

跟踪评级公告

联合[2015] 532 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山东东明石化集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14东明石化CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年五月五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

山东东明石化集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 东明石化 CP001	5 亿元	2014/11/06-2015/11/06	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 5 月 5 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	25.12	12.23	15.51
资产总额(亿元)	156.06	181.26	198.79
所有者权益合计(亿元)	58.23	63.43	68.61
长期债务(亿元)	20.29	34.44	40.95
全部债务(亿元)	92.53	116.94	128.85
营业收入(亿元)	263.17	463.85	521.48
利润总额(亿元)	3.72	5.32	4.88
EBITDA(亿元)	13.65	17.22	21.23
经营性净现金流(亿元)	-16.96	-27.09	8.33
营业利润率(%)	4.64	3.66	4.14
净资产收益率(%)	5.18	6.26	5.20
资产负债率(%)	62.69	65.01	65.49
全部债务资本化比率(%)	61.38	64.83	65.25
流动比率(%)	106.05	120.94	135.83
全部债务/EBITDA(倍)	6.78	6.79	6.07
EBITDA 利息倍数(倍)	2.15	2.28	2.14
经营现金流动负债比(%)	-21.88	-32.49	9.33

注: 已将其他流动负债及长期应付款中有息债务部分分别计入短期及长期债务核算。

分析师

盛东巍 王冰

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 山东东明石化集团有限公司(以下简称“公司”)原油、燃料油采购规模扩大, 进而带动成品油产品产销量的提升, 公司营业收入保持快速增长, 同时营业利润率有所回升。公司作为中国较大的地方炼油企业之一, 通过与中国石油天然气集团有限公司(以下简称“中石油”)的合作, 在原料供应、生产规模、产品结构以及产品销售等方面具备综合竞争优势。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到 2014 年 4 季度以来国际石油价格快速下跌、公司主要产品产能利用率较低以及公司有息债务持续上升等不利因素可能给公司经营及发展带来的负面影响。

公司年产 300 万吨重质油综合利用项目一期投产后不断磨合, 主要炼油产品产能不断释放。未来随着中国对民营地方炼油企业原油使用权和进口资质的逐步放开, 公司原油采购量有望进一步扩大, 公司经营规模有望继续扩大, 盈利能力亦将得到改善。

综合考虑, 联合资信维持山东东明石化集团有限公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“14 东明石化 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司是中国较大的地方炼油企业之一, 目前原油一次加工能力 1200 万吨/年, 区域竞争优势明显; 公司产品结构较为丰富, 石油化工与氯碱化工、热电生产在一定程度上形成了循环经济, 有利于降低生产成本。
2. 跟踪期内, 公司收入规模保持增长, 收现质量较好, 经营性净现金流由负转正。
3. 跟踪期内, 公司现金类资产和经营活动现金流对“14 东明石化 CP001”的保障程度高。

关注

1. 2014 年 4 季度以来, 受国际上多重利空因素

影响，国际石油价格在短期内大幅下跌，公司原材料及库存商品等存货存在一定跌价风险。

2. 跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，整体债务负担仍较重。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山东东明石化集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东东明石化集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因山东东明石化集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山东东明石化集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“14 东明石化 CP001”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东东明石化集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

山东东明石化集团有限公司（以下简称“东明石化”或“公司”）前身是始建于1986年12月的东明县炼油厂（1987年6月更名为东明县石油化工厂）。1997年2月，经山东省经贸委批准，以东明县石油化工厂为核心组建成立了山东省东明县东明石化有限公司，并于1997年6月更名为山东东明石化集团有限公司。截至2014年底，公司注册资本为12.39亿元，其中山东宏利源股份有限公司（以下简称“宏利源公司”）出资比例为60.91%，其股份管理权是以公司董事长李湘平为核心的公司管理团队代持（见附件1-1）。公司实际控制人为以李湘平为核心的公司管理团队。

表1 公司股东情况

股东名称	持股比例(%)
山东宏利源股份有限公司	60.91%
山东省国际信托有限公司	18.27%
山东省东明县石油化工厂	12.75%
河南晟原防腐安装工程有限公司	8.07%
合计	100.00%

资料来源：公司提供

公司经营范围包括：生产销售液体石蜡、液化石油气、溶剂油、聚丙烯、重交沥青、汽油、柴油、电力、石油焦、石脑油、燃料油、液氯、烧碱、蒸汽、氢气、盐酸等。公司所属行业为石化行业，目前主要从事石油化工产品的生产、加工和销售。

截至2014年底，公司本部设有党群工作部、总经理办公室、董事会秘书处、生产运行部、企管部、战略投资部、审计部、计划管理部、物资管理部、人力资源部、营销中心、资金管理中心、财务部、安全环保部、北京分部

等15个职能部门（见附件1-2），以及10家全资、控股或实际控制子公司。

截至2014年底，公司资产总额为198.79亿元，所有者权益合计为68.61亿元（含少数股东权益30.99亿元）。2014年，公司实现营业收入521.48亿元，利润总额4.88亿元。

公司注册地址：山东省菏泽市东明县黄河路27号；法定代表人：李湘平。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般

公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 石油化工行业概况

石油产品是重要的战略资源，随着中国经济的快速发展，石油在中国一次能源消费中所占的比重迅速上升，目前已经成为影响中国经济增长的重要因素之一。作为重要的战略性支柱产业，石油石化行业具有技术密集型和资金密集型双重特征，行业进入壁垒较高。

