

信用等级公告

联合[2016]935 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山东万通石油化工集团有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，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拟面向合格投资者公开发行 2016 年公司债券的信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年七月二十日

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>

山东万通石油化工集团有限公司

公开发行 2016 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 15 亿元（含）

债券期限：不超过 5 年（含）

担保方式：资产抵押担保和个人连带责任保证担保

还本付息方式：按季付息、到期还本

评级时间：2016 年 7 月 20 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	130.94	193.62	216.87
所有者权益（亿元）	39.93	48.14	54.33
长期债务（亿元）	12.30	23.37	21.38
全部债务（亿元）	80.60	129.32	135.49
营业收入（亿元）	98.81	110.29	133.36
净利润（亿元）	2.96	2.20	3.67
EBITDA（亿元）	7.58	7.45	10.75
经营性净现金流（亿元）	5.32	15.20	19.55
营业利润率（%）	10.42	9.23	9.31
净资产收益率（%）	8.03	5.00	7.16
资产负债率（%）	69.50	75.14	74.95
全部债务资本化比率（%）	66.87	72.87	71.38
流动比率（倍）	1.05	0.98	0.86
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.06	0.08
EBITDA 利息倍数（倍）	2.33	1.84	2.02
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.51	0.50	0.72

注：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。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对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”）的评级，反映了其作为山东大型民营地炼企业之一，在生产规模、原材料保障、产品销售以及产业链延伸等方面具备一定的优势。近年来，公司资产规模和收入规模不断提升，整体经营情况良好。同时，联合评级也关注到国际原油价格波动、公司存货规模较大、债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司积极拓展毛利率较高的仓储租赁以及港口物流等业务，拓宽了收入来源，未来随着仓储二期的投产，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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司实际控制人王军先生为本次债券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”）为本次公司债提供抵押担保，评估价值对本次债券的覆盖倍数为 1.40 倍。上述债券保障条款对于本次债券的安全性有一定的积极作用。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司经营以石油炼化业务为主，又积极拓展了具有较大利润空间的仓储租赁和港口码头等业务，能够有效补充公司收入来源从而提升了整体抗风险能力。

2. 公司优越的地理位置、发达的海运交通以及输油管线的建立可有效降低原材料运

输成本。同时，公司拥有多元化的原材料采购渠道并积极与中石化签订战略合作协议，具有一定原料保障能力。

3. 公司石化产品具有一定需求刚性，产品销售较平稳，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. 石油化工行业周期性波动明显，2014年下半年以来，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。

2. 公司目前各类产品产能利用率整体水平较低，有一定的产能消化风险。此外，由于公司属于石油化工行业，面临着一定的安全生产风险。

3. 公司目前存货规模较大，有一定的资金占用压力和跌价风险；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；同时，2015 年公司盈利能力对投资收益的依赖性较大。

4. 公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

分析师

张连娜

电话：010-85172818

邮箱：zhangln@unitedratings.com.cn

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

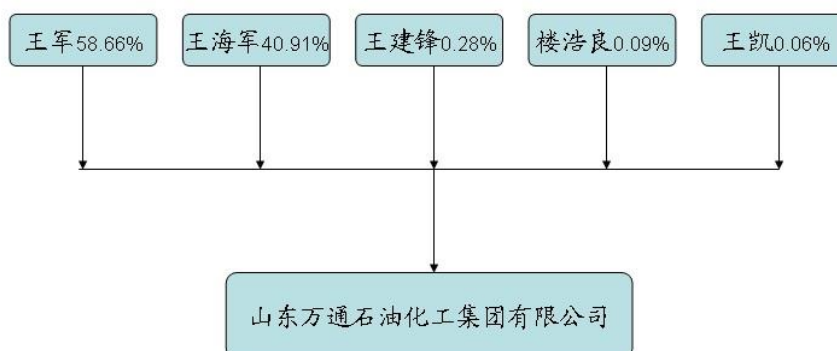


联合信用评级有限公司

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 2015 年底，公司注册资本为 5.28 亿元，股东分别为王军（股权比例 58.66%）、王海军（股权比例 40.91%）、王建锋（股权比例 0.28%）、楼浩良（股权比例 0.09%）和王凯（股权比例 0.06%），公司自然人股东间存在一致行动关系，公司实际控制人为自然人王军。

图 1 截至 2015 年底公司股权结构情况



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 $\geq 80^{\circ}\text{C}$ ）、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 2015 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（详见附件 1），拥有控股及全资子公司 22 家，在职员工共计 2,580 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 216.87 亿元，负债合计 162.53 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 54.33 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 53.61 亿元。2015 年公司实现营业总收入 133.36 亿元，净利润（含少数股东损益）3.67 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.65 亿元；经营活动产生的现金流量净额 19.55 亿元，现金及现金等价物净减少 2.74 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：王军。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“山东万通石油化工集团有限公司公开发行 2016 年公司债券”，预计发行规模不超过人民币 15.00 亿元（含 15.00 亿元），期限为不超过 5 年，采用分期发行，首期发行规模不超过人民币 10.00 亿元（含 10.00 亿元）。本次债券面向合格投资者公开发行，为固定利率债券，票面利率由公司与主承销商按照发行时网下询价结果协商一致，并经监管部门备案后确定。本次公司债券面值 100 元，平价发行，按季付息，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券由王军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（以下简称“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本次债券全体债券持有人，作为本次债券的保障措施。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集的资金在扣除发行费用后拟全部用于补充营运资金。

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）。

1. 行业概况

石油化工是化学工业的重要组成部分，它囊括了很多生产部门，如橡胶助剂行业、合成材料行业、农药行业、化肥行业等，在中国国民经济的发展中有重要作用，是中国的支柱产业部门之一。石化工业的持续高速发展，能有效地推动农业、机械、建筑、轻纺等相关产业的发展，从而促使整个国民经济高速发展。

在石化行业中，由于能供给地炼企业的原油很少，而原油进口渠道又被中央政府管制，因此地炼企业主要以加工进口的燃料油为主，占地炼企业总加工量的 60% 左右。燃料油加工收率较低，且需要缴纳消费税，压缩了地炼企业的利润空间，也出现了地炼行业只能作为补充国内油品供应的尴尬局面。但随着国内地炼行业的整体装置水平及一次加工能力的不断提升，这种局面正在不断改善。

目前，我国石化产业正处于其生命周期的快速成长期，成为世界石化工业发展最快的国家。2013 年，石化化工行业（不包括石油天然气行业和石化装备制造业）主营业务收入 12.94 万亿元，年增长率 8.94%，2014 年主营业务收入 14.06 万亿元左右，年增长 8.66%。我国石化化工产业已经从 2008 年金融危机以及大规模投资刺激双重影响下的不稳定状态，转向较为稳定、平缓发展的状态（年均保持 9~10% 的增长速度）。但是，随着安全环保压力不断加大，行业效益于 2015 年大幅下滑，2015 年主营业务收入 13.35 万亿元，较上年下降 5.05%。

从品种来看，2012 年以来，我国柴油产量占比有所下降，由 2012 年的 60.67% 下降为 2015 年的 53.82%，汽油和煤油产量占比上升，其中汽油由 2012 年的 31.74% 上升为 2015 年的 35.80%，柴油由 2012 年的 7.60% 上升为 2015 年的 10.50%。具体情况如下图所示。

图 2 2012~2015 年我国汽油、柴油、煤油产量占比变化



资料来源：隆众石化网，联合评级整理

总体看，近年来，我国石油化工行业仍处于成长期，预计未来随着我国经济社会发展进入新常态，石油化工行业将保持平稳发展态势。

2. 行业上下游

石油石化行业产品主要分为原油和天然气、石油产品和石化产品。原油和天然气产生于产业链上游，通过勘探与开发直接成为销售产品；石油产品通过炼制和加工原油获得，主要包括汽油、煤油、柴油等各类成品油和沥青、石蜡、焦炭等其他产品；化工产品通过加工石油产品获得，主要包括乙烯和丙烯等中间石化产品、合成树脂、合成橡胶、合成纤维等。

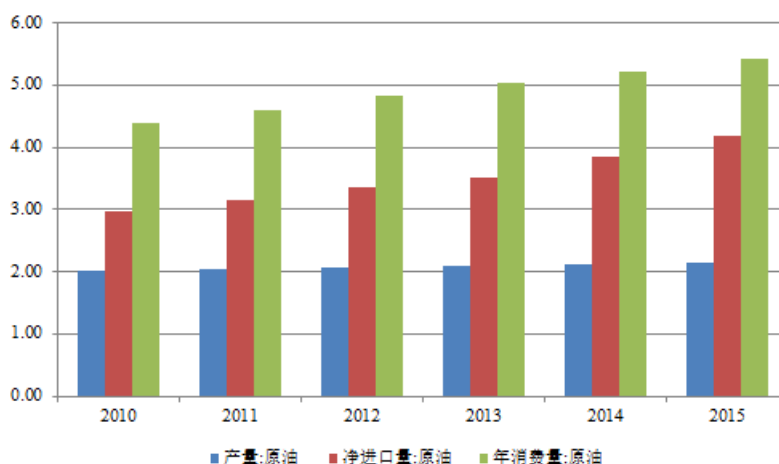
（1）行业上游

石油化工行业的主要原材料是原油。

从世界范围内看，全球油气资源地区分布很不均衡，消费增长平稳。目前，中东地区原油探明储量约为 7,996.1 亿桶，占同期世界原油总探明储量的一半左右，而亚洲和大洋洲地区的原油探明储量约为 4,536 亿桶，仅占同期世界原油总探明储量不到 5%。2015 年，发达国家的经济增长带动石油消费增长，全球石油需求量为 9,650 万桶/天，较 2014 年的 9,244 万桶/天增长 4.39%。2015 年，油气行业步入景气周期低谷，总体仍延续了原油、成品油、天然气供大于求，油价、气价两跌的“三大两跌”总趋势。世界经济复苏缓慢，主要经济体货币和财政政策趋向分化；欧佩克成员国增产保市场，美国非常规油气生产展现了较好的韧性，并未如预期减速，世界油气市场严重供大于需，价格低位运行。石油公司油气产量不降反升，业绩大幅下滑。

从国内情况来看，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。石油方面，根据世界石油大会的统计，我国石油可采资源量的丰度值（单位面积的地质储量）约为世界平均值的 57%，剩余可采储量丰度值仅为世界平均值的 37%，具有技术和经济意义上的石油资源相对不足。天然气方面，随着中国天然气需求的快速增长，其勘探开发力度也逐步加大，但仍存在着很大的供应缺口。据国家发改委资料显示，2015 年国内天然气产量 1,350 亿立方米，比上年同期增长 5.6%；天然气进口量 614 亿立方米，比上年同期增长 6.3%；天然气表观消费量 1,932 亿立方米，较上年增长 5.7%。我国原油供需情况如下图所示。

图3 2010~2015年我国原油供需状况（单位：亿吨）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

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。目前，原油价格整体处于低位，石油化工行业原料采购成本较低。

总体看，我国原油市场的对外依赖程度较高，世界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。

（2）行业下游

从下游需求来看，石油化工产品是当前能源的主要供应者，其相关产品在汽车、建材、家电、纺织和医药等基础工业中扮演着重要角色。2015 年，国内化工产品需求基本保持平稳，据 Wind 数据统计，国内合成树脂及合成橡胶表观消费量分别同比增长 7.55%和 5.28%，乙烯当量表观消费量同比增长 6.73%，合成纤维表观消费量同比下降 8.59%。

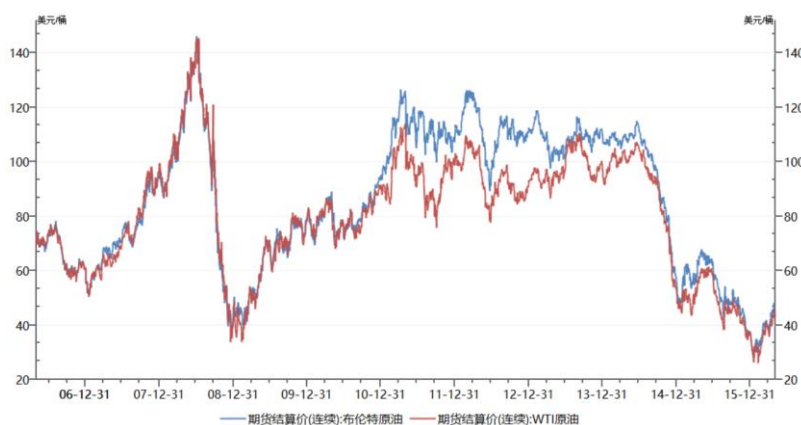
根据国家统计局统计，2011 年我国原油生产完成 20,365 万吨，同比增长 0.3%；完成原油加工量 44,774 万吨，增长 4.9%；原油进口 25,378 万吨，同比增长 6.0%；成品油进口 4,060 万吨，同比增长 10.1%。2012 年以来，在宏观经济走势缓中趋稳的背景下，我国石油产品资源供需总量保持平稳增长。2013 年石油及制品零售 13,705 万吨，同比增长 16.8%，呈现相对稳定态势；2014 年全年原油加工量达 5.02 亿吨，与 2013 年相比增长 5.3%；2015 年全年原油加工量增长 3.8%，增长至 5.22 亿吨，12 月份原油加工量 4,583 万吨，较 2014 年同期增长 2.7%。

