表 4　近两年公司主要原材料供应商情况（单位：万元、%）

年份	供应商名称	采购内容	采购金额	占采购总额比重
2016 年	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	6.9
	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**
2017 年	东营市利通沥青化工有限责任公司	原料油	477,275.90	28.32
	中石油燃料油有限责任公司	原油、重质油	446,995.09	26.52
	山东龙源石油化工有限责任公司	沥青、重质油	112,394.11	6.67
	盘锦辽通化工有限责任公司	燃料油	79,026.59	4.69
	山东科宇能源有限公司	沥青、重质油	76,428.20	4.53
	合计	--	**1,192,119.89**	**70.73**

资料来源：公司提供

注：上表统计含有贸易，“利通沥青”股东王勇为利津金顺油品有限公司（子公司）的监事

总体看，2017 年，公司拓宽了原材料采购渠道，原材料采购渠道多元化，基本能够保障公司的正常生产经营，且目前原材料价格仍属较低水平，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

跟踪期内，公司产品的销售渠道和结算模式均未发生变化，从产品来看，近三年，汽油、柴油、沥青系公司石油炼化板块的主要收入来源。从产销率来看，公司采取以销定产[1]策略，各类产品产销率均保持在 90%以上，部分产品达到 100%。价格上由于公司产品与原油价格关系紧密，2017 年均价较上年均有不同程度提升。公司针对客户需求调整产品结构，销量上看，2017 年液化气销量大幅提升，全年实现销售 22.21 万吨，同比增长 198.52%。汽油销量较上年增长 15.50%；柴油、沥青和燃料油等产品均较上年有所减少。

表 5　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	2016 年	2017 年	变动率
汽油	销售均价	4,177.93	5,019.77	20.15
	销量	37.23	43.00	15.50
	产销率	91.52	99.19	提高 7.67 个百分点
柴油	销售均价	3,687.69	4,499.29	22.01
	销量	62.57	39.97	-36.12
	产销率	127.3	98.11	下降 29.19 个百分点
沥青	销售均价	1,684.70	2,518.70	49.50
	销量	334.78	211.68	-36.77
	产销率	99.51	100.68	提高 1.17 个百分点
燃料油	销售均价	3,287.20	4,125.58	25.50
	销量	55.20	14.07	-74.51
	产销率	109.85	99.96	下降 9.89 个百分点
丙烯	销售均价	5,290.62	6,316.16	19.38
	销量	3.60	2.27	-36.94
	产销率	95.75	105.83	提高 10.08 个百分点
液化气	销售均价	3,010.02	4,040.83	34.25
	销量	7.44	22.21	198.52
	产销率	88.81	92.91	提高 4.10 个百分点

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独特优势，主要销售区域可延伸至沿海地区，分布在天津、辽宁、浙江、河北等地区。公司考虑到集中度的风险，山东地区的占比 2017 年降低 3.79 个百分点，增加了在辽宁和天津等地的销售，具体情况如下表所示。

[1] 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。

表 6　近两年公司销售区域分布情况（单位：亿元、%）

2016 年				2017 年			
排名	区域	金额	占比	排名	区域	金额	占比
1	山东	129.91	68.88	1	山东	116.43	65.09
2	天津	16.66	8.83	2	辽宁	21.70	12.13
3	辽宁	9.86	5.23	3	天津	12.07	6.75
4	浙江	9.52	5.05	4	河北	7.14	3.99
5	上海	7.48	3.97	5	浙江	5.28	2.95
6	河北	5.84	3.1	6	上海	5.12	2.86
7	四川	3.66	1.94	7	四川	2.38	1.33
8	安徽	2.14	1.13	8	安徽	2.19	1.22
9	广东	1.55	0.82	9	广东	1.10	0.62
10	其他	1.98	1.05	10	其他	5.46	3.05
合计		**188.59**	**100.00**	**合计**		**178.87**	**100.00**

