

信用等级公告

联合[2016] 870 号



联合资信评估有限公司通过对山东清源集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

山东清源集团有限公司
主体长期信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年六月十六日



山东清源集团有限公司 主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级时间: 2016年6月16日

财务数据

项目	2013年	2014年	2015年	16年3月
资产总额(亿元)	73.41	112.30	145.54	159.82
所有者权益(亿元)	28.84	38.35	66.98	69.77
长期债务(亿元)	0.90	12.82	10.06	22.42
全部债务(亿元)	40.30	69.55	76.77	88.46
营业收入(亿元)	167.26	241.73	203.04	54.54
利润总额(亿元)	10.18	12.42	10.91	3.53
EBITDA(亿元)	13.10	17.35	16.14	--
营业利润率(%)	7.29	6.30	6.71	7.54
净资产收益率(%)	27.21	24.36	12.28	--
资产负债率(%)	60.71	65.85	53.98	56.34
全部债务资本化比率(%)	58.28	64.46	53.40	55.90
流动比率(%)	116.98	114.62	131.85	155.45
全部债务/EBITDA(倍)	3.08	4.01	4.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.81	6.25	5.77	--

注: 2016年一季度财务数据未经审计。

分析师

王冰 李博文

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

山东清源集团有限公司(以下简称“公司”)作为中国基础油生产企业,具备较成熟的基础油加工工艺,II、III类基础油的产能规模优势突出,是国内大型的基础油供应商;公司产品种类丰富,可在一定程度上分散风险。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)同时也关注到,原油价格波动大、产能扩张快导致债务规模不断上升以及对外担保比率高等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

未来环保力度加大将推动油品升级,公司高品质基础油产能居国内前列,市场前景良好。伴随公司在建项目的投产,产量有望进一步增长,从而带动公司收入及利润规模的扩大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 未来伴随中国环保力度加大及油品升级,II、III类基础油市场需求有望持续增长。
2. 2015年淄博市国有资产管理局通过下属公司向公司增资10亿元,有助于提升公司的资本实力。
3. 公司主业突出,具备生产高品质基础油技术,且产能规模较大。
4. 公司经营规模不断扩大,收入规模快速增长,盈利能力保持稳定。

关注

1. 公司原料全部依赖外购,伴随产能释放,公司面临一定原料保障压力。
2. 随着建设项目的推进,公司债务规模不断扩大
3. 公司对外担保规模大,担保比率高,且被担保方区域集中度较高,曾发生代偿事件,公司或有负债风险高。

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、山东清源集团有限公司主体长期信用等级自 2016 年 6 月 16 日至 2017 年 6 月 15 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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。经多次增资，截至2016年3月底，公司注册资本26.50亿元，公司股东马之清持股比例为62.16%，淄博齐鲁化学工业区金银谷投资发展有限公司（出资人为淄博市国有资产管理局）持股比例为37.74%，焦冲持股比例0.04%，陈春霞持股比例0.03%，尹振元持股比例0.02%，毕凡贞持股比例0.01%。公司实际控制人为马之清先生。

公司主要经营范围：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）；煤炭批发经营；沥青、蜡油、重油、溶剂油、润滑油（含基础油）、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；货物及技术进出口业务；钢材销售。（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2016年3月底，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2015年底，公司资产总额为145.54亿元，所有者权益66.98亿元；2015年公司实现营业收入203.04亿元，实现利润总额10.91亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额为159.82亿元，所有者权益为69.77亿元；2016年1~3月，公司实现营业收入54.54亿元，实现利润总额3.53亿元。

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。

二、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至

2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 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，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

三、行业及区域经济环境

行业概况

润滑油系重要的石油炼化产品之一，其主要用于运动部件之间减少摩擦、放热和磨损，具体应用包括轴承（减磨轴承、滑动轴承）、汽缸（发动机、压缩机、液压系统）和齿轮（变速箱、差速器、蜗轮蜗杆）等。润滑油主要成分包括润滑油基础油以及各类添

加剂（用于改性），其中基础油系润滑油的主要成分（约占 70%~95%），其品质直接决定润滑油的品质。

20 世纪 80 年代以来，以发动机油的发展为先导，润滑油趋向低黏度、多级化、通用化，对基础油的黏度指数提出了更高的要求，原来的基础油分类方法已不能适应这一变化趋势。因此，国际各大石油公司目前一般根据黏度指数的大小分类，但一直以来没有严格的标准。美国石油协会（API）于 1993 年将基础油分为五类（API-1509），并将其并入 EOLCS（API 发动机油发照认证系统）中。

表 1 基础油分类

类别	饱和烃含量	黏度指数 VI	硫含量(质量分数)
I 类	<90%	80~<120	>0.3
II 类	>90%	80~<120	<0.3
III 类	>90%	>120	<0.3
IV 类	聚 α-烯烃(PAO)		
V 类	所有非 I、II、III 或 IV 类基础油		

资料来源：公司提供

I 类基础油通常是由传统的“老三套”工艺生产制得，从生产工艺来看，I 类基础油的生产过程基本以物理过程为主，不改变烃类结构，生产的基础油质量取决于原料中理想组分的含量和性质。因此，该类基础油在性能上受到限制。

II 类基础油是通过组合工艺（溶剂工艺和加氢工艺结合）制得，工艺主要以化学过程为主，不受原料限制，可以改变原来的烃类结构。因而 II 类基础油杂质少（芳烃含量小于 10%），饱和烃含量高，热安定性和抗氧化性好，低温和烟炱分散性能均优于 I 类基础油。

III 类基础油是用全加氢工艺制得，与 II 类基础油相比，属高黏度指数的加氢基础油，又称作非常规基础油（UCBO）。III 类基础油在性能上远远超过 I 类基础油和 II 类基础油，尤其是具有很高的黏度指数和很低的挥发性。某些 III 类油的性能可与聚 α-烯烃（PAO）相媲美，其价格却比合成油便宜得多。

IV 类基础油指的是聚 α-烯烃（PAO）合

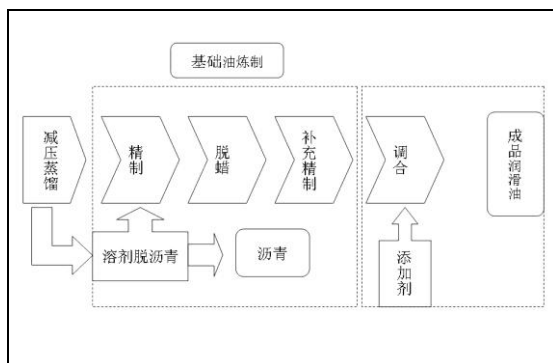
成油。常用的生产方法有石蜡分解法和乙烯聚合法。PAO 依聚合度不同可分为低聚合度、中聚合度、高聚合度，分别用来调制不同的油品。这类基础油与矿物油相比，无 S、P 和金属，由于不含蜡，所以倾点极低，通常在 -40℃ 以下，黏度指数一般超过 140。但 PAO 边界润滑性差。另外，由于它本身的极性小，对溶解极性添加剂的能力差，且对橡胶密封有一定的收缩性，但这些问题都可通过添加一定量的酯类得以克服。

除 I~IV 类基础油之外的其他合成油（合成烃类、酯类、硅油等）、植物油、再生基础油等统称 V 类基础油。

目前对润滑油基础油的技术要求主要有：热氧化安定性好、低挥发性、高黏度指数、低硫/无硫、低黏度、环境友好。传统的“老三套”工艺生产的 I 类润滑油基础油已不能满足未来润滑油的这种要求，加氢法生产的 II、III 类基础油将成为市场主流。

生产工艺

图 1 基本工艺图



资料来源：公司提供

I 类基础油的生产主要采用传统“老三套”工艺，其工艺主要包括溶剂脱沥青、糠醛精制、酮苯脱蜡及白土精制。对于 II、III 类基础油加工，目前主要包括两类工艺路线：全加氢型工艺路线和加氢与传统工艺的组合路线。其中全加氢型工艺路线主要代表包括韩国 SK 公司的 UCO 润滑油生产工艺、Chevron 公司的 IDW（异构脱蜡或异构降凝）工艺；加氢与传统工艺的组合路线包括 Shell 公司的

润滑油混合加氢处理工艺、ExxonMobil 公司提余油加氢转化（RHC）与溶剂脱蜡组合工艺技术等。

原料

基础油系石油炼化产品，其原料为原油及一次加工燃料油。原油按主要成分可划分为石蜡烃、环烷烃和混合烃。其中石蜡烃多数用于工业和汽车润滑油、柴油、汽油、喷气机燃料和家用燃料等，环烷烃则主要应用于部分工业润滑油（冷冻机油）和橡胶加工等工艺用油。

