

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1543 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山东清源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鲁清源CP001” / “14清源CP001” A-1的信用等级。

特此公告。


联合资信评估有限公司
二零一四年八月一日

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>

山东清源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 鲁清源 CP001/14 清源 CP001	3.5 亿元	2014/5/20-2015/5/20	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 8 月 1 日

财务数据

项目	2011 年	2013 年 期初	2013 年 期末	2014 年 3 月
现金类资产(亿元)	7.98	8.94	17.81	21.66
资产总额(亿元)	25.95	46.60	73.41	82.03
所有者权益(亿元)	11.71	20.55	28.84	32.05
长期债务(亿元)	0.06	5.50	9.00	11.25
全部债务(亿元)	12.37	23.44	40.30	47.59
营业总收入(亿元)	43.18	92.93	167.26	64.05
利润总额(亿元)	2.75	5.38	10.18	4.32
EBITDA(亿元)	3.39	6.36	13.10	--
经营活动现金流量净额(亿元)	3.47	4.34	5.29	4.10
营业利润率(%)	7.67	6.66	7.29	7.59
净资产收益率(%)	18.43	20.89	27.21	--
资产负债率(%)	49.40	55.90	60.71	60.93
全部债务资本化比率(%)	51.37	53.29	58.28	59.76
流动比率(%)	141.51	114.03	116.98	128.33
全部债务/EBITDA(倍)	3.65	3.69	3.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.27	7.09	5.81	--
经营现金流负债比(%)	27.18	21.10	14.88	--

注: 自 2013 年开始采用新会计准则; 2012 年财务数据采用追溯调整的 2013 年期初数; 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

祖宇 张强
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, 山东清源集团有限公司 (以下简称“公司”) 经营规模有所扩张, 收入规模快速增长, 公司规模优势进一步加强; 同时, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到, 公司原料全部外购, 跟踪期公司债务规模进一步增长, 公司对外担保比例很高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期公司建设的 100 万吨润滑油基础油综合利用项目一期建成投产, 同时公司在建二期顺利推进, 未来伴随公司一期逐步达产及二期建成投产, 公司经营规模有望扩张, 综合竞争优势有望进一步提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量对存续短券融资券保障能力较强, 未来伴随公司经营规模扩张, 公司对存续短券融资券的保障能力有望进一步加强。

综合考虑, 联合资信维持山东清源集团有限公司 AA⁻ 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“14 鲁清源 CP001” / “14 清源 CP001” A-1 的信用级别。

优势

1. 伴随公司产能逐步释放, 在产设备逐步达产, 公司较高品质产品 II、III 类基础油产、销规模快速增长, 公司整体规模优势有所加强。
2. 未来伴随油品不断升级, 公司 II、III 类基础油市场前景良好。

关注

1. 公司原料全部依赖外购, 伴随产能逐步释放, 公司面临一定原料保障压力及成本控制压力。
2. 跟踪期公司债务规模快速增长, 债务负担较重。
3. 公司对外担保余额大, 对外担保比例很高, 被担保方区域集中度较高, 公司存在或有负债风险。

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）与山东清源集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东清源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，未因山东清源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清源集团有限公司提供，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 鲁清源 CP001”/“14 清源 CP001”到期之日止有效；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关于山东清源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

山东清源集团有限公司(以下简称“公司”)成立于1998年9月24日，是在山东清源重交沥青有限公司基础上发展而来，登记机关为山东省工商行政管理局，1998年9月24日，为进一步深化企业体制改革，理顺产权关系，组建了公司，初始注册资金1000万元。公司先后9次增资，截至2014年3月底公司注册资本为6.30亿元，其中自然人马之清持股比例为99.571%，自然人焦冲持股比例0.175%，自然人陈春霞持股比例0.143%，自然人尹振元持股比例0.079%，自然人毕凡贞持股比例0.032%。公司实际控制人为马之清先生。

公司主要经营范围：沥青、蜡油、重油、溶剂油（含基础油）、润滑油、机油、建筑材料、塑料制品、油毛毡的生产销售。沥青及其制品、建筑材料、塑料制品的出口；本企业生产、科研所需的原辅材料、机械设备的进口和进料加工业务；塑料制品及塑料制品设备的研发、制造、检测；柴油、汽油零售（为办理分支机构手续用）；铁道部批准范围内的铁路专用线运输；货物及技术进出口业务；危险化学品经营许可证许可经营范围内的危险化学品批发（禁止储存，许可证有效期至2016年01月15日）；煤炭批发经营（许可证有效期至2013年12月31日）。（需经许可经营的，需凭许可证生产经营）。