中国是世界第四大石油生产国、第二大石油消费国及石油进口国，原油消费量近年来持续增长，对外依存度始终处于较高水平，近几年中国原油产量、消费量和净进口量一直呈现增长态势。根据国家统计局的统计数据，2014 年中国生产原油 2.11 亿吨，同比增长 0.94%；进口原油 3.08 亿吨，同比增长 9.37%；原油表观消费量为 5.18 亿吨，同比增长 6.02%。由于国内原油产能增长缓慢，中国原油供应对外依存度持续处于高水平，根据国务院发布的《能源发展“十二五”规划》，“十二五”期间石油对外依存度控制在 61% 以内。2014 年，中国原油进口依存度达到 59.55%，同比上升 1.83 个百分点，进口依存度进一步扩大。随着天然气等清洁能源在国内的广泛推广，也将对石油消耗形成部分替代，原油进口依存度增速有望维持较低水平。

表 2 中国原油消费平衡情况（百万吨、%）

年份	产量	进口量	表观消费量	对外依存度
2010	20301.40	23931.14	43868.33	53.86
2011	20364.60	25254.92	45367.32	55.11
2012	20747.80	27109.00	47606.80	56.42
2013	20946.87	28195.00	48845.87	57.72
2014	21142.90	30837.66	51787.64	59.55

资料来源：Wind 资讯

由于油气资源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，石油行业属于典型的寡头垄断行业，其相关资源和业务竞争主要集中在中石化集团公司、中国石油化工集团公司（下称“中石油

集团公司”）、中国海洋石油总公司（下称“中海油总公司”）三家企业中，上述三家企业集团的主要经营主体为中国石化、中国石油和中海油三家上市公司。

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石化集团、中国石油集团、中海油总公司和陕西延长石油（集团）有限责任公司（下称“延长石油”）从事原油的勘探和开采业务；而中国国际石油化工联合有限责任公司（中石化集团公司下属子公司）、中国联合石油公司（中国石油集团公司下属子公司）、中国中化集团（下称“中化集团”）和珠海振戎公司等四家国有公司则控制了中国 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；中化主要负责海外原油和成品油的进口业务。

总体而言，由于石油石化行业为资本和技术密集型行业，项目投资金额较大，且政府管制较为严格，目前国内市场主要参与者较为集中，行业的市场竞争程度较低。

2. 价格情况

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，目前主要参照标准包括米纳斯、辛塔、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。

2013 年，国际石油市场供需基本面相对宽松，国际原油价格高位震荡，美国西得克萨斯中质原油（以下简称“WTI”）与其它基准油价差总体收窄。北海布伦特原油期货结算（连续）全年平均价格为 108.70 美元/桶，比上年下降 2.97 美元/桶，WTI 原油期货结算（连续）全年

平均价格为 98.05 美元/桶，比上年增长 3.91 美元/桶。2014 年上半年，原油现货价格整体延续了 2013 年的波动走势，但下半年受美联储退出 QE3、全球原油供大于求、欧美联手抑制投机资金对油价炒作、欧佩克（OPEC）宣布不减产等多重利空因素影响，国际原油价格在短期内大幅下跌，并于 45~55 美元/桶的历史低位开始企稳。由于世界主要原油输出国家并未明显减产，近期国际原油价格仍在低位徘徊，截至 2015 年 4 月 8 日，北海布伦特原油期货结算（连续）价格和 WTI 原油期货结算（连续）价格分别仅为 55.55 美元/桶和 50.42 美元/桶。同期，由于国内成品油价格是依据国际原油价格进行调节，其价格与国际市场原油价格走势基本一致。从长期来看，由于原油作为一次性能源的不可替代性，随着全球经济逐步恢复，原油价格仍有回升的潜力。

图 1 国际原油价格走势



资料来源：Wind 资讯

成品油定价方面，2013 年 3 月末，国家发展和改革委员会（以下称“国家发改委”或“发改委”）调整了成品油定价机制，主要内容包包括：将成品油调价周期从 22 个工作日缩短为 10 个工作日；取消平均价格波动 4% 的幅度限制并调整挂靠油种，但是如果 10 个工作日汽柴油价格变动幅度不足每升 5 分钱，将不做调整，移到下一次调价合并计算。此次发改委推出的完善成品油价格形成新机制是在原来价格形成机制基础之上所做的进一步完善。完善后的成品油定价机制使国内油价能更为灵敏地反映国际油价变化，可以减少因调价周期过长而引发的市场行情失真。2013 年 9 月底，发改委宣布今后两

年各地车用汽、柴油质量升级至第四阶段，每吨分别加价290元（约每升0.21元）、370元（约每升0.32元）；2017年年底后，升级至第五阶段时，每吨分别加价170元和160元。从成品油价格调整情况看，2014年以来，中国政府对国内汽油、柴油价格的调整主要以下调为主基调，其中2014年7月至2015年1月连续向下调整国内汽油、柴油价格13次，汽油标准品价格累计下降人民币2975元/吨，柴油标准品价格累计下降人民币3155元/吨。

3. 行业关注

原油对外依存度逐年提高，国际化业务拓展存在较大风险

目前中国是全球第二大石油消费国和石油进口国，国内原油产量已难以满足国内需求的增长，2009年对外依存度已超过50%警戒线，

2014年已经达到59.55%。目前，中国主要石油石化企业均面临资源对外依存度过高的问题，对国际油价的波动将更为敏感，经营业绩稳定性也将受到影响。为应对上游资源不足的问题，目前国内两大石油石化企业中石化集团公司及中石油集团公司均不同程度的加快了国际化的步伐，但国际政治、经济和包括进入壁垒、合同违约等在内的其他条件的复杂性，都可能加大石油石化企业海外业务拓展及经营的风险。