总体看，下游各产业持续稳定的需求增长有助于促进石油化工行业健康、持续发展。

3. 定价机制

原油定价方面，由于国内市场原油经营主体较少，竞争并不充分，国内市场原油交易价格主要参照国际市场定价。根据原油组分不同选择对应的国际原油现货价格，目前主要参照标准主要包括迪拜（Dubai）、米纳斯（Minas）、杜里原油现货价格等，但基本与纽约 WTI 期货价格保持同步趋势。

图 4 2006 年~2016 年 4 月伦敦布伦特和 WTI 原油期货结算价走势（单位：美元/桶）



资料来源：Wind 资讯

2008 年国际原油价格大幅波动对中国石油企业影响较大，中石化集团、中石油集团炼油板块均因此出现亏损。2009 年，国际原油价格相对平稳，自 4 月份以来基本在 60~80 美元/桶区间波动，在一定程度上缓解了炼油行业的经营压力。2010 年，国际原油价格继续保持相对稳定，WTI 期货价格基本在 70~90 美元/桶区间波动。由于政治原因导致利比亚 150 万桶日产量的原油停产，加上世界范围石油需求继续强劲增长，另有全球宽松货币政策的支持，三方面因素共同作用下，2011 年上半年，WTI 原油期货价格上涨了约 20%，达到 100 美元/桶左右。从全年情况看，2011 年纽约 WTI 原油期货交易价格在 74.95 美元/桶至 115.11 美元/桶之间，BRENT 原油期货的价格运行期间为 93.35 美元/桶至 126.66 美元/桶。2012 年世界经济持续低迷，WIT 原油期货价格出现大幅波动，从 3 月 108~109 美元/桶的高点跌至 6 月底 78 美元/桶的低位，下半年在 80~100 之间呈倒“U”型波动，最终年底收官于 91.82 美元/桶。进入 2013 年，WTI 原油期货价格有所上升，从年初的 92.92 美元/桶到 2 月 1 日上升至年内新高 97.77 美元/桶，随后出现一波下滑，但都维持在 87 美元/桶以内，并在 4 月 19 日开始持续震荡上行；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，而后在 2016 年初达到近年来最低点。截至 2016 年 5 月 31 日，原油价格升至 50 美元每桶。原油价格从 2016 年年初的持续回升，一定程度上提高了石油化工行业的原料采购成本。但目前，原油价格整体依然处于低位，石油化工行业原料采购成本较低，有利于行业整体发展。

成品油定价方面，成品油定价方面，2008 年 12 月，国家发改委出台了成品油价格和税费改革方案：当国际市场原油连续 22 个工作日移动平均价格变化超过 4%时，可相应调整国内成品油价格。具体调整方案为：当国际市场原油价格低于每桶 80 美元时，按正常加工利润率计算成品油价格。高于每桶 80 美元时，开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格。高于每桶 130 美元时，按照兼顾生产者、消费者利益，保持国民经济平稳运行的原则，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提。自 2008 年 12 月方案出台以来，成品油价格已经进行 10 降 15 升共计 25 次调整。2013 年 3 月 26 日，国家发改委发出《国家发展改革委关于进一步完善成品油价格形成机制的通知》（发改价格[2013]624 号，以下简称“通知”），“通知”提出进一步完善成品油价格形成机制，其中包括缩短调价周期由现行 22 个工作日缩短至 10 个工作日，并取消上行幅度 4%的限制，同时调价幅度如低于每吨 50 元时，不作调整，并纳入下次调价时累加或冲抵。根据国家发改委《关于进一步完善成品油价格形成机制有关问题的通知》（发改价格[2016]64 号），自 2016 年 1 月 13 日起，设定成品油价格调控下限为 40 美元/桶，建立

油价调控风险准备金，当国际市场原油价格低于 40 美元（含）调控下限时，国内成品油价格不再下调，未调金额全部纳入上述准备金，用于节能减排、提升油品质量及保障石油供应安全等方面；当国际市场原油价格高于 130 美元/桶（含）时，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，国内成品油价格原则上不提或少提。上述通知的下发，有助于稳定原油价格，保障石油行业稳定运行。

总体看，油价价格波动较为明显，目前处于低谷震荡的位置；随着新成品油定价机制的出台，市场价格将进一步稳定，使得炼油企业的利润空间更有保障，炼油企业在一定程度上能够规避国内外成品油价格“倒挂”所带来的亏损风险。

4. 行业竞争

石油石化行业主要可以分为石油和天然气勘探开发生产、石油炼制与油品销售、石化产品生产及销售三大板块。

石油属于国家重要战略资源，中国政府对于石油产品的开采及经营资格进行了行政约束。经过 1998 年的战略性重组，在原油经营领域，目前国土资源部仅允许中国石油化工集团公司（简称“中石化集团”）、中国石油天然气集团公司（简称“中石油集团”）、中国海洋石油总公司（简称“中海油”）和陕西延长石油（集团）有限责任公司（简称“延长石油”）从事原油的勘探和开采业务；中国联合石油公司（中石油集团下属子公司）、中国国际石油化工联合公司（中石化集团下属子公司）、中国中化集团（简称“中化集团”）和珠海振戎公司等四家国有公司控制了中国 90% 以上的原油进口业务。

目前以上几家国有石油公司控制了中国绝大部分的原油和天然气供应，其中，中石化集团的主要生产资产集中在中国东部、南部和中部地区；中石油集团的主要生产资产集中在中国北部和西部地区；中海油总公司的主要生产资产集中在中国沿海区域；延长石油主要集中于西北地区；中化集团主要负责海外原油和成品油的进口业务。

石油炼制与油品销售方面，目前中国成品油生产和销售主要由中石化集团和中石油集团控制，中海油、中化集团和延长石油成品油生产规模较小，在产品规模、销售终端和品牌知名度方面均无法与其相比，中石化集团和中石油集团对中国的成品油市场具有很强的控制力。石化产品生产及销售方面，目前国内石化产品供不应求，由于石化行业在产业链上的特殊优势及其市场供需状况，决定了该行业具有很强的议价能力，石化产品及其加工产品价格的增长幅度均高于原油价格的增长幅度。石化产品主要包括乙烯及其他衍生产品、合成树脂、合成纤维、合成橡胶、尿素等大类。

据中国石化联合会中小企业工作委员会发布的 2015 年中国石油和化工民营企业排行榜显示，2015 年中国石油和化工民营企业前十强分别是山东东明石化集团有限公司、浙江荣盛控股集团有限公司、利华益集团股份有限公司、江阴澄星实业集团有限公司、山东海科化工集团、山东京博控股股份有限公司、宝塔石化集团有限公司、山东金岭集团有限公司、滨化集团、山东玉皇化工有限公司，主要分布在汽油、柴油、烧碱等主要细分领域。

总体看，石油化工行业是资本密集型和技术密集型行业，项目投资金额大。目前国内探矿权、采矿权、成品油的经营等都需要得到政府的批准，主要参与者均为国有石油公司，市场主体较少，但规模很大，竞争并不激烈。

5. 行业政策

目前我国已经制定并实施了较为完善的石油化工管理政策，从而为行业的发展创造了良好的

政策环境。

2011 年 5 月,《石油和化学工业“十二五”发展指南》正式发布。同时指出,未来 5 年将是我国石油和化学工业结构调整和产业升级的重要时期,也是实现转变发展方式取得实质性进展的关键时期。“十二五”期间,针对传统领域的结构性过剩和高端领域的发展不充分,石化产业将进一步加大结构调整力度,优化产业结构,提升高附加值、高档化工产品在石化总产值中的比率,争取到“十二五”末期形成一批以战略性新兴产业为主导的增长点,把精细和专用化学品率提高到 45%以上。

2011 年 5 月,《产业结构调整指导目录(2011 年本)》中,鼓励发展 3 万吨/年及以上丁基橡胶、乙丙橡胶、异戊橡胶,溶聚丁苯橡胶、稀土系顺丁橡胶、丙烯酸酯橡胶及低多芳含量填充油丁苯橡胶等生产装置,合成橡胶化学改性技术开发与应用;限制发展新建 80 万吨/年以下石脑油裂解制乙烯、20 万吨/年以下苯乙烯(干气制乙苯工艺除外)、天然气制甲醇、100 万吨/年以下煤制甲醇生产装置(综合利用除外);限制新建 7 万吨/年以下聚丙烯(连续法及间歇法)、20 万吨/年以下聚乙烯、乙炔法聚氯乙烯、起始规模小于 30 万吨/年的乙烯氧氯化法聚氯乙烯、10 万吨/年以下聚苯乙烯、20 万吨/年以下丙烯腈/丁二烯/苯乙烯共聚物(ABS,本体连续法除外)生产装置。淘汰改性淀粉、改性纤维、多彩内墙(树脂以硝化纤维素为主,溶剂以二甲苯为主的 O/W 型涂料)涂料。

2012 年 2 月,工信部出台了《石化和化学工业“十二五”发展规划》,石化行业将继续保持稳定增长态势。从结构看,将加快产业结构调整,重点发展下游技术含量、产品附加值高的精细化工产业;高耗能、重污染基础子行业集中度将进一步提高;技术进度、节能减排将持续深化,从而对石化和化学工业企业在政策上构成利好和支持。

2014 年 11 月,财政部、国家税务总局联合印发《关于提高成品油消费税的通知》(财税〔2014〕94 号),将汽油、石脑油、溶剂油和润滑油的消费税单位税额在现行单位税额基础上提高 0.12 元/升;将柴油、航空煤油和燃料油的消费税单位税额在现行单位税额基础上提高 0.14 元/升。

2015 年 2 月 16 日,国家发改委发布了《国家发展改革委关于进口原油使用管理有关问题的通知》,将允许符合条件的地方炼油厂在淘汰一定规模落后产能或建设一定规模储气设施的前提下使用进口原油,油气改革“破垄断”趋势逐渐开始。原油进口权虽已放开,但目前符合炼能申请条件企业有限,或引发炼油企业并购加剧、行业内集中度的提高。

2015 年 6 月 1 日,国家发改委发布了《石油产业规划布局方案》,我国将抓好现有优势企业挖掘改造,提升产业效益;加快建设能源进口通道配套石化工程建设,充分发挥能源战略通道作用;优化提升石化产业基地,推动产业集聚高效发展;稳步开展现代煤化工升级示范,提高原料多元化水平。

2016 年 4 月 12 日,我国发布了《石油和化学工业“十三五”发展指南》,全行业主营业务收入年均增长将达到 7%左右,到 2020 年达到 18.4 万亿元。我国将有序推进石化产业基地建设,继续完善陆上原油进口通道配套石化项目。优化产品结构,增强综合竞争力。严格限制新增炼油能力,严格履行炼油项目环评及其他审核手续。加快淘汰 200 万吨及以下、油品质量和环保能耗不达标的落后装置。加快油品质量升级,健全油品质量标准体系,重点发展高附加值、绿色环保的合成材料。同时,我国将规划优化乙烯、对二甲苯、二苯基甲烷二异氰酸酯等重点产业布局,引导现代煤化工产业有序稳定发展。在化工行业落实“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等战略,培育新的竞争优势和增长点。

总体看,上述行业政策的出台促进和规范了石油化工行业的发展,并明确了行业发展方向。

6. 行业关注

原油价格大幅下跌

2014年6月中下旬以来，国际油价快速震荡下跌至五年以来最低水平，布伦特原油期货价格由2014年6月19号的高点115.06美元跌至2015年1月26号的最低点的47.57美元，导致大宗石化产品价格全线下跌，同时由于前期高价油库存较高、成品油价格数次下调等原因，原油开采行业效益增速大幅下滑。

炼油行业产能过剩

2015年，我国炼油一次加工能力的产能利用率为66.19%，其中部分地方炼油企业受原料供应和装置匹配能力限制平均产能利用率只有33%，而发达国家的产能利用率通常为85%左右。

安全环保压力大

近年来，随着我国工业经济和城镇化快速发展，原有的安全和职业卫生防护距离不断缩小，另一方面，随着生活水平的提高，人民群众对环保的要求不断提高，石化行业安全环保压力随之增大，城镇化与企业发展之间矛盾逐渐凸显。

产业安全形势严峻

石油化工行业关系国计民生，是国民经济的支柱产业。而目前我国石化行业从原料到产品对外依存度都较高。截至2015年底，我国原油对外依存度为60.77%，同比上升1.34个百分点；天然气对外依存度为31.48%，同比下降了1.3个百分点。下游产品中，对二甲苯、乙烯当量对外依存度分别为52.9%和51%；合成树脂、合成橡胶和合成纤维单体对外依存度分别为28%、20%和30.3%。

总体看，伴随原油价格大幅下跌，石油化工行业的原油开采行业利润空间下滑，有关行业出现产能结构性过剩的同时，石油炼化产能利用率有待提高。行业下游产品创新能力弱，安全环保压力较大、产业安全形势严峻。

7. 未来发展

石油化工行业未来重点的发展方向在于技术研发以保证资源的持续性以及环保性，其根本在于产业的不断升级。

在产业布局方面，我国将重点优化重大项目布局，依据《石化产业规划布局方案》，对二甲苯项目建设准入条件，从项目选址、工艺、装备、安全、环保等方面，对新建项目提出规范要求；并根据编制的现代煤化工发展规划和煤制烯烃行业规范条件，引导现代煤化工产业的有序稳定发展。同时，我国还将致力于推动石化行业两化深度融合，在大型石化企业开展智能制造试点示范，突破一批石化智能制造关键技术，以信息化改造传统产业，提高生产效率，降低成本，增强核心竞争力。另外，伴随着原油进口权的放开，炼油企业为达到炼能申请条件，可能进行一系列并购重组，将带来行业集中度的增加，同时国企进口权垄断将被打破，有利于国内炼油行业的长远发展。