资料来源：公司提供
注：此表数据中包含贸易板块数据。

从客户集中度来看，2017 年公司前五大销售客户占公司销售收入比重 45.67%，其中第一大销售客户利通沥青为公司关联方，其销售收入合计占比为 24.60%，公司存在一定的销售客户集中风险。2017 年公司对东营利源新能源集团有限公司（以下简称“利源新能源”）销售额由上年的 31.52 亿元降至 11.53 亿元，主要系该公司为一家油品贸易公司，公司主要借助其客户资源，与其交易量取决于公司当年自有客户销售情况，因此波动较大。

表7　公司前五大客户销售情况（单位：亿元、%）

年份	客户名称	销售额	占销售收入的比例
2016 年	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	5.3	2.81
	浙江臻萃贸易有限公司	4.08	2.16
	合计	**89.66**	**47.54**
2017 年	东营市利通沥青化工有限责任公司	44.00	24.60
	沈阳中商石油化工有限公司	14.30	7.99
	东营利源新能源集团有限公司	11.53	6.45
	中国石化销售有限公司华北分公司	6.57	3.67
	东营河口中海利兴石化产品销售有限公司	5.30	2.96
	合计	**81.71**	**45.67**

资料来源：公司提供
注：上表统计含有贸易，“利源新能源”股东赵建桥为东营利源环保科技有限公司（子公司）的监事

总体看，公司石化产品销售客户较为稳定，区域优势明显；但存在销售客户集中风险。

3. 其他板块

公司以石油炼化板块为核心业务，同时积极打造仓储物流、码头港口、房地产以及物流业务，形成了丰富的产业链和产品结构。

仓储业务仍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。2017 年，海欣仓储实现收入 4.66 亿元，同比减少 51.79%，主要系海欣仓储 2017 年油品贸易业务收入减少；实现净利润 520.31 万元，同比减少 83.73%，主要系油品贸易业务减少，同时，固定资产均在

2016 年底转固，增加较多的折旧所致。

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。2017 年，东营港航实现收入 2.87 亿元，同比增长 5.03%；实现净利润 3,756.68 万元，同比减少 37.44%。主要系 2016 年收入 4,394.70 万元的政府补助，影响了当年净利润所致。

地产业务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。2017 年，海欣地产实现收入 2.02 亿元，净利润 1,894.80 万元，尚未确认的销售收入为 7.65 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，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；但由于相关业务皆处于在建或者培育期，因此净利润水平较低。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

2017 年，由于公司收入和成本均有较大幅度下降，对公司经营效率有一定不利影响。2017 年公司应收账款周转率由上年的 44.12 次降至 27.13 次，主要系年底有较多的暂欠应收账款未到结算期，尚未结算，造成应收账款增加所致；公司存货周转次数由 3.35 次降至 2.27 次，主要系公司年底备货较多所致；总资产周转次数由 0.82 次降至 0.73 次。与同行业上市公司相比，公司经营效率处于较低水平。

表 8　2017 年主要石油炼化上市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	6.69	123.30	1.08
广聚能源	37.63	240.39	0.50
海越股份	20.30	43.41	1.28
上海石化	10.92	46.80	2.50
山东万通	**2.27**	**27.13**	**0.73**

资料来源：Wind
注：Wind 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 数据。

总体看，2017 年公司经营效率下降，经营效率处于较低水平。

5. 在建项目

公司主要在建项目为东营港石化输油工程，截至 2017 年底，公司在建项目计划总投资 8.03 亿元，已投资 4.45 亿元，剩余投资 3.57 亿元，完工进度 89.00%，公司未来分阶段投资，投资压力不大。公司输油工程项目筹建主要由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。

表 9　截至 2017 年底公司主要在建项目情况（单位：万元、%）

项目名称	项目概况	计划总投资	资金筹措方案		已完成投资额	完工进度	未来计划投资		
			外部融资	自有资金			2018 年	2019 年	2020 年
东营港石化输油工程	东营港—万通石化燃料油、成品油输油工程	80,258.00	40,000.00	40,258.00	44,545.70	89.00	21,000.00	14,712.00	--

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目有助于公司完善产业链、提升竞争力，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。2017 年，公司控制了关联交易量（详见下表），关联交易占比较上年下降。

表 10　公司关联交易情况（单位：万元、%）

年份		2016 年	2017 年	变动率
向关联方采购商品、接受劳务	金额	836,485.11	516,290.68	-38.28
	占营业成本比例	48.68	31.67	下降 17.01 个百分点
向关联方销售商品、提供劳务	金额	727,765.30	572,068.10	-21.40
	占营业收入比例	38.59	31.98	下降 6.61 个百分点