4. 行业政策

石油石化行业当前受国家多方面的监管（如下表），这些监管涉及原油及天然气的勘探、生产、运输和销售，以及成品油和部分化工产品的生产、运输和销售等多方面。

表3 相关行业监管情况

序号	环节	监管部门	备注
1	勘探与开采监管	国土资源部	对境内的矿产资源的勘探及开采行使管理权并负责审核发放勘探许可证及开采许可证，申请人必须为国务院批准从事石油及天然气勘探及开采活动的企业。
2	原油价格监管	国家发改委	国家发改委以国际市场原油价格为基础，制定各省（自治区、直辖市）或中心城市汽、柴油最高零售价格。对于未实行全省统一价格的地区，由省级价格主管部门以国家发改委制定的中心城市最高零售价格为基础，合理安排省内非中心城市最高零售价格并向国家发改委备案。批发价格则比照最高零售价格，保证批零价格之间至少有300元/吨的差价。
3	天然气生产销售和价格监管	国家发改委	国家发改委制定年度天然气供应指导计划，要求天然气生产商向指定化肥生产商分配指定份额的天然气。除了向化肥生产商供应的天然气以外，天然气实际生产量由天然气生产商自行确定。
4	进出口监管	商务部	获准进口原油和成品油的非国营贸易公司受到进口配额的管制，出口原油和成品油均实行配额管理。
5	投资监管	国务院	石油石化行业的资本性投资项目须经政府核准或备案。需要由政府核准的项目由国务院批准的《政府核准的投资项目目录》确定。政府会根据变化情况适时调整该目录。
6	环保监管	环保部	新建项目按照国家环境影响评价法规开展环境影响评价，经国家或地方环保部门批准后方可开工建设；相应的环保设施经有关环保部门验收合格后，方可投入正式运营。企业在生产运营中执行“排污申报”制度。

资料来源：联合资信整理

未来中国将加快推进资源性产品价格改革，油气价格改革将对消除炼化业和天然气进口政策性亏损问题产生积极影响，天然气作为实现清洁发展的桥梁，有望获得更多政策支持。

5. 行业发展

（1）油品质量升级步伐加快

近年来为了保护环境，中国油品质量升级

步伐明显加快，成品油质量标准也不断提高。继2006年12月发布“国III”汽油标准之后，2009年6月中国又发布了“国III”柴油标准，环保部颁布《关于实施国家第四阶段车用压燃式发动机与汽车污染物排放标准的公告》于2013年7月1日将3.5吨以上柴油车执行国IV标准。2013年9月23日发改委宣布今后两年

各地车用汽、柴油质量升级至第四阶段。为了缓解油品低碳化的压力，北京于 2013 年 2 月 1 日起执行相当于欧 V 标准的京 V 标准，新车排放标准要求率先与国际接轨。中国炼油行业在《炼油工业中长期发展专项规划》和《石化产业调整和振兴规划》的指导下，正在大力推进油品质量升级，加大了装置结构调整力度，加氢裂化、加氢精制和催化调整等提高油品质量的工艺装置生产能力大幅增加。未来油品质量将不断向低硫和超低硫方向发展，加氢精制装置的比例将不断提高，油品质量的不断提升是石化产业的发展趋势。

（2）推动行业绿色低碳安全发展

“十二五”期间，国家提出石油化工业应积极发展绿色低碳经济，大力推进节能减排，发展循环经济。目前国家正全面贯彻落实环境保护相关法律法规和有关节能减排的政策措施，建立和完善石油化工业节能减排指标体系、检测体系和考核体系；鼓励企业采用先进的节能、环保技术和装备，实施余热余压利用来节约和替代石油；国家将严格控制新建高耗能、高污染项目，提高企业能源利用效率、减少污染物排放。在上述政策的推动下，业内相关企业均在致力于发展绿色能源，积极推动发电等工业部门用天然气替代煤炭、用 LNG 替代油料，削减碳排放。

国务院办公厅 2013 年 1 月发布了国务院关于印发《能源发展“十二五”规划》，规划提出 2015 年能源发展的主要目标包括：实施能源消费强度和消费总量双控制；适度超前部署能源生产与供应能力建设；优化能源结构；加快建设山西、鄂尔多斯盆地、内蒙古东部地区、西南地区、新疆五大国家综合能源基地；加强生态环境保护；推进能源体制机制改革。从规划的内容来看，石油石化行业未来将在可持续发展方面继续加大工作力度。

作为国民经济的战略性支柱产业，石油炼化行业整体竞争程度不高，由于与宏观经济关联度较大，其存在着周期性波动风险。近几年

来，我国石油化工业在保持快速发展的同时，产业布局不断得以优化，油品质量升级步伐也有所加快。整体来看，我国经济的高速发展将使该行业的市场需求长期保持增长态势，其在整个国民经济中的重要性及战略地位也会日益突出。

五、基础素质分析

公司大股东为山东宏利源股份有限公司，持股比例为 60.91%，山东省国际信托有限公司和山东省东明县石油化工厂分别为第二、三大股东，分别持股 18.27%和 12.75%。公司实际控制人为以李湘平为核心的公司管理团队。

公司是中国最大的地方炼油企业之一，集原油加工、石油化工、精细化工、氯碱化工等业务为一体。目前，公司一次原油加工能力 1200 万吨/年，为山东乃至国内最大的地方炼油企业之一，2014 年在中国企业 500 强中排名第 198 位。

截至 2014 年底，公司一次原油加工能力 1200 万吨/年。2014 年，公司加工原料油（原油和燃料油）合计 725.00 万吨，生产汽油 116.20 万吨、柴油 296.79 万吨、轻质燃料油 72.92 万吨及液化气 37.58 万吨。2014 年，公司汽柴油销售量 412.82 万吨。

氯碱部分，公司依托当地卤水和电力资源的优势，积极进入氯碱化工行业。截至 2014 年底，公司拥有 15 万吨/年离子膜烧碱（纯）生产能力。2014 年，公司加工原盐 13.21 万吨，生产 32%的烧碱 2.75 万吨、液氯 7.69 万吨。