在技术创新方面，我国未来将注重行业创新能力的提高，基础条件较好的炼化企业进行挖潜和技术改造，形成于区域市场需求相匹配的、符合国四、国V标准的成品油生产能力。依托战略性新兴产业等专项，鼓励石化新产品技术开发，支持精细化和专业化产品研发，培育新的增长点。

在安全环保水平方面，我国将鼓励大型石化企业带头履行社会责任，积极承担实施责任关怀的义务，引领全行业提高安全环保水平。

在国际合作方面，我国将扩大对外科技交流与合作，高水平引进石化先进技术装备，培育一

批油气开采、油气化工、煤化工等境外基地，提高资源能源保障能力，提升资源国深加工能力。

总体看，未来石化行业将积极适应市场需求和政策指导，进行内部挖潜和技术改造创新，努力培育新的增长点；此外也将在安全环保、国际合作、技术研发等方面加强投入；伴随着原油进口权的放开，行业集中度有进一步提高的趋势，未来行业整体将保持平稳发展。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是一家以石油化工、精细化工为主的民营石化企业。公司现拥有22家控股及全资子公司、1个生产厂、78个加油站，在东营地区加油站数量仅次于中石化；拥有下属油库3个，各类油品和化工储罐100余座，总仓储量200多万立方米。公司在东营港拥有17个码头、3万平米仓库、15万平米散货和集装箱货场。炼化主业方面，公司现有650万吨原料预处理装置、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MTBE¹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、500万吨/年污水处理厂、400立方米每小时中水回用装置、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DCC²联合装置项目。现已形成一次加工能力650万吨、二次加工能力360万吨/年、三次加工能力450万吨/年的产能规模，主要产品有汽油、柴油、液化气、丙烯、MTBE、苯、甲苯、二甲苯等，成品油质量均达到国V标准，居于同行业领先地位。

总体看，公司产品种类丰富，结构完整，主要产品的产能优势明显和市场竞争力较强。

2. 人员素质

公司现有核心管理人员包括董事长、总经理、常务副总经理、财务总监、副总经理（2名）、监事，共计7名。公司核心管理人员大多在行业内从事经营和管理工作多年，具有丰富的管理经验和行业经验。

公司执行董事王军先生，现年51岁，大学学历，中共党员，于1983年10月参军，1986年退伍。曾任史口镇节能公司经理、辛和建材公司经理。1998年创建东营市万通石油化工有限公司，2005年成立山东万通石油化工有限公司，现任山东万通石油化工有限公司党委书记兼执行董事、东营市政协委员、东营市工商联副会长。

公司总经理楼浩良先生，现年47岁，硕士学历，高级工程师。曾任胜华炼油厂车间主任、销售公司经理，胜华教学实验厂副厂长，现任山东万通石油化工有限公司总经理。

截至2015年底，公司共有在职人员2,580人，从学历分布来看，高中、中专以下占40.97%，大专占48.07%，本科及以上学历占10.96%；从岗位构成来看，管理人员占4.40%，技术人员占2.33%，生产人员占72.06%，销售人员占1.79%，其他人员占19.42%。

总体看，公司高管人员行业经验及管理经验丰富；公司职工岗位构成、年龄结构合理，符合公司所处行业的特征，能满足公司正常生产经营需要。

¹ 甲基叔丁基醚

² 催化裂解

3. 安全与环保

(1) 安全生产

公司重视安全生产工作，依照行业准入标准，公司取得了相关资质进行生产，具体情况见下表：

表 1 截至 2015 年底公司获得的安全生产资质

资质持有人	资质名称	证书编号
山东万通石油化工有限公司	安全生产许可证	(鲁)WH安许证字[2014]050076号
	危险化学品经营许可证	鲁安经(甲)字[2014]001057
	成品油批发经营批准证书	油批发证书第370009号
	排污许可证	东排污证第B12023号
	原油经营许可	东经信函字[2011]36号

资料来源：公司提供

公司建立了一套完整的横跨各部门的专业小组和紧急应变机制，配置了符合国家危险化学品从业行业规范的安全管理、消防保障、环境保障设施、设备和专业人员，相关安全消防设施符合《国家危险化学品从业单位安全标准化规范》的技术要求。公司完善落实了安全生产责任制，加大了安全生产监督管理力度，积极开展重大安全隐患排查整改，在复杂生产条件下总体实现了安全生产。近年来，公司生产保持平稳，无重大及一般安全事故发生。

(2) 环境保护

公司先后投资 5,000 多万元建成 240 万吨污水处理厂、400m³/h 中水回用装置、2.6 万吨/年硫化钠装置、40 万吨/年污水处理和干气焚烧炉等环保项目，安装了 COD 在线检测设备和烟气在线检测设备，实现了同步生产，同步检测，基本做到了废水、废气达标排放。2008 年投资近 1,000 万元安装了烟机设备，设备安装运行后，公司每月的电费节省了 100 多万元。2006 年公司被评为山东省省级环保单位，2008 年被山东省省环保局评为“全省节能减排先进单位”。公司所有项目都经过环保部门验收，取得《排污许可证》。

公司对生产废水和生活废水经厂内污水处理厂达标后，进行统一排放至园区内排污管网，对厂内清洁雨水则进入排水沟，之后进入园区排污管网；对于生产装置产生的烟气，采用碱式水膜除尘器处理后由烟囱排放，确保二氧化硫及烟尘等排放物达到国家标准要求，对于工艺废气，公司加强“跑、冒、滴、漏”检查及装卸车等环节的管理，确保废气无组织排放达标；对于固体废弃物均由相应单位定期回收，公司同各回收单位均签订了定期回收协议。公司选用符合噪声限制要求的设备，同时加强厂区绿化，控制厂内噪声达标，制定了相关环保制度及编制了环保应急预案，分责到人，严格管理。

总体看，近年来，公司在生产规模扩大的同时，对安全生产和环境保护的重视程度高，投入力度大，公司在安全生产和环境保护方面的资质和认证齐全。

4. 外部环境

东营市地处山东省北部黄河三角洲地区，是国内第二大石油生产基地——胜利油田驻地，石油及海洋资源丰富，石油化工产业是其支柱产业。2015 年全市实现地区生产总值（GDP）432.7 亿元，比上年增长 6.7%。其中，第一产业增加值 15.9 亿元，增长 2.5%；第二产业增加值 180.4 亿元，增长 7.9%；第三产业增加值 236.4 亿元，增长 5.7%；全年实现预算内财政收入 31.14 亿元，比上年增长 6.0%。预算内财政支出 31.13 亿元，比上年下降 6.5%。全市实现社会消费品零售总额

340.5 亿元，比上年增长 9.5%。

工业方面，全年规模以上工业企业达到 131 家。实现工业总产值 1,449.9 亿元，比上年增长 9.9%，规模以上工业增加值增长 6.3%。全年规模以上工业企业实现主营业务收入 1,411.3 亿元，比上年下降 6.2%；实现利税总额 103.5 亿元，比上年下降 30.3%；实现利润总额 69.3 亿元，比上年下降 34.7%。产品销售率达到 98.7%。东营石油产业集聚区是山东半岛蓝色经济区规划“两城七区”之一，根据山东省政府《山东半岛蓝色经济区发展规划》，东营石油产业集聚区的发展重点是我国最大的战略石油储备基地后方配套设施区、海洋石油产业、商务贸易业。功能定位为东营城区东展，建设临海石油产业集聚区。目前，东营市拥有石油装备制造企业 1,200 多家，全市石油装备制造业产值约占全国三分之一，形成具有集装箱装卸、运输、堆存、清洁、维修和海关、出入境检验检疫的“一关三检”业务。

公司地处胜利油田腹地，位于黄河入海口处，境内有东青高速公路、胜利黄河大桥、利津黄河大桥、东营飞机场、东营海港，交通便利，地势优越，油气、水利、土地资源丰富，原油运输成本较低，公司有自备发电设备，装机总量 6 兆瓦，水电汽供应充足，各项成本较低。

总体看，东营区工业企业发展环境较好，公司生产基地周边资源较丰富、交通较便利，对公司发展具有一定积极作用。

五、公司管理

1. 治理结构

公司为规范其组织和经营行为，保障出资人的合法权益，促进企业发展，根据《公司法》等国家有关法律法规，制定了《山东万通石油化工集团有限公司章程》等基本制度，完善了股东会、董事会、监事会、总经理和经营管理等架构设置及相关工作制度。

公司设有股东会，股东会由全体股东组成，股东会会议由股东按出资比例行使表决权，公司股东会系公司权力机构；公司不设董事会，设执行董事 1 名，由股东会选举产生，负责公司日常重大事项的决策，决定聘任或解聘经理并根据经理提名聘任或解聘公司副经理和财务负责人；公司设监事 1 名，由股东会选举产生，监事对股东会负责；公司设总经理 1 名，副总经理若干名，总经理对执行董事负责，主持公司日常生产经营活动的管理及公司具体规章的制定，并决定聘任或解聘除副总经理、财务负责人以外的公司人员。

总体看，公司法人治理结构相对健全，拥有较为完善的法人治理结构，运行较规范。

2. 管理体制

公司根据自身经营管理需要，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、销售部和合同科等 13 个职能部门，各职能部门之间职责明确，运作有序。

为了规范公司日常管理和运作、保障生产经营活动有序开展，公司根据监管要求、行业规范并结合自身业务情况，制订了包括预算及财务管理、投融资管理、安全生产管理、质量管理、子公司管理等各项制度，内部控制制度体系较为完善。

预算及财务管理方面，为促进公司建立、健全内部约束机制，进一步规范企业财务管理行为，推动企业加强预算管理，根据财政部颁发的《关于企业实行财务预算管理的指导意见》和公司实施全面预算管理的要求，结合公司实际情况，制定相应的预算管理制度。公司利用预算对企业内

部各部门、各单位的各种财务及非财务资源进行分配、考核、控制，以便有效地组织和协调公司的生产经营活动完成既定的经营目标。

投融资管理方面，公司及其下属公司的各项投资必须按照投资管理规程，经过规定的审批程序批准后方能进行，公司财务部按照投资管理制度规定对投资项目进行财务管理，公司审计部按照审计制度规定进行审计监察，发现问题，按照投资审批权限，及时向总经理、执行董事或监事报告。

安全生产管理方面，公司安全环保部负责制定安全生产管理制度及相关要求，并负责具体落实。安全环保部对各子公司的安全生产情况进行管理、监督、指导，负责定期或不定期检查各单位安全生产情况，负责对员工进行工作过程中安全生产及环保责任提出要求，划分职能及进行相关教育培训。生产运行部是公司生产管理的职能部门，负责指导、协调、检查下属企业的生产计划、调度、统计等工作，并为下属公司提供管理服务。各子公司是生产实施单位，具体负责各自的生产任务。

质量管理方面，公司实行二级管理、分级负责的管理体制：总经理是公司产品质量管理的最高责任人，分管生产运行的副总经理协助总经理负责公司及其下属公司的质量管理工作，生产运行部是质量管理的主管职能部门；子公司经理是下属公司质量管理的负责人，各级质量管理人员是公司产品质量管理的责任人和实施者，具体负责各子公司的质量管理工作。各子公司根据生产工艺、设备操作及生产流程的要求拟定质量标准，配置质量检验人员，制订质量管理制度，经公司生产运行部审核，总经理批准后贯彻执行。

子公司管理方面，为加强对控股子公司的管理，维护公司和全体投资者利益，公司根据《中华人民共和国公司法》、《山东万通石油化工集团有限公司章程》的有关规定，对控股子公司的组织、资源、投资等经营进行风险控制，提高了公司整体运作效率和抗风险能力；公司对子公司实行统一管理模式，对各控股公司重大经营事项指导和监督；公司股东会或执行董事向下属子公司派出高管，委派财务管理人员；各控股子公司的经营目标及发展规划必须与公司总目标及长期发展规划保持协调和总体平衡，以确保公司总目标的实现及稳定；各控股子公司所有资金均经公司财务部统一管理、调度，资金的使用程序必须符合公司的相关规定；各控股子公司的资产处理、收益分配、对外担保、关联交易等重大事项，需按《公司章程》及公司的有关规定程序和权限进行；各控股子公司的会计报表接受公司的内部审计或委托的会计师事务所审计；各控股子公司的日常经营活动无条件接受公司的监督检查，重要事项必须上报公司。

对外担保方面，公司制定了严格的担保管理制度。根据制度，公司及下属公司办理担保业务，必须报公司并由股东会通过，严禁为个人和不相关联的经营单位进行担保。股东会审批的对外担保，须经全体股东过半数通过。各单位未经公司书面批准，不论何种项目，一律不得对外提供担保。各单位有关部门或人员应当根据股东会审批意见，按规定的程序订立合同。各单位应当在担保合同中明确要求被担保人定期提供财务会计报告，并及时报告担保事项的实施情况。督导办负责对担保业务内部控制的监督检查制度，定期或不定期地进行检查。