截至2013年底，公司拥有4家控股子公司；公司下设企管部、物装部、财务部、办公室、督察部、拓展部等职能部门。

截至2013年底，公司资产总额为73.41亿

元，所有者权益28.84亿元；2013年公司实现营业收入167.26亿元，利润总额10.18亿元。

截至2014年3月底，公司资产总额为82.03亿元，所有者权益为32.05亿元；2014年1~3月，公司实现营业收入64.05亿元，利润总额4.32亿元。

公司注册地址：淄博市临淄区金岭镇西首；法定代表人：马之清。

三、宏观经济和政策环境

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。2013年中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费需求增长平稳，2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；对外贸易增速进一步下滑，2013年中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

政策环境方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整，进一步优化财政支出结构，保障和改善民生；央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调。灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡。发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力。进一步推进利率市场化改革；人民币汇

率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳；市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显；产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。

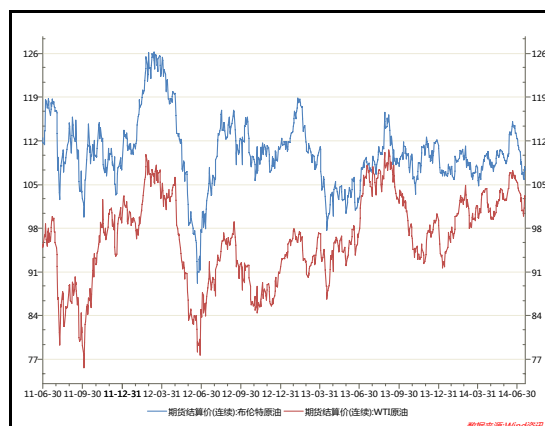
总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。

四、行业及区域经济环境

基础油加工原料来自原油，原油价格波动对基础油价格波动影响较大。

原油价格方面，2013 年，市场供需宽松局势仍持续，地缘政治不稳与市场投机导致国际油价宽幅振荡，美国西德克萨斯中质原油（WTI）和北海布伦特原油（Brent）价格走势出现分化。WTI 原油现货年均价为 98.02 美元/桶，同比上升 4.13%，而 Brent 现货年均价为 108.66 美元/桶，同比下跌 2.64%。

图 1 国际原油现货价格走势（美元/桶）



资料来源：Wind 资讯

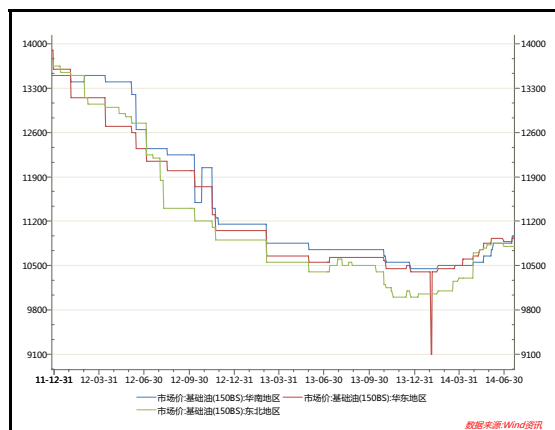
国内成品油市场方面，2013 年，受宏观经济放缓影响，国内成品油需求增速总体放缓，其中，与企业生产相关的柴油需求增速较低，汽油需求仍保持相对较高增速。2013 年国内成品油产量 2.96 亿吨，比上年同期增长 5.13%，其中汽油 9833 万吨，比上年同期增长 9.56%，柴油 17273 万吨，比上年同期增长 1.23%。成品油表观消费量 2.86 亿吨，比上年同期增长 3.4%，其中，汽油 9365 万吨，比上年同期增长 7.84%，柴油 17022 万吨，比上年同期增长 0.3%。

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。2013 年，中国对成品油价格进行了八升、七降，共十五次调整，汽油标准品价格累计上调人民币 5 元/吨、柴油标准品价格累计下调人民币 15 元/吨。

新成品油定价机制的出台，市场化程度有所提高，有利于稳定炼油企业的利润空间，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。

基础油价格方面，基础油价格 2013 年整体价格趋势较上年有所下降，其中 2013 年平均价格为 10660.09 元/吨，同比下降 13.99%，2014 年基础油价格较 2013 年基本持平。

图 2 基础油市场价格情况（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

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月我国又发布了“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》拟于2013年7月1日将3.5吨以上柴油车执行国IV标准。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。我国炼油行业在《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。

总体看，润滑油基础油由于成本构成相对单一，其对上游原料价格波动较敏感，未来伴随经济发展及油品不断升级，基础油需求将持续增长，其质量要求将不断提升。

五、基础素质分析

公司自2005年开始生产润滑油基础油，产能逐年扩大，技术不断成熟，逐步积累了较为完善的经验。公司润滑油基础油采取三次加氢技术，产品质量优良，在行业内具有较为明显的竞争优势。目前国内生产中高端（II、III类）润滑油基础油的企业较少，公司系其中之一。

公司拥有三套原料预处理装置，其中原有一套100万吨/年原料预处理装置和一套150万吨/年原料预处理装置。其中100万吨/年装置具备年产25万吨润滑油基础油及副产30万吨渣油能力，150万吨/年装置具备年产65万吨润滑油基础油（II、III类），副产约60万吨渣油。