公司规模优势较为突出，在中国企业联合会、中国企业家协会评出的“2014 中国企业 500 强”中位列第 198 位，位列中国制造业企业 500 强第 90 名，位列“全球华商企业 500 强”第 232 名；同时，公司 2014 年先后获得“山东省重要能源化工基地”、“全国文明单位”、“中华环境友好企业”、“全国守合同重信用单位”、“全国优秀诚信企业”、“全国企业改革示范单位”等荣誉称号。

在产品质量方面，2010年，公司先后被中国产品质量协会评为全国质量守信企业，被中国互联网新闻中心授予公司中国品牌领袖联盟证书。

在产品链和循环经济方面，公司拥有成套的生产装置，包括常减压、催化裂化、延迟焦化、重交沥青、气体分馏、直馏汽油芳构化等装置，可以生产各类高标号汽油、柴油、石油液化气、溶剂油、液体石蜡、丙烯、聚丙烯、石油焦、烧碱、液氯等系列产品。公司现有的石油加工和石油化工业务、氯碱生产线，以及计划建设的煤化工项目有效的拉长了企业的产业链。其中，石油炼化的石油焦可作为热电和煤化工的燃料；热电为氯碱提供电力；氯碱在生产中所排放的氢气，经回收可应用于汽油、柴油的加氢工艺；煤化工的产品甲醇是石化产业中制造甲醇汽油、烯烃、芳烃、丙烯的原材料。

近年来，公司先后投资9000万元分别建设了9600吨/天和15000吨/天的污水处理厂，分别处理各子公司炼化装置产生的工业废水，采用“隔油、浮选+A/O生化、曝气生物滤池处理”工艺，确保外排废水分别稳定达到《山东省南水北调沿线水污染物综合排放标准》中规定的一般保护区和《城镇污水处理厂污染物排放标准》一级A标准，主要污染物COD排放40mg/L以下，氨氮在1mg/L以下，石油类在0.5mg/L以下。公司于2013年9月、2014年4月先后投资4200万元对污水处理厂敞口隔油、浮选、生化池等构筑物按照玻璃钢盖板密封，通过进风口和出风口进行换气，把恶臭气体抽送到废气治理装置中进行除臭处理。恶臭气体分别通过催化氧化、低温等离子、生物滤床等工艺手段深度处

理后，达到《恶臭污染物排放标准》要求限值经20m排气筒排放，有效地减少了硫化氢、氨、挥发性有机酸类等污染物的无组织排放。

总体看，公司具有较强的规模优势，产品有较好的商誉和质量。公司产业链的完善和循环利用，有效降低了生产成本，增强公司市场竞争力。此外，公司近年来对环保投入较大。

六、管理分析

跟踪期内，公司高层管理人员、法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是中国最大的地方炼油生产基地之一，主营业务主要以汽油、柴油等成品油的加工和销售为主。

营业收入方面，2014年，由于原油及燃料油采购量增长，公司成品油产销量有所提升，全年实现营业收入521.48亿元，同比增长12.42%。收入构成方面，炼油产品所带来的销售收入占营业收入比重保持在99.50%以上的水平。

毛利率方面，2014年，受益于成品油产销量提升带来的固定成本摊薄效应，以及国际原油价格处于快速下行阶段，国家发改委对国内成品油价格调节相对滞后的因素影响，公司炼油产品毛利率同比提高1.13个百分点。此外，2014年公司氯碱产品毛利率回升较快，主要系2013年公司部分氯碱生产设备检修导致成本大幅增加，属于非经常性成本上升，2014年则恢复正常运营。

表4 近年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

类别	2013年			2014年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
炼油产品	461.58	99.51	4.11	519.20	99.56	5.24
氯碱产品	2.27	0.49	-7.66	2.28	0.44	10.54

合计	463.85	100.00	4.05	521.48	100.00	5.26
----	--------	--------	------	--------	--------	------

资料来源：公司提供

总体来看，跟踪期内，公司主营业务仍围绕炼油板块运营，虽然国内成品油价格快速下滑，但公司成品油销量的上升带来收入的增长。

2. 原料采购

公司成品油生产中最主要的原料是原油和燃料油。公司与中石油下属公司中油燃料油股份有限公司（以下简称“中油燃料”）签订了《合资框架协议》，协议约定中石油将积极组织进口原油资源，以满足公司对进口原油资源的需求。目前，主要由东明汇泽每年向中油燃料上报原料计划，中油燃料根据计划向公司提供原料。

2014年，中油燃料供应公司原材料461.56万吨，占总供应量的62.38%，采购价格按与中石油签订的协议价格执行，协议价格比中石油销售的国内市场价格低200元/吨。此外，公司原油少部分从中国石油化工股份有限公司中原油田分公司（以下简称“中原油田”）采购，2014年的采购量为19万吨。

从采购结算方式上看，公司通过中石化所属的中原油田采购的原油采用先货后款的方式，因为中原油田根据配额合同供应，一般一个月结算一次；通过中石油采购的原料采取先款后货的方式，以船到港日的平均价格作为结算价格；公司燃料油采购一般采用先款后货的方式，即在供应商油轮快到港口时，公司向供应商开具信用证或支付现金，燃料油到达港口卸船后货权归属公司所有，时间最长不超过1个月，且一船一结算。

表5 近年公司原油、燃料油采购情况
(单位：万吨、元/吨)

原料类别	2013年		2014年	
	采购量	采购价格	采购量	采购价格
原油	298.50	5292.86	296.48	4310.09
燃料油	296.79	5361.40	428.52	4218.90
合计	595.29	--	725.00	--