总体看，公司部门设置齐全，权责明晰；各类管理制度相对完善，有待提升但能够满足公司的日常经营。

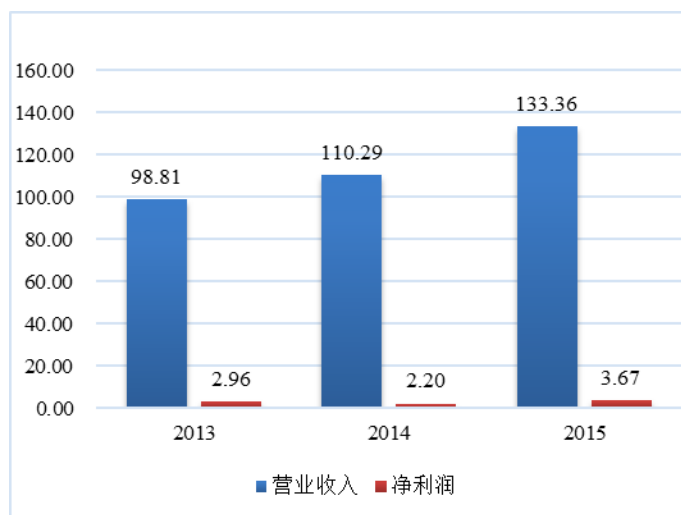
六、经营分析

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。

近三年，公司营业收入分别为98.81亿元、110.29亿元和133.36亿元，三年复合增长率为16.17%，主要系沥青市场需求量增加以及保税罐区大规模投入使用所致。近三年，公司净利润分别为2.96亿元、2.20亿元和3.67亿元，呈现波动上升态势，其中，2014年较2013年下降主要系国内外经济环境不景气从而导致石油市场持续低迷所致，2015年较2014年增加主要系中国民生投资股份有限公司2015年度中期分红和东营联合石化有限责任公司扭亏为盈导致的投资收益大幅增加所致，具体情况如下图所示。

图5 公司近三年营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告

从营业收入构成来看，近三年，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分别为83.15%、78.20%和78.48%，收入比重较高，是公司最主要的收入来源。其中，汽油近三年收入分别为29.25亿元、24.99亿元和26.43亿元，呈现波动下降的趋势，主要系国际原油市场有所波动，影响了国内成品油市场，公司在以销定产的原则下适当调整了汽油产量且汽油价格受国际原油价格下跌影响略有下滑所致；柴油近三年收入分别为38.84亿元、30.08亿元和19.76亿元，呈现逐渐下降的趋势，主要系近三年柴油价格波动较大，公司调整产品结构，降低了柴油的产量所致；沥青近三年收入分别为10.22亿元、24.78亿元和46.29亿元，收入占比分别为10.34%、22.47%和34.71%，呈逐年上升趋势，主要系沥青市场需求增加使得销售增加所致；2013~2015年，公司燃料油收入波动较大，2013年为1.08亿元，2014年无燃料油收入，2015年为10.38亿元。2014年无燃料油收入的主要系公司销售的燃料油是经催化环节生成的无法继续提炼的油品，根据客户的用途，可用作燃料，也可用作制造固态道路沥青，2014年根据客户要求均以沥青的名义销售出去，因此燃料油当年没有销量所致。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、仓储物流和海港码头等，近三年

收入分别为 16.65 亿元、27.47 亿元和 28.70 亿元，呈现逐年上升趋势，主要系公司近年来石油焦和石脑油营业收入有所增加所致。

从毛利率来看，2013~2015 年，公司石化炼化产品板块毛利率基本保持稳定，公司综合毛利率分别为 10.61%、9.40%和 9.59%。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；汽油板块毛利率分别为 13.38%、12.43%和 10.10%，逐年下降，主要系近三年汽油市场价格走低所致；柴油板块毛利率分别为 8.58%、10.81%和 10.02%，有一定波动，主要系 2014 年国际原油价格波动，采购成本下降所致；沥青收入大幅增长，2015 年已成为公司收入最高的板块，近三年毛利率分别为 8.32%、8.07%和 8.32%，其毛利率对公司利润影响很大。其他板块毛利率有一定波动，分别为 11.71%、6.22%和 11.22%。具体情况见下表。

表 2 近三年公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
汽油	29.25	29.60	13.37	24.99	22.66	12.44	26.43	19.82	10.10
柴油	38.84	39.31	8.58	30.08	27.27	10.81	19.76	14.82	10.02
沥青	10.22	10.34	8.32	24.78	22.47	8.07	46.29	34.71	8.32
燃料油	1.08	1.09	11.11	--	--	--	10.38	7.78	8.77
丙烯	1.09	1.10	11.93	0.98	0.89	10.20	0.74	0.56	8.11
液化气	1.68	1.70	11.31	1.99	1.80	10.05	1.06	0.79	8.49
其他	16.65	16.85	11.71	27.47	24.91	6.22	28.70	21.52	11.22
合计	98.81	100.00	10.61	110.29	100.00	9.40	133.36	100.00	9.59

资料来源：公司提供

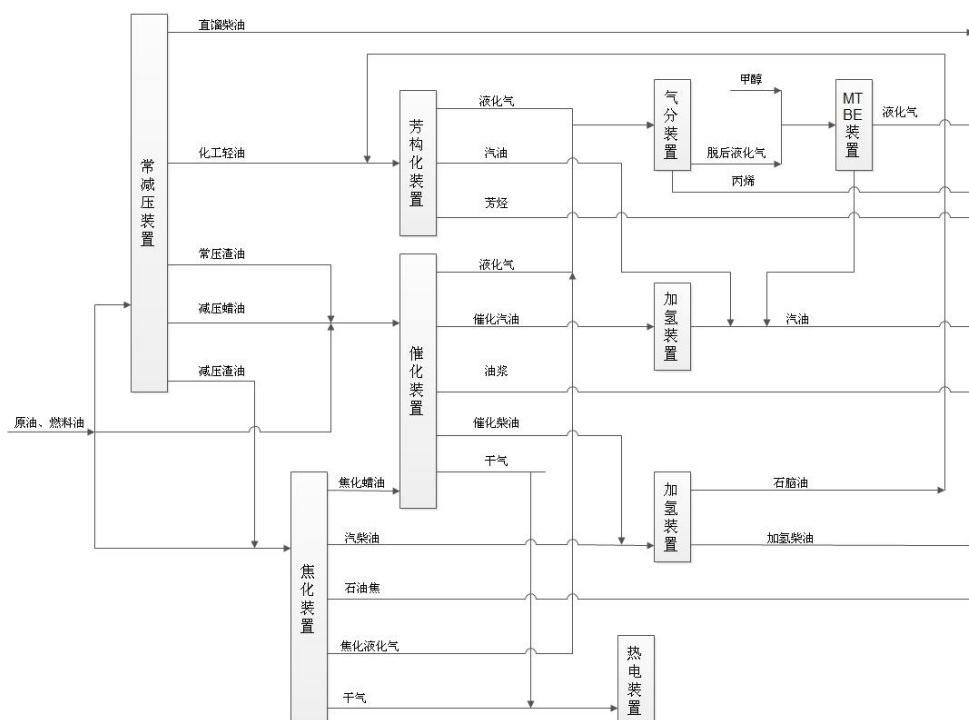
总体看，近年来，公司以石油化工为核心产业并细致规划产业布局，力求形成完善的产业链条，营业收入有所上升；公司综合毛利率水平较为稳定；未来随着在建项目的陆续投产，公司收入规模有望继续保持增长。

2. 石油炼化板块

（1）生产经营

石油炼化加工过程主要包括一次加工、二次加工和三次加工三个阶段，具体加工流程见下图。其中，一次加工是将原料油加入常减压装置，用蒸馏的方法分离成轻重不同馏分，以拔出原料中所含的化工汽油和柴油，包括原油预处理、常压蒸馏和减压蒸馏。通常一次加工（即常减压蒸馏）的生产能力代表着炼油厂的生产规模，我国地炼企业受限于国家政策其原油保障能力较弱，一次加工产量/产能普遍偏低，平均在 30%~40%左右；二次加工是通过催化裂化、石油焦化和加氢裂化从而达到重油轻质化的过程，又称为重质油深加工；三次加工主要指将二次加工产生的各种气体进一步进行脱硫加氢的处理，实现精细脱硫和加氢稳定，产生标准气态油，公司成品油质量已全部达到国 V 标准。随着炼油板块升级改造步伐加快，公司在现有炼油装置稳定运行的基础上，严格落实国家对石化产品质量和环保的新要求，坚持用高新技术对装置工艺实施改造，提高精细加工能力，培育循环产业链条。

图 6 加工流程示意图



资料来源：公司提供

从产品类别来看，公司主要生产四大类别的产品。第一，气体类产品，主要包括液化气、丙烷、丙烯等，气体类产品不征消费税。第二，汽油类产品，汽油又称芳烃，产品征收消费税。第三，柴油等燃料油产品，产品征收消费税。第四，固体类产品，包括沥青（道路沥青、建筑沥青）、石油焦等，固体类产品不征收消费税。综合来看，公司主要产品有汽油、柴油、液化气、丙烯、MTBE、苯、甲苯、二甲苯等，成品油质量全部达到国 V 标准。

从生产设备来看，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/年柴油加氢装置、50 万吨/年汽油加氢装置、30 万吨/年轻烃化工联合装置、15 万吨/年气分和 8 万吨/年 MTBE 联合装置，配套建设了 240 万吨/年污水处理厂、400m³/h 中水回用装置、40 万吨/年污水处理和干气焚烧炉和 2.6 万吨/年硫化氢装置。目前，公司一次加工能力 650 万吨，综合加工能力 1,000 多万吨。子公司东营利源环保科技有限公司建设了“180 万吨/年 DCC 装置项目”、“140 万吨/年连续重整装置项目”和“催化柴油汽油质量升级项目”三个项目。其中，“180 万吨/年 DCC 装置项目”是国内领先的催化裂化装置，生产的催化汽油、催化柴油、石脑油质量好，出油率高；经“催化柴油汽油质量升级项目”加氢后产品附加值较高，质量为国 V 标准的汽柴油；“140 万吨/年连续重整装置项目”可生产辛烷值 102 的国 V 标准的汽油及苯类产品，完善了公司产业链。

从产品产能³来看，2013~2015 年，公司各项产品（除丙烯外）产能均有较大增长，汽油产能年均复合增长 43.40%，柴油产能年均复合增长 26.58%，沥青产能年均复合增长 231.66%，燃料油产能年均复合增长 65.05%，液化气产能年均复合增长 19.52%，主要系公司的催化柴油汽油质量

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。

升级项目于 2015 年 9 月正式建成投产所致，包括 100 万吨/年催化柴油加氢改质装置、80 万吨/年汽油加氢脱硫装置和 30,000Nm³/h 配套制氢装置。截至 2015 年底，公司主要产品产能为：汽油 255 万吨/年；柴油 290 万吨/年；沥青 440 万吨/年；燃料油 395 万吨/年；丙烯 7 万吨/年；液化气 40 万吨/年。

从产品产量来看，2013~2015 年，公司汽油产量三年复合增长 12.98%，主要系市场需求量增加所致；柴油产量逐年提高，三年复合增长 2.11%，基本保持稳定；沥青产量逐年大幅提升，三年复合增长率为 211.83%，主要系沥青市场反应良好，增加沥青生产量所致；燃料油三年复合增长 317.06%，波动较大，主要系公司 2014 年生产的燃料油未销售，直接进一步加工所致；丙烯近三年产量分别为 1.24 万吨、1.15 万吨和 1.53 万吨，波动中有小幅增长；液化气产量三年复合增长率为 21.45%，主要系液化气作为炼油副产品，受炼油量增长影响所致。

从产能利用率来看，受限於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，但基本保持稳定。由于 2015 年公司产能大幅增长，增幅大于产量，因此整体产能利用率同比有所下降。其中，近三年沥青的市场需求量增加，公司采用以销定产积极增加产量来应对市场需求的扩张，沥青产能利用率 2014 年出现了显著提高。为消化新增产能，2015 年 12 月公司与中国联合石油有限责任公司（“签约方”）及其子公司上海联油国际贸易有限公司（“执行方”）签订了 400 万吨/年的原油供应框架协议，锁定了原材料采购成本，保障了原油供应。此外，公司在申请进口原油配额使用权的同时配套申请成品油出口权，积极开拓国外市场，进一步拓宽销售渠道。

表 3 2013~2015 年公司石化板块的主要产品产能和产量（单位：万吨、%）

产品	2013 年			2014 年			2015 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	124.00	39.56	31.90	124.00	35.79	28.86	255.00	50.50	19.80
柴油	181.00	59.44	32.84	181.00	67.11	37.08	290.00	61.98	21.37
沥青	40.00	26.36	65.90	40.00	64.93	162.33	440.00	256.32	58.25
燃料油	145.00	1.75	1.21	145.00	0.00	0.00	395.00	30.44	7.71
丙烯	7.00	1.24	17.71	7.00	1.15	16.43	7.00	1.53	21.86
液化气	28.00	3.01	10.75	28.00	3.62	12.93	40.00	4.44	11.10

资料来源：公司提供

从生产成本来看，2015 年，公司石油炼化板块的成本主要由低硫燃料油、其他原材料和原油构成。其中，其他原材料主要指的是沥青和少量芳烃类。原材料成本是石油炼化板块的主要成本构成，公司重点关注技术改造和节约两个方面，同时加大现场管理的监督力度，争取将跑、冒、滴、漏等机率降到最低。

表 4 2015 年公司石油炼化板块生产成本构成情况（单位：亿元、%）

项目	金额	占比
低硫燃料油	71.24	64.61
其他原材料	12.69	11.51
原油	23.15	21.00
人工成本	0.42	0.38
能源	1.53	1.39
折旧	1.00	0.91