2013年6月底公司子公司山东清沂山石化科技有限公司在建300万吨/年原料预处理装置一期100万吨/年装置建成并进行试生产，一期项目于2013年8月份产出产品，目前产品为渣油、重蜡油、石脑油、液化气、汽油、柴油以及公司主要产品 I、II、III类润滑油基础油。该套新投产装置具备年产30万吨润滑油基础油（I、II、III类润滑油基础油），副产约30万吨渣油、25万吨重蜡油的生产能力。截至2013年底，一期项目投产累计实现营业收入10.33亿元，实现毛利0.72亿元。

总体看，未来伴随公司在建产能逐步投产、达产，公司经营规模有望进一步上升，有利于提升公司竞争能力。

六、管理分析

跟踪期公司主要管理人员及管理制度未发生重大变化。

七、经营分析

经营概况

公司主要从事炼化业务，其主打产品为润滑油基础油并副产其他石化产品。

跟踪期伴随公司产能释放，公司整体经营、

收入规模快速增长，2013年公司实现营业总收入167.26亿元，其中石化产品占97.66%，贸易业务占2.34%，公司收入主要来源为炼化业务。从盈利来看，2013年公司石化板块毛利率较上年有所上升，2013年为7.40%，整体毛利率较上年增加0.64个百分点，2013年为7.39%，公司本

期毛利率上升一方面由于原料采购价格有所下降；另一方面伴随2013年下半年公司产能释放，公司规模优势有所加强所致。

2014年一季度，公司实现营业总收入64.05亿元，同比增长88.37%，2014年一季度，公司实现毛利率7.73%，较2013年略有上升。

表 1 公司营业总收入情况（万元，%）

产品类别	2011 年			2012 年			2013 年			14 年 1-3 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
石化产品	399477	92.52	7.77	875148	94.18	6.79	1633437	97.66	7.40	627738	98.00	7.71
贸易业务	32309	7.48	7.42	54114	5.82	6.25	39160	2.34	6.75	12809	2.00	8.27
合计	431786	100.00	7.74	929262	100.00	6.75	1672597	100.00	7.39	640547	100.00	7.73

资料来源：公司提供

从公司石化产品来看，跟踪期伴随公司原有产能逐步达产及新产能释放，公司重要产品润滑油基础油收入规模较上年大幅增长，2013年公司润滑油基础油实现收入67.67亿元，同比增长205.16%。从润滑油基础油具体分类产品来看，跟踪期公司在产产能逐步步入正常运转，其产品基础油润滑油产品结构中，II、III类基础油2013年分别实现销售收入20.93亿元和24.26亿元。2013年公司渣油及加氢石脑油分别

实现收入26.55亿元和16.73亿元，分别同比增长58.02%和20.54%。2013年公司主要石化产品实现毛利率7.44%，其中润滑油基础油实现毛利率9.14%，较上年增加1.79个百分点。

2014年一季度，公司主要石化产品结构保持稳定，本期公司实现销售收入61.93亿元，实现毛利率7.77%，毛利率保持较稳定。

表 2 公司主要石化产品收入情况（万元，%）

产品名称	2011 年			2012 年			2013 年			14 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
润滑油基础油	184881	42.82	8.07	221741	23.86	7.35	676666	40.46	9.14	288530	45.04	10.04
其中：I 类	184881	--	8.07	193870	--	7.22	224815	--	10.58	70641	--	10.06
II 类				12024	--	8.16	209291	--	8.31	99453	--	9.47
III 类				15847	--	8.35	242560	--	8.53	118435	--	10.5
渣油	56308	13.04	3.98	168004	18.08	2.99	265472	15.87	2.77	117021	18.27	2.45
加氢石脑油	6368	1.47	7.93	138758	14.93	7.02	167265	10.00	7.4	51400	8.02	7.46
溶剂油	33628	7.79	7.74	65694	7.07	6.91	86403	5.17	6.65	18765	2.93	6.69
沥青及副产品	104930	24.3	7.7	105989	11.41	8.13	106811	6.39	7.75	27126	4.23	7.57
汽、柴油机油	6330	1.47	15.43	70707	7.61	15	101720	6.08	11.98	23858	3.72	16.35
石脑油				271	0.03	5.17	19707	1.18	6.12	8806	1.37	6.76
轻质燃料油				399	0.04	4.51	28639	1.71	4.73	7590	1.18	3.3
重蜡油							17827	1.07	5.1	25081	3.92	4.97
汽油				285	0.03	6.32	20694	1.24	5.07	11302	1.76	5.06
柴油				617	0.07	6.16	40680	2.43	5.11	20131	3.14	5.12
干气、液化气				10588	1.14	6.75	34047	2.04	4.57	13348	2.08	4.22
机械油				13328	1.43	10.68	22396	1.34	10.25	6322	0.99	15.36
合计	392445	90.89	7.47	796381	85.70	7.16	1588327	94.96	7.44	619280	96.68	7.77

