山东万通石油化工集团有限公司
公开发行公司债券 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	2018 年 6 月 21 日
16 鲁通 02	8.6 亿元	5 年	AA	AA	2018 年 6 月 21 日

跟踪评级时间：2019 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	2018 年
资产总额（亿元）	242.98	247.48	241.96
所有者权益（亿元）	67.04	73.82	79.59
长期债务（亿元）	38.58	33.32	43.77
全部债务（亿元）	134.38	143.98	137.37
营业收入（亿元）	188.59	178.87	173.56
净利润（亿元）	4.86	6.45	4.33
EBITDA（亿元）	17.93	20.37	19.28
经营性净现金流（亿元）	17.08	12.65	6.96
营业利润率（%）	8.54	8.32	8.52
净资产收益率（%）	8.01	9.16	5.64
资产负债率（%）	72.41	70.17	67.11
全部债务资本化比率（%）	66.72	66.11	63.32
流动比率（倍）	0.91	0.89	1.06
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.14	0.14
EBITDA 利息倍数（倍）	3.39	3.35	3.51
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.20	1.36	1.29

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“万通石化”）在装置加工能力和原材料保障等方面仍具备一定竞争优势。2018 年，公司 195 万吨/年进口原油使用配额获批，增强了原料供应保障能力，公司权益规模增长，债务负担有所减轻，经营活动产生的现金持续净流入。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到 2018 年公司装置停产时间较长、公司账面资金持续减少、再融资空间较小、债务负担较重且 2019 年面临债券集中回售压力、公司对外担保规模仍然较大、可供出售金融资产面临减值、较大规模股权转让款未收回等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2018 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．公司装置规模较大，仓储、管线和港口码头等产业配套较为完善，为公司业务开展提供便利，2018 年，公司盈利保持在较高水平。

2．2018 年 11 月，经国家发改委批准，公司获得每年 195 万吨进口原油使用配额，进一步完善了公司原料供应保障体系。

3．跟踪期内，公司主业保持盈利，净资产规模持续增长，收入实现质量较高，经营活动

产生的现金呈净流入态势，为公司债务偿还提供一定保障。

关注

1．2018 年，公司装置停产时间较长，对公司收入有一定不利影响。同时，公司采购和销售中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。

2．跟踪期内，公司负债率有所下降，但截至 2018 年底，公司债务负担仍属较重，2019 年公司债券面临回售，现金类资产对短期债务保障能力较弱；同时，公司对外担保规模较大，公司以及担保对象因互保涉诉，存在一定的或有负债风险。

3．2018 年，公司可供出售金融资产中部分所投资的企业经营情况不佳，该部分资产或将面临减值甚至无法收回的风险。公司存货规模大，经营占款较多，同时，部分存货已被质押，限制了公司再融资空间，增加了公司流动性压力。

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。

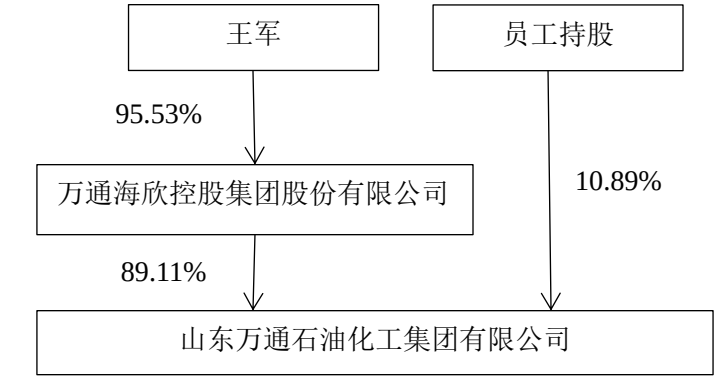
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

山东万通石油化工集团有限公司（以下简称“万通石化”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 2019 年 3 月底，公司注册资本为 13.11 亿元，万通海欣控股集团股份有限公司（以下简称“海欣控股”）持有 89.11%的股权，公司实际控制人为王军先生，截至 2019 年 5 月底，海欣控股持有公司的股权质押了 4.83 亿股。

图 1　截至 2019 年 5 月底公司股权结构图



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2018 年以来，公司经营范围未发生重大调整。截至 2018 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为 20 家，在职员工共计 3,000 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 241.96 亿元，负债合计 162.37 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）79.59 亿元，其中归属于母公司所有者权益 78.72 亿元。2018 年，公司实现营业收入 173.56 亿元，净利润（含少数股东损益）4.33 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.39 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.96 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.90 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：刘洪涛。

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 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。跟踪期内，本期债券付息情况正常。

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 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。跟踪期内，本期债券付息情况正常。

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。公司以子公司东营利源环保科技有限公司的 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”全体债券持有人，作为债券的保障措施。

2018 年 11 月 8 日，公司发布公告称，因公司公开发行的“16 鲁通 02”二级市场价格波动异常，为保护投资者权益，公司决定暂停“16 鲁万通”和“16 鲁通 02”竞价系统交易。截至目前，上述债券未能恢复竞价交易，且未来尚无明确恢复竞价交易安排