资料来源：公司提供

注：采购价格为含税价格。

2014年，由于燃料油采购价格下降，低于原油的采购价格，公司原材料采购方面加大了燃料油的比重。

表6 2014年公司原材料采购前五大供应商
(单位：万吨、%)

供应商名称	采购量	占比
中油燃料油有限公司	461.56	62.38
中国石油天然气股份有限公司长庆油田油气销售分公司	23.54	3.18
中国石油化工股份有限公司中原油田分公司	19.00	2.57
新加坡东方石油有限公司	39.18	5.29
中国石化燃料油销售有限公司上海分公司	8.22	1.11
合计	551.50	74.53

资料来源：公司提供

2014年，公司前5名供应商采购金额合计551.50亿元，合计占全部采购金额的74.53%，公司主要供应商较为集中。

为解决公司进口原油及燃料油输送问题，2009年10月公司与中石油共同出资设立中石油山东输油有限公司（注册资本7.62亿元，其中公司占30%股份），负责山东省日照市至东明县的输油管道建设。该管道用于从中东进口的中质和重质原油的输送，其全长446公里，一期工程设计原油输送能力1000万吨/年，起点为日照岚山港，终点为公司厂区，项目占地面积19.10公顷，2012年12月已正式运行。截至2014年底，公司采购的超过80%的原油、燃料油通过该输油管道运输，节省了一定的成本。

未来随着中国对民营地方炼油企业原油使用权和进口资质的逐步放开，公司原油采购量有望进一步扩大。

3. 生产经营

公司拥有成套的生产装置，主要包括1200

万吨/年常减压、240万吨/年催化裂化、100万吨/年催化重整、260万吨/年延迟焦化、100万吨/年汽油加氢以及435万吨/年柴油加氢等装置。目前，公司可以生产各类高标号汽油、柴油、石油液化气、石油焦、燃料油、石脑油、聚丙烯等炼油产品以及烧碱、液氯等氯碱产品。

表 7 公司主要炼油产品产能、产量情况(单位:万吨)

产品类别	2013 年		2014 年	
	产能	产量	产能	产量
汽油	150.00	136.50	250.00	116.20
柴油	350.00	290.40	550.00	296.79
液化气	30.00	27.80	65.00	37.58
轻质燃料油	50.00	41.90	150.00	72.92
合计	580.00	496.60	1015.00	523.49

资料来源:公司提供

2014年,受2013年投产的300万吨重质油综合利用项目中一期600万/年吨常减压装置产能逐步释放影响,公司主要炼油产品产能均有所提升。从产品产能利用率来看,公司汽油、柴油、液化气和轻质燃料油产能利用率分别为46.48%、53.96%、57.82%和48.61%,各产品产能利用率在五到六成的水平,高于山东地炼企业平均不足四成的水平,但整体产能利用率仍较低。

4. 产品销售

公司产品的销售全部由全资子公司东明石油经销有限公司(以下简称“经销公司”)负责。公司产品主要营销策略是加强与两大石油巨头,特别是与中石油的合作,延续与其稳定的供应关系,同时稳固周边零售市场,努力寻找高价区域,开发高附加值产品市场,实现公司利益最大化。

从公司销售收款政策上看,公司对中石油和中石化的销售给予2个星期的结算账期,对于其他下游客户的销售全部采取先款后货的结算方式,并根据首付款比例决定销售价格的优惠程度。

公司销量较多的产品主要是汽油、柴油、液化气和轻质燃料油等。2014年,公司汽油、柴油、液化气和轻质燃料油销量分别为112.58万吨、300.24万吨、37.54万吨和73.26万吨。从产销率水平看,近几年公司主要产品的产销率均在96%以上,销售情况良好。

表 8 公司主要产品销量、产销率情况(单位:万吨、%)

产品类别	2013 年		2014 年	
	销量	产销率	销量	产销率
汽油	135.95	99.59	112.58	96.88
柴油	286.22	98.56	300.24	101.16
液化气	27.64	99.42	37.54	99.89
轻质燃料油	41.62	99.33	73.26	100.41

资料来源:公司提供

产品销售价格方面,在2014年国际原油价格快速下滑的带动下,公司汽、柴油产品价格均出现不同程度的下降。

表 9 公司主要产品销售价格情况(单位:元/吨)

产品类别	2013 年	2014 年
汽油	7534.08	6965.30
柴油	7017.59	6293.06
液化气	5407.82	5621.72
轻质燃料油	6757.84	6210.84

资料来源:公司提供

汽、柴油是公司产品中比例最大的一类,主要产品型号有97#汽油、93#汽油、0#柴油、-10#柴油等。汽、柴油是与人们生活密切相关的能源类消费品,目前公司汽、柴油产品质量市场认可度较高。2014年,公司前5名客户销售额合计118.87亿元,合计占总销售额的22.79%。

表 10 2014 年公司前五大客户明细

(单位:亿元、%)

客户名称	销售额	占比
中国石油天然气股份有限公司河南销售分公司	46.76	8.97
中国石化销售有限公司山东石油分公司	24.21	4.64

司		
中国石油天然气股份有限公司山东销售分公司	19.37	3.71
中国石油天然气股份有限公司湖北销售分公司	14.38	2.76
中国石油天然气股份有限公司安徽销售分公司	14.15	2.71
合计	118.87	22.79

资料来源：公司提供

从销售运输方式上看，公司有汽运和铁路运输两种方式：子公司昌顺运输有限公司负责部分产品的汽车运输；此外，公司拥有一条 500 万吨/年的石化铁路专用线及自备列车，负责产品的铁路运输。从运输方式的配比情况看，外销汽柴油销量中约 30% 通过火车运输，约 70% 通过汽车运输。

5. 经营效率

2014 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 52.93 次、10.08 次和 2.74 次，较 2013 年分别下降 91.58 次、增长 0.43 次和下降 0.01 次，其中销售债权周转次数下降幅度较大主要系 2014 年公司赊销比例增长所致。