资料来源：公司提供

注：收入占比系石化产品占公司营业总收入比重

总体看，跟踪期伴随公司在产产能逐步实现稳定生产及新建产能逐步释放，公司经营及收入规模快速增长，整体盈利保持稳定。

生产经营情况

公司成本主要由原料采购构成，其中燃料油约占公司成本的 90%左右。2013 年公司获得燃料油采购起始配额 20 万吨，全年采购 232.87 万吨，同比增长 113.72%，其中国内采购 157.09 万吨，进口 75.78 万吨（国外采购全部用自有配额），燃料油平均价格在 6426.69 元/吨，同比下降 5.65%。2014 年公司获得起始配额 28 万吨，2014 年 1~3 月份采购 78.71 万吨，其中国内采购 53.04 万吨，进口 25.67 万吨，燃料油平均价格在 6167.87 元/吨。

2011 年 6 月公司清沂山石化 100 万吨/年润滑油基础油及副产品综合利用项目正式开工建设，项目一期 100 万吨/年原料预处理装置已于 2013 年 6 月建设完工并试生产，另有 200 万吨/年预处理装置仍在建设中。2013 年伴随公司产能释放及前期投产产能的逐步达产，公司生产能力不断扩大，产品产量不断上升。其中，跟踪期公司重要产品润滑油基础油中 II、III 类基础油产销量大幅上升，2013 公司 II 类基础油产量为 18.12 万吨，销量 17.79 万吨，销售均价为 11762 元/吨；III 类基础油 2013 年产量为 20.33 万吨，销量为 19.91 万吨，销售均价为 12183 元/吨。总体看，2013 年公司重要产品润滑油基础油产销规模大幅增长，但受原料价格下降影响，主要炼化产品销售价格有所下滑。

表 3 公司主要产品产销情况（万吨，元/吨）

指标名称		2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
I 类	产量	21.16	26.97	7.84
	销量	21.08	25.46	7.77
	销售均价	9197	8829	9086
II 类	产量	1.07	18.12	8.57
	销量	1.01	17.79	8.45
	销售均价	11965	11762	11770
III 类	产量	1.31	20.33	9.79
	销量	1.24	19.91	9.72
	销售均价	12803	12183	12191
渣油	产量	43.43	67.08	26.42
	销量	42.95	66.37	26.44

	销售均价	5437	5048	5000
加氢石脑油	产量	16.86	21.37	6.63
	销量	16.66	21.18	6.52
	销售均价	8329	7899	7880
溶剂油	产量	8.18	10.76	2.38
	销量	8.07	10.59	2.32
	销售均价	8141	8160	8096
沥青及其副产品	产量	21.93	21.88	5.14
	销量	22.14	21.31	4.95
	销售均价	4787	5013	5476
汽油机油	产量	1.60	2.67	0.67
	销量	1.54	2.69	0.67
	销售均价	15338	15217	15170
柴油机油	产量	3.35	4.19	0.87
	销量	3.3	4.22	0.87
	销售均价	14273	14398	15763

资料来源：公司提供

2014 年一季度，公司生产情况保持稳定，部分产品产销量继续增长。

总体看，公司原料主要依赖外购，伴随公司产能的不断扩大，公司面临一定原料保障压力及成本控制压力；未来伴随公司在产产能逐步达产及在建产能逐步投产公司经营规模有望不断扩张。

在建项目及未来发展

公司在建项目主要系 100 万吨/年润滑油基础油及副产品综合利用项目。

公司该项目分为两期建设，其中一期建设了 100 万吨/年原材料预处理装置、80 万吨/年轻蜡油加氢装置、70 万吨/年催化降凝装置、50 万吨/年补充加氢精制装置、80 万吨/年重蜡油丙烷脱沥青装置、80 万吨/年重蜡油加氢精制装置、65 万吨/年异构脱蜡装置、50 万吨/年补充加氢精制装置、一套 $3.5 \times 104 \text{Nm}^3/\text{h}$ 制氢装置。截至 2013 年 6 月末，一期项目已完成建设并试生产。

二期主要建设 200 万吨/年原材料预处理装置、100 万吨/年延迟焦化装置、一套 80 万吨/年石脑油、柴油加氢装置、一套 30 万吨/年碳极焦加工装置、一套 $3.5 \times 104 \text{Nm}^3/\text{h}$ 制氢装置、一套 2 万吨/年硫磺回收装置以及配套的酸性水汽提装置（60t/h）、储罐区、污水处理场、公用工程等设施。目前二期项目土建已基本完成，

部分设备已完成按照，尚有部分设备待安装，二期项目建设预计 2014 年底全部完工。

表 4 公司主要建设项目情况（万元）

项目名称	总投资	资金来源		2012 年完成投资	2013 年完成投资	2014 年计划投资
		自筹	贷款			
100 万吨/年润滑油基础油及副产品综合利用项目	226760.56	80000	140000	77740	80000	32000