三、行业分析

公司主营业务为石油炼化所生产的汽油、柴油、燃料油、天然气和沥青等产品，属于石油化工行业中的炼油行业。

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。

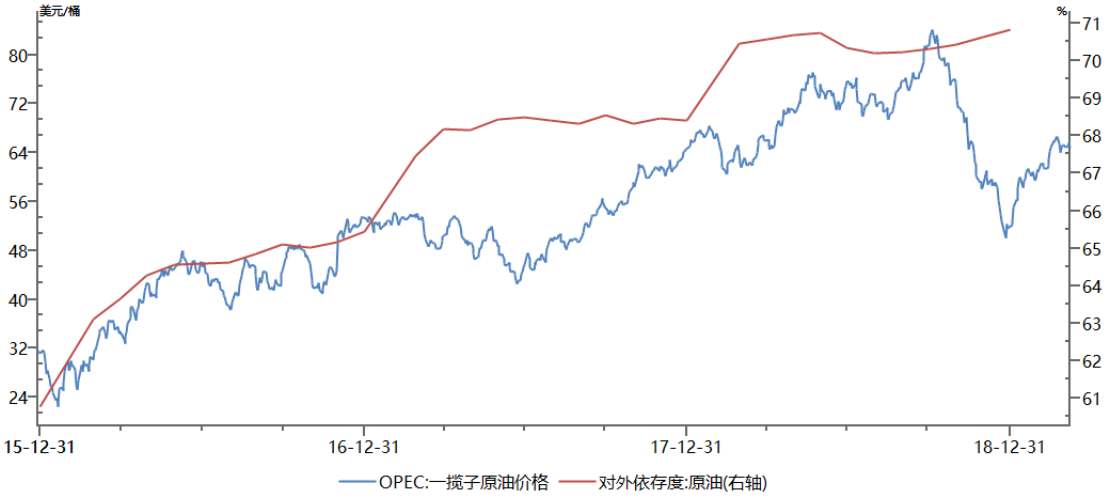
总体看，2018 年，炼油行业大力淘汰落后产能，发展先进产能，呈现出基地化、园区化、差异化、绿色化发展的特点，税收监管趋严，行业竞争进一步规范，行业发展水平不断提升。

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



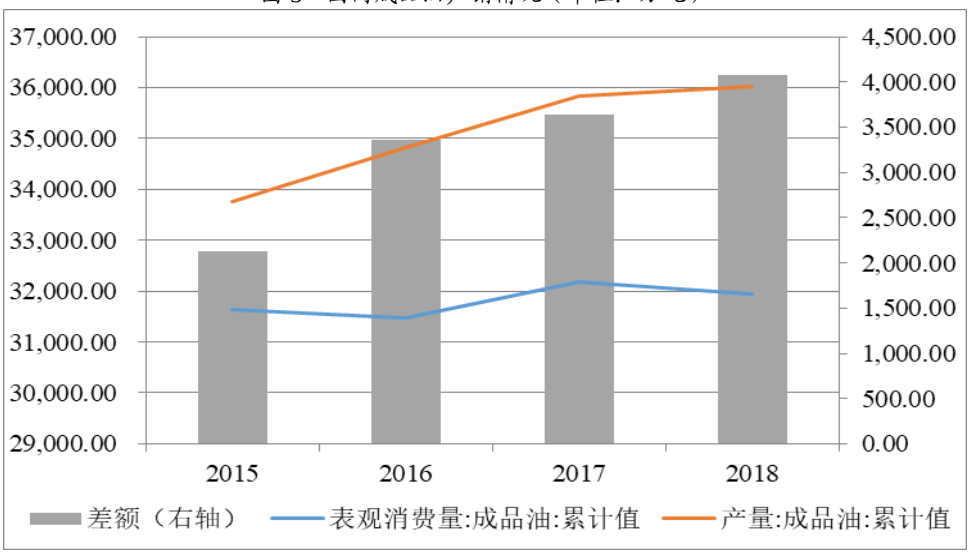
资料来源：Wind

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、公司治理

跟踪期内，公司执行董事由王凯变更为刘洪涛。

刘洪涛先生，1982 年 7 月生，中专学历，中共党员。2006 年 2 月至 2009 年 7 月在山东万通石油化工集团有限公司沥青改质车间工作；2009 年 7 月至 2012 年 5 月在山东万通石油化工集团有限公司沥青改质车间任车间主任；2012 年 5 月至 2018 年 7 月任山东万通石油化工集团有限公司总经理助理；2018 年 7 月至今任山东万通石油化工集团有限公司法定代表人、执行董事。

总体看，跟踪期内公司部分高管职务调整未对生产经营产生不利影响。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司主营业务未发生变化，全年实现营业收入 173.56 亿元，同比减少 2.97%，主要系

2018 年客户需求减少、基于安全环保检查和效益综合考虑公司延长了设备检修时间所致。2018 年，公司实现营业利润 7.07 亿元，同比减少 7.94%，主要系公司投资收益减少所致。

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、丙烯、液化气和油品贸易）在公司主营业务收入中占比为 92.55%，是公司最主要的收入来源，主业突出。公司产品根据市场需求生产和销售，2018 年公司柴油和液化气收入增长较多，分别较上年增长 73.19%和 11.04%；汽油、沥青和丙烯等产品因客户需求减少同时停产检修原因导致收入较上年分别下降 8.43%、30.29%和 4.20%；2018 年公司无燃料油销售，主要系 2018 年消费税监管加强，公司生产成品油附加值相对较高所致。其他板块主要包括油品贸易、仓储、装卸费、地产及其他业务等，2018 年实现收入 74.16 亿元，其中含 61.22 亿元混合芳烃、重质油、燃料油等油品贸易，在公司装置检修期间公司做了较多油品贸易收入，油品贸易收入同比增长 3.06%。

表 1　公司营业收入和毛利率情况（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
汽油	15.56	8.25	9.15	21.59	12.07	7.68	19.77	11.39	7.71
柴油	23.07	12.23	9.21	17.98	10.05	7.81	31.14	17.94	7.72
沥青	56.40	29.91	8.65	53.32	29.81	7.69	37.17	21.42	7.73
燃料油	18.14	9.62	8.13	5.81	3.25	7.19	--	--	--
丙烯	1.91	1.01	8.46	1.43	0.80	7.74	1.37	0.79	7.47
液化气	2.24	1.19	9.03	8.97	5.02	7.30	9.96	5.74	7.25
其他	71.28	37.79	9.11	69.77	39.00	10.75	74.16	42.72	11.44
合计	**188.59**	**100.00**	**8.89**	**178.87**	**100.00**	**8.86**	**173.56**	**100.00**	**9.28**