资料来源：公司提供

总体看，2017 年公司降低了关联交易比例，但公司关联交易占比仍然较大，一定程度上对公司经营独立性造成不利影响。

7. 经营关注

（1）雾霾已经成为内陆地区普遍性的污染问题，国家也在不断采取措施改善环境和整治相关行业发展，包括大力发展新型洁净能源，比如在大中型城市鼓励新能源汽车的发展，而从公司主营业务收入结构来看，石油化工产品的销售收入占主营业务收入的比例在 90%以上，国家新能源政策或增加公司产品的市场竞争压力。

（2）公司业务较为集中，如果石化行业产生较大的波动，对公司石油相关业务收入产生较大影响，从而直接影响到公司整体的盈利能力。而近年来石化行业景气度随原油价格波动较大，大幅波动对公司经营稳定性造成冲击。

（3）公司各类产品的整体产能利用率较低，未来需关注公司产能消化能力。

（4）2017 年公司关联交易占比仍然较大，一定程度上对公司经营独立性造成不利影响。

（5）公司生产过程中会涉及易燃、易爆及有害化学物质，虽然公司已经取得了相应的《危险化学品经营许可证》和《安全生产许可证》等生产资质，如果安全防范措施不到位而发生事故，将会直接影响公司的生产和发展。

8. 未来发展

公司将以石油炼化为核心，前向延伸原料供应、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。具体来看，公司制定的 2018 年经营计划：

1、炼化板块稳定现有产能，提高产能利用率，拓宽销售渠道和采购渠道实现产值最大化；

2、依靠输油管线的投产使用，继续拓展港口市场，促进码头及保税罐区的使用，依托码头→罐区→管线→厂区，实现一条链式经营；

3、加油站板块继续新增加油站数量，通过市场考察，选取有发展潜力的地点增设加油站，并通

过采取营销方式促进加油站销售，充分发挥加油站终端销售使产品价值最大化。

总体看，跟踪期内，公司发展战略未发生重大调整，仍将围绕做精炼油、做足化工展开。

六、财务分析

公司 2017 年度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。2017 年，公司合并范围减少山东万通石油化工（香港）有限公司和山东海欣油品装卸有限公司两家子公司；新增东营市垦利区金顺仓储有限公司和广饶金顺仓储有限公司。考虑合并范围变动的子公司经营规模相对较小，公司主营业务未发生变化，公司财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 247.48 亿元，负债合计 173.66 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）73.82 亿元，其中归属于母公司所有者权益 73.13 亿元。2017 年公司实现营业收入 178.87 亿元，净利润（含少数股东损益）6.45 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额 12.65 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.70 亿元。

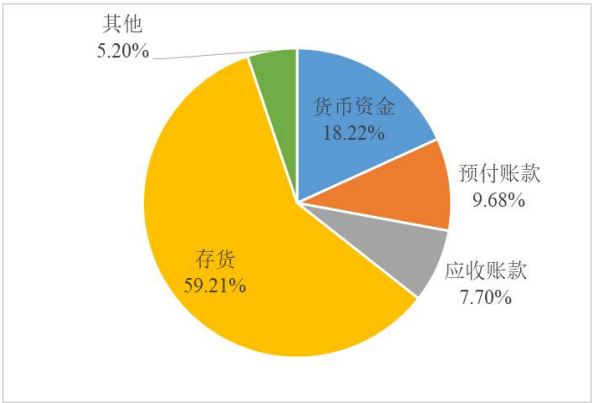
1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 247.48 亿元，较年初增长 1.85%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 50.48%和 49.52%。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 124.93 亿元，较年初减少 0.34%。主要由货币资金（占比 18.22%）、预付款项（占比 9.68%）、应收账款（占比 7.70%）和存货（占比 59.21%）构成。具体情况见下图。

图3　截至2017年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司货币资金 22.76 亿元，较年初减少 51.88%，主要系 2017 年底增加原材料采购以及偿还应付账款所致。货币资金主要由银行存款 4.00 亿元和其他货币资金 18.73 亿元构成。其他货币资金为银行承兑汇票、信用证保证金等，均使用受限，受限货币资金较多。