其他	0.22	0.20
合计	110.25	100.00

资料来源：公司提供

从仓储能力来看，公司本部现有原料油罐 73 个，存储量 58 万吨；成品油罐 77 个，存储 62 万吨；液化气罐 8 个，储存能力 0.3 万吨；丙烯罐 5 个，储存能力 0.50 万吨；MTBE 罐 5 个，储存能力 0.20 万吨；丙烷罐 3 个，储存能力 0.20 万吨。子公司山东万通集团垦利金顺油品有限公司（以下简称“垦利金顺”）拥有 1 万立方米成品油 21 座（其中 18 座是连续重整专用于苯、甲苯等成品），2 万立方米成品油 8 座，3 万立方米原油 10 座。公司子公司山东万通集团东营港航有限公司现有 5,000 立方米成品油罐 6 座、1 万立方米成品油罐 24 座、5,000 立方米球罐 16 座、3,000 立方米球罐 12 座。

从技术研发来看，公司近三年的科技研发投入全部为零，公司主要是依赖于行业内现有的工艺技术和生产设备。

总体看，近年来公司主要产品生产状况稳定，产量稳步提高，公司的生产成本控制能力（技术改造和节约）将成为公司未来发展的重要基础；同时，联合评级注意到公司 2015 年产能大幅扩张，产能利用率较低，有一定的产能消化风险。

（2）原材料采购

随着公司发展及产能释放，原料保障能力对公司正常生产经营的重要性逐步提升。

从原材料的采购来看，2000 年底，国家经济贸易委员会和国家工商行政管理局发布了《关于印发清理整顿保留的小炼油厂名单的通知》，全国确定保留 82 家地方炼油化工企业，山东有 21 家企业上榜，2010 年公司并购淄博齐丰石油化工有限公司，得到中石化胜利油田的原油指标名额，每年得到中石化胜利油田的指标原油 4.4 万吨，实际供应量三十余万吨，巩固了公司与中石化的战略合作关系；公司又与中石化西北油田建立合作关系，长期采购其原油，年交易量约三十余万吨；此外，2015 年 12 月公司与中国联合石油有限责任公司及其子公司上海联油国际贸易有限公司签订了 400 万吨/年的原油供应框架协议。燃料油供应方面，公司获得自主进口燃料油配额 10 万吨/年，每年将在此基础上有所增加。公司与中石化、中石油、中海油以及国内大型油贸企业建立了良好的合作，取得低硫燃料油的稳定供应，每年约 190 万吨。同时，公司可合作上游供应商达 80 家以上且随着原油进口权限的放开，原料来源渠道更加广泛。

从采购流程看，公司各部门及下属企业根据生产和业务需要提出采购计划，一般原辅料、生产设备及工具报技术设备部审核，根据采购审批权限办理采购手续。如果有新的原材料供应商，需要经过部门会议进行申请，并需将样品送至公司化验合格达到品质要求方可通过。

从采购方式来看，公司目前主要有国内（占比在 90%左右）和国外（占比在 10%左右）两大采购渠道。其中，国内供应商主要为中石化、中海油、中石油等知名企业，主要是采购原油、燃料油、煎渣和蜡油等；国外主要通过大型贸易商维多集团等向包括俄罗斯等国进行采购，由下属子公司万通（新加坡）能源有限公司负责，主要是采购沥青料（如 M100 等低等原油）。

从原材料采购数量来看，近三年，公司原油的采购量分别为 11.59 万吨、43.22 万吨和 59.04 万吨，大幅增长，主要系 2014 年开始公司积极与中国石化协商，争取到更多的原油供应所致；公司燃料油的采购量分别为 112.13 万吨、61.35 万吨和 147.41 万吨，呈现波动上升的趋势，主要系公司产品结构调整使得原材料采购调整所致；近三年，公司沥青的采购量分别为 17.25 万吨、81.41 万吨和 168.04 万吨，呈现大幅增长的趋势，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，特别是 2015 年原油价格持续下跌影响，公司原油采购成本大幅下降至 2,412.08 元/吨；燃料油采购成本下降至 2,703.82 元/吨；沥青采购成本下降至 2,347.03 元/吨，具体情况见下表。

表 5 2013~2015 年公司原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2013 年	2014 年	2015 年
原油	采购量	11.59	43.22	59.04
	采购均价	4,357.11	4,197.28	2,412.08
燃料油	采购量	112.13	61.35	147.41
	采购均价	4,644.01	4,432.92	2,703.82
沥青	采购量	17.25	81.41	168.04
	采购均价	4,617.86	3,933.99	2,347.03
其他	采购量	5.08	11.49	24.48
	采购均价	6,911.39	6,332.09	4,963.20
合计		146.05	197.47	398.97

资料来源：公司提供

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，2015 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 54.69%，最大供应商供应采购量占比为 24.26%，公司对东营市利通沥青化工有限公司和杭州正诺物资有限公司依赖程度较高，存在一定的集中采购风险。

表 6 2015 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	占采购总金额比重
东营市利通沥青化工有限责任公司	原料油	295,876.26	24.26
杭州正诺物资有限公司	燃料油	146,549.48	12.02
中国石油化工股份有限公司胜利油田分公司	原油	92,545.56	7.59
中海石油宁波大榭石化有限公司	原料油	78,852.28	6.47
东营利源新能源集团有限公司	原料油	74,972.23	6.15
合计	--	688,795.81	54.69

资料来源：公司提供

总体看，公司原料采购渠道多元化，基本能够保障公司的正常生产经营，且目前原材料价格走低，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

公司立足石化产业，积极拓宽销售渠道，实现产销一体化发展，在东营各县区成立了负责产品零售的分公司，形成了完善的油品零售网络，在山东省内形成了比较完善的销售体系，辐射周边省份。

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 18.62% 左右，并计划逐步降低占比，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，2014 年公司自有销售额为 33,859.76 万元，占公司销售额的 3.53%；2015 年自有销售额 29,291.56 万元，占公司销售额的 2.45%，2015 年自有销售额减少主要是 2015 年成品油价格下降所致。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。

从销售的产品来看，近三年，汽油、柴油和沥青的销售收入系公司石油炼化板块的主要收入来源。2015 年上述三种产品销量分别为 54.21 万吨、48.68 万吨和 197.03 万吨，其中汽油的销量波动上涨，柴油的销量有所下滑。沥青的销量大幅上涨，主要系 2014 年我国下游公路建设投资及建筑改性沥青需求均出现大幅增加所致；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。

从销售价格方面来看，公司各项石油炼化产品的销售单价均呈现下降的趋势，主要系近三年原油价格走低所致。但是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，利润率有所上升。

从产销率来看，公司采取以销定产⁴策略，近三年石化板块各类产品产销率均保持在了较高水平。2015 年，除柴油和液化气外，其他各类化工产品销量较 2014 年均有所提高，柴油销量下降系公司针对客户需求调整产品结构，多产出了燃料油，减少了柴油产量和销量所致；液化气销量下降系子公司东营利源环保的新装置“180 万吨/年 DCC 装置”投入运行，消耗了部分液化气所致，进而导致 2015 年液化气产销率大幅降低。

表 7 近三年公司石油炼化主要产品销售情况（单位：吨、元/吨、%）

产品名称	项目	2013 年	2014 年	2015 年
汽油	销售单价	7,358.49	7,087.35	4,874.21
	销量	397,500.00	352,600.00	542,160.34
	产销率	100.48	98.52	107.36
柴油	销售单价	6,450.32	5,879.86	4,059.74
	销量	602,149.09	511,540.27	486,830.55
	产销率	101.30	76.22	78.55
沥青	销售单价	3,871.21	3,816.42	2,349.45
	销量	264,000.00	649,300.00	1,970,274.93
	产销率	100.15	100.00	76.87
燃料油	销售单价	6,206.90	5,000.00	3,433.81
	销量	17,400.00	40.00	302,170.53
	产销率	99.43	100.00	99.26
丙烯	销售单价	8,861.79	8,521.74	5,025.90
	销量	12,300.00	11,500.00	14,787.86
	产销率	99.19	100.00	96.49
液化气	销售单价	5,472.31	5,236.84	3,579.82
	销量	30,700.00	38,000.00	29,615.96

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。

	产销率	101.99	104.97	66.63
其他	销售单价	4,967.67	5,285.43	3,096.13
	销量	132,859.02	245,013.38	484,384.43
	产销率	116.10	87.76	95.58

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、浙江、福建、上海、广西、广东等地区。公司考虑到集中度的风险，未来山东地区的占比将会逐年降低，具体情况如下表所示。

表 8 2015 年公司销售区域分布情况（单位：亿元、%）

区域	金额	占比
山东	83.50	62.61
天津	14.15	10.61
浙江	12.90	9.67
辽宁	8.37	6.28
河北	4.96	3.72
四川	3.11	2.33
安徽	1.82	1.36
上海	1.55	1.16
广东	1.32	0.99
其他	1.68	1.26
合计	133.36	100.00

资料来源：公司提供

公司自 2008 年以来一直与中石化山东分公司保持良好稳定的合作关系，2011 年中石化华北分公司与公司签订成品油购销框架协议，2013 年中石化泰山分公司、中石化河北分公司、中石化广东分公司与公司建立合作关系，2015 年公司销售给中石化的成品油约占公司总销售量的 11.75%，促进了公司成品油的销售。

从客户集中度来看，2015 年公司前五大销售客户占公司销售收入比重达 46.74%，公司最大的单一销售客户为东营市利通沥青化工有限责任公司，销售收入占比 28.23%，存在一定的销售集中风险。

表 9 2015 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	36.80	28.23
中国石化销售有限公司华北分公司	10.73	8.23
东营利源新能源集团有限公司	4.87	3.74
中海石油舟山石化有限公司	4.58	3.51
石家庄常青成品油销售有限公司	3.96	3.03
合计	60.94	46.74

资料来源：公司审计报告

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付款，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，全部采取先款现货的方式，客户需自提货物。

总体看，公司石化产品具有一定需求刚性，产品销售较平稳。

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。

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。一期项目总投资18亿元，建设236万立方米的储备罐区及码头至罐区的管道运输系统，已全部验收合格并投入运营。其中，100万立方米为公用型保税罐区，年周转量最高峰可达1,000万立方米，每年可为腹地石化企业缓税160亿元；二期项目计划总投资20亿元，主要建设380万立方罐区。目前，保税罐区有3万立方米燃料油罐20座，5万立方米燃料油罐8座；普通罐区有5万立方米燃料油罐6座，3万立方米柴油罐4座，3万立方米汽油罐8座。码头至库区水平运输采用管道运输，节省原材料采购成本，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。2015年，海欣仓储实现收入13.09亿元，实现净利润477.77万元，主要系处于在建期存储能力尚未完全投入使用所致。

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。东营港航成立于2011年，主要建设项目有南港池项目和2×2万吨级液体化工品码头项目。其中，2×2万吨级液体化工品码头项目总投资3.50亿元，是东营港重要的液体化工品码头，码头占用岸线长度为515米，年化工品吞吐量为195万吨；南港池项目总投资17亿元，水域面积50万平方米，建设码头16个，包括10个散杂货码头、4个液体化工品码头和2个滚装码头，配套建设安检区、待渡区、候船大厅、堆场、服务用房和检测线等服务设施。2013年，公司与中国海运集团中海客轮有限公司合作，恢复东营至旅顺客货滚装运输航线，同年增开一艘“棒棰岛”号轮船，实现了双班对开；公司另有两艘清淤船，可实现与政府的合作清淤项目，补充盈利来源。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。2015年，东营港航实现收入1.37亿元，净利润0.22亿元。

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。海欣地产成立于2010年，开发项目有万通商务中心、西一路综合体项目、海航候船厅新项目和史口住宅项目等，总建筑面积近160万平方米，总投资48亿元。2015年，海欣地产实现收入8,690.52万元，净利润-2,874.60万元。海欣地产净利润为负主要系海欣地产的房屋建设资金均由公司提供，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7,092.65万元所致。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。截至2015年底，可售面积为13.2万平方米。

公司石化项目筹建主要由东营联合石化有限责任公司（以下简称“东营石化”）承担。东营石化于2012年2月24日设立，2015年末注册资本为150,000万元，其30%股权为公司所持有。截至2015年末公司总资产为38.92亿元，总负债为23.69亿元，所有者权益为15.23亿元，2015年度实现收入9.83亿元，实现净利润0.84亿元。

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形成有益补充。

4. 经营效率

2013~2015 年，由于公司营业收入增加的同时，公司收回了部分客户欠款从而应收账款规模下降，因此公司应收账款周转次数有所提高，分别为 54.44 次、59.32 次和 39.14 次，处于行业较低水平；公司存货周转次数分别为 2.20 次、2.12 次和 2.13 次，处于行业较低水平，主要系近三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；总资产周转次数分别为 4.99 次、0.68 次和 0.65 次，处于行业中等水平。

表 10 2015 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	5.55	205.91	0.96
广聚能源	112.02	405.75	0.47
靖远煤电	5.33	3.45	0.34
泰山石油	39.02	122.03	2.73
山东万通	2.13	39.14	0.65

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，作为石油化工产品的生产企业，近年来公司运营效率尚可；公司存货周转率较低占用了公司部分资金，但 2015 年下半年以来公司已开始着手调整策略降低存货，未来存货周转率将有所上升。

5. 在建项目

截至 2015 年底，公司在建项目计划总投资 38.02 亿元，已投资 16.48 亿元，尚需投资 21.54 亿元。公司主要在建项目包括 200 万立方液体化工仓储物流项目、东营港东营港区 3#、4#液体化工品泊位工程和南港池项目等。

表 11 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		截至2015年底完成投资	未来投资
			贷款	自筹		
200万立方液体化工仓储物流项目	200万立方米油罐	18.01	10.80	其余自筹	11.57	6.43
港航公司在建项目	2个2万吨级液体化工品泊位和南港池项目（南港池项目包括7个3,000吨级散货泊位、4个3,000吨级液体化工品泊位、2个1万吨滚装船泊位、液体化工品储运项目）	20.01	无	自筹	4.90	15.11
合计	--	38.02	10.80	--	16.48	21.54