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，国土资源部仅允许中国石油化工集团公司（简称“中石化”）、中国石油天然气集团公司（简称“中石油”）、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”）和珠海振戎等四家国有公司控制了我国 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我国绝大部分的原油和天然气供应，其中，中石化的主要生产资产集中在中国东部、南部和中部地区；中石油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。

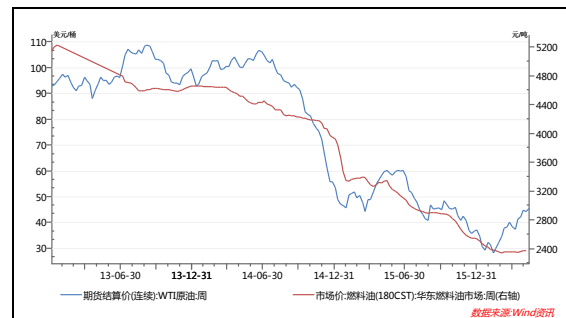
自 2001 年中国加入世贸组织以来，对燃料油等产品进出口权和经营权逐步放宽，2001 年起中国燃料油进口实行国营贸易进口配额和非国营贸易进口配额管制，国营主要由中石化、中石油、中海油、中化等大型企业控制；取得非国营贸易原油进口资质的企业已有 20 余家，但进口原油只能进入按规定程序批准建设的炼厂加工。自 2004 年 1 月 1 日起，中国

取消国营贸易进口配额，以自动登记许可制取而代之，非国营贸易进口配额仍继续执行配额制，但其配额总量持续增长。至 2008 年，中国对非国营企业燃料油进口申请程序进一步放宽。2012 年燃料油非国营贸易企业进口配额为 1620 万吨，实行先来先领的分配方式，符合非国营贸易进口企业条件的企业根据实际进口需求申领燃料油进口允许量，其可申领的起始数量根据以往实际获得的燃料油进口允许量设定；在起始申领数量内企业可分次申领燃料油自动进口许可证；企业报关进口或将未使用完毕的自动进口许可证退回后，可在不超过起始进口允许量的范围内再次申领自动进口许可证，直至燃料油进口允许量总量申领完毕。2013 年燃料油非国营贸易企业进口配额仍定为 1620 万吨。

2013 年 10 月底，国家能源局下发《炼油企业进口原油使用资质条件(征求意见稿)》，赋予符合质量、环保、安全及能耗等标准的原油加工企业原油进口及使用资质，被视为政府开始释放原油放开的信号。但是，虽然其对原油进口使用权下放的呼吁具有先进性，但其极为严格的量化标准又让工作的执行失去了可行性。2015 年 2 月 9 日，国家发改委下发《关于进口原油使用管理有关问题的通知》(以下简称“通知”)，经确认符合条件并履行相应义务的前提下，可使用进口原油：① 拥有一套及以上单系列设计原油加工能力大于 200 万吨/年(不含)的常减压装置；② 炼油(单位)综合能耗小于 66 千克标油/吨；单位能量因数能耗不超过 11.5 千克标油/(吨·能量因素)；加工损失率小于 0.6%；吨油新鲜水耗量小于 0.5 吨；原油储罐容量符合有关要求；③ 具备完善的产品质量控制制度、安全生产管理制度、消防安全管理制度和环境保护设施和事故应急防范设施。该通知一来精简量化标准，降低门槛，将优惠落于实处；二来，要求企业除装置和能耗等硬件标准外，还需具备产品质量控制，应急设施以及安全生产管理制度等软件

标准，切实推动地方炼厂的良性发展。根据通知，符合条件的企业可在确定用油限额内向商务部申请原油进口。炼油企业可以委托具有相应进口贸易资质的企业进口，也可在申请获得原油进口贸易资质后自行组织进口。

图 2 原油、燃料油价格走势



资料来源：Wind 资讯

整体看燃料油价格与原油价格总体走势基本一致。2013 年到 2014 年上半年，WTI 原油期货价格呈震荡走势，区间位于 80~110 美元/桶。2014 年下半年，尤其是 4 季度之后，原油价格呈快速下跌走势，到 2015 年 1 月份已跌破 50 美元/桶；2015 年 6 月反弹至 60 美元/桶后再次下跌，2016 年 1 月跌破 30 美元/桶。2016 年 5 月再次反弹至 45 美元/桶。

整体看，燃料油与国际原油价格高度相关，近年原油价格下跌幅度大，炼化企业可受益于成本下降。

供应分析

目前中国润滑油产品品种已经发展到 19 大类 400 多个品种，现有润滑油生产和调合企业约 4500 家。据中国国家统计局披露的数据显示，2015 年中国润滑油产量为 558.97 万吨，同比下降 2.89%，表观消费量 836.86 万吨，进口依赖度 34.95%。

据卓创资讯数据统计，国内规模以上基础油装置总产能在 642 万吨左右，其中一类基础油装置产能在 387 万吨，占全部产能的 60%；二类基础油装置产能在 255 万吨，占全部产能的 40%。而按照企业性质来说，两大集团旗下基础油产能为 437 万吨，占全部产能的 68%；其他所属基础油装置产能为 185 万吨，占产能

总量的 32%。在实际供应方面，两大集团旗下基础油炼厂严格执行控销政策，多数基础油产品以内供旗下长城、昆仑润滑油公司为主，外销资源十分紧张。所以，尽管从总产能上来看，我国基础油存在产能过剩的问题，但实际供应量，或者说国产资源的市场流通量并不能满足所有下游润滑油调配厂的需求，国内相当一部分资源仍需依赖进口。

表 2 主要中高端基础油产能分布情况 (万吨)

公司名称	实际产能
中石化上海高桥分公司	30
中石油克拉玛依石化公司	30
中石油兰州石化公司	0
中国石化齐鲁石油化工公司	10
中石油大庆石化公司	15
山东清源集团有限公司	80
合计	165

资料来源：公司提供

目前，全国几千家润滑油生产企业，总体呈“三足鼎立”的竞争格局。在高档市场，国外品牌占尽优势；在中档市场，主要有中国石化、中国石油等国有石油公司掌舵；在低端市场，则维系着大多数地方民营企业。

随着环保与机械工业的发展，对润滑油产品质量提出了更加苛刻的要求。润滑油要有高的抗氧化安定性、更好的粘温性、低温流动性以及优良的剪切稳定性与抗磨性，依靠调整添加剂配方来提高润滑油使用性能的办法已无法达到要求，这就对润滑油基础油质量提出了更高的要求。

国产品牌润滑油的中高档油比例少，而且质量档次跨度较大。以汽油机为例，既有低档次的 SC 级油品，也有高档次的 SJ 级油品。无论是生产还是改进，这些符合环保要求的汽车发动机与设备都对润滑油性能提出要求，因此润滑油产品的标准也随之发展。节能环保性润滑油已成为润滑油的发展方向。

中国基础油中高品质基础油占比较低，

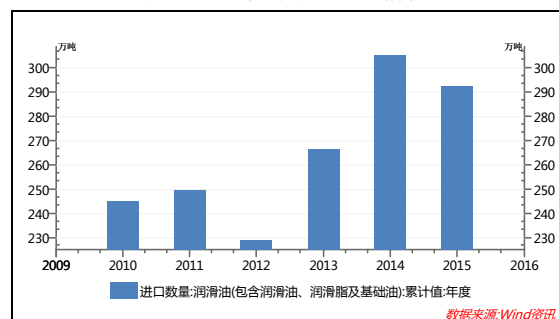
直接影响到高档成品润滑油的生产能力提高。因此利用加氢途径改善基础油的结构，以及增加高粘度指数的石蜡基基础油产量成为今后国内发展方向。

需求分析

中国润滑油消费量的快速增长带动了基础油需求快速增长，2011 年之前，润滑油产量保持快速增长，之后产量增长趋缓，2014 年和 2015 年呈下降趋势。2015 年中国润滑油产量为 558.97 万吨，同比下降 2.89%，表观消费量 836.86 万吨，国内的基础油供应无法满足需求，缺口依靠进口补充。中国进口基础油 40% 来自新加坡，还包括壳牌和埃克森美孚部分 I 类基础油，韩国进口量约占 18%，其它来源包括日本 15%，俄罗斯 12%，台湾 7%，剩余部分来自中东及其他地区。润滑油所消费的基础油占总消费量的 85%，剩余 15% 用于添加剂等其它方面。