资料来源：公司提供

未来伴随公司建设项目逐步投产，公司规模优势有望加强，经营规模有望进一步扩展，综合竞争能力有望获得提升。

亿元，所有者权益合计 32.05 亿元；2014 年 1～3 月，公司实现营业总收入 64.05 亿元，利润总额 4.32 亿元。

八、募集资金使用情况

公司于 2014 年 5 月份发行了 3.5 亿元短期融资券“14 鲁清源 CP001”/“14 清源 CP001”，截至 2014 年 7 月 21 日，公司已将所募集资金全部用于补充营运资金，资金已全部使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2012 年财务数据经山东启新有限责任会计师事务所审计并出具了标准无保留意见的审计结论，公司提供的 2013 年财务数据经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2014 年一季度财务数据未经审计。

公司 2013 年度合并范围较上年无变化。公司 2012 年执行《企业会计制度》及其有关的补充规定，并编制 2012 年度财务报表；公司 2013 年财务报表根据《企业会计准则—基本准则》和 38 项具体会计准则、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规定进行编制。考虑到公司 2013 年度报表编制会计政策的变更，其前后财务数据可比性受到较大影响，本部分财务数据比较分析主要采取以 2013 年期末数与期初数比较。

截至 2013 年底，公司资产总额为 73.41 亿元，所有者权益合计 28.84 亿元（其中少数股东权益 4.04 亿元）；2013 年公司实现营业总收入 167.26 亿元，利润总额 10.18 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额为 82.05

1. 盈利能力

跟踪期，公司产能有所释放，经营规模进一步扩张，2013 年公司实现营业总收入 167.26 亿元，较 2013 年初大幅增长 79.99%，同期公司营业成本较 2013 年初增长 78.77%，增幅略低于收入增长。2013 年公司实现营业利润率 7.29%，较上年小幅上升 0.63 个百分点。

从期间费用来看，跟踪期公司财务费用增长较快，2013 年公司财务费用为 1.45 亿元，较上年增长 216.53%，公司财务费用增长主要系公司债务规模及票据支付大幅上升所致。2013 年公司期间费用率为 1.17%。

2013 年伴随公司收入规模快速增长，公司利润总额同比增长 89.32%，2013 年公司实现利润总额 10.18 亿元。从盈利指标来看，公司总资产收益率及净资产收益率均较上年有所提高，2013 年分别为 13.75%和 27.21%，分别较上年增长 2.51 个百分点和 6.32 个百分点。

2014 年 1～3 月，公司实现营业总收入 64.05 亿元，同比增长 88.37%，实现利润总额 4.32 亿元，同比增长 105.36%。公司 2014 年一季度实现营业利润率 7.59%，与上年基本持平。

总体看，跟踪期公司收入及利润规模快速增长，整体盈利能力保持平稳。

2. 现金流及保障

伴随公司经营规模扩张，公司经营活动现金流量规模快速增长。2013 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 220.23 亿元，本期支付

经营活动有关的现金 214.94 亿元，实现经营活动现金流量净额为 5.29 亿元，较上年增长 22.10%。2013 年公司现金收入比 131.67%。整体看，公司经营性现金流规模大，整体获现能力较强。

跟踪期公司清沂山石化项目稳步推进，2013 年购建固定资产、无形资产等支付的现金为 8.41 亿元，本期投资活动现金净流出 8.41 亿元。

公司近年融资规模较大，2013 年筹资活动现金流入量为 31.24 亿元，同期偿还债务支付现金 17.54 亿元。2013 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 12.16 亿元。

2014 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 4.10 亿元；2014 年一季度公司投资活动产生的现金流量净额为-3.45 亿元；同期公司筹资活动产生的现金流量净额为 3.06 亿元。

总体看，伴随公司经营规模扩张，公司收现规模持续增长，获现能力较强。

3. 资本及债务结构

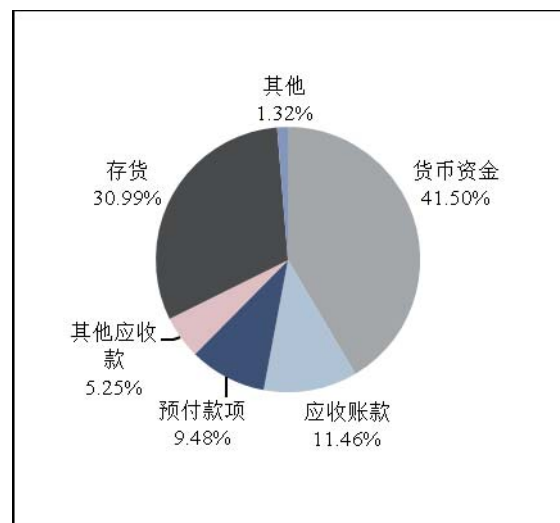
资产

截至 2013 年底，公司资产总计 73.41 亿元，较年初增长 57.53%。其中流动资产占 56.67%，非流动资产占 43.33%，公司流动资产比重较年初有所增长。