总体看，公司整体经营效率较高。

6. 未来发展

公司根据国家、山东省关于石化行业发展战略并结合自身产业基础，完成了《山东东明石化集团 2010~2020 年十年发展规划》。未来，公司将以建设“山东省重要能源化工基地”为目标，坚持“油化并举、油气互补，努力发展石油化工、煤化工、氯碱化工、化工新材料和精细化工”的发展战略；充分发挥区位和资源优势，积极寻求战略合作，扩大炼油规模；积极采用高新技术，加快新产品的开发；通过扩大规模、化工转型、结构调整，推动公司持续、快速、和谐发展。

目前公司主要的在建项目均已建成投产，

未来拟建的项目主要为 12 万吨/年烯烃项目和产品质量升级项目。12 万吨/年烯烃项目是东明石化实施化工转型战略的重要项目之一，规划建设期 2 年，规划总投资 9.85 亿元，目前该项目可研、立项、批复等前期手续工作已经完成，安评、环评、工艺包设计稳步推进。产品质量升级项目建设内容包括新建 200 万吨/年柴油加氢改质装置、1 万标方/小时 PSA 装置；并对现有 250 万吨/年柴油加氢装置、60 万吨/年汽柴油加氢、100 万吨/年汽油加氢装置进行质量升级改造；规划总投资 11.71 亿元，目前该项目完成了技术选择和可研编制，安评、环评、立项工作正稳步推进。

随着公司在建项目建成投产，公司规模化带来的成本优势将更加突出，公司产能将显著提高，公司整体竞争力有望进一步增强，但项目设计产能规模较大，市场消化需要一定的过程，产品价格波动会对经济效益产生决定性影响；随着公司在建项目逐步投产，未来公司资本支出压力将有所减轻，但产能规模较大的在建项目也将使运营资金需求大幅提升，依据公司目前盈利水平和现金流状况，未来对外融资需求短期内仍将维持较高水平。

八、募集资金使用情况

公司于 2014 年 11 月发行的“14 东明石化 CP001”募集资金 5 亿元，所募集资金全部按计划用途使用。

九、财务分析

公司提供的 2012 年财务报表已经山东天元同泰会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2013 年、2014 年财务报表已经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围变化方面，公司 2014 年合并范围新增东明前海化工有限公司、东明泽明天然气

投资有限公司及山东东明石化集团鲁班建筑有限公司 3 家控股子公司，对公司近年财务数据可比性影响较小。

截至 2014 年底，公司资产总额为 198.79 亿元，所有者权益合计为 68.61 亿元（含少数股东权益 30.99 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 521.48 亿元，利润总额 4.88 亿元。

1. 盈利能力

2014 年，公司实现营业收入 521.48 亿元，同比增长 12.42%；实现营业成本 494.05 亿元，同比增长 11.01%，增速低于营业收入的增速。受益于此，公司 2014 年营业利润率为 4.14%，同比增加 0.48 个百分点。

期间费用方面，2014 年公司期间费用合计为 16.44 亿元，同比增长 41.19%，主要系公司利息支出规模扩大带来的财务费用增长。同期，公司期间费用占营业收入比重为 3.15%，同比增长 0.64 个百分点。

2014 年，公司投资收益-0.45 亿元，主要系出让参股公司股权后核算的损失。同期，公司实现营业外收入 0.28 亿元，其中 0.19 亿元为公司固定资产处置利得，系非经常性损益。

2014 年，公司实现利润总额 4.88 亿元，同比下降 8.27%，主要系期间费用增长较快所致。

从盈利指标来看，2014 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 6.83%和 5.20%，分别较 2013 年增长 0.45 和下降 1.06 个百分点。

总体来看，跟踪期内公司营业收入保持增长态势，但受公司利息支出规模扩大带来的财务费用增长因素影响，公司利润规模有所下降。整体看，受行业景气度不佳等因素影响，公司盈利能力处于偏低水平。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2014 年公司经营活动现金流入及流出主要为销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金，分别为 606.29 亿元和 590.14 亿元，受经营规模

扩大的影响，公司经营活动现金流保持增长态势。从收现质量上看，2014 年公司现金收入比为 116.26%，较上年下降 1.60 个百分点，公司收现质量较好。2014 年，公司经营活动产生的现金流净额为 8.33 亿元，实现由负转正。

投资活动现金流方面，2014 年公司投资活动现金流入 3.66 亿元，主要来自收回投资收到的现金；投资活动现金流出 7.60 亿元，主要系用于购建固定资产、无形资产等支付的现金。2014 年，公司投资活动产生的现金流净额为 -3.94 亿元，保持净流出状态。

筹资活动现金流方面，2014 年公司筹资活动现金流入主要来自金融机构借款，而筹资活动现金流出主要用于偿还债务及利息支付。2014 年，公司筹资活动产生的现金流净额为 -4.43 亿元。

总体来看，跟踪期内公司经营活动现金流净额表现有所好转，收现质量维持较高水平；公司投资及筹资活动规模均有所下降。

3. 资本及债务结构

截至 2014 年底，公司资产总额 198.79 亿元，同比增长 9.67%，其中流动资产占比 60.97%，非流动资产占比 39.03%。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产 121.21 亿元，同比增长 20.19%，增长主要来自于应收账款及预付款项。

截至 2014 年底，公司货币资金为 11.73 亿元，其中受限资金额度为 3.93 亿元；应收票据为 3.78 亿元，全部为银行承兑汇票。

截至 2014 年底，公司应收账款余额为 11.25 亿元，同比增长 156.02%，主要系公司调整销售政策，赊销占比增加所致。从账龄来看，公司 1 年以内的应收账款占比 99.25%，整体账龄较短。从应收账款前五大客户来看，全部为中石油、中石化的子公司，合计占比 73.33%，欠款较为集中。