中国海关总署的统计数据显示，2010 年以来中国润滑油（包括润滑油、润滑脂和基础油）进口量呈增长趋势，2015 年中国润滑油进口总量为 292.46 万吨，同比下降 4.12%。在中国润滑油品的消费中，II 类、III 类高档润滑油约占 10%，中档润滑油约占 30%，低档润滑油约占 60%。随着市场上对 II 类、III 类高档产品的需求量逐年增加，对加氢产品的需求将达到总需求量的 20% 以上。

图 3 近年润滑油进口情况



资料来源：Wind 资讯

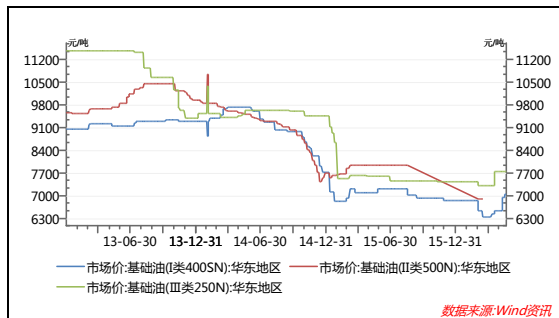
综合来看未来伴随中国消费结构和环保要求的提升及汽车对润滑油质量要求的提高，II 类、III 类基础油具有较好的市场空

间。

价格情况

2013 年以来，基础油价格波动较大，总体走势与原油一致。2013 年到 2014 年上半年，基础油价格总体运行较平稳，波动区间位于 8500~12000 元/吨。2014 年下半年以来，随原油价格下跌，基础油价格大幅下降，且三类油和一类油的价差也有所收窄。

图 4 基础油价格走势



资料来源：Wind 资讯

行业政策及关注

1、排放标准趋紧推动润滑油品质升级

中国环境保护部于 2011 年 12 月 29 日发布《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》（公告 2011 年第 92 号）（以下简称“公告”）。“公告”要求各地对汽油车立即严格实施国 IV 标准，全国范围内对柴油车实施国 IV 标准最后时间点为 2013 年 7 月。

2016 年 1 月，环保部与工信部发布了 2016 年第 4 号公告。公告指出，从 2016 年 4 月 1 日起，全国将有 11 个省市将全面实行汽车国五排放标准。从 2017 年 1 月 1 日开始，全国范围内将全部执行国五标准。

中国目前所面临的环保压力日益严峻，排放标准趋紧大势所趋。由于润滑油与柴油发动机排放升级存在必然联系，排放标准的升级必然推动润滑油品质提升，进而带动 II 类、III 类基础油需求的增长。

2、地炼企业原油进口资质逐步放开

2015 年 2 月 9 日，国家发改委下发《关于进

口原油使用管理有关问题的通知》（以下简称“通知”），经确认符合条件并履行相应义务的前提下，可使用进口原油。进口原油使用权对于地炼而言，可以说是加工原料多了一种选择。据卓创资讯了解，符合申请条件的炼厂均有递交申请材料，部分企业处于审批阶段，目前已获得进口原油使用权的炼厂共 14 家，处于审查阶段的有 9 家，累计使用量 8997.4 万吨。原油进口非国营贸易资质方面，据卓创数据统计，地方炼厂共有 11 家获得原油进口非国营贸易配额，其中山东 9 家（含齐润化工），累计配额 4459 万吨。

总体看，目前中国润滑油基础油市场依旧主要由中石油、中石化下属企业主导，品质较低的 I 类基础油产能依旧占据较大份额，未来伴随下游需求品质升级，II 类、III 类基础油将成为基础油新的增长点，同时伴随国内基础油品质提升，国内基础油厂商将参与到高品质油品市场的竞争。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司初始注册资本为 1000 万元，后经多次增资及股权变更，2015 年淄博市国有资产管理局通过其下属公司向公司增资 10 亿元，公司实际控制人马之清以其持有的非专利技术向公司增资 10.28 亿元，截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 26.50 亿元，公司股东马之清持股比例为 62.16%，淄博齐鲁化学工业区金银谷投资发展有限公司（出资人为淄博市国有资产管理局）持股比例为 37.74%，焦冲持股比例 0.04%，陈春霞持股比例 0.03%，尹振元持股比例 0.02%，毕凡贞持股比例 0.01%。公司实际控制人为马之清先生。

2. 企业规模

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。目前公司拥有四套原料预处理装置，分别为两套 100 万吨/年原料预处理装置、一套 150 万吨/年原料预处理装置、一套 260 万吨/年原料预处理装置（2015 年 12 月底试运行）。其中 100 万吨/年装置具备年产 30 万吨润滑油基础油及副产 70 万吨其他产品能力，150 万吨/年装置、260 万吨原材料预处理装置具备年产 60 万吨润滑油基础油（III 类和白油）及副产 250 万吨其他产品能力。

3. 人员素质

公司董事长马之清先生，1955 年 2 月出生，大专学历，中共党员，中国籍，无海外居留权。1994-1995 年，任淄博市临淄清源物流储运有限公司总经理；1995-1997 年，任山东清源集团重交沥青厂总经理；1997-1998 年，任淄博齐能清源塑膜厂总经理；1998 年至 2015 年，任山东清源集团有限公司执行董事。现任公司董事、董事长。

公司总经理焦冲先生，1981 年 8 月出生，本科、清华大学 EMBA 学历。2008 年 12 月至今任山东清源集团有限公司总经理。现任公司董事、总经理。

截至 2016 年 3 月底，公司共有在职员工 2330 人。按学历构成来看，大专及以上学历占 68.20%，中专及高中学历占 26.01%，初中以下学历占 5.79%；从专业构成来看，管理人员占 11.55%，研发人员占 8.11%，生产人员占 77.68%，销售人员占 2.66%；从年龄来看，30 岁以下占 60.60%，30-50 岁占 35.54%，50 岁以上占 3.86%。

总体看，公司管理人员具备一定行业经验，公司员工素质较高，基本能够满足其正常生产经营。

4. 技术水平

公司注重科研开发，不断提高企业科技研发能力，注重产学研合作，同大专院校、科研院所建立了密切的合作关系，聘请高级工程师、专家作为企业技术顾问。

公司润滑油基础油生产工艺成熟，技术先进，截至 2015 年底，公司获得发明专利 5 项、实用新型 20 项。公司石蜡基润滑油加氢处理工艺开发及应用获得淄博市科学技术奖。

5. 外部环境

公司地处齐鲁化学工业园内，企业众多，已形成了石油化工上下游完整的产业链，集群优势明显。公司的副产品如渣油、溶剂油、液化气、加氢石脑油等，均能够实现当地销售。山东省淄博市临淄区石油、化工、医药企业集中，依托齐鲁石化公司及齐鲁化学工业区，可以充分发挥当地强大的集群优势。另外，公司作为地炼企业，所处区域地炼产业集中，山东省已形成较大的原料采购、产品销售市场，从储存、配送到销售各环节均较其他地域完善成熟。

从交通来看，公司所在区域紧临 309 国道，北临济青高速，到龙口港等沿海港口交通便利，其中青岛港不仅吞吐量居全国前列，而且还拥有几十万吨级原油装卸泊位，另外，国家原油战略储备库黄岛油库坐落在山东省境内。

山东省正着力地炼企业的整体布局 and 统一规划，其中包括建立和完善山东地炼成品油储运销售体系，把地炼企业的成品油直接供应民营加油站；加快原油、成品油输送管道的规划与建设，争取近年内形成较为发达、辐射全省地炼企业的输油管网构架，年输送能力 4500 万吨。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司股东会为其权力机构，由全体股东组

成；公司设董事会，成员五人，由全体股东选举产生。董事会设董事长一人，由全体董事选举产生。董事每届任期三年，连选可连任，有权聘任或解聘公司经理；公司设总经理一名，由股东会聘任或解聘，并有权提请聘任或解聘公司副经理、财务负责人；公司设监事会，成员三人，其中由全体股东选举产生两人，由职工代表大会选举产生一人。监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生，监事任期每届三年，任期届满，连选可连任。