资料来源：公司提供，联合评级整理。
注：其他板块收入主要由仓储、装卸费、地产及其他业务构成。

从盈利水平来看，2018 年，公司各项业务毛利率较上年变动较小，综合毛利率为 9.28%，较上年上升 0.42 个百分点，毛利率基本保持稳定。公司其他业务含大量油品贸易，公司借助自身采购渠道和港口码头、仓储罐区、输油管线等优势，油品贸易毛利率高达 7.22%，显著高于一般贸易毛利率水平。

总体看，2018 年公司收入有所下降，营业收入仍以石油炼化为主，业务收入受客户需求以及停产检修影响增减变动较大，各项业务盈利水平较上年变动不大。

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。2018 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，由于公司 2018 年根据安排停产检修五个月，公司产能利用率不高。

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。2018 年由于装置检修，多数产品产量同比有所减少，同时，公司根据客户需求调节产品产出，主要产品中柴油、丙烯和液化气产销形势较好，分别较上年提高 35.69%、18.69%和 5.90%。汽油、沥青、燃料油产量均有不同程度下降。其他副产品名目繁多，公司未能细化统计，2018 年产出 239.07 万吨，同比增长 15.23%。

表 2　公司石化板块的主要产品产量（单位：万吨）

产品	2016 年	2017 年	2018 年
汽油	40.68	43.35	32.57
柴油	46.16	40.74	55.28
沥青	336.44	210.26	128.69
燃料油	50.25	14.08	0.00
丙烯	3.76	2.14	2.54
液化气	8.38	23.90	25.31
其他	145.50	207.48	239.07
合计	**631.17**	**541.95**	**483.46**

资料来源：公司提供
注：“其他”主要是丙烷、石油焦、混合芳烃、MTBE 等副产品。

总体看，2018 年由于装置检修停产时间较长总体原料油加工量大幅减少，公司产能利用率不高，公司根据客户需求调节产品生产。

（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未发生重大调整，2018 年由于客户需求减少、安全环保检查和效益综合考虑公司装置检修停产近 5 个月，较上年有所延长，全年公司采购原材料数量减少 20.51%至 474.75 万吨。公司主要采购原油、燃料油和沥青料等，从各原材料采购数量来看，根据原材料价格并结合生产经济性考虑，由于 2018 年原油和燃料油价格上涨较大，公司转而采购沥青和重质油较多，全年公司原油采购量同比减少 60.52%，燃料油采购量同比减少 38.73%，而采购沥青 164.50 万吨，同比增长 29.28%，其他原材料主要为混合芳烃、重质油等，2018 年采购 141.29 万吨，同比增长 29.14%。2018 年 11 月，公司 195 万吨/年进口原油使用配额获批，同时，公司与中石油燃料油有限责任公司有 500 万吨/年的原料油保供协议，公司整体原料供应有保障。

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具体油品质量定价。2018 年，受全年多数时间原油价格上行影响，公司原材料采购均价有不同程度上涨，具体情况见下表。

表 3　公司原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	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	94.13	3,995.64
燃料油	244.12	1,810.77	122.12	3,001.90	74.82	3,687.90
沥青	193.09	1,857.72	127.24	2,555.34	164.50	3,075.78
其他	61.71	1,986.84	109.41	3,178.94	141.29	3,486.45
合计	**677.44**	--	**597.22**	--	**474.75**	--

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、重质油等

2018 年，公司采购仍然主要通过贸易商，公司原油采购仍为预付或现款方式结算，预付比例根据当时价格以及公司争取货权意愿决定。从供应商集中度来看，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 74.61%，较上年上升 3.88 个百分点，采购集中度仍然较高，且供应商中东营利源新能源集团有限公司（以下简称“利源新能源”）和东营市利通沥青化工有限责任公司（以下简称“利通沥青”）与公司存在关联关系，公司供应商以关联方为主，主要系油品市场繁杂多样，公司为了规避与单一供应商交易量过大造成的不利影响，利通沥青和利源新能源分散采购量所

致，同时，公司与上述关联方之间支付方式多样化，银行承兑、信用证等方式均被认可，支付压力减小。

表 4　公司主要原材料供应商情况（单位：万元、%）

年份	供应商名称	采购金额	占采购总额比重
2016 年	东营市利通沥青化工有限公司	824,693.07	53.16
	中石油燃料油有限责任公司	155,578.64	10.03
	杭州正诺物资有限公司	118,243.97	7.62
	山东龙源石油化工有限责任公司	107,014.82	6.90
	辽宁华路特种沥青有限公司	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	477,275.90	28.32
	中石油燃料油有限责任公司	446,995.09	26.52
	山东龙源石油化工有限责任公司	112,394.11	6.67
	盘锦辽通化工有限责任公司	79,026.59	4.69
	山东科宇能源有限公司	76,428.20	4.53
	合计	**1,192,119.89**	**70.73**
2018 年	东营利源新能源集团有限公司	512,921.93	34.49
	东营市利通沥青化工有限责任公司	337,951.40	22.72
	中石油燃料油有限责任公司	137,688.18	9.26
	青岛泰丰海润石化有限公司	64,630.86	4.35
	中国石油化工股份有限公司胜利油田分公司	56,435.83	3.79
	合计	**1,109,628.20**	**74.61**

资料来源：公司提供
注：上表统计含有贸易，“利通沥青”股东王勇为子公司利津金顺油品有限公司的监事
“利源新能源”股东赵建桥为子公司东营利源环保科技有限公司的监事

总体看，2018 年，公司原材料采购量下降，采购价格整体上升，公司根据原材料价格调整了各项原材料采购数量，考虑到目前原油进口渠道畅通，公司的正常生产经营所需原材料市场供应较为充足。公司原材料采购的集中度依然较高，需关注与主要供应商之间的关联交易给企业经营独立性带来的不利影响。