截至 2014 年底，公司预付款项为 40.10 亿

元,同比增长 20.89%,主要系公司预付货款增加所致。

截至 2014 年底,公司存货为 49.44 亿元,同比增长 1.74%,其中原材料和库存商品分别占比 57.00%和 40.44%。公司存货未计提跌价准备,考虑到国际原油价格快速下滑的背景,公司存货存在一定跌价风险。

非流动资产

截至 2014 年底,公司非流动资产为 77.59 亿元,同比下降 3.51%,主要系在建工程减少所致。

截至 2014 年底,公司固定资产账面原值为 88.56 亿元,累计折旧为 27.45 亿元,固定资产账面净值为 61.11 亿元。公司固定资产主要为房屋及建筑物,以及炼油所需生产设备。

总体来看,跟踪期内公司资产总额保持增长,但受预付款项及应收账款增长的影响,公司资产流动性有所减弱。此外,公司存货存在一定跌价风险。公司整体资产质量尚可。

所有者权益

截至 2014 年底,公司所有者权益合计为 68.61 亿元,同比增长 8.17%,增长主要来自未分配利润。公司实收资本及资本公积较上年相比无变化,所有者权益结构较上年相比变化不大。

总体来看,跟踪期内公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至 2014 年底,公司负债合计 130.18 亿元,同比增长 10.48%,增长主要来自应付票据和长期借款。

有息债务方面,截至 2014 年底公司全部有息债务 128.85 亿元,同比增长 10.18%,其中短期债务占比 68.22%,长期债务占比 31.78%,较上年相比变化不大。

负债指标方面,2014 年公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 65.49%、65.25%和 37.37%,较 2013 年相比分别增长 0.48、0.42 和 2.18 个百分点。

总体来看,跟踪期内公司负债水平有所上升,整体债务负担有所加重。

4. 偿债能力

截至2014年底,公司流动比率和速动比率分别为135.83%和80.43%,较上年分别增长14.89和17.73个百分点。2014年,公司经营性现金流动负债比为9.33%。总体看,公司经营活动现金流入规模大,短期偿债能力尚可。

2014年,公司EBITDA为21.23亿元,同比增长23.30%。同期,公司全部债务/EBITDA倍数为6.07倍,EBITDA利息保障倍数为2.14倍。总体看,公司整体偿债能力较强。

公司“14东明石化CP001”发行额度为5亿元,截至2014年底,公司现金类资产(剔除受限资金部分)为11.59亿元,为“14东明石化CP001”额度的2.32倍。2014年,公司经营活动现金流入及经营活动现金净流量分别为616.08亿元和8.33亿元,分别为“14东明石化CP001”额度的123.22倍和1.67倍。总体看,公司现金类资产和经营活动现金流对“14东明石化CP001”的保障程度高。

截至 2014 年底,公司对外担保余额为 8.24 亿元,担保比率为 12.02%,主要系对日照港集团有限公司(6.75 亿元)和山东日照焦电有限公司(1.49 亿元)提供的担保,目前上述企业均正常运营,公司或有负债风险较小。

截至 2014 年底,公司已获得 436.71 亿元的银行授信额度,其中,尚未使用授信余额 350.53 亿元,公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心查询的《企业信用报告》(2012 银行版),截至 2015 年 4 月 20 日,公司无未结清不良信贷信息记录,已结清的不良和关注类贷款共计 1 笔。据中国农业银行股份有限公司东明县支行说明,企业信用报告显示此笔借款五级分类为关注,属系统原因造成。公司对外担保信息概要中,无不良和

关注类担保信息。

6. 抗风险能力

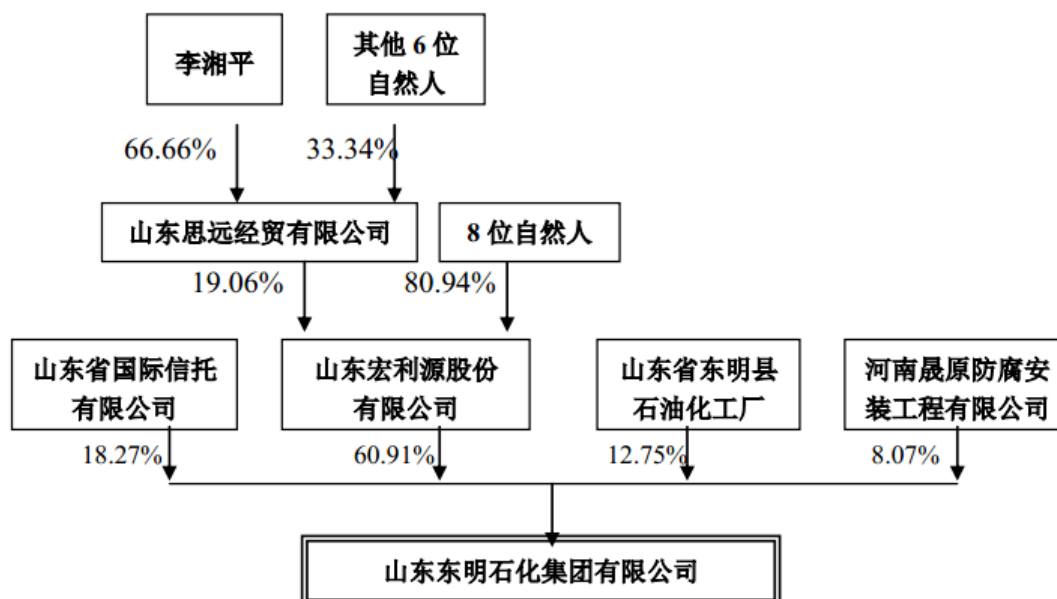
公司是中国较大的地方炼油企业之一，原油一次加工能力强，产品结构较为丰富；随着300万吨/年重质油综合利用项目的建成投产，公司原料运输保障与规模优势将进一步增强；公司与中石油合作加深后，在原料供应和成品油销售方面将具有优势。