截至 2013 年底，公司流动资产为 41.60 亿元，较年初增长 77.55%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。

截至 2013 年底，公司货币资金为 17.26 亿元，公司货币资金主要由银行存款（占 29.97%）和其他货币资金（占 69.89%）构成，公司其他货币资金系各类保证金，公司货币中受限资金占比较高。

图 3 公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报表

截至 2013 年底，公司应收账款 4.77 亿元，较年初增长 174.33%，公司应收账款账龄全部在 1 年以内，公司未计提坏账准备。

截至 2013 年底，公司预付款项为 3.94 亿元，较年初基本持平，公司预付款项主要系预付原料采购款，公司预付款项账龄全部为 1 年以内；同期，公司其他应收款为 2.19 亿元，其中 1-2 年账龄应收款为 1.00 亿元，系应收淄博嘉周化工有限公司，公司对其计提 502.21 万元坏账准备。公司其他应收款存在一定回收风险。

截至 2013 年底，公司存货为 12.89 亿元，较年初增长 82.17%，公司存货主要由原材料及库存商品构成，存货存在一定跌价风险。

截至 2013 年底，公司非流动资产为 31.81 亿元，较年初增长 37.29%，增长主要系固定资产增长所致。公司非流动资产主要由固定资产（占 83.95%）、在建工程（占 5.80%）和无形资产（占 7.98%）构成。

截至 2013 年底，公司固定资产为 26.70 亿元，同比大幅增长 109.58%，增长系清沂山石化项目转固所致。公司固定资产主要由机器设备构成（占 98.60%）。截至 2013 年底，公司固定资产原值 29.03 亿元，累计折旧合计 2.33 亿元，公司固定资产成新率为 91.97%；截至 2013 年底，公司在建工程为 1.84 亿元，较年初下降

74.29%，主要系在建项目转固所致；截至 2013 年底，公司无形资产为 2.51 亿元，主要系土地使用权。

总体看，受公司建设项目转固及经营规模扩张影响，公司资产规模快速增长，公司整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 28.84 亿元（其中少数股东权益为 4.03 亿元），较年初增长 40.36%，增长主要来自未分配利润增长。截至 2013 年底，公司归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占 25.39%）和未分配利润（占 68.76%）构成；截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 32.05 亿元（其中少数股东权益为 4.49 亿元），较 2013 年底增长 11.11%，增长主要来自未分配利润增长。

总体看，公司所有者权益稳定性较弱。

债务

跟踪期公司负债合计快速增长，2013 年底为 44.56 亿元，较年初增长 71.08%，增长主要来自流动负债增长。截至 2013 年底，公司负债中流动负债占 79.80%，公司负债以流动负债为主。

截至 2013 年底，公司应付票据快速增长，为 17.11 亿元，同比增长 113.95%。截至 2013 年底，公司非流动资产为 9 亿元，全部为长期借款。

截至 2014 年 3 月底，公司负债合计 49.98 亿元，较 2013 年底增长 12.16%。公司本期负债结构较 2013 年底变化不大。

从有息债务来看，截至 2013 年底，公司全部债务为 40.30 亿元，较上年增长 71.89%，其中短期债务占 77.67%，长期债务占 22.33%，公司债务以短期债务为主。受公司债务规模快速上升影响，公司 2013 年底主要财务指标有所上升，其中资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 60.71%、58.28%和 23.78%。截至 2014 年 3 月底，公司全部债务为 47.59 亿元，较 2013 年底增长

18.10%，公司债务结构较上年变化不大。截至 2014 年 3 月底，公司财务指标分别为 60.93%、59.76%和 25.98%，债务负担较 2013 年底略有上升。

总体看，伴随公司建设项目推进以及经营规模的快速扩张，公司债务规模快速上升，债务负担有所加重。

4. 偿债能力

截至 2013 年底，公司流动比率和速动比率略有上升，分别为 116.98%和 80.72%，截至 2014 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 128.33%和 87.15%。公司 2013 年流动负债比为 14.88%。总体看，公司短期偿债能力良好。

从长期偿债指标来看，跟踪期公司 EBITDA 快速增长，2013 年为 13.10 亿元，公司 2013 年全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 5.81 倍和 3.08 倍。公司经营规模快速上升，具备较强的获现能力，公司整体偿债能力良好。

截至 2014 年 3 月底，公司对外担保余额 29.15 亿元，担保比例为 90.94%，公司对外担保余额规模大，担保比例很高，被担保方区域集中度高，公司存在或有负债风险。

