

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014]1398 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山东寿光鲁清石化有限公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定；维持“14寿光CP001”信用等级为A-1。

特此公告。



联合资信评估有限公司

二零一四年七月二十五日

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>

山东寿光鲁清石化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 寿光 CP001	3 亿元	2014/05/08-2015/05/08	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	6.63	4.77	6.03	4.62
资产总额(亿元)	34.07	47.23	63.15	70.07
所有者权益(亿元)	12.60	19.01	25.48	26.40
短期债务(亿元)	15.09	17.48	24.51	28.65
全部债务(亿元)	15.09	19.23	31.81	35.70
主营业务收入(亿元)	49.27	91.84	141.00	32.31
利润总额(亿元)	3.87	8.54	8.63	1.23
EBITDA(亿元)	4.87	9.92	10.76	--
经营性净现金流(亿元)	9.75	0.37	0.91	5.63
主营业务利润率(%)	10.47	11.30	8.41	5.81
净资产收益率(%)	23.06	33.72	25.40	--
资产负债率(%)	63.02	59.76	59.65	62.32
全部债务资本化比率(%)	54.50	50.29	55.52	57.48
流动比率(%)	99.61	102.17	118.56	115.61
全部债务/EBITDA(倍)	3.10	1.94	2.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.98	10.28	7.54	--
经营现金流动负债比(%)	45.42	1.39	2.99	--

注: 1. 2014 年 1 季度财务数据未经审计;

2. 现金类资产已剔除受限制货币资金。

分析师

高延龙 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

跟踪期内, 山东寿光鲁清石化有限公司(以下简称“公司”或“鲁清石化”)新增汽柴油生产装置正式投产, 实现产品结构优化升级, 且直接带动公司资产及收入规模快速增长; 公司原材料供应保持稳定, 下游客户集中度有所提升。同时, 联合资信也关注到, 公司产能利用率依然处于较低水平、整体盈利能力有所下滑、存货对资金形成占用等因素对公司偿债能力造成的不利影响。

未来公司将继续坚持石化产品深加工的思路, 继续向石化化工行业下游发展; 同时国家油品升级步伐加快, 公司装置已完全具备国四、国五标准汽柴油的生产能力, 公司收入规模及利润空间有望持续向好。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“14 寿光 CP001”本金的覆盖程度很高。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁻, 评级展望为稳定; 维持“14 寿光 CP001”的信用等级为 A-1。

优势

1. 跟踪期内, 公司汽柴油生产装置正式投产, 产品结构实现了优化升级。
2. 跟踪期内, 公司原料供应稳定, 总体产能增加, 下游客户集中有所提升。
3. 公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力很强。

关注

1. 跟踪期内, 公司产品价格有所波动, 整体盈利能力有所下滑。
2. 公司产能利用率依然较低, 未来有待改善。
3. 公司流动资产中受限货币资金比例较大, 存货占比较高, 资产流动性受到一定影响。

4. 公司债务负担有所上升，未来对外融资需求仍较大；经营获现能力仍旧偏弱，存在一定短期支付压力。

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）与山东寿光鲁清石化有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东寿光鲁清石化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，未因山东寿光鲁清石化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寿光鲁清石化有限公司提供，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 寿光 CP001”到期兑付日有效；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关于山东寿光鲁清石化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

山东寿光鲁清石化有限公司（以下简称“公司”或“鲁清石化”）成立于 2000 年 8 月。公司前身是寿光市广源实业有限公司；2000 年寿光市广源实业有限公司由乡集体企业改制为民营企业；于 2000 年 8 月 1 日注册成立寿光市鲁清防水建材有限公司，注册资本金为人民币 56 万元；2010 年 7 月寿光市鲁清防水建材有限公司更名为山东寿光鲁清石化有限公司。截至 2014 年 3 月底，公司注册资本 15000 万元，其中股东王学清占 40.00%、王河清占 13.34%、侯乐友占 6.67%、王建清占 6.67%、侯效梅占 6.67%、寿光市友邦化工有限公司占 26.65%。公司实际控制人为自然人王学清。

公司的经营范围为：前置许可经营项目：生产、销售：石油化工产品（凭安全生产许可证核定的范围和期限经营；安全生产许可证有效期至 2015 年 5 月 17 日）；一般经营项目：生产、销售：沥青、弹性体沥青防水卷材、聚丙烯树脂、聚丙烯丝、无纺布、轻芳烃、重芳烃、混合芳烃、降凝剂、抗爆剂；销售：编织袋；经营国家允许范围内的货物与技术进出口业务；货物仓储（不含危险货物）（以上范围不含国家限制和禁止项目，涉及许可经营的凭许可证经营）。