基于对公司基础素质，经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力强。

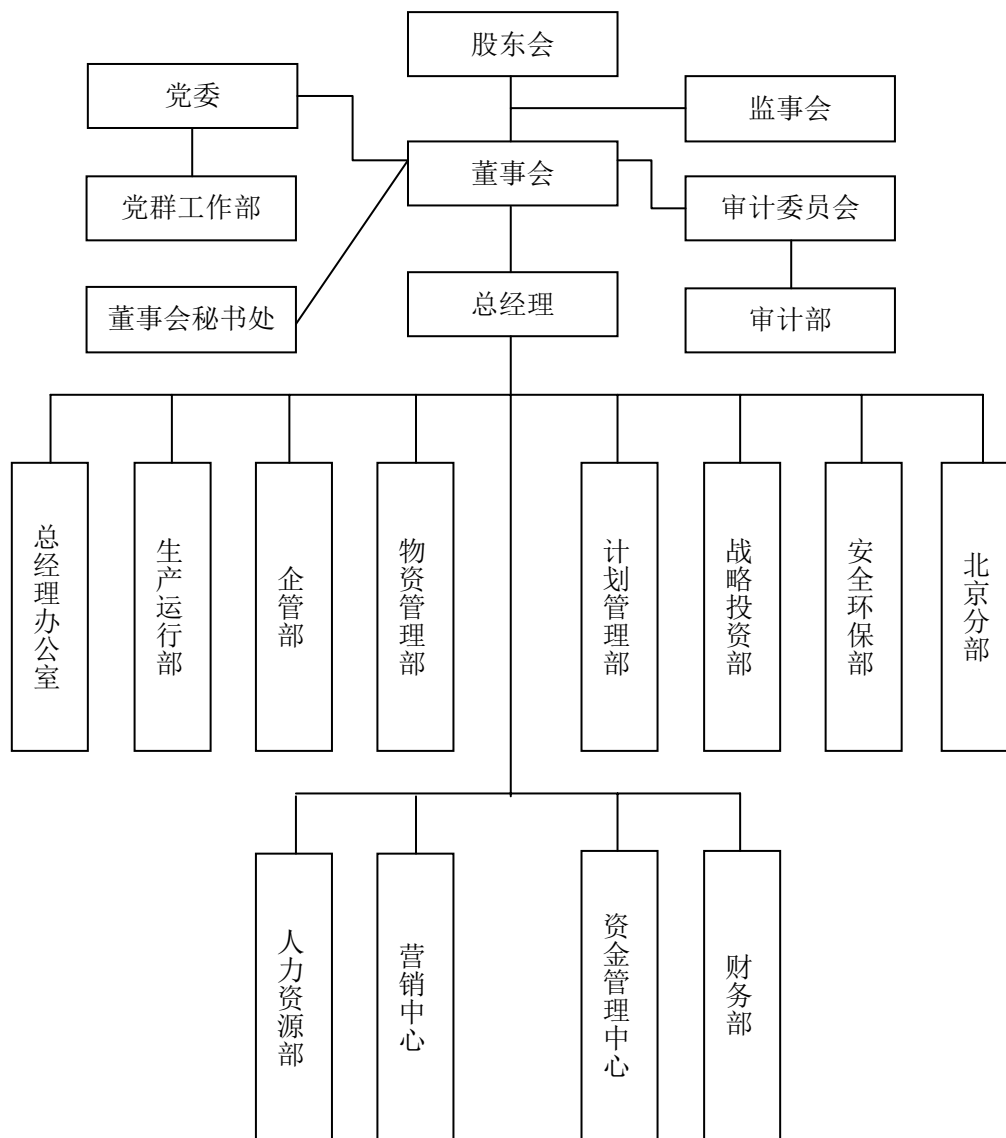
十、结论

综合考虑，联合资信维持山东东明石化集团有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14东明石化CP001” A-1的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	25.12	12.23	15.51
资产总额(亿元)	156.06	181.26	198.79
所有者权益(亿元)	58.23	63.43	68.61
短期债务(亿元)	72.24	82.50	87.90
长期债务(亿元)	20.29	34.44	40.95
全部债务(亿元)	92.53	116.94	128.85
营业收入(亿元)	263.17	463.85	521.48
利润总额(亿元)	3.72	5.32	4.88
EBITDA(亿元)	13.65	17.22	21.23
经营性净现金流(亿元)	-16.96	-27.09	8.33
财务指标			
销售债权周转次数(次)	172.39	144.51	52.93
存货周转次数(次)	8.05	9.65	10.08
总资产周转次数(次)	1.94	2.75	2.74
现金收入比(%)	149.12	117.86	116.26
营业利润率(%)	4.64	3.66	4.14
总资本收益率(%)	6.21	6.38	6.83
净资产收益率(%)	5.18	6.26	5.20
长期债务资本化比率(%)	25.84	35.19	37.37
全部债务资本化比率(%)	61.38	64.83	65.25
资产负债率(%)	62.69	65.01	65.49
流动比率(%)	106.05	120.94	135.83
速动比率(%)	49.78	62.67	80.43
经营现金流动负债比(%)	-21.88	-32.49	9.33
EBITDA 利息倍数(倍)	2.15	2.28	2.14
全部债务/EBITDA(倍)	6.78	6.79	6.07

注：已将其他流动负债及长期应付款中有息债务部分分别计入短期及长期债务核算。

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	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息