表 5 被担保方情况（万元）

被担保单位名称	担保余额	是否正常经营
二连市高陆对外经济贸易有限责任公司	20080.66	是
联兴炭素（山东）有限公司	5620.00	是
山东福德科技有限公司	2900.00	是
山东金顺达集团有限公司	7700.00	是
山东金晓阳生物科技股份有限公司	3500.00	是
山东凯利建设集团有限公司	2950.00	是
山东齐鲁石化机械制造有限公司	16500.00	是
山东天诚市政公路工程有限公司	10697.06	是
山东耀昌集团有限公司	31971.88	是
正本物流有限公司	99294.45	是
淄博联兴炭素有限公司	3000.00	是
淄博顺达矿业有限公司	5000.00	是
淄博市临淄有机化工股份有限公司	5620.00	是
淄博市临淄热电厂	27000.00	是
淄博齐鲁化学工业区发展有限公司	6000.00	是
淄博市临淄经通物资有限公司	400	是
淄博中轩生化有限公司	36220.00	是

淄博益亮化工有限公司	2000.00	是
淄博中轩热电有限公司	2000.00	是
青岛用和恒立国际贸易有限公司	3000.00	是
合计	291454.05	

资料来源：公司提供

截至 2014 年 3 月底，公司共获得各家银行授信额度 123.25 亿元，其中未使用额度 68.80 亿元，公司间接融资渠道畅通。

存续期债券保障能力

公司于 2014 年 5 月份发行额度 3.50 亿元短期融资券（“14 鲁清源 CP001” / “14 清源 CP001”，以下简称“存续短券”），公司 2013 年底现金类资产较年初有所上升，年初及年底分别为 1.98 亿元和 5.75 亿元（剔除受限资金），分别为存续短券的 0.56 倍和 1.64 倍，截至 2014 年 3 月底，公司现金类资产为 7.81 亿元（剔除受限资金），为存续短券的 2.23 倍。2011~2013 年公司经营活动现金流入量快速增长，三年均值为存续短券的 43.74 倍，2013 年为 62.92 倍。近三年公司经营活动现金流量净额有所增长，三年均值为存续短券的 1.33 倍，2013 年为 1.51 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对存续短券保障能力强。

考虑到公司较强的获现能力，公司对存续短券保障能力强。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201406200037044322），截至 2014 年 6 月 20 日，公司存在两笔已结清不良和关注类贷款。根据公司及相关银行提供的说明，以上两笔记录系由于人行征信系统升级所致，公司已正常偿付。

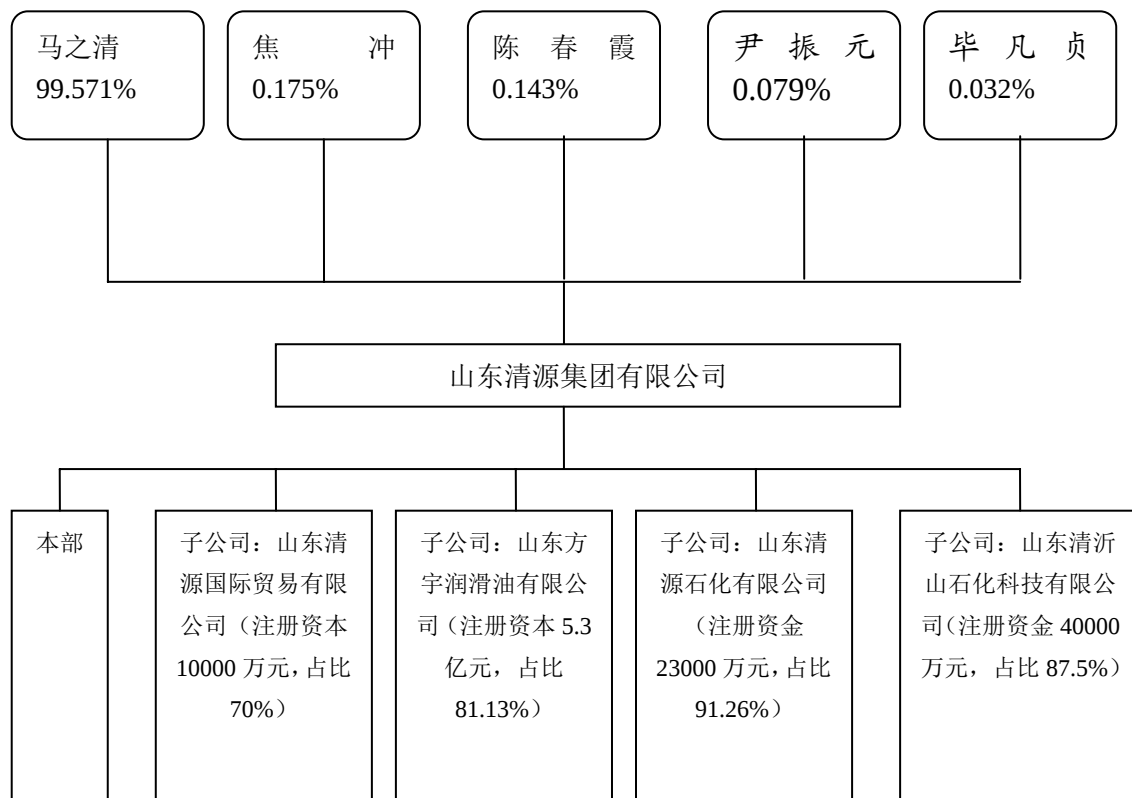
6. 抗风险能力

公司是中国较大的地方炼油企业之一，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，公司规模优势将进一步加强。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较强。