2. 管理水平

公司根据自身经营情况制定了相关管理制度。

财务管理方面，公司对集团财务进行集中核算，采取“三统一分”的管理模式，即“资金统一，机构统一，人员统一，核算分离”，引入银行管理机制，实行集团内部的资金集中管理，确保会计核算的真实性和规范性。公司制定了《财务核算管理标准》、《资金管理标准》；另外，为了加强会计信息的调度，及时解决生产经营中出现的问题，财务部门建立了月度例会制度、经济活动分析制度、报表快报制度和月度报表制度。

投融资管理方面，公司为加强集团股权投资管理，保证资金运营的安全性和收益性，建立了股权投资法律风险约束机制，明确了职责与权限的划分：集团股权投资计划由拓展部提出，提交股东会研究。公司对项目投资管理实行分工负责制；集团公司负责投资决策，对投资实施管理、监督和考核。各子公司及所属单位负责投资的具体实施和管理，定期向集团公司报告投资有关信息，开展投资分析，加强投

资管理，规避投资风险，实现投资目标。集团公司规划发展部负责组织固定资产投资项目的论证、上报等前期工作，并负责投资的计划和统计管理；计划财务部负责固定资产投资项目的财务制度建设、会计核算、过程管理、监督控制、资金管理等有关工作。

对外担保方面，公司制订了严格的担保内控决策程序，细化了担保标准，加强对被担保公司的贷款资格、财务状况、贷款用途和资金运用等方面的审查力度。根据集团公司对内和对外担保管理制度，未经集团公司董事会批准，公司及子公司不得相互提供担保，不得对外提供担保。如需对外提供担保，被担保单位须为财务状况和资信情况良好的大型企业，同时必须要求被担保单位提供反担保。

安全生产方面，公司对所有员工要做到持证上岗，三级培训，并制定了安全应急事故预案和环保应急事故预案，并组织职工每年进行两次应急事故演练，在每个车间都建立了气防柜和应急药箱，购买了泡沫消防车一辆并与区消防队建立了消防站点，同时也与齐鲁石化消防队每年进行一次联合演练，在各个石化生产区建立了消防水站和泡沫消防站。

总体看，公司所有权及经营权尚未分离，法人治理结构有待完善。

六、经营分析

1. 经营现状

公司以润滑油基础油的生产与销售为核心业务，副产一系列石化产品。2012年，公司60万吨/年石蜡基润滑油加氢项目投产，公司开始生产II、III类基础油，其占比逐年提升。

表3 公司营业收入情况（亿元，%）

产品类别	2013年			2014年			2015年			16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	163.34	97.66	7.40	238.58	98.69	6.55	201.61	99.29	7.07	54.21	99.39	7.56
贸易业务	3.92	2.34	6.75	3.16	1.31	8.60	1.43	0.71	8.66	0.33	0.61	10.39
合计	167.26	100.00	7.39	241.73	100.00	6.57	203.04	100.00	7.08	54.54	100.00	7.56

资料来源：公司提供

表 4 公司主要石化产品收入情况（亿元，%）

产品名称	2013 年			2014 年			2015 年			16 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
I 类润滑油基础油	22.48	13.76	10.58	28.54	11.96	9.39	25.87	12.83	9.21	8.47	15.62	8.82
II 类润滑油基础油	20.93	12.81	8.31	37.45	15.70	8.10	35.45	17.58	8.52	9.46	17.45	9.17
III 类润滑油基础油	24.26	14.85	8.53	44.92	18.83	8.42	43.28	21.47	8.78	11.46	21.14	9.70
渣油	26.55	16.25	2.77	42.44	17.79	1.67	28.21	13.99	1.63	6.80	12.54	1.79
溶剂油	8.64	5.29	6.65	7.07	2.96	6.89	5.52	2.74	6.92	1.78	3.28	6.56
加氢石脑油	16.73	10.24	7.40	19.15	8.03	7.33	13.04	6.47	7.49	3.38	6.24	7.02
重质沥青料	1.99	1.22	6.09	1.57	0.66	3.58	1.16	0.57	3.64	0.42	0.77	3.71
沥青及副产品	10.68	6.54	7.75	10.78	4.52	7.45	10.58	5.25	7.25	3.05	5.63	7.29
石脑油	1.97	1.21	6.12	3.45	1.45	5.76	2.56	1.27	5.79	0.52	0.96	6.19
轻质燃料油	2.86	1.75	4.73	2.57	1.08	2.41	1.93	0.96	2.34	0.43	0.79	2.77
汽油	2.07	1.27	5.07	4.43	1.86	3.07	3.77	1.87	3.07	0.84	1.55	4.04
柴油	4.07	2.49	5.11	7.87	3.30	2.25	5.62	2.79	3.05	1.27	2.34	4.22
重质蜡油	1.50	0.92	4.02	1.35	0.57	0.87	1.12	0.56	0.74	0.26	0.48	1.11
成品润滑油	12.41	7.60	11.67	10.87	4.55	11.57	10.92	5.42	11.64	2.90	5.35	12.36
液化气	3.40	2.08	4.57	4.98	2.09	4.17	3.74	1.85	4.22	1.02	1.88	4.41
重蜡油	1.78	1.09	5.11	11.14	4.67	5.48	8.82	4.38	5.51	2.15	3.97	5.51
蜡油	1.02	0.62	8.25	--	--	--	--	--	--	--	--	--
合计	163.34	100.00	7.40	238.58	100.00	6.55	201.61	100.00	7.06	54.21	100.00	7.56

资料来源：公司提供

近年伴随公司经营规模及投产产能的逐步释放，公司收入规模快速增长。2013~2015 年公司分别实现营业收入167.26亿元、241.73 亿元和203.04亿元，公司营业收入的增长主要源自产能释放，2015年营业收入同比下降源自产品价格下跌。

毛利率方面，受限于公司原料全部依赖外购，公司整体盈利能力一般，公司主要产品近年有所波动，石化板块整体毛利率相对稳定，2015年公司实现毛利率7.06%，较上年提高0.51 个百分点。近年低端I类基础油的毛利率仍高于 II、III类基础油，原因是II、III类基础油主要从2012~2013年陆续投产，当年产能尚未完全释放，且广告、宣传和研发费用均较高（公司将上述费用计入成本）。随着 II、III类基础油产能逐渐释放，公司盈利能力稳定提升，而较低端的I类基础油毛利率呈逐年下降趋势。

总体来看，伴随公司炼油设备投产，公司炼化能力及经营规模有较大提升，其中公司已具备较高品质 II、III类基础油的产能。但受制于原料外购，且以燃料油为主，盈利能力一般。

2. 原材料采购

从原料来看，目前公司主要采购原料包括燃料油、天然气、蒸汽等。其中燃料油系公司核心原料，占公司成本主要部分。II、III类基础油由于其要求品质较高，故而石蜡级燃料油较适合生产 II、III类基础油。公司目前原料主要来自俄罗斯，俄罗斯燃料油系石蜡级燃料油，其品质适合高品质基础油的生产加工。公司主要从俄罗斯购买燃料油原料。

燃料油采购方面，公司所用原材料主要为燃料油，采购通过国内及国外进口两种方式，国内采购约占公司总采购量的90%。公司拥有国家商务部批准的非国营贸易燃料油进口资质，公司从2010年获得国家商务部燃料油进口配额15万吨，目前增加到30万吨。价格方面，受益于原油价格下跌，公司燃料油采购价格大幅下降，2015年均价3776.31元/吨，较2013年下降41.24%，2016年一季度进一步下降至3201.33元/吨。消耗量方面，随公司产能逐渐释放，原料消耗量逐年增长，2015年消耗量362.70万吨，较2013年增长55.75%。

国外采购和客户的结算方式全部为开立远期信用证。国内采购原材料的结算方式一般为电汇、银承和国内信用证，占比分别为60%、

30%、10%，账期一般在半年内。

国内采购的供应商包括当地企业正本物流有限公司（以下简称“正本物流”）和中联油集团有限公司、中海油、二连市高陆对外经济贸易有限责任公司等。其中正本物流有限公司具有非国营贸易燃料油进口资质，公司与其合作多年，原料供给较稳定，从正本物流采购的燃料油量约占公司采购总量的10.44%，正本物流从俄罗斯进口燃料油销售给公司，算作国内采购。

进口方面，公司目前主要通过与国际大型知名能源公司合作，通过其市场参与能力向俄罗斯投标。目前俄罗斯招标主要包括铁路运输燃料油及船运燃料油。铁路方面，公司对俄罗斯铁路招标中标率高，铁路燃料油主要从二连浩特及满洲里两个口岸通过铁路运往公司。船