截至 2017 年底，应收账款 9.62 亿元，较年初大幅增长 246.32%，主要系公司年底有较多的暂欠应收账款未到结算期所致。公司应收账款集中在利通沥青，截至 2017 年末应收该公司货款期末余额

9.58 亿元，占应收账款余额 93.64%，主要为一年内应收货款，集中度很高。2017 年末公司计提的坏账准备期末余额为 0.61 亿元。公司账龄 1 年以内的应收账款的占比 92.18%，账龄较短。

截至 2017 年底，公司预付款项为 12.09 亿元，较年初减少 33.57%，主要系公司上年与中国联合石油有限责任公司签订了 400 万吨原油供应框架协议，预先支付部分货款导致当年预付款波动较大。其中 1 年以内的预付款项占比 71.74%；1~2 年预付款项占比 9.80%；账龄超过 2 年预付款占比 18.46%。

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 73.97 亿元，较年初增长 60.93%。主要系公司增加了原材料采购，同时，尚有部分库存商品未形成销售以及部分销售尚未交割货物所致。其中库存商品占比 37.82%、开发成本占比 20.13%、原材料占比 22.22%、在途物资占比 9.76%。存货未发生减值，未计提跌价准备。但联合评级注意到近年来国际油价波动较大，公司可能存在存货跌价风险。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 122.55 亿元，较年初增长 4.19%，主要由可供出售金融资产（占比 12.65%）、长期股权投资（占比 5.88%）、固定资产（占比 65.23%）和在建工程（占比 8.98%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 15.50 亿元，较年初增长 34.66%，主要系增加东营银行股份有限公司（以下简称“东营银行”）投资 3.99 亿元所致。公司可供出售金融资产以成本法计量，主要投资包括中国民生投资股份有限公司（10.00 亿元）、东营银行（3.99 亿元）和山东省农村信用社联合社（0.93 亿元）等。

截至 2017 年底，公司长期股权投资为 7.21 亿元，较年初增长 23.82%，主要系当期确认联营企业东营石化投资收益 1.64 亿元所致。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 79.93 亿元，较年初减少 6.52%，主要系正常计提折旧所致。公司固定资产主要由房屋建筑物（占比 44.21%）和机器设备（占比 53.56%）构成。截至 2017 年底，公司固定资产累计折旧为 20.98 亿元，固定资产成新率为 79.74%，成新率较高。公司固定资产中通过融资租赁租入的固定资产账面价值 29.56 亿元。

截至 2017 年底，公司在建工程 11.00 亿元，较年初增长 57.27%，主要系在建项目投入所致。

截至 2017 年底，公司受限资产共计 97.86 亿元，占资产总额的 39.54%，受限资产占比较高。具体金额和受限原因如下表所示。

表11　截至2017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	18.73	银行承兑汇票、信用证保证金等
长期股权投资	15.99	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	1.83	抵押担保
存货	21.75	质押给中行、农行
固定资产	29.56	融资租赁、银行抵押、公司债质押
合计	**97.86**	--

资料来源：公司审计报告

总体看，公司流动资产与非流动资产较为均衡，其中流动资产中货币资金规模较大，存货大幅增长对资金占用明显，非流动资产则以固定资产为主。考虑到公司存货受国际油价波动影响，且受限资产占比较高，整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

流动负债

截至 2017 年底，公司负债总额 173.66 亿元，较年初减少 1.29%，其中流动负债和非流动负债分别占 80.67%和 19.33%，流动负债占比高。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 140.08 亿元，较年初增长 2.19%。主要由短期借款（占比 34.92%）、应付票据（占比 32.25%）、预收款项（占比 9.44%）、应交税费（占比 5.04%）和一年内到期的非流动负债（占比 11.82%）构成。

截至2017年底，公司短期借款48.92亿元，较年初增长47.80%，短期借款中保证借款占比83.67%，抵押借款占比 2.96%，质押借款占比 13.29%，以保证借款为主。公司短期借款大幅增加主要系部分银行变更了授信品种，将票据类融资转变为短期借款融资，同时增加授信使用额度所致。截至 2017 年底，公司应付票据为 45.18 亿元，较年初减少 14.25%。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 2017 年底，公司应付账款为 6.60 亿元，较年初大幅减少 63.74%，主要系年底结清了大量工程款所致。