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目有助于公司分散经营风险，提升竞争力；公司主要在建项目在未来两年内计划投资规模较大，面临一定程度的外部融资需求。

6. 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) 公司科研开发能力不足，主要是依赖于行业内现有的工艺技术和生产设备。公司的科研人员主要是技术实际应用型，缺少科研创新型人才和技术突破。

(3) 公司原材料和成品油存货量大，2015 年公司存货占流动资产 46.55%，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，一定程度上影响了公司的经营效率。

(4) 公司各类产品的整体产能利用率较低，虽然主要是公司采用以销定产的生产政策并且市场行情较为低迷所致，但是仍然存在下行风险；同时 2015 年公司产能大幅扩张，未来产能消化情况存在一定的不确定性。

(5) 公司生产过程中会产生一系列有害化学物质，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。公司最近三年没有发生重大生产事故，但如果公司安全保障工作出现思想或管理上的倦怠，发生突发安全事件，将对公司的生产经营造成一定的不利影响，还有可能引起诉讼、赔偿性支出以及停产整顿等处罚。

总体看，公司的经营主要受限于宏观经济环境、国家政策调整、产业集中度和科研创新能力，但是考虑到行业的整体特征以及公司围绕石油化工的产业链拓展，公司的实际经营风险较小。

7. 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。

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，继续投资建设 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，项目建成后将大大改善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。

七、财务分析

公司提供的 2013~2015 年度财务报告经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》，2014 年 7 月，公司按照财政部关于公允价值计量等准则的要求采取新的会计计量方法。2013~2015 年，公司合并范围发生变化，2013 年度新增合并单位 4 家，2014 年新增 3 家，2015 年新增 1 家，但考虑到主营业务未发生较大变化，公司财务数据可比性尚可。

表 12 2013~2015 年公司合并范围的变化

年份	企业名称	变更原因
2013 年	山东万通集团东营海欣船舶服务有限公司	新设
2013 年	东营市万通海欣置业有限公司	新设
2013 年	东营市利通物业服务有限公司	新设
2013 年	山东万通集团海欣餐饮管理有限公司	新设
2014 年	万通（新加坡）能源有限公司	新设
2014 年	山东万通石油化工（香港）有限公司	新设
2014 年	东营万通海欣假日酒店有限公司	新设
2015 年	上海浩欣石油化工有限公司	新设

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司合并资产总额 216.87 亿元，负债合计 162.53 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 54.33 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 53.61 亿元。2015 年公司实现营业总收入 133.36 亿元，净利润（含少数股东损益）3.67 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.65 亿元；经营活动产生的现金流量净额 19.55 亿元，现金及现金等价物净减少 2.74 亿元。

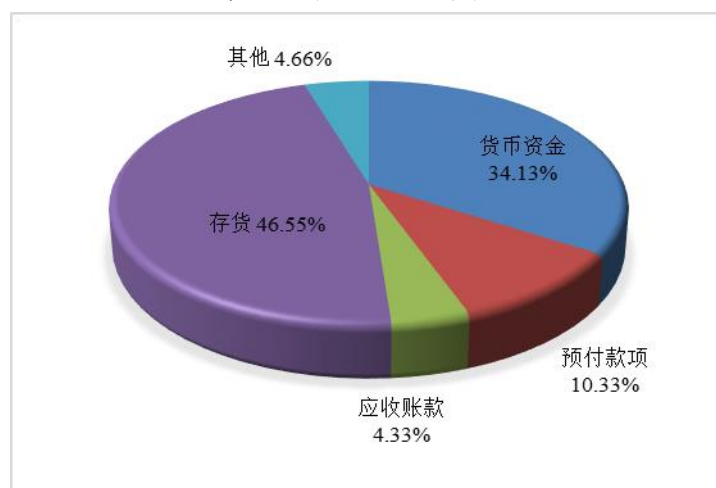
1. 资产质量

2013~2015 年，随着公司经营规模的不断扩张，公司资产总额快速增长，年均复合增长 28.69%，主要系非流动资产增加所致。截至 2015 年底，公司资产总额 216.87 亿元，较上年末增长 12.01%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 56.00%和 44.00%，资产构成以流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产逐年递增，年均复合增长 21.37%，主要是由货币资金和存货大幅上涨导致。截至 2015 年底，公司流动资产合计 121.44 亿元，主要由货币资金（占比 34.13%）、应收账款（占比 4.33%）、预付款项（占比 10.33%）和存货（占比 46.55%）构成。具体情况见下图。

图7 截至2015年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金规模逐年上升，年均复合增长率为 37.73%，主要系公司近年来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需求上升所致。截至 2015 年底，公司货币资金 41.45 亿元，较上年末增长 17.48%，其中银行存款占比 3.51%、其他货币资金占比 96.41%。其他货币资金中有 27.84 亿元用于银行承兑汇票保证金款（占比 69.66%）、7.33 亿元用于信用证保证金款（占比 18.34%）、2.00 亿元用于黄金租赁保证金款（占比 5.00%）以及 2.80 亿元用于其他保证金存款（占比 6.99%），均使用受限，货币资金受限占比较高。

2013~2015 年，公司应收账款大幅增加，年均复合增长率 55.72%。截至 2015 年底，应收账款期末余额合计数 5.26 亿元，较上年增加 294.86%，主要系公司 2015 年度在既有合作基础上与优质客户继续巩固战略合作，根据具体情况放宽信用政策所致。按欠款方归集的余额前五名应收账款汇总金额 4.82 亿元，占比 86.10%，集中度较高，相应计提的坏账准备期末余额汇总金额 0.29 亿元。公司账龄 1 年以内的应收账款的占比 93.93%，账龄较短，坏账风险较小。

2013~2015 年，公司预付款项有所波动，三年分别为 12.08 亿元、18.17 亿元和 12.55 亿元，年均复合增长率为 1.94%。2014 年公司预付款项余额原因较高主要系子公司预付建设项目款项所致。截至 2015 年底，公司预付款项为 12.55 亿元，较上年末大幅减少 30.93%，主要系公司业务发展较快，项目建设规模不断扩大导致工程预付款增加所致，但随着工程进度的推进，项目资金不断结算，预付款项在流动资产中占比呈下降趋势。其中 1 年以内的预付款项占比 51.75%；1 年至 2 年预付款项占比 41.70%；账龄超过 2 年的重要预付款项合计 0.82 亿元。

表13 2015年预付对象归集的期末余额前五名的预付情况（单位：亿元）

公司名称	金额	账龄
舟山港国际贸易有限公司	2.86	1 年以内
胜利油田胜利石化工程建设有限责任公司	0.80	1~3 年
江苏中顺建设工程有限公司	0.72	0~2 年
曲阜圣时建安有限公司	0.58	0~3 年
山东华滨建工有限公司	0.51	0~2 年
合计	5.47	

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司存货分别为 37.98 亿元、56.45 亿元和 56.53 亿元，公司存货规模逐年增长。其中，公司 2014 年存货较 2013 年末增长 48.62%，主要系公司 2014 年 12 月份已签订合同尚未提货的产成品规模较大所致。截至 2015 年底，公司存货账面价值为 56.53 亿元，较上年末增长 0.14%。其中库存商品占比 54.80%、开发成本占比 26.84%、原材料占比 5.05%、在产品占比 12.10%，公司认为存货不存在减值损失情况，故未计提跌价准备。公司的主要销售客户为东营市利通沥青化工有限责任公司、东营市利源新能源集团有限公司、成武利通石油化工产品有限公司，占销售额的 34.39%，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，公司可能存在存货跌价准备计提不足风险。

2013~2015 年，公司其他应收款分别为 7.86 亿元、7.77 亿元和 3.44 亿元，年均复合减少 33.80%，主要系公司 2015 年关联方往来大幅减少所致。截至 2015 年底，公司已计提其他应收款坏账准备 0.22 亿元，前五大情况具体如下表所示。

表14 2015年欠方归集的期末余额前五名的其他应收款情况（单位：亿元、%）

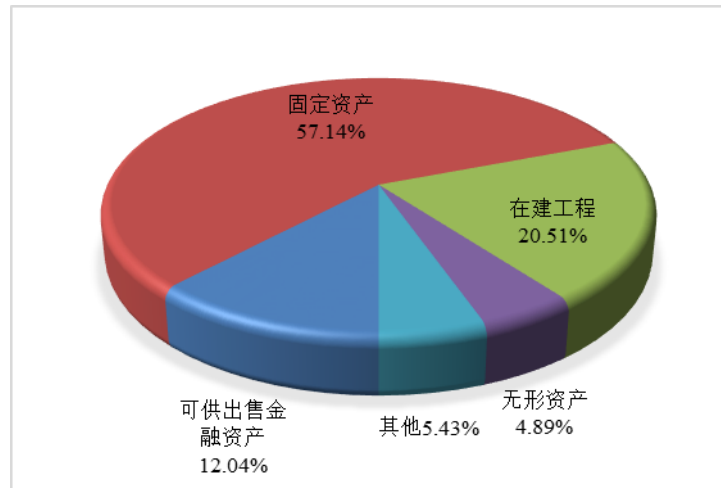
单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额合计数的比例 合计数比例	坏账准备期末 余额
民生金融租赁股份有限公司	保证金	1.38	0~2 年	37.67	0.08
垦利县郝家镇人民政府	往来款	0.18	0~3 年	4.93	0.01
徐海峰	往来款	0.16	0~2 年	4.47	0.01
中华人民共和国东营海关	保证金	0.16	1 年以内	4.45	0.01
长城国兴金融租赁有限公司	保证金	0.15	1~2 年	4.09	0.01
合计		2.04		55.61	0.12

资料来源：公司审计报告

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产逐年递增，年均复合增长率为 40.28%。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 95.43 亿元，较上年末大幅增长 28.08%，主要由可供出售金融资产（占比 12.04%）、固定资产（占比 57.14%）、在建工程（占比 20.51%）、和无形资产（占比 4.89%）构成，具体情况见下图。

图8 截至2015年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司固定资产规模逐年增长，年均复合增长率为 104.58%。截至 2015 年底，公司固定资产账面价值为 54.53 亿元，较上年末大幅增长 250.10%，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 9.03%）和机器设备（占比 85.61%）构成。截至 2015 年底，公司固定资产累计折旧为 9.70 亿元，固定资产成新率为 84.90%，成新率较高。

2013~2015 年，公司在建工程规模波动下降，三年分别为 24.57 亿元、38.79 亿元和 19.57 亿元，年均复合减少 10.76%，2014 年增加较多主要由于子公司利源环保科技有限公司建设新项目⁵所致，截至 2015 年底，公司在建工程 19.57 亿元，较上年末减少 49.54%，主要由于 180 万吨/年 DCC（催化裂化）装置项目和垦利石化灌区项目已竣工完成，且东营港东营港区 3#、4#液体化工品泊位工程项目投入有所下降所致，目前公司各在建项目仍处于建设阶段，进展情况良好。

2013~2015 年，公司无形资产持续增长，三年复合增长 15.54%，主要系土地使用权和经营权增加所致。截至 2015 年底，公司无形资产账面价值为 4.66 亿元，较上年末增长 0.74%，主要由土地使用权（占比 52.78%）、经营权（占比 44.06%）和海域使用权（占比 3.09%）等组成，无形资产累计摊销 0.62 亿元。截至 2015 年底，公司用于抵押或担保的无形资产账面价值为 1.91 亿元，占比为 40.87%。

2013~2015 年，公司可供出售金融资产持续增长，三年复合增长 263.60%，主要系公司对省农信社、中国民生投资股份有限公司、中石油昆仑天然气利用东营有限公司、垦利县农村信用合作联社营业部、东营市商业银行股份有限公司的投资增加所致。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为 11.49 亿元，较上年末增长 5.69%，主要系对外投资增长所致，公司可供出售金融资产以成本法计量，主要包括山东省农信社（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%）等。

截至 2015 年底，公司受限资产共 82.16 亿元，占资产总额的 37.88%，受限资产占比较高。其中其他货币资金占比较高，共 39.96 亿元，占总受限资产的 48.64%。具体金额和受限原因如下表所示。

⁵ 包括 180 万吨/年 DCC 装置项目、140 万吨/年连续重整装置、100 万吨/年催化柴油加氢改质装置、80 万吨/年汽油加氢脱硫装置和 30000Nm³/h 配套制氢装置等项目。

表15 截至2015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	39.96	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	1.91	抵押担保
存货	7.63	质押给中行、农行
固定资产	11.54	融资租赁
合计	82.16	--

资料来源：公司审计报告

总体看，公司资产构成以流动资产为主，其中货币资金受限规模较大；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。

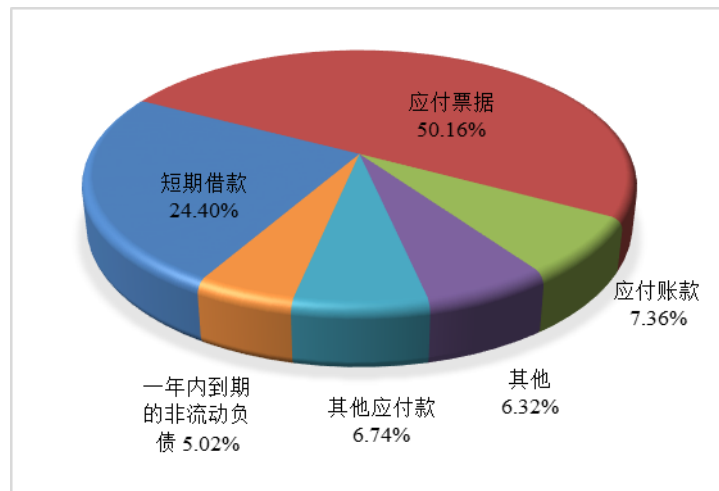
2. 负债及所有者权益

流动负债

2013~2015 年，公司负债规模呈不断上升态势，年均复合增长率为 33.64%，主要系流动负债的增加所致。截至 2015 年底，公司负债总额 162.53 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占 86.78% 和 13.22%，流动负债占比高。