运方面，船运到港后可直接通过公司专线装运，公司拥有液体化工产品专用线2条，油品专列可直达龙口、黄岛油港。

公司与国际能源企业保持长期战略合作关系，通过国际代理商竞标俄罗斯燃料油。公司支付方式全部采用远期信用证。采购价格方面，一般以装货时点前后几天均价并参考普式公司报价定价。公司目前燃料油采购主要来自俄罗斯，约占公司原料进口量的80%左右。

原油进口方面，公司申请的460万吨进口原油使用权已获得发改委的书面审核通过，但尚未取得原油进口非国营贸易资质。

从储油能力来看，公司原材料储存能力为60万吨，其中公司厂区设有保税罐区，其储存能力为25万吨。

表 5 公司部分原料采购情况

指标名称	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-3 月	
	消耗量	均价	消耗量	均价	消耗量	均价	消耗量	均价
天然气	2954.24	2.554	4169.70	2.73	4602.16	2.503	1170.91	2.503
蒸汽	1582.01	210	2232.90	200	2464.05	190	627.06	190
燃料油	232.87	6426.69	328.68	5691.09	362.70	3776.31	112.19	3201.33

资料来源：公司提供

注：天然气单位：万立方米、元/立方米；蒸汽单位：万吨、元/吨；燃料油单位：万吨、元/吨

公司蒸汽采购全部从齐鲁石化动力中心及淄博联兴炭素有限公司两家采购，采购比例分别为40%、60%。

总体看，伴随公司产能扩张，公司原料采购规模快速增长，另外公司原料价格大幅下降，缓解了成本控制压力。

3. 生产经营

公司主要从事润滑油基础油的生产，并副产一系列炼化产品。公司目前有四套原料预处理装置，其中本部具备100万吨/年原料预处理能力（2012年投产），清沂山具备100万吨/年原料预处理能力（于2013年8月投产），子公司方宇润滑油具备150万吨/年原料预处理能力（于2012年3月正式投产，新增产能为渣油58.95万吨/年、蜡油91.05万吨/年）、260万吨/年原料预

处理能力。260万吨/年原料预处理能力是在原有的60万吨/年石蜡基润滑油基础上的加氢扩建项目，于2015年12月底试生产。公司另一重要产品系渣油，主要为沥青加工原料，公司100万吨/年装置每年副产30万吨渣油，150万吨/年装置副产约60万吨渣油，260万吨/年原料预处理副产约96万吨渣油。目前渣油加工能力仅为30万吨/年，其余渣油主要销往周边沥青生产企业。2013~2015年，随公司产能扩张，公司基础油产销量稳步提高。价格方面，渣油、加氢石脑油、成品油等非基础油产品与原油价格相关度高，2015年随原油价格下跌呈明显下降趋势，其中、渣油、加氢石脑油、石脑油跌幅超过30%，溶剂油、石脑油、轻质石脑油、重蜡油跌幅达到20%，但II、III类基础油与原油价格的相关性较为滞后，跌幅较小，分别为

7.05%和5.50%。

表6 公司部分产品产销情况(万吨,元/吨)

指标名称		2013年	2014年	2015年	2016年1-3月
I类润滑油基础油	产量	26.97	32.18	32.62	10.51
	销量	26.36	31.75	32.44	10.74
	销售均价	8527.21	8988.53	7974.82	7885.84
II类润滑油基础油	产量	18.57	34.40	35.06	9.33
	销量	18.22	34.17	34.80	9.39
	销售均价	11484.15	10959.38	10187.23	10079.19
III类润滑油基础油	产量	20.33	39.07	39.92	10.45
	销量	19.91	38.87	39.64	10.51
	销售均价	12182.69	11555.21	10920.16	10900.89
渣油	产量	67.08	106.14	106.66	30.56
	销量	66.37	105.88	106.78	30.40
	销售均价	4000.12	4008.58	2641.71	2236.55
溶剂油	产量	10.76	9.65	9.31	3.45
	销量	10.59	9.12	9.17	3.41
	销售均价	8159.96	7753.21	6025.86	5207.64
加氢石脑油	产量	21.37	26	25.81	8.55
	销量	21.18	25.34	25.57	8.76
	销售均价	7898.63	7559.14	5100.75	3858.52
重质沥青料	产量	4.25	3.55	3.64	1.27
	销量	4.23	3.56	3.64	1.27
	销售均价	4706.99	4417.65	3174.62	3311.48
沥青及副产品	产量	21.88	18.85	19.37	6.76
	销量	21.31	19.37	19.29	6.74
	销售均价	5013.12	5564.71	5486.47	4524.90
石脑油	产量	3.17	5.6	4.87	1.31
	销量	2.81	4.94	5.02	1.31
	销售均价	7007.01	6984.65	5095.51	3958.00
轻质燃料油	产量	4.59	4.84	4.90	1.20
	销量	4.50	4.65	4.75	1.23
	销售均价	6360.13	5516.98	4058.00	3506.54
汽油	产量	3.14	6.60	5.98	1.67
	销量	2.88	5.95	6.09	1.67
	销售均价	7186.28	7440.37	6185.81	5017.54
柴油	产量	6.35	11.37	11.09	3.00
	销量	5.86	10.91	11.16	3.02
	销售均价	6945.03	7218.85	5038.60	4214.58
重质蜡油	产量	2.74	2.96	2.52	0.75
	销量	2.64	2.77	2.82	0.75
	销售均价	5664.22	4873.24	3981.71	3502.87
成品润滑油	产量	8.40	7.72	7.87	2.11
	销量	8.47	7.71	7.85	2.11
	销售均价	14645.93	14093.34	13916.46	13745.37
液化气	产量	5.86	9.1	9.30	2.72
	销量	5.84	9.11	9.26	2.71
	销售均价	5829.46	5470.10	4036.17	3741.60
重蜡油	产量	3.24	21.35	21.69	6.13
	销量	3.14	21.29	21.83	6.13
	销售均价	5685.35	5231.23	4042.47	3508.51
蜡油	产量	1.66	--	--	--
	销量	1.66	--	--	--
	销售均价	6159.46	--	--	--

资料来源:公司提供

总体看，公司产能逐步扩张，产品附加值不断提升，公司产品品质获得提升，伴随公司投产产能的逐步达产，公司市场地位有望进一步加强。

4. 产品销售

公司销售设有专门的销售部门，下游市场方面公司采用直销模式，下游合同签订模式为根据实际情况按笔签订，单批单签，支付结算方式以电汇，银行承兑汇票为主，账期一般在半年内。公司与下游客户保持稳定的供应关系，稳固周边零售市场，同时努力寻找高价位区域，开发高附加值产品市场，实现公司利益最大化。

公司主要产品包括润滑油基础油、加氢石脑油、渣油、溶剂油等。润滑油基础油是公司产品中比例最大的一类，主要包括润滑油基础油、III类润滑油基础油和II类润滑油基础油。2015年，公司实现润滑油基础油销量106.88万吨（含I、II、III类基础油），较2013年增长65.73%，但同比小幅增长。润滑油基础油销量占到公司产品销售总量的31.42%，占比变化不大；其次为渣油，销量占总销量的约30%。从产销率水平看，近几年公司主要产品的产销率均在98%以上。2016年1~3月，公司润滑油基础油销售量30.64万吨（含I、II、III类基础油），实现销售收入29.39亿元。

下游客户方面，公司润滑油基础油产品主要销售给中石油、中石化和中海油，其他产品

也有部分销售给上述3家公司，约占公司销售总量的30%。

5. 经营效率

2013~2015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均呈下降趋势，三年平均值分别为19.49次、11.28次和2.02次，2015年分别为12.54次、9.18次和1.57次。

总体看，公司经营效率良好。

6. 在建项目

公司以润滑油基础油生产作为自身核心业务，近年不断投入，提升规模优势。公司目前在建项目主要为100万吨/年润滑油基础油及副产品综合利用项目二期，该项目为清沂山100万吨/年原料预处理项目的升级改造项目，截至2015年底，项目已经投入资金7.48亿元，目前已经建成装置：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3.5×104Nm³/h制氢装置、100万吨/年焦化装置、80万吨/年全馏分加氢装置、10000标方/日污水处理厂、70吨/小时自备锅炉，30万吨/年煅后焦装置，80吨/小时余热锅炉，5万吨/年硫化氢装置等配套设施，项目二期预计2016年7月底建设完毕。

表7 公司建设项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金来源		截至2015年底完成投资	2016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二期	78380.56	33380.56	45000	74792.13	3588.43