（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，汽油、柴油、沥青系公司石油炼化板块的主要产成品。从产销率来看，公司采取以销定产策略，主要产品产销率均保持在 90%以上，但丙烯产品因整体产量小，期间内客户采购节奏变动对产销率影响较大，2018 年丙烯产销率仅有 76.56%。价格上由于公司产品与原油价格关系紧密，2018 年产品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，2018 年柴油销量大幅提升，全年实现销售 53.22 万吨，同比增长 33.15%。汽油销量较上年下降 29.16%；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	2018 年
汽油	销售均价	4,177.93	5,019.77	6,490.55
	销量	37.23	43.00	30.46
	产销率	91.52	99.19	93.51
柴油	销售均价	3,687.69	4,499.29	5,851.27

	销量	62.57	39.97	53.22
	产销率	127.3	98.11	96.28
沥青	销售均价	1,684.70	2,518.70	3,004.31
	销量	334.78	211.68	123.73
	产销率	99.51	100.68	96.14
燃料油	销售均价	3,287.20	4,125.58	--
	销量	55.20	14.07	--
	产销率	109.85	99.96	--
丙烯	销售均价	5,290.62	6,316.16	7,026.50
	销量	3.60	2.27	1.94
	产销率	95.75	105.83	76.56
液化气	销售均价	3,010.02	4,040.83	4,022.79
	销量	7.44	22.21	24.75
	产销率	88.81	92.91	97.80

资料来源：公司提供

公司以石油炼化板块为核心业务，除自身生产产品外，公司借助拥有的仓储物流、码头港口等较为完善的产业链配套设施，2018 年公司开展油品贸易获得收入 61.22 亿元，较上年增加 3.06%，稳定公司客户渠道的同时，增加了公司货物周转率。

表 6　公司石油炼化主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、万元）

交易品种	2016 年			2017 年			2018 年		
	交易量	交易均价	交易金额	交易量	交易均价	交易金额	交易量	交易均价	交易金额
重质油	51.65	1,945	100,470	59.90	2,082	124,710	111.28	3,125	347,786
原油	29.29	2,319	67,914	84.69	2,907	246,196	21.46	3,440	73,799
混合芳烃	9.28	3,857	35,794	22.75	4,499	102,372	23.11	4,508	104,188
低硫燃料油	109.87	3,287	361,163	29.26	4,126	120,723	23.55	3,669	86,397
石脑油	16.49	3,004	49,551	--	--	--	0.00	5,983	19
合计	**216.59**	--	**614,892**	**196.60**	--	**594,001**	**179.40**	--	**612,189**

资料来源：公司提供

从销售区域来看，公司区域集中度较高，仍以山东地区为主，并借助公司东营港码头和仓储优势向周边沿海城市延伸，具体情况如下表所示。

表 7　公司销售区域分布情况（单位：亿元、%）

2016 年				2017 年				2018 年			
排名	区域	金额	占比	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	1	山东	130.85	75.39
2	天津	16.66	8.83	2	辽宁	21.70	12.13	2	辽宁	13.68	7.88
3	辽宁	9.86	5.23	3	天津	12.07	6.75	3	江苏	9.56	5.51
4	浙江	9.52	5.05	4	河北	7.14	3.99	4	浙江	3.52	2.03
5	上海	7.48	3.97	5	浙江	5.28	2.95	5	上海	2.88	1.66
--	其他	15.17	8.04	--	其他	16.25	9.08	--	其他	13.07	7.53
合计		**188.59**	**100.00**	**合计**		**178.87**	**100.00**	**合计**		**173.56**	**100.00**

资料来源：公司提供
注：此表数据中包含贸易板块数据。

公司销售主要借助贸易商客户资源，交易量取决于公司当年自有客户销售情况，从客户集中度

来看，2018 年公司前五大销售客户占公司销售收入比重 49.39%，较上年提高 3.72 个百分点，其中前两大销售客户利通沥青和利源新能源为公司关联方，其销售收入合计占比为 45.62%。公司关联交易规模大。

表 8　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	5.30	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**
2018 年	东营市利通沥青化工有限责任公司	51.21	29.51
	东营利源新能源集团有限公司	27.96	16.11
	沈阳中商石油化工有限公司	2.44	1.41
	东营河口中海利兴石化产品销售有限公司	2.19	1.26
	东营明源化工有限公司	1.93	1.11
	合计	**85.73**	**49.39**

资料来源：公司提供

总体看，公司炼化产品主要销往山东地区，部分销往沿海城市，客户中利通沥青和利源新能源同时是公司最大的原材料提供商和下游客户且交易金额大，在定价和结算方式上可能存在关联方交易风险。

3. 经营效率

2018 年，由于公司停产检修期较长，对公司经营效率有一定不利影响。2018 年公司应收账款周转率由上年的 27.13 次降至 17.63 次；公司存货周转次数由 2.27 次降至 2.17 次；总资产周转次数由 0.73 次降至 0.71 次。与同行业公司相比，公司经营效率处于较低水平。

表 9　2018 年主要石油炼化上市公司经营效率指标情况（单位：次）

公司名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
富海集团有限公司	65.27	5.57	1.61
山东京博控股集团有限公司	33.95	12.38	2.25
山东富宇化工有限公司	37.23	15.60	2.87
东营市亚通石化有限公司	33.29	5.75	1.51
山东万通	18.76	2.17	0.71

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，上述表格内采用 Wind 数据。

总体看，2018 年公司经营效率下降，经营效率处于较低水平。

4. 在建项目

公司主要在建项目为东营港石化输油工程和 25 万吨/年混合烷烃脱氢项目，东营港石化输油工程计划总投资 8.03 亿元，截至 2018 年底，已投资 6.16 亿元，完工进度 92.00%，剩余投资 1.86 亿元，计划在 2019 年完成投入。混合烷烃脱氢项目，总投资约 16 亿元，其中使用银行贷款 10.3 亿元，截至 2018 年底，已投资超过 13 亿元，项目已基本建设完成，预计 8 月份投入试运行。