2013~2015 年，公司流动负债逐年递增，年均复合增长率为 33.87%，主要系应付票据的增加所致。截至 2015 年底，公司流动负债合计 141.04 亿元，主要由短期借款（占比 24.40%）、应付票据（占比 50.16%）、应付账款（占比 7.36%）、其他应付账款（占比 6.74%）和一年内到期的非流动负债（占比 5.02%）构成，具体情况见下图。

图9 截至2015年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司短期借款规模波动增加，分别为 29.75 亿元、36.14 亿元和 34.42 亿元，年均复合增长 7.56%。2014 年增长较快主要系子公司利源环保科技有限公司建设新项目支付了较多的设备款和工程款，公司采购原料较多的使用低利率的银行借款所致。截至 2015 年底，公司短期借款余额为 34.42 亿元，较上年末减少 4.76%，其中保证借款 23.22 亿元，占比 67.46%；抵押借款 4.95 亿元，占比 14.38%；质押借款 6.26 亿元，占比 18.16%，以保证借款为主。

2013~2015 年，公司应付票据规模逐年增长，年均复合增长 35.47%，主要系公司加大以票据结算的力度所致。截至 2015 年底，公司应付票据余额 70.75 亿元，较上年末增长 10.05%，其中银行承兑汇票为 40.76 亿元，占比 57.62%；信用证为 29.21 亿元，占比 41.29%；商业承兑汇票为 0.77 亿元，占比 1.09%。

2013~2015 年，公司应付账款逐年大幅递增，年均复合增长率为 88.47%，主要系公司生产和贸易规模扩大，项目投资增长，资金需求量增加；同时公司充分利用商业信誉，获得供应商货款方面的账期支持所致。截至 2015 年底，公司应付账款为 10.38 亿元，较上年末增长 84.99%，其中账龄超过 1 年的大额应付款项合计 0.94 亿元，未偿还原因主要系未到结算期。

2013~2015 年，公司其他应付款逐年递增，年均复合增长 41.83%，截至 2015 年底，公司其他应付款 9.50 亿元，较上年末增长 61.25%，主要系公司黄金租赁业务的开展以及房地产板块销售定金的增多，以及公司其他应付款的重要往来款项来自韩国 SK GAS 株式会未到结算期所致。公司 2015 年黄金租赁款 1.85 亿元，占公司其他应付款的 19.47%，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。

非流动负债

2013~2015 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长率为 32.18%，主要系长期应付款的增加所致。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 21.49 亿元，较上年末减少 8.06%，主要由长期借款（占比 19.31%）和长期应付款（占比 80.21%）构成。

2013~2015 年，公司长期借款规模逐年递减，年均复合减少 38.02%。截至 2015 年底，公司长期借款为 4.15 亿元，较上年末减少 39.42%，全部为质押、保证借款。其中质押借款主要是子公司山东万通集团东营海欣仓储有限公司以 200 万立方米仓储物流项目为标的获得银团贷款。公司长期借款截止日期全部集中在 2018 年，集中度高。

2013~2015 年，公司长期应付款大幅增长，年均复合增长率为 238.98%，主要系公司应付融资租赁款增加所致。截至 2015 年底，公司长期应付款 17.24 亿元，较上年末增加 4.31%。

有息债务方面，2013~2015 年，公司债务规模逐年增长，年均复合增长率 29.65%。截至 2015 年底，公司全部债务规模为 135.49 亿元，较上年末增长 4.77%，其中短期债务占比 84.22%，长期债务占比 15.78%，公司债务结构以短期债务为主，不尽合理。

2013~2015 年，公司资产负债率分别为 69.50%、75.14%、74.95%；全部债务资本化比率分别为 66.87%、72.87%、71.38%；长期债务资本化率分别为 23.55%、32.69%、28.24%，均波动上升，主要系近三年公司债务规模大幅上升所致，公司债务负担较重。从公司债务融资结构看，短期有息债务融资占例上升较快，融资结构需进一步优化。

总体看，公司负债和债务规模持续增长，债务负担较重，以短期债务为主，债务结构有待优化。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 16.64%。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 54.33 亿元，较上年末增长 12.87%，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 53.61 亿元，占比 98.67%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 9.85%、资本公积占 38.99%、未分配利润占 45.55%、盈余公积占 5.60%，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，稳定性有待提升。

3. 盈利能力

2013~2015 年，公司分别实现营业收入 98.81 亿元、110.29 亿元和 133.36 亿元，年均复合增长 16.67%，主要系公司新上 120 万吨/年延迟焦化和 80 万吨/年加氢制氢等项目使得经营规模扩大以及沥青的销售收入大幅增长所致；公司营业成本分别为 88.33 亿元、99.92 亿元和 120.57 亿元，年均复合增加 16.83%，变动原因与营业收入一致；公司分别实现利润总额 3.76 亿元、2.94 亿元和 4.71 亿元，年均复合增加 11.84%；公司分别实现净利润 2.96 亿元、2.20 亿元和 3.67 亿元，年均复合增加 11.43%，其中归属于母公司所有者的净利润分别为 2.93 亿元、2.25 亿元和 3.65 亿元，年均复合增加 11.62%，均呈现波动增长态势，主要系投资收益的变动所致。

2013~2015 年，公司投资收益分别为-0.02 亿元、-0.08 亿元、1.30 亿元，2013~2014 年投资亏损主要来自于联营企业东营联合石化有限责任公司的经营亏损，2015 年实现投资收益 1.30 亿元，较 2014 年增长较快，占营业利润的 27.31%，对利润总额的影响较大，主要系东营联合石化有限责任公司扭亏为盈实现的投资收益与中国民生投资股份有限公司 2015 年度中期分红所致。2015 年公司营业利润对投资收益的依赖性较大。

2013~2015 年，公司营业外收入呈持续减少态势，年均复合减少 61.69%，2015 年公司营业外收入为 0.03 亿元，同比大幅减少 48.51%，主要系政府补助的减少所致。公司营业外收入对其利润贡献小，2015 年占利润总额的比重为 0.60%，公司利润总额对营业外收入的依赖较低。

期间费用方面，2013~2015 年，公司费用总额呈逐年上升趋势，年均复合增长率为 19.79%，主要系财务费用的增加所致。2015 年，公司期间费用合计 9.00 亿元，同比增长 24.69%，其中销售费用占比 12.19%；管理费用占比 15.02%；财务费用占比 72.78%。由于员工工资、折旧费用、保险费、水电暖以及物业费用逐年增加，公司管理费用逐年增长，年均复合增长 13.11%；由于融资规模不断扩大，导致金融机构手续费以及贴现利息大幅上升，财务费用持续增加，年均复合增长 30.12%；由于部分运费尚未结算致使运杂费用减少，销售费用波动减少 9.71%。近三年公司费用收入比分别为 6.35%、6.55%、6.75%，期间费用控制能力较好。

从盈利指标看，受到国内经济增速放缓增速持续回落，以及 2015 年原油价格持续下跌的影响，公司盈利指标有所波动。2013~2015 年，公司主营业务毛利率分别为 9.72%、9.82%、9.34%，主要系柴油板块毛利率波动所致。营业利润率分别为 10.42%、9.23%、9.31%，主要系公司投资收益的波动所致。2015 年，公司净资产收益率、总资产报酬率和销售毛利率分别为 7.16%、3.79%、9.59%，与国内同行业其他主要上市公司比较，公司净资产收益率较高，但总资产报酬率和销售毛利率处于行业中游，具体情况见下表。

表 16 2015 年主要石油化工行业公司盈利指标情况（单位：%）

公司名称	净资产收益率（平均）	总资产报酬率	销售毛利率
华锦股份	3.63	3.04	15.89
广聚能源	7.61	8.92	13.88
泰山石油	0.41	0.95	7.86
山东万通	7.16	3.79	9.59

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，公司营业收入逐年增长，但受到国内经济增速放缓增速持续回落，2014 年下半年以来原油价格的持续下降，以及公司融资规模扩大带来财务费用增长等因素的影响，公司盈利能力有所下降但仍处于合理水平。

4. 现金流

经营活动方面, 2013~2015 年, 公司经营活动产生的现金流量净额呈逐年上升趋势, 年均复合增长率为 91.65%, 2015 年公司经营活动产生的现金流量净额为 19.55 亿元; 公司经营活动获取现金的能力较强, 近三年公司经营活动现金流入量分别为 103.09 亿元、106.51 亿元和 119.63 亿元, 持续增长, 主要系营业规模扩大所致; 近三年公司经营活动现金流出量分别为 97.77 亿元、91.31 亿元、100.08 亿元, 波动上升, 主要系公司运费增长所致。从收入质量上看, 近三年公司的现金收入比为 103.76%、96.53%、89.68%, 收入实现质量有所下降, 主要系一方面应收账款增加造成货款回笼不及时, 另一方面 2013 年销售货物以票据结算后贴现收款较多, 2014 年、2015 年销售货物以票据结算后未贴现而用来继续采购原料油的较多, 造成收到现金减少所致。

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, 2013~2015 年, 公司投资活动现金流量净额均呈净流出状态, 且流出量波动减少 37.01%。2015 年公司投资活动现金净流出 7.03 亿元, 较上年减少 63.78%, 主要系公司在建项目投入现金减少所致。

筹资活动方面, 2013~2015 年, 公司筹资活动现金流量净额大幅减少, 三年分别为 11.80 亿元、3.70 亿元、-15.25 亿元, 主要由于公司一直致力于提升产能、完善产业链, 通过对外筹措资金补充营运资金流动性, 随着投资的不断加大、进度的不断深入, 项目陆续进入完工收尾阶段, 公司产业链日趋完善, 资金需求减少, 筹资活动产生的现金流量由净流入逐步转变为净流出, 资金流出主要表现为偿付银行借款本息及融资租赁产生的长期应付款。

总体看, 公司经营现金流规模较大, 经营现金流净额大幅提升, 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, 外部融资需求较强。

5. 偿债能力

在短期偿债能力指标方面, 近三年公司流动比率持续下降, 分别为 1.05 倍、0.98 倍和 0.86 倍, 主要系公司业务扩张与项目建设同时进行, 产生较大的资金需求, 使得短期借款、应付票据增长较快, 同时由于项目陆续进入结算阶段, 应付账款出现大幅增长, 综合影响下流动负债上涨幅度较大所致; 速动比率也持续下降, 分别为 0.56 倍、0.51 倍和 0.46 倍。公司近三年经营现金流流动负债比率三年分别为 6.76%、12.45%和 13.86%; 公司近三年现金短期债务比分别为 0.33 倍、0.33 倍和 0.37 倍。整体看, 随着公司短期借款、应付票据规模的上升, 对公司短期债务的支付能力带来了一定的压力, 且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, 2013~2015 年, 公司 EBITDA 波动上升, 主要受利润总额的影响; 2015 年公司 EBITDA 为 10.75 亿元, 其中利润总额占比 43.80%、计入财务费用的利息支出占比 28.67%、摊销占比 1.39%、折旧占比 26.14%。2013~2015 年, 公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.33 倍、1.84 倍和 2.02 倍, 保障程度一般, 且波动下降; EBITDA 全部债务比分别为 0.09 倍、0.06 倍和 0.08 倍, 保障程度有待提升。近三年, 公司经营现金债务保护倍数分别为 0.07 倍、0.12 倍和 0.14 倍, 呈逐年增长趋势, 经营活动收到的现金对债务的保护能力有所增强, 保障水平一般。公司长期偿债能力一般。

考虑到公司在建项目投资规模较大, 如能顺利投产, 公司在石油化工产业链中将得到进一步延伸, 有助于公司提升自身竞争力, 公司的盈利能力将有所增强, EBITDA 也会随之提高。

截至 2015 年底, 公司已取得银行授信额度共计 113.15 亿元, 尚余未使用的授信额度为 35.20 亿元, 公司间接融资渠道较畅通。

截至 2015 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2016年3月30日，公司不存在关注或不良类未结清信贷信息。