资料来源：公司提供

100万吨/年润滑油基础油及副产品综合利用二期项目投产后，加之一期的产能100万吨，总的产能达到300万吨，投产后的产品一期、

二期产品为I类润滑油基础油39.65万吨、II类润滑油基础油34.02万吨、III类润滑油基础油27.77万吨、沥青40.96万吨、炭极焦27.65万吨、

液化气14.52万吨、石脑油22.13万吨、汽油38.8万吨、柴油65.62万吨。预计年营业收入220.63亿元，净利润9.65亿元。

此外，淄博市国有资产管理局下属公司向公司增资后，将围绕航天科工特种油品生产基地建设，共同打造特种油品生产基地，目前此项目尚处于规划阶段。

总体看，伴随公司润滑油基础油产能的逐步达产，公司收入规模有望快速增长，整体竞争能力有望进一步提升。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2013~2015年财务数据经大信会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2016年一季度财务数据未经审计。

截至2015年底，公司下属子公司4家，公司合并报表范围较2014年末未发生变化。

截至2015年底，公司资产总额为145.54亿元，所有者权益66.98亿元；2015年公司实现营业收入203.04亿元，实现利润总额10.91亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额为159.82亿元，所有者权益为69.77亿元；2016年1~3月，公司实现营业收入54.54亿元，实现利润总额3.53亿元。

2. 资产质量

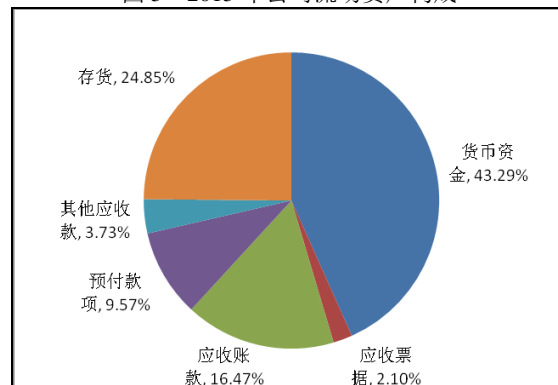
公司目前处于快速发展期，截至2015年底公司资产总额为145.54亿元，同比增长29.59%。公司资产构成以流动资产为主，2015年底流动资产占总资产的62.05%，非流动资产占总资产的37.95%。截至2015年底，公司资产以流动资产为主。

流动资产

近三年公司流动资产快速增长，年均复合增长47.33%。截至2015年底，公司流动资产为90.30亿元，同比增长31.37%。公司流动资产主

要由货币资金（占比43.29%）、应收账款（16.47%）、预付款项（9.57%）和存货（24.85%）构成。

图5 2015年公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司货币资金快速增长，年均复合增长50.47%，截至2015年底，公司货币资金为39.09亿元，同比增长52.60%。公司货币资金主要由银行存款（占33.30%）和其他货币资金（占66.63%）构成，其中其他货币资金主要系各类保证金存款，受限比例较高，货币资金增长的主要原因是进口燃料油业务导致的信用证结算量增加。

2013~2015年，伴随业务增长公司应收账款快速增长，年均复合增长76.63%，截至2015年底为14.87亿元，公司应收账款账龄全部为1年以内，公司未计提坏账准备。公司应收账款前五名客户金额累计占比44.02%，应收账款集中度一般。公司应收账款相较收入规模较小，且账龄较短，公司应收账款主要系配合市场开拓给予经销商一定账期，公司应收账款回收风险较小。

截至2015年底，公司其他应收款为3.37亿元，同比增长15.90%，公司其他应收款主要为未结算的预付采购款，账龄在一年以内，占比为86.36%。

2013~2015年，随着公司经营规模的扩大，公司预付款项快速增长，年均复合增长48.03%。截至2015年底，公司预付款项为8.64亿元，同比增长45.09%。公司预付账款账龄全

部为1年以内，主要系原料采购款及设备采购款，预付款项前五名客户合计占比36.30%，预付款项集中度一般。

2013~2015年，公司存货年均复合增长31.93%，截至2015年底，公司存货为22.44亿元，主要系原材料（占75.67%）、库存商品（占23.75%）构成。公司存货未计提跌价准备。公司存货主要系重质油及相关炼化产品，其市场波动较大，具有一定跌价风险。

非流动资产

截至2015年底，公司长期股权投资为0.50亿元，主要系对山东临淄农村商业银行股份有限公司的投资。

截至2015年底，公司固定资产原值为42.77亿元，累计折旧8.21亿元，公司固定资产净额为34.56亿元。公司固定资产计提减值准备2.97亿元。公司固定资产较上年增长20.77%，主要系在建工程转固所致。公司固定资产主要由机器设备构成。

截至2015年底，公司在建工程为7.48亿元，公司在建工程较上年减少4.42亿元，为方宇润滑油石蜡基润滑油加氢扩建项目转固，账面余额主要为清沂山石化项目。

截至2015年底，公司无形资产为12.61亿元，同比大幅增长412.70%，包括土地使用权3.18亿元和非专利技术10.28亿元。非专利技术经淄博中联资产评估事务所评估，评估使用有效期为1年，是采用收益法进行评估计算得出的市场价值。

表8 公司非专利技术评估情况

非专利技术名称	评估价值（亿元）	评估报告编号
30万吨/年轻蜡油补充加氢生产技术	1.11	中联评咨字【2015】第02号
60万吨/年重蜡油高压加氢生产技术	3.00	
2*75000NM ³ /H 气化焦纯氧气化制氢生产技术	1.38	
80万吨/年汽柴油加氢生产技术	2.20	中联评咨字【2015】第03号
140万吨延迟焦化	2.59	中联评咨字【2015】

及副产品深加工生产技术		第04号
合计	10.28	

资料来源：公司提供

截至2016年3月底，公司资产总额159.82亿元，较2015年底增长9.81%，其中流动资产占比较2015年底有所上升，为65.78%（2015年底为62.05%）。公司资产增长主要来自流动资产增长，截至2016年3月底，公司流动资产为105.13亿元，较2015年底增长16.42%。截至2016年3月底，公司其他应收款为7.63亿元，主要系未结清的采购款。

总体看，公司处于快速扩张期，资产规模快速增长，公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长52.39%，公司近年所有者权益增长主要系实收资本快速增长所致。截至2015年底，公司所有者权益为66.98亿元，同比增长74.66%，2015年公司实收资本为26.50亿元，较上年增加20.20亿元，其中公司实际控制人马之清以非专利技术增资10.28亿元（计入“无形资产”科目），淄博齐鲁化学工业区金银谷投资发展有限公司以货币增资10.00亿元。从权益构成来看，2015年公司所有者权益中实收资本占39.56%、资本公积占1.35%、盈余公积占2.05%、未分配利润占47.48%、少数股东权益占9.56%。截至2016年3月底，公司所有者权益为69.77亿元，较2015年底增长4.17%，公司所有者权益构成中实收资本占37.98%、资本公积占1.29%、盈余公积占1.96%、未分配利润占49.06%、少数股东权益9.70%，公司未分配利润占比有所上升。

总体看，公司所有者权益稳定性较弱。

负债

2013~2015年，公司负债合计快速增长，年均复合增长32.77%，主要系公司近年经营规

模快速扩张，建设项目投资规模较大，对外融资快速增长所致。截至2015年底，公司负债合计78.55亿元，其中流动负债占87.19%，非流动负债占12.81%，公司负债以流动负债为主。

2013~2015年，公司短期借款年均增幅64.37%，截至2015年底为38.32亿元，同比增长25.16%。

近年伴随公司业务增长，公司原料采购规模大幅增长，公司原料采购以票据结算为主，故而公司应付票据规模快速增长，截至2015年底，公司应付票据为25.02亿元，全部为银行承兑汇票。

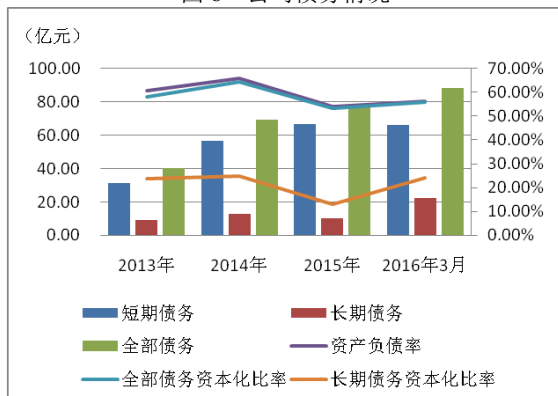
截至2015年底，公司应付账款为1.48亿元，同比下降39.61%。公司应付账款账期全部在1年以内。公司应付账款前五名客户金额累计占比94.11%，应付账款集中度较高。