总体看，公司在建项目主要将服务于公司炼厂原料和油品输送，若能顺利完工将有助于提升公司竞争力，该在建项目投资已接近尾声，未来资本支出压力不大。

5. 关联交易

公司与利通沥青和利源新能源存在原料油购买和沥青销售、油品贸易的关联交易业务。公司反映其关联交易定价公允，往来产品依据同类产品市场行情同期价格变化定价。2018 年原材料与成品油价格变动较大，公司通过利用关联方的客户群与自身客户群相互结合以增加销售。

表 10　公司关联交易情况（单位：万元、%）

年份		2016 年	2017 年	2018 年
向关联方采购商品、接受劳务	金额	836,485.11	516,290.68	881,798.56
	占营业成本比例	48.68	31.67	56.00
向关联方销售商品、提供劳务	金额	727,765.30	572,068.10	795,732.57
	占营业收入比例	38.59	31.98	45.85

资料来源：公司提供

总体看，2018 年公司关联交易比例加大，一定程度上对公司经营独立性造成不利影响。

6. 重大事项

（1）转让参股公司股权

2018 年 9 月 30 日，公司与富海集团有限公司签订股权转让协议，公司将持有的东营联合石化有限责任公司 4.5 亿元股权以 8.10 亿元转让给富海集团有限公司制定的胜利油田天勤投资咨询有限责任公司，上述股权转让款公司已收到，相关手续已变更完成。

（2）转让控股子公司股权

2019 年 3 月 14 日，公司发布公告称，2019 年 2 月，公司与山东万通海欣港务集团有限公司就山东万通集团东营海欣仓储有限公司和山东万通集团东营港航有限公司的股权转让签订了协议，公司同意将其持有的山东万通集团东营海欣仓储有限公司 91.52%的股权和山东万通集团东营港航有限公司 100.00%的股权以认缴出资额作为本次交易对价，转让给山东万通海欣港务集团有限公司，上述交易对价合计 5.21 亿元人民币，公司称本次股权转让是为了更好的推进对外合作。截至目前，上述股权转让已完成工商登记变更。合同约定，上述转让款在转让协议签订日起 30 日内支付，但截至 2019 年 5 月末，上述交易对价尚未支付。

7. 经营关注

（1）公司业务集中于炼化及相关产业链，公司生产经营受国际原油价格影响较大，而目前世界政治经济环境不稳定因素仍然存在，未来，国际油价走势仍然难以预料，公司经营稳定性和抗风险

能力有待提升。

（2）公司上下游交易对手方以关联方为主，对公司经营独立性造成不利影响。

（3）2018 年以来，国家税务总局对成品油消费税征收监管趋严，以往通过倒票和变票的方式规避消费税行为或将逐步被禁止，在一定程度上增加了公司经营压力。

（4）近年来，随着国家沿海炼化基地的规划，以及大型炼化一体项目的兴起，国内炼化行业产业和竞争格局都在发生变化，未来传统炼化企业将面临新进入者更为激烈的竞争，竞争压力加大。

（5）炼化企业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，但近期化工类企业安全生产事故时有发生，未来，若安全防范措施不到位而发生事故，将会直接影响公司的经营和偿债能力。

8. 未来发展

公司仍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。

（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，公司发展方向未发生重大调整，公司主要沿着炼化上下游延伸。但实现上述目标在政策、资金以及行业环境等方面或存在一定不确定性。

六、财务分析

公司 2018 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。2018 年，公司合并范围减少东营万通海欣假日酒店有限公司和上海浩欣石油化工有限公司两家子公司；无新增合并主体。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强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 241.96 亿元，负债合计 162.37 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）79.59 亿元，其中归属于母公司所有者权益 78.72 亿元。2018 年，公司实现营业收入 173.56 亿元，净利润（含少数股东损益）4.33 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.39 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.96 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.90 亿元。

1. 资产质量

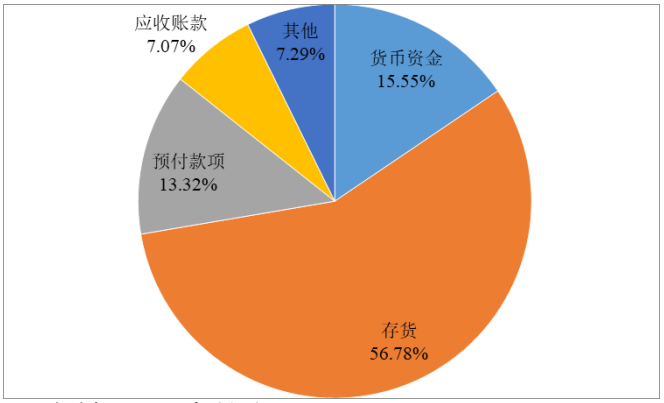
截至 2018 年底，公司资产总额 241.96 亿元，较年初减少 2.23%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 51.99%和 48.01%。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 125.79 亿元，较年初增长 0.69%。主要由货币资金（占比 15.55%）、预付款项（占比 13.32%）、应收账款（占比 7.07%）和存货（占比 56.78%）构成。具体情

况见下图。

图 4　截至 2018 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，货币资金账面价值为 19.56 亿元，较年初减少 14.07%，主要系银行承兑和信用证保证金减少所致。货币资金主要由银行存款 7.91 亿元和其他货币资金 11.63 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 2018 年底，应收账款账面价值为 8.89 亿元，较年初减少 7.58%，主要系公司年底加大款项催收力度所致。公司应收账款集中在关联方利通沥青，截至 2018 年末应收该公司货款期末余额 5.90 亿元，占应收账款余额 62.40%，主要为一年内应收货款，集中度很高。公司应收账款全部按余额百分比法计提 6%的坏账准备，截至 2018 年末，公司应收账款计提的坏账准备期末余额为 0.57 亿元。公司账龄 1 年以内的应收账款的占比 96.93%，账龄较短。

截至 2018 年底，预付款项账面价值为 16.76 亿元，较年初大幅增长 38.61%，主要系 2018 年底为争取货权增加了购买原料油预付比例所致，其中 8.43 亿元为预付给中石油燃料油有限责任公司的采购款。预付款项中 1 年以内的预付款项占比 72.54%；1~2 年预付款项占比 15.29%；账龄超过 2 年预付款占比 12.17%。