截至2015年底，公司共对外提供担保10.25亿元，占净资产的18.87%，担保比率较高，存在一定的或有负债风险。截至2015年底，公司具体对外担保情况如下。

表 17 截至 2015 年底公司对外担保情况表（单位：万元）

被担保方	到期日	实际担保金额	是否互保	是否关联方
山东天信集团有限公司	2016 年 8 月 27 日	3,500.00	是	否
山东天信集团有限公司	2016 年 1 月 12 日	3,500.00	是	否
山东天信集团有限公司	2016 年 9 月 24 日	2,000.00	是	否
山东天信集团有限公司	2016 年 4 月 8 日	1,360.00	是	否
山东天信集团有限公司	2016 年 5 月 28 日	970.00	是	否
山东天信集团有限公司	2016 年 5 月 6 日	4,000.00	是	否
山东天圆铜业有限公司	2016 年 8 月 30 日	18,000.00	是	否
山东天圆铜业有限公司	2016 年 8 月 12 日	12,000.00	是	否
山东龙源石油化工有限公司	2016 年 9 月 10 日	1,000.00	是	否
山东龙源石油化工有限公司	2016 年 6 月 13 日	1,000.00	是	否
山东龙源石油化工有限公司	2016 年 6 月 21 日	500.00	是	否
山东龙源石油化工有限公司	2016 年 9 月 12 日	6,000.00	是	否
胜利油田大明集团有限公司	2016 年 8 月 27 日	15,000.00	是	否
胜利油田大明集团有限公司	2016 年 8 月 6 日	5,000.00	是	否
胜利油田大明集团有限公司	2016 年 9 月 3 日	5,000.00	是	否
胜利油田大明集团有限公司	2016 年 2 月 13 日	3,000.00	是	否
东营市利通沥青化工有限责任公司	2016 年 12 月 8 日	6,000.00	是	否
东营市利通沥青化工有限责任公司	2016 年 6 月 29 日	2,000.00	是	否
东营市利通沥青化工有限责任公司	2016 年 3 月 26 日	5,000.00	是	是
东营利源新能源集团有限公司	2016 年 2 月 3 日	5,000.00	是	否
合计		102,530.00		

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至2015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，公司或有负债风险较小。

表 18 截至 2015 年底公司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	利润率
山东天信集团有限公司	294,107.14	135,042.55	380,228.57	23,009.02	54.08	6.05
山东天圆铜业有限公司	560,506.40	250,795.63	1,331,016.63	31,284.50	55.26	2.35
山东龙源石油化工有限公司	293,467.08	174,880.80	265,073.03	28,854.80	40.41	10.89
胜利油田大明集团有限公司	412,144.73	214,576.96	247,287.40	26,825.21	47.94	10.85
东营市利通沥青化工有限责任公司	221,089.29	112,715.28	415,368.53	19,178.76	49.02	4.62
东营利源管业集团有限公司	200,281.26	112,671.63	162,981.01	15,098.68	43.74	9.26

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，公司目前负债负担较重，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。

八、本次公司偿债能力分析

1. 本次公司债的发行对目前负债的影响

截至 2015 年底，公司债务总额为 135.49 亿元，本次拟发行公司债券规模不超过 15.00 亿元，相对目前公司债务规模，本次债券发债额度较低。

以公司 2015 年财务数据为基础，假设募集资金净额为 15.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 40.11%、73.47% 和 76.57%，相比发债前分别上升了 11.86、2.10 和 1.62 个百分点。债务负担略有加重。

2. 本次公司偿债能力分析

以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 10.75 亿元，为本次公司债券发行额度（15.00 亿元）的 0.72 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。公司 2015 年经营活动产生的现金流入 119.63 亿元，为本次公司债券发行额度（15.00 亿元）的 7.98 倍，公司经营活动现金流入规模较大，对本次债券覆盖程度高。

未来，随着公司目前在建项目投产交付，公司经营规模、盈利水平将进一步提升，公司对本次债券的偿还能力有望进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司规模、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。

九、债权保障条款

1. 自然人担保

（1）担保条款

本次债券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本次债券本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付费用。在公司不能按期兑付《担保协议》项下债券本金和存续期间利息时，担保人应按约定承担连带保证责任，将兑付资金划入承担担保责任，将兑付资金划入债券登记机构或债券受托管理人指定的账户。债券持有人可分别或联合要求担保人承担保证责任。债券受托管理人有义务代理债券持有人要求担保人履行保证责任。债券有关主管部门、债券持有人及债券受托管理人有权对担保人的财务状况进行监督，并要求担保人定期提供其资信状况、代偿能力、资产受限情况、对外担保情况以及可能影响保证权利实现的其他信息。

（2）担保人信用分析

担保人王军先生现任公司执行董事，持有公司 58.66% 的股权，为公司实际控制人。公司实际控制人王军先生在过去 5 年内未发生过 90 天以上的逾期；没有近 5 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。

总体看，实际控制人王军先生的担保对于本次公司债券的到期还本付息具有积极作用。

2. 资产抵押担保

(1) 担保条款

根据公司的控股子公司东营利源环保科技有限公司（控股比例 99.96%）、首创证券有限责任公司和中信银行股份有限公司东营分行（以下简称“中信银行东营分行”）三方签署的《山东万通石油化工集团有限公司公开发行 2016 年公司债券之生产装置抵押协议》（以下简称“抵押协议”），载明本抵押担保的主债权为本次债券，即：公司经中国证监会核准依照《募集说明书》约定发行不超过 15 亿元（含 15 亿元）的公司债券。本抵押担保的范围包括本次债券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，抵押担保期间为本次债券存续期间。

根据《山东万通石油化工集团有限公司公开发行 2016 年公司债券之抵押资产监管协议》（以下简称“抵押资产监管协议”），在本次债券存续期间，抵押资产的价值与本次债券未偿还本金的比率（以下简称“抵押比率”）不得低于 1.0。如果抵押比率低于 1.0，抵押人应按照债券受托管理人、抵押资产监管人的要求提交追加担保资产方案及其必要附件（如：相关协议和/或资产评估报告（如需）等）并追加担保资产，以保证抵押比率大于或等于 1.0。

(2) 抵押物分析

本次债券以公司的控股子公司东营利源环保科技有限公司合法拥有的 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”）为本次公司债提供抵押担保，全体债券持有人为唯一的抵押权人。北京中天华资产评估有限责任公司受山东万通石油化工集团有限公司的委托，于 2015 年 12 月 21 日出具了中天华资评报字[2015]第 1607 号《山东万通石油化工集团有限公司拟公开发行 2016 年公司债券所涉及的东营利源环保科技有限公司的部分资产价值》。本次资产评估采用重置成本法，以 2015 年 12 月 1 日为评估基准日，其中 140 万吨/年连续重整装置资产评估价值为 103,097.96 万元，催化柴油汽油质量升级装置资产评估价值为 106,561.70 万元，合计 209,659.66 万元。

公司 140 万吨/年连续重整装置生产能力/年为汽油 19 万吨、青石脑油 13.34 万吨、液化气 9.81 万吨、苯 11.2 万吨、甲苯 11.34 万吨、二甲苯 34.59 万吨，评估价值为 103,097.96 万元；催化柴油汽油质量升级装置生产能力/年为催化柴油 100 万吨/年、催化汽油 80 万吨/年、氢气 30,000N 平方米/年，评估价值为 106,561.70 万元。抵押资产所有权人均为东营利源环保科技有限公司，位于山东省东营市史口镇郝纯路以西。

总体看，公司用于本次债券抵押担保的资产为公司的控股子公司东营利源环保科技有限公司合法拥有的 140 万吨/年连续重整装置和催化柴油汽油质量升级装置，抵押资产评估价值为 20.97 亿元，为本次债券发行规模的 1.40 倍，联合评级认为抵押担保对本次债券的安全性具有一定的积极影响。

十、综合评价

公司作为山东省大型民营石油炼化企业之一，在生产规模、原材料保障以及环保设备等方面具备领先优势。同时，公司经营领域扩展至仓储保税、港口、码头、成品油批发零售、地产置业等多个行业，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。近年来，公司资产规模和收入规模不断提升，经营现金流状况较好，整体经营情况良好。

同时，石油化工行业周期波动明显，国际原油价格短期内大幅下滑、公司面临持续的外部融资需求等因素会对公司的生产经营和财务状况产生不利的影响。

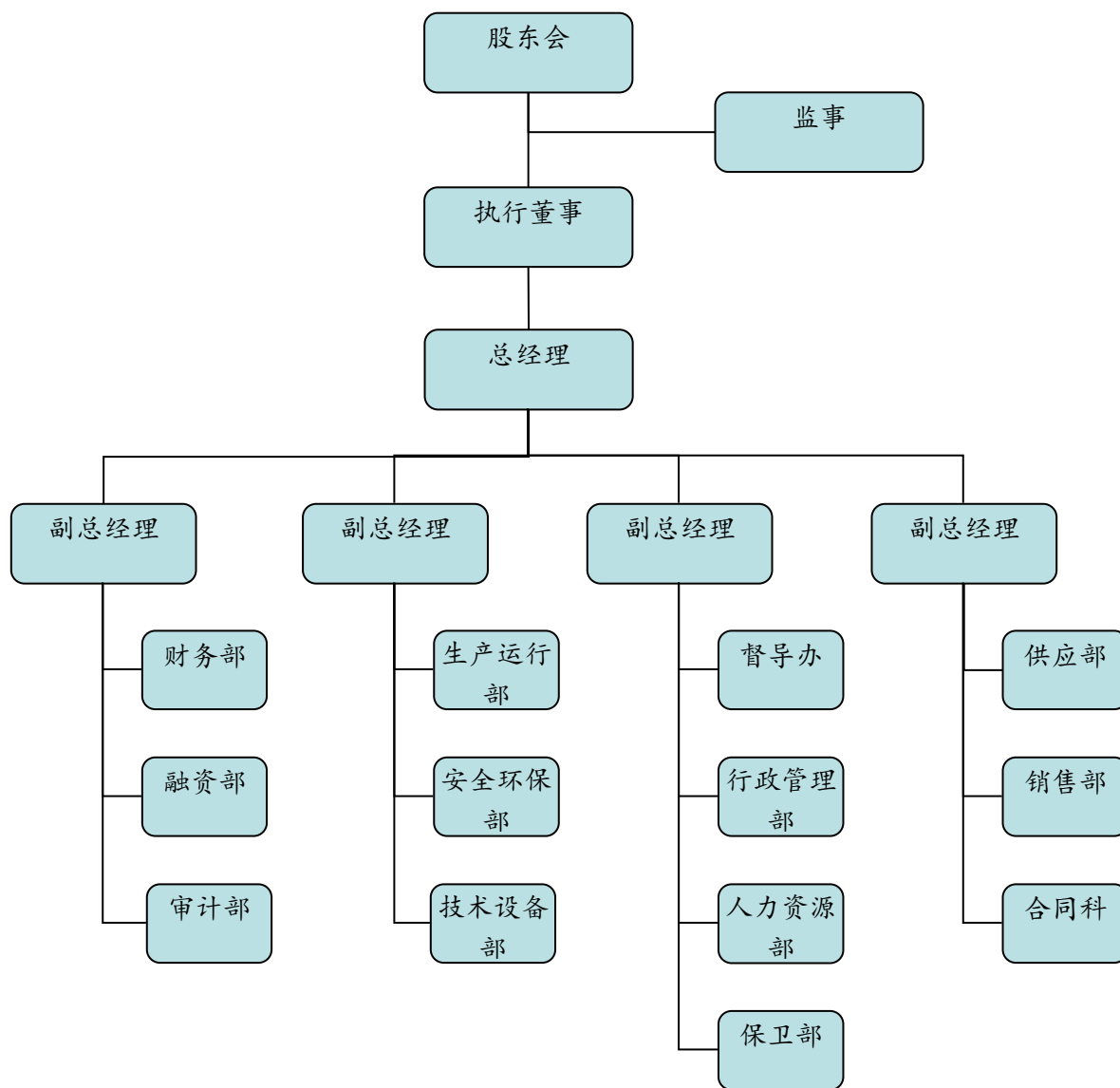
未来随着公司在建项目的投产，公司经营规模及收入规模将继续增长，公司整体竞争能力有望增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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；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抵押资产为本次公司债提供抵押担保，评估价值对本次债券的覆盖倍数为1.40倍。上述债券保障条款对于本次债券的安全性有一定的积极作用。

基于对公司主体长期信用、本次公司债券偿还能力以及自然人担保和资产抵押增信作用的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 山东万通石油化工集团有限公司

组织结构图



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	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	130.94	193.62	216.87
所有者权益（亿元）	39.93	48.14	54.33
短期债务（亿元）	68.30	105.95	112.25
长期债务（亿元）	12.30	23.37	21.38
全部债务（亿元）	80.60	129.32	135.49
营业收入（亿元）	98.81	110.29	133.36
净利润（亿元）	2.96	2.20	3.67
EBITDA（亿元）	7.58	7.45	10.75
经营性净现金流（亿元）	5.32	15.20	19.55
应收账款周转次数（次）	54.44	59.32	39.14
存货周转次数（次）	2.13	2.12	2.13
总资产周转次数（次）	0.78	0.68	0.65
现金收入比率（%）	103.76	96.53	89.68
总资本收益率（%）	5.04	3.20	3.68
总资产报酬率（%）	4.99	3.71	3.79
净资产收益率（%）	8.03	5.00	7.16
营业利润率（%）	10.43	9.23	9.31
费用收入比（%）	6.35	6.55	6.75
资产负债率（%）	69.50	75.14	74.95
全部债务资本化比率（%）	66.87	72.87	71.38
长期债务资本化比率（%）	23.55	32.69	28.24
EBITDA 利息倍数（倍）	2.33	1.84	2.02
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.06	0.08
流动比率（倍）	1.05	0.98	0.86
速动比率（倍）	0.56	0.51	0.46
现金短期债务比（倍）	0.33	0.33	0.37
经营现金流动负债比率（%）	6.76	12.45	13.86
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.51	0.50	0.72

注：相关财务指标按照附件 3 公式进行计算，与 Wind 资讯等公告数据可能存在一定差异。

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。

联合信用评级有限公司关于 山东万通石油化工集团有限公司 2016 年公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年山东万通石油化工集团有限公司年报（审计报告）出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

山东万通石油化工集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。山东万通石油化工集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注山东万通石油化工集团有限公司的相关状况，如发现山东万通石油化工集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如山东万通石油化工集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至山东万通石油化工集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送山东万通石油化工集团有限公司、监管部门等。