截至 2017 年底，公司预收账款为 13.22 亿元，较年初增长 79.57 %，主要系部分预收货款尚未交割货物造成预收油款增加，另外还有部分预收房款所致。

截至 2017 年底，公司应交税费为 7.06 亿元，较年初增长 3.66 %。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 16.56 亿元，较年初增长 65.42%，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 2017 年底，公司非流动负债合计 33.57 亿元，较年初减少 13.57%，主要由长期借款（占比 21.30%）、应付债券（占比 44.58%）和长期应付款（占比 33.37%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款为 7.15 亿元，较年初减少 2.04%。公司长期借款还款日期分布在 2019 年、2020 年和 2021 年，到期金额分别为 1.55 亿元、3.80 亿元和 1.50 亿元，集中度一般。

截至 2017 年底，公司应付债券仍为“16 鲁万通”和“16 鲁通 02”，票面利率分别为 6.50%和 5.97%。公司应付债券为 14.97 亿元。

截至 2017 年底，公司长期应付款 11.20 亿元，较年初减少 31.44%，主要系部分长期应付款转入一年内到期的非流动负债所致。

全部债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务规模为 143.98 亿元，较上年增长 7.15%，其中短期债务占比 76.86%，长期债务占比 23.14%。公司债务结构以短期债务为主，债务结构有待改善。公司资产负债率 70.17%、全部债务资本化比率 66.11%、长期债务资本化比率 36.52%，均较年初小幅下降，但公司债务负担仍较重。

总体看，2017 年，公司债务规模上升，但负债率水平有所下降，但公司债务负担仍属较重，以短期债务为主，债务结构有待优化。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 73.82 亿元，较年初增长 10.11%，主要系未分配利润增加所致。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益合计 73.13 亿元，占比 99.06%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本和资本公积均未发生变动。归属母公司的所有者权益中实收资本占 16.38%、资本公积占 29.47 %、未分配利润占 47.07 %、盈余公积占 5.65 %、专项储备占 1.42%。

总体看，公司利润留存导致所有者权益有所上升，未分配利润占比较高，稳定性有待提升。

3. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 178.87 亿元，较上年减少 5.16%；公司营业成本为 163.02 亿元，较上年减少 5.13%，变动与营业收入变动基本一致；公司实现利润总额 7.76 亿元，较上年增长 14.45%，主要系投资收益增加所致；公司实现归属于母公司所有者的净利润为 6.44 亿元，较上年增长 31.71%。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用合计 9.72 亿元，较上年减少 10.03%，主要系销售费用和财务费用减少所致。从各项费用看，财务费用占比最大为 70.13%，管理费用占比 19.03%。销售费用 1.05 亿元，较上年减少 31.97%，主要系运杂费大幅减少所致；由于安全生产专项储备增加，同时，人员薪酬增长导致公司管理费用较上年增长 6.49%；公司财务费用 6.81 亿元，较上年减少 9.32%，主要系本年发生的贴现利息支出较少所致。公司费用收入比为 5.44%，较上年下降 0.29 个百分点，期间费用控制能力较好。

2017 年，公司投资收益为 2.78 亿元，较上年增长 107.24%，主要系可供出售金融资产在持有期间的收益增长，同时，权益法核算的长期股权投资收益增加，投资收益占营业利润的 36.19%，投资收益显著提升营业利润水平。

2017 年，公司营业外收入 0.11 亿元，较上年减少 82.60%，主要系政府补助的减少所致。2017 年占利润总额的比重为 1.35%，公司利润总额对营业外收入的依赖性低。

2017 年，公司营业利润率为 8.32%，营业利润率小幅下降 0.22 个百分点。公司净资产收益率为 9.16%，总资产报酬率为 5.65%，总资产收益率 5.98%，均较上年有不同程度提升。