截至 2018 年底，存货账面价值为 71.42 亿元，较年初减少 3.44%。其中库存商品占比 38.97%、原材料占比 19.95%、自制半成品占比 11.41%、开发成本占比 15.99%、开发产品占比 13.67%，开发成本和开发产品主要为公司自建职工福利房项目，其中含万通大厦和少量商业配套，公司房产项目基本已建设完成且交付使用但未结转。公司存货未计提跌价准备，但近年来国际油价波动较大，存货中含大量油品，存在存货跌价风险。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 116.17 亿元，较年初下降 5.20%，主要由可供出售金融资产（占比 13.34%）、固定资产（占比 64.09%）和在建工程（占比 15.47%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 15.50 亿元，较年初无变动。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，公司未计提减值准备，但由于中国民生投资股份有限公司近期曝出较多负面舆论，该部分资产面临减值风险。

2018 年，公司将所持参股公司东营联合石化有限责任公司股权处置，账面 7.21 亿元；截至 2018 年底，公司长期股权投资为 0。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 74.45 亿元，较年初减少 6.86%，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 45.00%）和机器设备（占比 52.68%）构成。截至2018 年底，公司固定资产累计折旧为 27.22 亿元，固定资产成新率为 73.18%，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 20.88 亿元。

截至 2018 年底，公司在建工程账面价值为 17.98 亿元，较年初大幅增长 63.44%，主要系以东营港石化输油工程为主的在建项目投入所致。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值为 6.95 亿元，较年初大幅增长 15.34%，主要系购置土地使用权增加所致。

截至 2018 年底，公司受限资产共计 77.53 亿元，占资产总额的 32.04%，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 2018 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	11.63	银行承兑汇票、信用证保证金等
可供出售金融资产	10.93	股权质押，质押给民生租赁、银行
无形资产	2.56	抵押担保
存货	26.52	质押给中行、农行、建行、浦发行
固定资产	25.89	融资租赁、银行抵押、公司债质押
合计	**77.53**	--

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且较大规模存货已质押，账面非受限货币资金较少，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，以及可供出售金融资产减值风险较大，整体资产质量很一般。

2. 负债及所有者权益

流动负债

截至 2018 年底，公司负债总额 162.37 亿元，较年初减少 6.50%，其中流动负债和非流动负债分别占 72.89%和 27.11%，流动负债占比高。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 118.36 亿元，较年初减少 15.51%，多项流动负债科目均有不同程度减少。公司流动负债主要由短期借款（占比 36.26%）、应付票据（占比 34.41%）、预收款项（占比 8.35%）、应交税费（占比 5.77%）和一年内到期的非流动负债（占比 8.40%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款余额为 42.92 亿元，较年初减少 12.27%，主要系长期借款缓解部分短期融资压力所致。

截至 2018 年底，公司应付票据余额为 40.73 亿元，较年初减少 9.84%，其中银行承兑汇票占比 49.01%，信用证占比 49.53%。

截至 2018 年底，公司预收款项余额为 9.88 亿元，较年初大幅减少 25.30%，主要系年底部分货物交割造成预收油款确认收入，另外部分房地产项目交房所致。

截至 2018 年底，公司应交税费为 6.83 亿元，较年初减少 3.17%。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债余额为 9.94 亿元，较年初大幅减少 39.95%，主要系 2019 年需要偿还的长期借款和长期应付款较少所致。

非流动负债

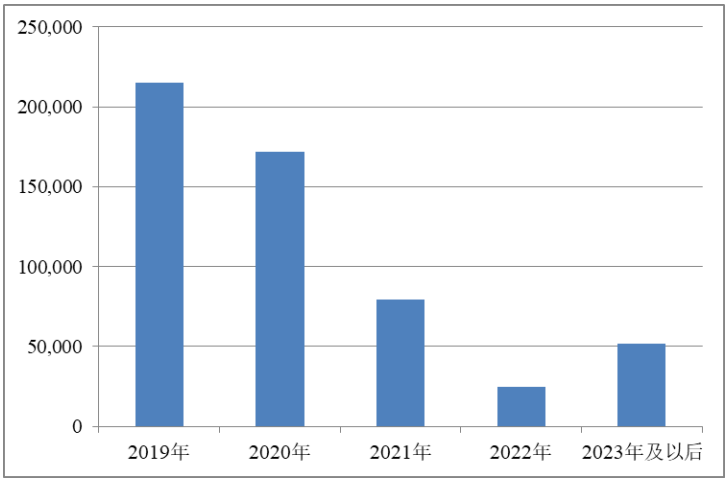
截至 2018 年底，公司非流动负债合计 44.01 亿元，较年初增长 31.09%，主要由长期借款（占比 40.67%）、应付债券（占比 34.06%）和长期应付款（占比 24.56%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款余额为 17.90 亿元，较年初大幅增长 150.35%，主要系 2018 年新增加了脱氢项目的项目贷款 10.33 亿元所致。

截至 2018 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 14.99 亿元。上述两只债券 2019 年将面临投资回售选择权，届时若投资者选择回售公司将面临较大集中偿付压力。

截至 2018 年底，长期应付款余额为 10.81 亿元，较年初减少 3.51%，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。

图 5　截至 2018 年底公司流动资产构成情况（单位：万元）



资料来源：公司提供数据联合评级整理。

注：债券考虑全额回售

全部债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务规模为 137.37 亿元，较上年减少 4.59%，其中短期债务占比 68.13%，长期债务占比 31.87%，债务结构较年初有所改善，但公司债务结构仍以短期债务为主若考虑债券回售因素，公司现有债务将在 2019 年面临集中到期。截至 2018 年底，公司资产负债率 67.11%、全部债务资本化比率 63.32 %、长期债务资本化比率 35.48 %，债务负担较年初小幅下降，但公司债务负担仍较重。