截至2015年底，公司其他应付款为0.28亿元，账期全部在1年以内，公司其他应付款主要系应付质保金（占68.45%）。

2013~2015年，公司非流动负债波动中有所增长，截至2015年底为10.06亿元，公司非流动负债全部为长期借款，其中主要为保证借款（占比99.40%）。

截至2016年3月底，公司负债合计为90.04亿元，较2015年底增长14.63%，其中流动负债占75.11%，非流动负债占24.89%。公司负债增长全部来自非流动负债增长。

图6 公司债务情况



资料来源：公司审计报告

从有息债务来看，近年公司全部债务快速

增长，年均复合增长38.02%，截至2015年底为76.77亿元，同比增长10.37%。公司全部债务中短期债务占86.89%，长期债务占13.11%，公司有息债务以短期债务为主。

从债务指标来看，公司近三年资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率波动中有所下降，三年均值分别为58.88%、57.70%和18.80%，2015年以上三个指标分别为53.98%、53.40%和13.06%。

截至2016年3月底，公司全部债务为88.46亿元，较2015年底增长15.23%，本期公司债务增长全部来自长期债务增长，截至2016年3月底，公司短期债务为66.04亿元，较2015年底下降0.99%。从债务指标来看，截至2016年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为56.34%、55.90%和24.31%，分别较2015年底升高2.36、2.5和11.25个百分点。

总体看，伴随规模扩张，公司债务规模快速上升，债务负担有所加重。

4. 盈利能力

近三年伴随公司经营规模扩张，公司营业收入波动中有所增长，年均复合增长10.18%，同期公司营业成本年均复合增长10.36%。2015年公司实现营业收入203.04亿元，同比下降16.01%。2013~2015年，公司营业利润率分别为7.29%、6.30%和6.71%。

2013~2015年，公司期间费用伴随公司业务扩展有所增长，公司期间费用率三年分别为1.17%、1.13%和1.35%，公司具有很强的期间费用控制能力。

从盈利指标来看，公司总资产收益率、净资产收益率近三年呈下降趋势，主要是因为公司所有者权益和负债的快速扩张。近三年均值为10.49%和21.29%，其中2015年分别为7.21%和12.28%。

2016年1-3月，公司实现营业收入54.54亿元，占2015年全年的26.86%；同期公司实现利

润总额3.53亿元，占2015年全年的32.36%。

总体看，公司限于原料全部依赖外购，整体盈利一般，公司资产使用效率良好，伴随公司投产产能的逐步达产，公司收入及利润快速增长，未来伴随公司产品附加值的提升，公司盈利能力有望增强。

5. 现金流分析

2013~2015年，公司经营活动现金流入量和流出量均有所增长，三年年均增长率分别为12.84%和12.98%。2015年公司经营活动现金流入量为280.43亿元，公司经营活动净流量保持净流入，三年增长率为6.95%，2015年为6.05亿元，同比变化不大。2013~2015年，公司现金收入比有所上升，2015年为138.12%，同比提高0.91个百分点。

2013~2015年，公司投资活动没有现金流入。现金流出以购建固定资产、无形资产等支付的现金为主。随着在建项目的推进，公司投资活动净流出金额分别为8.42亿元、18.47亿元和7.95亿元。

2013~2015年，公司经营活动产生现金流无法满足投资需求，筹资活动现金流入量以取得借款收到的现金为主，筹资活动现金流保持净流入，净流入量分别为12.16亿元、19.82亿元和15.37亿元。2015年，公司吸收投资收到的现金10.00亿元，为收到的股东淄博齐鲁化学工业区金银谷投资发展有限公司增资款项。

2016年1~3月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为1.13亿元、-0.60亿元和9.97亿元。

总体看，公司经营获现能力良好，但仍无法满足投资支出的需要，需要外部融资以满足项目建设需要。

6. 偿债能力

从短期偿债能力来看，公司近年流动比率及速动比率波动中有所增长，三年均值分别为

121.15%和87.76%，2015年分别为131.85%和99.08%；2016年3月底以上两指标分别为155.45%和119.86%。2013~2015年，公司经营现金流流动负债比持续下降，三年均值为10.90%，2015年为8.84%。近年公司短期债务快速增长，考虑到公司较好的获现能力，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，公司近三年EBITDA波动中有所增长，年均复合增长11.00%，三年分别为13.10亿元、17.35亿元和16.14亿元。2013~2015年公司EBITDA利息倍数较平稳，三年平均为5.94倍，2015年为5.77倍。伴随公司债务规模上升，公司全部债务/EBITDA呈上升趋势，三年平均为3.95倍，其中2015年为4.76倍。总体看，公司整体偿债能力较好。

截至2016年3月底，公司共获得各商业银行授信额度为126.14亿元，其中未使用额度45.44亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2016年3月底，公司对外担保余额为22.65亿元，担保比率为32.46%。

表8 截至2016年3月底公司对外担保情况

被担保人名称	担保方式	担保余额 (万元)	是否正常经营
淄博市临淄有机化工股份有限公司	连带责任保证	9870	是
正本物流有限公司	连带责任保证	66033.60	是
山东凯利建设集团有限公司	连带责任保证	2875	是
淄博市临淄热电厂有限公司	连带责任保证	22428.57	是
淄博市齐鲁化学工业发展有限公司	连带责任保证	2245	是
山东耀昌集团有限公司	连带责任保证	33014.68	是
淄博益亮化工有限公司	连带责任保证	3329	是
淄博中轩生化有限公司	连带责任保证	30400	是
山东天诚市政公路工程有限公司	连带责任保证	7000	是
山东耀铸新材料有限公司	连带责任保证	3000	是
山东齐鲁石化机械制造有限公司	连带责任保证	11393	是
淄博联兴炭素有限公司	连带责任保证	8520	是
山东道一石化有限公司	连带责任保证	11500	是

被担保人名称	担保方式	担保余额 (万元)	是否正常经营
山东鹏翔集团股份有限公司	连带责任保证	2000	是
淄博市临淄金霸甲饲料有限公司	连带责任保证	750	是
淄博太勋塑料有限公司	连带责任保证	1500	是
淄博绿园塑料制品有限公司	连带责任保证	1600	是
淄博市临淄旺农塑料制品有限公司	连带责任保证	4399	是
淄博晨泽工贸有限公司	连带责任保证	995	是
联兴炭素(山东)有限公司	连带责任保证	3620	是
合计		226472.85	

资料来源：公司提供

公司对正本物流、淄博市临淄热电厂有限公司（以下简称“临淄热电”）、山东耀昌集团有限公司（以下简称“耀昌集团”）和淄博中轩生化有限公司（以下简称“中轩生物”）、山东齐鲁石化机械制造有限公司（以下简称“石化机械”）和山东道一石化有限公司（以下简称“道一石化”）担保金额较大。

截至2015年底，正本物流资产总额28.69亿元，所有者权益合计10.06亿元；2015年正本物流实现营业收入33.08亿元，利润总额1.65亿元。

截至2016年3月底，正本物流资产总额28.81亿元，所有者权益合计10.35亿元；2016年1~3月正本物流实现营业收入7.31亿元，利润总额0.39亿元。

截至2015年底，临淄热电资产总额22.06亿元，所有者权益合计11.67亿元；2015年临淄热电实现营业收入18.30亿元，利润总额2.65亿元。

截至2016年3月底，临淄热电资产总额22.25亿元，所有者权益合计12.15亿元；2016年1~3月临淄热电实现营业收入4.45亿元，利润总额0.65亿元。

截至2015年底，耀昌集团资产总额12.23亿元，所有者权益合计4.80亿元；2015年耀昌集团实现营业收入15.67亿元，利润总额0.37亿元。

截至2016年3月底，耀昌集团资产总额12.32亿元，所有者权益合计4.90亿元；2016年1~3月耀昌集团实现营业收入4.87亿元，利润总额0.14亿元。

截至2015年底，中轩生化资产总额24.06亿元，所有者权益合计12.20亿元；2015年中轩生化实现营业收入4.39亿元，利润总额0.67亿元。

截至2016年3月底，中轩生化资产总额23.33亿元，所有者权益合计12.89亿元；2016年1~3月中轩生化实现营业收入0.68亿元，利润总额0.02亿元。

截至2015年底，石化机械资产总额9.83亿元，所有者权益合计5.85亿元；2015年石化机械实现营业收入12.74亿元，利润总额1.45亿元。

截至2016年3月底，石化机械资产总额10.00亿元，所有者权益合计6.05亿元；2016年1~3月石化机械实现营业收入2.35亿元，利润总额0.26亿元。

截至2015年底，道一石化资产总额9.45亿元，所有者权益合计5.31亿元；2015年道一石化实现营业收入9.86亿元，利润总额0.74亿元。

截至2016年3月底，道一石化资产总额8.35亿元，所有者权益合计5.38亿元；2016年1~3月道一石化实现营业收入1.47亿元，利润总额0.09亿元。

总体看，被担保方经营情况正常，公司担保比率高，且被担保方行业和区域集中度较高，普遍抗风险能力不强，盈利能力较弱，公司或有负债风险高。

7. 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-2016060601397065），截至2016年6月6日，公司存在两笔已结清关注类贷款。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，公司无未结清的不良和关注类贷