总体看，2017 年，公司收入有所下降，主营业务盈利能力保持稳定，受益于投资收益大幅增加，公司盈利规模较上年大幅增长，同时，各项盈利指标有所提高。

4. 现金流

经营活动方面，由于 2017 年公司收入减少，经营活动现金流入量为 215.18 亿元，较上年减少 10.15%；经营活动现金流出量 202.53 亿元，较上年减少 8.93%，受上述因素影响，公司经营活动产生的现金流量净额 12.65 亿元，净流入规模较上年减少 25.94%。从收入实现质量上看，公司的现金收入为 118.02%，较上年下降 4.65 个百分点，收入实现质量较高。

投资活动方面，2017 年公司投资活动有所减少，全年公司投资活动现金流量净流出 9.32 亿元，较上年减少 67.61%。2017 年，公司投资活动现金流入 1.43 亿元，较上年增长 3.34%；投资活动现金流出 10.75 亿元，较上年减少 64.34%。

筹资活动方面，由于投资活动资金流出减少，一定程度减轻了公司融资压力，全年公司筹资活动现金流量呈现较大幅度减少。2017 年，公司筹资活动产生的现金流入 127.37 亿元，较上年减少 31.54%；公司筹资活动现金流出 135.40 亿元，较上年减少 18.99%，资金流出主要为偿还债务。受上述因素影响，公司筹资活动产生的现金流量由净流入转为净流出，全年净流出 8.03 亿元。

总体看，2017 年公司经营性现金流规模有所收缩，但仍保持较大规模净流入，为公司投资活动和偿还债务提供一定支持，全年公司投资活动减少，筹资活动净流出较多。

5. 偿债能力

在短期偿债能力指标方面，2017 公司流动比率由上年的 0.91 倍降至 0.89 倍；速动比率由上年的 0.58 倍降至 0.36 倍；公司经营现金流动负债比率由 12.46%降至 9.03%，主要系经营活动现金流量

净额减少所致；公司现金短期债务比由 0.49 倍降至 0.21 倍，主要系公司货币资金大幅减少所致。整体看，随着公司短期债务增长，公司短期偿债能力下降，公司短期偿债能力属一般。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 20.37 亿元，较上年增长 13.67%，其中利润总额占比 38.11%、计入财务费用的利息支出占比 29.86%、摊销占比 1.39%、折旧占比 30.64%。2017 年，公司 EBITDA 利息保障倍数由 3.39 倍降至 3.35 倍；EBITDA 全部债务比由 0.13 倍升至 0.14 倍，较为稳定。公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年 3 月底，公司尚未履行及未履行完毕的对外担保总额 11.78 亿元（见附件 2），占净资产的 15.96%，担保比率较高，存在一定的或有负债风险。截至 2017 年底，公司对外担保单位主要为公司上下游相关主体，2017 年未发生代偿事件。

截至 2017 年底，公司已取得银行授信额度共计 118.75 亿元，尚未使用的授信额度为 29.39 亿元，公司间接融资渠道较畅通。

截至 2017 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 2018 年 4 月 25 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；9 笔关注类贷款记录；无未结清不良或关注类信贷信息记录。

总体看，公司目前债务负担较重，偿债能力有所下降，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，可对债务偿还形成保障，公司整体偿债能力很强。

七、公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年底，公司现金类资产 22.78 亿元，为债券本金（15 亿元）的 1.52 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；所有者权益 73.82 亿元，约为债券本金（15 亿元）的 4.92 倍，公司净资产对本次债券的按期偿付的保障能力强。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 20.37 亿元，为债券本金（15 亿元）的 1.36 倍，对公司债券的保障能力较强。

从现金流情况来看，2017 年，公司经营活动现金流入量为 215.18 亿元，经营活动现金净流入 12.65 亿元，分别为债券本金（15 亿元）的 14.35 倍和 0.84 倍，公司经营活动现金流入量和净额对本次债券的保障能力强。

公司实际控制人王军先生为“16 鲁万通”和“16 鲁通 02”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的个人信用报告，王军先生资信状况良好，其所持公司及海欣控股的股权未受到权利限制。