总体看，2018 年，公司债务规模下降，债务结构略有改善，公司债务负担有所减轻，但仍属较重且公司债券 2019 年面临回售，公司短期偿债压力较大。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 79.59 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 78.72 亿元，占所有者权益的 98.91%。归属于母公司的所有者权益中，归属母公司的所有者权益中实收资本占 15.29%、资本公积占 27.95%、未分配利润占 48.74%、盈余公积占 5.81%、专项储备占 2.05%。2018 年，公司实收资本和资本公积基本保持稳定。未分配利润 38.37 亿元，较年初增长 11.4%。

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

2018 年，公司实现营业收入 173.56 亿元，较上年减少 2.97%；公司营业成本为 157.46 亿元，较上年减少 3.41%，降幅高于收入降幅，成本控制较好；公司实现营业利润 7.07 亿元，较上年减少 7.94%，主要系投资收益减少所致；公司实现净利润 4.33 亿元，较上年大幅减少 32.93%，主要系公司转让联合石化股权后实际实现投资收益，需要在本年度内依据实现的收益计税导致所得税增加。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用合计 89.43 亿元，较上年减少 8.02%，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 68.32%；管理费用占比 24.54%。销售费用 0.64 亿元，较上年大幅减少 39.47%，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 18.64%至 2.19 亿元；公司财务费用 6.11 亿元，较上年大幅减少 10.39%，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 5.15%，较上年下降 0.28 个百分点，期间费用控制能力有所增强。

2018 年，公司投资净收益为 1.33 亿元，（占当年公司营业利润 18.76%），较上年大幅减少 52.29%，主要系 2018 年未获得中民投股权收益所致。投资收益对提升营业利润有一定积极影响。2018 年，公司发生营业外收支较少，对利润总额影响不显著，公司利润总额对营业外收入的依赖性低。

2018 年，公司营业利润率为 8.52%，小幅提高 0.20 个百分点，公司业务盈利表现较为稳定。由于净利润规模下降，公司净资产收益率为 5.64%，总资产报酬率为 5.13%，总资产收益率 4.52%，均较上年有不同程度下降。

表 12　2018 年主要石油炼化上市公司经营效率指标情况（单位：%）

公司名称	净资产收益率 ROE(平均)	总资产报酬率 ROA	销售净利率
富海集团有限公司	12.75	8.54	3.59
山东京博控股集团有限公司	14.23	9.42	2.59
山东富宇化工有限公司	18.32	15.38	3.61
东营市亚通石化有限公司	15.22	11.51	4.77
万通石化	**5.78**	**5.08**	**2.49**

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，上述表格内采用 Wind 数据。

总体看，2018 年，公司收入略有下降，主营业务盈利能力保持稳定，但投资收益减少同时应缴所得税增加导致净利润下降，公司各项盈利指标下降。

4. 现金流

经营活动方面，由于 2018 年公司收入减少，经营活动现金流入为 201.15 亿元，较上年减少 6.52%；经营活动现金流出 194.19 亿元，较上年减少 4.12%。受上述因素影响，公司经营活动产生的现金流量净额 6.96 亿元，净流入规模较上年减少 44.96%。从收入实现质量上看，公司的现金收入为 114.43%，较上年下降 3.59 个百分点，收入实现质量高。

投资活动方面，全年公司投资活动现金流入为 4.47 亿元，较上年大幅增长 211.49%，主要系 2018 年转让联合石化的股权所致。2018 年，公司投资活动现金流出 6.37 亿元，较上年大幅减少 40.78%，主要系 2017 年新增了对东营银行 3.99 亿元的投资，而 2018 年未有新增对外投资所致。投资活动现金净流出 1.90 亿元，较上年减少 79.59%。

筹资活动方面，公司筹资方式以金融机构借款为主，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，但由于存续债务较多，2018 年公司筹资活动现金流量仍有较大幅度增加。2018

年，公司筹资活动现金流入 159.93 亿元，较上年大幅增长 25.57%；公司筹资活动现金流出 161.23 亿元，较上年大幅增长 19.07%，主要为偿还债务支出。受上述因素影响，公司筹资活动产生的现金流量全年净流出 1.29 亿元，净流出规模较上年大幅减少 83.89%。

总体看，2018 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，全年公司投资活动净支出减少，筹资活动持续净流出。

5. 偿债能力

在短期偿债能力指标方面，2018 年公司流动比率由上年的 0.89 倍升至 1.06 倍；速动比率由上年的 0.36 倍升至 0.46 倍，流动资产对流动负债的保障能力有所增强；公司经营现金流动负债比率由 9.03%降至 5.88 %，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仍为 0.21 倍，现金类资产对短期债务的保障能力较弱。整体看，公司短期偿债能力下降，考虑到公司 15 亿元公司债券面临回售，短期存在流动性压力。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 19.28 亿元，较上年减少 5.35 %，其中利润总额占比 36.64%、计入财务费用的利息支出占比 28.49%、摊销占比 2.39%、折旧占比 32.48%。2018 年，公司 EBITDA 利息保障倍数由 3.35 倍提高至 3.51 倍；EBITDA 全部债务比仍为 0.14 倍。公司债务规模下降使长期偿债能力指标表现较为平稳，长期偿债能力一般。

截至 2018 年底，公司尚未履行及未履行完毕的对外担保总额 17.80 亿元（见附件 2），占净资产的 22.37%，担保比率高，且担保对象主要集中在东营地区，以炼化及上下游民营企业为主，担保对象集中度高。公司对外担保对象中存在因担保涉诉情况，这或将对公司以及担保对象带来一定不利影响。考虑到 2018 年以来地方金融机构信贷收紧使部分民营企业资金链断裂，投资者对东营地方趋于谨慎，一定程度增加了公司或有负债风险。

截至 2018 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，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年底，公司无重大诉讼仲裁事项。