款。公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司具有一定技术能力，且高品质基础油产能规模优势突出；公司处于快速扩张期，收入及利润规模保持快速增长；公司在建项目规模大，债务水平持续上升；公司原料全部外购，面临原料保障压力。综合来看，公司整体抗风险能力较强。

八、结论

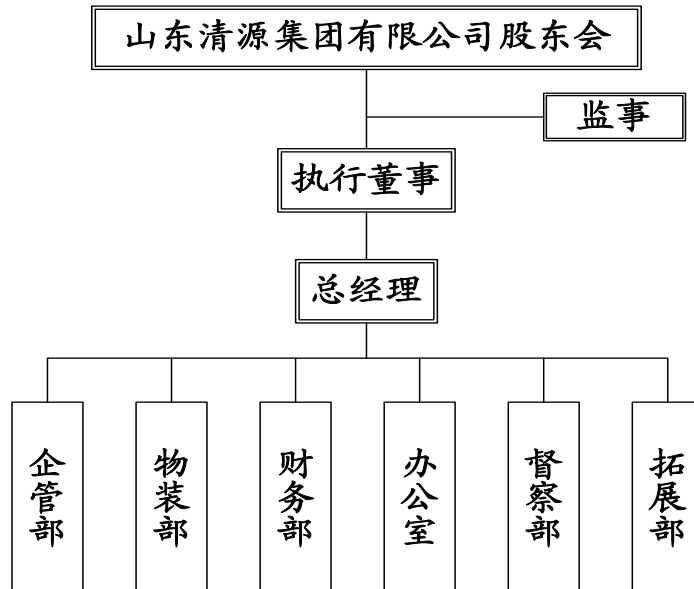
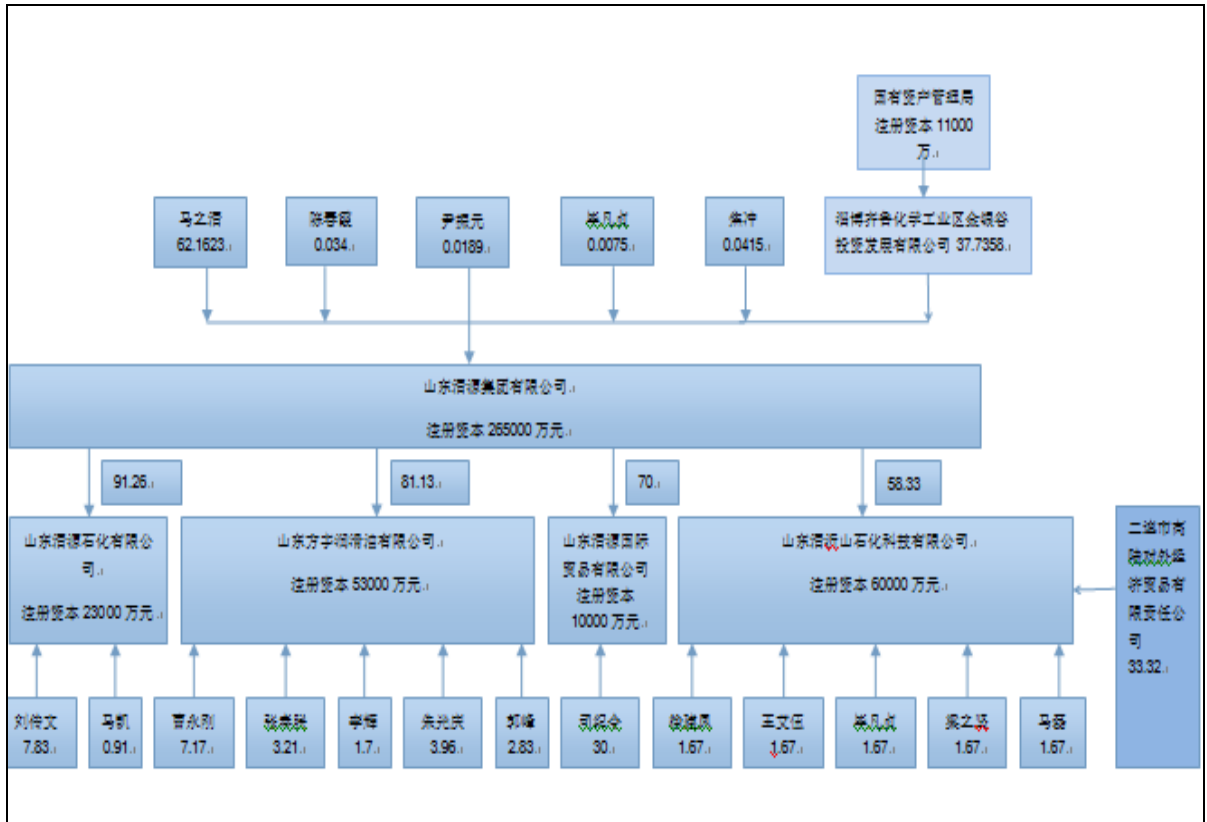
目前中国润滑油基础油市场依旧主要由中石油、中石化下属企业主导，品质较低的I类基础油产能依旧占据较大份额，未来伴随下游需求品质升级，II类、III类基础油将成为基础油新的增长点。

公司系基础油炼化为主的炼化企业，公司不断加强自身炼化能力及油品品质，目前已具备高品质基础油的炼化能力且规模优势突出。公司原料全部依赖外购，面临一定成本控制压力，近年公司快速扩张，公司债务规模持续上升。公司存货面临一定跌价风险，整体资产质量尚可，受限于原料主要依赖外购，公司盈利能力一般。

伴随公司II、III类基础油产能逐步达产，及在建项目投产，公司收入及利润规模将持续增长，公司综合实力及规模优势有望得到提升。

综合来看，公司主体信用风险低。

附件 1 公司股权结构图和组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.74	3.09	14.94	25.64
资产总额(亿元)	73.41	112.30	145.54	159.82
所有者权益(亿元)	28.84	38.35	66.98	69.77
短期债务(亿元)	31.30	56.73	66.70	66.04
长期债务(亿元)	9.00	13.98	10.06	22.42
全部债务(亿元)	40.30	69.55	76.77	88.46
营业收入(亿元)	167.26	241.73	203.04	54.54
利润总额(亿元)	10.18	12.42	10.91	3.53
EBITDA(亿元)	13.10	17.35	16.14	--
经营性净现金流(亿元)	5.29	7.00	6.05	1.13
财务指标				
销售债权周转次数(次)	31.47	23.09	12.54	--
存货周转次数(次)	12.01	14.31	9.18	--
总资产周转次数(次)	2.28	2.60	1.57	--
现金收入比(%)	131.67	137.21	138.12	136.32
营业利润率(%)	7.29	6.30	6.71	7.54
总资本收益率(%)	13.75	10.50	7.21	--
净资产收益率(%)	27.21	24.36	12.28	--
长期债务资本化比率(%)	23.78	25.06	13.06	24.31
全部债务资本化比率(%)	58.28	64.46	53.40	55.90
资产负债率(%)	60.71	65.85	53.98	56.34
流动比率(%)	116.98	114.62	131.85	155.45
速动比率(%)	80.72	83.47	99.08	119.86
经营现金流动负债比(%)	14.88	11.67	8.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.81	6.25	5.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.08	4.01	4.76	--

注：公司 2016 年 1 季度财务数据未经审计；现金类资产已扣除受限的货币资金

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
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(非流动)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