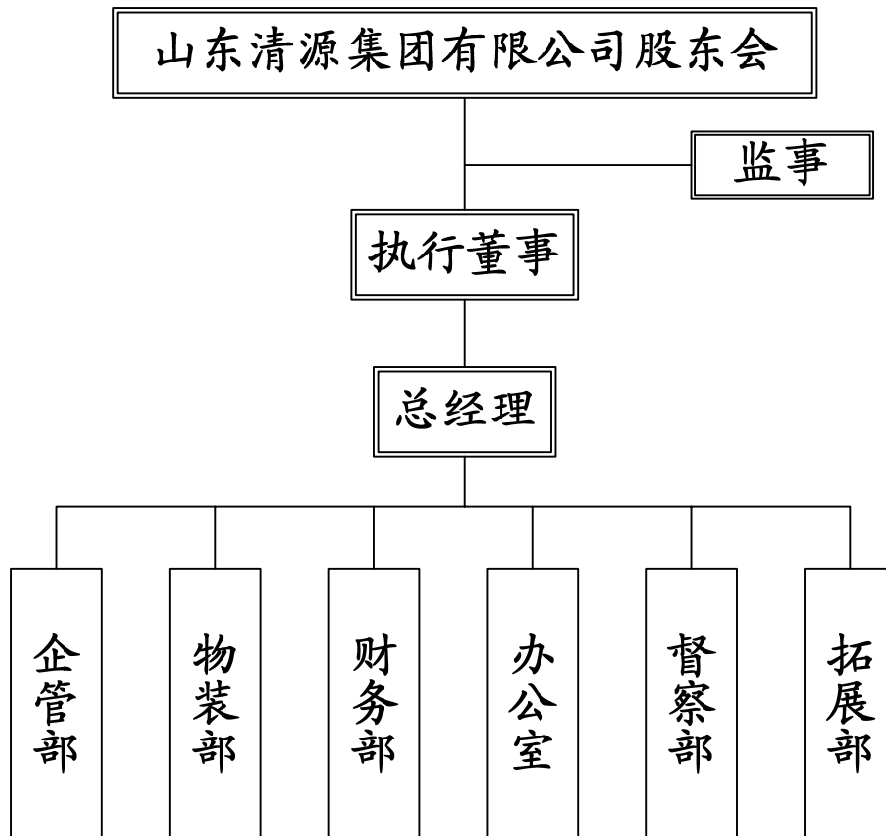
十、结论

综合考虑，联合资信维持山东清源集团有限公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 鲁清源 CP001” / “14 清源 CP001” A-1 的信用级别。

附件 1-1 公司股权结构图



附近 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2013 年期初	2013 年期末	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.98	8.94	17.81	21.66
资产总额(亿元)	25.95	46.60	73.41	82.03
所有者权益(亿元)	11.71	20.55	28.84	32.05
短期债务(亿元)	12.31	17.94	31.30	36.34
长期债务(亿元)	0.06	5.50	9.00	11.25
全部债务(亿元)	12.37	23.44	40.30	47.59
营业总收入(亿元)	43.18	92.93	167.26	64.05
利润总额(亿元)	2.75	5.38	10.18	4.32
EBITDA(亿元)	3.39	6.36	13.10	--
经营性净现金流(亿元)	3.47	4.34	5.29	4.10
财务指标				
销售债权周转次数(次)	34.03	43.50	43.05	--
存货周转次数(次)	6.91	12.88	15.51	--
总资产周转次数(次)	2.01	2.56	2.79	--
现金收入比(%)	116.52	118.00	131.67	153.39
营业利润率(%)	7.67	6.66	7.29	7.59
总资本收益率(%)	10.06	11.24	13.75	--
净资产收益率(%)	18.43	20.89	27.21	--
长期债务资本化比率(%)	0.48	21.11	23.78	25.98
全部债务资本化比率(%)	51.37	53.29	58.28	59.76
资产负债率(%)	49.40	55.90	60.71	60.93
流动比率(%)	141.51	114.03	116.98	128.33
速动比率(%)	91.51	79.58	80.72	87.15
经营现金流流动负债比(%)	27.18	21.10	14.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.27	7.09	5.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.65	3.69	3.08	--

注：自 2013 年开始采用新会计准则；2012 年财务数据采用追溯调整的 2013 年期初数；2014 年一季度财务数据未经审计。

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/主营业务收入×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