根据公司提供的 2019 年 3 月 5 日查询的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1037050200008270A），跟踪期内，公司新增一笔 50.00 元人民币已结清欠息记录，主要系工作人员操作失误造成；新增一笔已结清关注类信用证记录 2.00 亿元。

总体看，由于公司债务负担较重，偿债指标表现一般，15 亿元公司债券 2019 年面临回售，进一步增加了公司短期流动性压力，同时，公司对外担保额度较大，且担保风险有所加大。跟踪期内，公司履约情况尚可，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 2018 年底，公司现金类资产 19.56 亿元，为本报告跟踪债券本金（15 亿元）的 1.30 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；所有者权益 79.59 亿元，约为本报告跟踪债券本金（15 亿元）的 5.31 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，2018 年，公司 EBITDA 为 19.28 亿元，为本报告跟踪债券本金（15 亿元）的 1.29 倍，对公司债券的保障能力较强。

从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动现金流入量为 201.15 亿元，经营活动现金净流入

6.96 亿元，分别为本报告跟踪债券本金（15 亿元）的 13.41 倍和 0.46 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，其所持海欣控股 95.53%的股权未受到权利限制。

根据 2019 年 3 月 29 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 17.07 亿元，约为本报告跟踪债券本金（15 亿元）的 1.14 倍，抵押资产对本报告跟踪债券本金保障能力较强，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”的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司主营业务未发生改变，公司在装置加工能力和原材料保障等方面仍具备一定竞争优势。2018 年，公司 195 万吨/年进口原油使用配额获批，增强了原料供应保障能力，公司权益规模增长，债务负担有所减轻，经营活动产生的现金持续净流入。同时，联合评级也关注到 2018 年公司装置停产时间较长、公司账面资金持续减少、再融资空间较小、债务负担较重且 2019 年面临债券集中回售压力、公司对外担保规模仍然较大、可供出售金融资产面临减值、较大规模股权转让款未收回等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2018 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	2018 年
资产总额（亿元）	242.98	247.48	241.96
所有者权益（亿元）	67.04	73.82	79.59
短期债务（亿元）	95.80	110.66	93.60
长期债务（亿元）	38.58	33.32	43.77
全部债务（亿元）	134.38	143.98	137.37
营业收入（亿元）	188.59	178.87	173.56
净利润（亿元）	4.86	6.45	4.33
EBITDA（亿元）	17.93	20.37	19.28
经营性净现金流（亿元）	17.08	12.65	6.96
应收账款周转次数（次）	44.12	27.13	17.63
存货周转次数（次）	3.35	2.72	2.17
总资产周转次数（次）	0.82	0.73	0.71
现金收入比率（%）	122.67	118.02	114.43
总资本收益率（%）	5.21	5.98	4.52
总资产报酬率（%）	5.25	5.65	5.13
净资产收益率（%）	8.01	9.16	5.64
营业利润率（%）	8.54	8.32	8.52
费用收入比（%）	5.73	5.44	5.15
资产负债率（%）	72.41	70.17	67.11
全部债务资本化比率（%）	66.72	66.11	63.32
长期债务资本化比率（%）	36.52	31.10	35.48
EBITDA 利息倍数（倍）	3.39	3.35	3.51
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.14	0.14
流动比率（倍）	0.91	0.89	1.06
速动比率（倍）	0.58	0.36	0.46
现金短期债务比（倍）	0.49	0.21	0.21
经营现金流动负债比率（%）	12.46	9.03	5.88
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.20	1.36	1.29

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 年底公司对外担保情况表

被担保方	担保余额（万元）	到期日	是否互保	是否关联方	是否因担保涉诉
富海集团有限公司	4,000.00	2020.2.1	是	否	否
富海集团有限公司	7,000.00	2019.12.17	是	否	否
富海集团有限公司	6,500.00	2019.4.18	是	否	否
东营华联石油化工厂有限公司	10,000.00	2019.2.4	是	否	否
山东龙源石油化工有限责任公司	3,440.00	2019.9.4	是	否	是
山东龙源石油化工有限责任公司	1,550.00	2019.9.5	是	否	是
山东龙源石油化工有限责任公司	4,850.00	2019.11.21	是	否	是
山东龙源石油化工有限责任公司	2,500.00	2019.11.5	是	否	是
山东龙源石油化工有限责任公司	2,500.00	2019.5.9	是	否	是
山东龙源石油化工有限责任公司	16,000.00	2019.8.15	是	否	是
山东朕盛能源有限公司	800.00	2019.1.30	是	否	是
山东朕盛能源有限公司	2,000.00	2019.1.8	是	否	是
山东朕盛能源有限公司	2,000.00	2019.1.17	是	否	是
山东科宇能源有限公司	4,700.00	2019.5.7	是	否	是
山东鸿基机械科技有限公司	2,990.00	2021.9.25	否	否	是
胜利油田大明集团有限公司	10,000.00	2019.3.15	是	否	否
胜利油田大明集团有限公司	3,000.00	2019.8.17	是	否	否
胜利油田大明集团有限公司	9,000.00	2019.7.19	是	否	否
东营市港城管网有限公司	2,900.00	2019.7.17	是	否	否
东营市利通沥青化工有限责任公司	5,000.00	2020.1.9	是	是	否
东营市利通沥青化工有限责任公司	4,800.00	2020.1.2	是	是	否
东营市利通沥青化工有限责任公司	3,000.00	2020.3.19	是	是	否
东营市利通沥青化工有限责任公司	13,000.00	2019.4.12	是	是	否
东营市利通沥青化工有限责任公司	10,000.00	2019.5.12	是	是	否
东营市利通沥青化工有限责任公司	10,000.00	2019.4.12	是	是	否
东营利源新能源集团有限公司	5,000.00	2020.1.13	是	是	否
东营利源新能源集团有限公司	2,000.00	2019.8.26	是	是	否
东营利源新能源集团有限公司	10,000.00	2019.5.24	是	是	否
东营利源新能源集团有限公司	19,500.00	2019.7.4	是	是	否
合计	**178,030.00**	--	--	--	--

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。