根据 2018 年 4 月 3 日北京中天华资产评估有限责任公司出具的评估报告：“16 鲁万通”和“16 鲁通 02”抵押物 140 万吨/年连续重整装置和催化柴油汽油质量升级装置评估价值合计 17.90 亿元，约为本报告跟踪债券本金（15 亿元）的 1.19 倍，抵押资产对本报告跟踪债券本金保障能力很强，但石化装置实际处置较复杂。

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“16 鲁万通”、“16 鲁通 02”的偿还能力仍属很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为山东大型民营地炼企业之一，在经营规模、原材料保障和产业链延伸等方面仍具备一定竞争优势。2017 年，公司权益规模增长，受益于炼化行业景气度提升，利润规模大幅增长，经营活动现金流状况佳，整体经营情况稳定。同时，联合评级也关注到公司原油加工量偏低、客户需求下降导致部分产品产量和收入有所减少、债务负担较重、关联交易占比高、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。

2017 年，投资收益对公司利润贡献较大，未来随着燃料油、成品油输油工程完工并投入使用，公司竞争能力有望增强，经营情况将保持稳定。

公司实际控制人保证担保和以及“140 万吨/年连续重整装置、催化柴油汽油质量升级装置”抵押担保对“16 鲁万通”和“16 鲁通 02”的偿付有一定积极影响。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时，维持“16 鲁万通”和“16 鲁通 02”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　山东万通石油化工集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	242.98	247.48
所有者权益（亿元）	67.04	73.82
短期债务（亿元）	95.80	110.66
长期债务（亿元）	38.58	33.32
全部债务（亿元）	134.38	143.98
营业收入（亿元）	188.59	178.87
净利润（亿元）	4.86	6.45
EBITDA（亿元）	17.93	20.37
经营性净现金流（亿元）	17.08	12.65
应收账款周转次数（次）	44.12	27.13
存货周转次数（次）	3.35	2.72
总资产周转次数（次）	0.82	0.73
现金收入比率（%）	122.67	118.02
总资本收益率（%）	5.21	5.98
总资产报酬率（%）	5.25	5.65
净资产收益率（%）	8.01	9.16
营业利润率（%）	8.54	8.32
费用收入比（%）	5.73	5.44
资产负债率（%）	72.41	70.17
全部债务资本化比率（%）	66.72	66.11
长期债务资本化比率（%）	36.52	31.10
EBITDA 利息倍数（倍）	3.39	3.35
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.14
流动比率（倍）	0.91	0.89
速动比率（倍）	0.58	0.36
现金短期债务比（倍）	0.49	0.21
经营现金流动负债比率（%）	12.46	9.03
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.20	1.36

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、全部债务计算中包含其他科目中付息项。

附件 2　截至 2018 年 3 月底公司对外担保情况表

被担保方	担保余额（亿元）	到期日	是否互保	是否关联方
富海集团有限公司	0.40	2019.2.1	是	否
富海集团有限公司	0.70	2018.12.17	是	否
东营华联石油化工厂有限公司	1.00	2019.2.4	是	否
山东龙源石油化工有限责任公司	0.10	2018.7.26	是	否
山东龙源石油化工有限责任公司	0.20	2018.7.13	否	否
山东龙源石油化工有限责任公司	0.34	2018.9.4	是	否
山东龙源石油化工有限责任公司	0.16	2018.9.5	是	否
山东龙源石油化工有限责任公司	0.25	2018.5.10	是	否
山东龙源石油化工有限责任公司	0.40	2018.10.11	是	否
东营朕盛工贸有限责任公司	0.08	2019.1.30	否	否
胜利油田大明集团有限公司	1.00	2019.3.15	是	否
胜利油田大明集团有限公司	0.30	2018.9.30	是	否
胜利油田大明集团有限公司	0.45	2018.8.14	是	否
东营市港城管网有限公司	0.29	2018.7.30	是	否
东营市利通沥青化工有限责任公司	0.50	2019.1.15	是	是
东营市利通沥青化工有限责任公司	0.30	2019.1.18	是	是
东营利源新能源集团有限公司	0.50	2019.1.28	是	是
东营利源新能源集团有限公司	0.20	2018.6.4	是	是
东营利源新能源集团有限公司	1.00	2018.5.24	是	是
东营利源新能源集团有限公司	2.00	2018.7.10	是	是
合计	**10.16**	--	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

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 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。