目前公司下设审计部、生产部、销售部、项目部、办公室等 11 个部门。截至 2014 年 3 月，公司下属控股子公司仅 1 家，为山东寿光鲁清石化物流有限公司。

截至 2013 年底，公司资产总额为 63.15 亿元，所有者权益合计为 25.48 亿元；2013 年，公司实现主营业务收入 141.00 亿元，利润总额

8.63 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额为 70.07 亿元，所有者权益 26.40 亿元；2014 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 32.31 亿元，利润总额 1.23 亿元。

公司注册地址为：山东省寿光市渤海工业园。法定代表人：王学清。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，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、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：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%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；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。

2. 政策环境

财政政策方面，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；适当增加财政赤字和国债规

模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。

货币政策方面，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。10 月 25 日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。

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，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地

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。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

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，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业环境

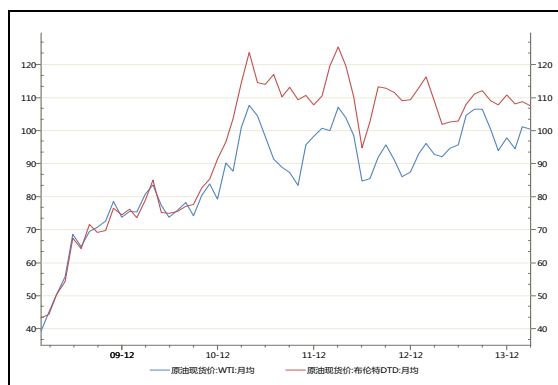
石油及石油石化产品是一种重要战略资源，石油石化行业是中国国民经济的战略性支柱产业。随着中国经济的快速发展，对能源的需求越来越大，石油作为能源的重要组成部分，在中国一次能源消费中所占的比重迅速上升，石油已经成为影响中国经济增长的重要因素之一。

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。近年来，中国原油消费量持续增长。中国国家统计局公布的数据显示，2013 年全年原油产量达到 2.08 亿吨，同比增加 1.65%。原油进口量约为 2.82 亿吨，同比增长 4.1%。原油表观消费量为 4.87 亿吨，同比增长 2.8%。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。2013 年原油进口依存度达到 58.1%，与上年基本持平。

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



资料来源：Wind

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，中国政府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。

2. 区域经济环境

公司地处山东省寿光市，生产基地及主要销售市场主要集中在山东省内及周边区域，山东省经济发展对公司经营产生直接影响。

跟踪期内，山东省经济保持平稳发展态势。据山东省统计局公布的《2013 年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2013 年全省实现生产总值(GDP)54684.3 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.6%。其中，第一产业增加值 4742.6 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 27422.5 亿元，增长 10.7%；第三产业增加值 22519.2 亿元，增长 9.2%。产业结构调整稳步推进，三次产业比例由上年的 8.6:51.4:40.0 调整为 8.7:50.1:41.2。人均生产总值 56323 元，增长 9.0%。

居民人均收入稳步增长，消费能力进一步增强。2013 年山东省城镇居民人均可支配收入 28264 元，比上年增长 9.7%，扣除价格因素，实际增长 7.4%。城镇居民人均消费性支出 17112 元，增长 8.5%。其中，食品支出 5626 元，增长 8.2%，城镇居民恩格尔系数为 32.9%。农村居民人均纯收入 10620 元，比上年增长 12.4%，扣除价格因素，实际增长 9.7%。农村居民人均生活消费支出 7393 元，增长 9.1%。其中，食品支出 2554 元，增长 10.0%，农村居民恩格尔系数为 34.5%。

总体看，2013 年山东省经济继续保持平稳增长，为公司经营发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

目前公司通过对全厂装置综合布局 and 规划，上游装置为下游深加工装置提供了巨大部分原料，深加工装置原料自给率高，产业链长，加工利润得到了较好保证。

截至 2014 年 3 月底，公司拥有 60 万吨催化装置、60 万吨气分装置、20 万吨聚丙烯生产

装置、10 万吨 MTBE 生产装置、80 万/年液化气深加工装置、150 万吨/年 MCC 装置、100 万吨/年重芳烃轻质化装置、80 万吨加氢制氢装置和 20 万吨/年异辛烷装置。

六、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员、管理制度及股权结构等方面无重大变化；目前公司仍未实现所有权和经营权的分离，法人治理结构有待进一步完善。

七、经营分析

1. 经营现况

目前，公司主要从事聚丙烯、液化气、燃料油、MTBE、沥青、芳烃、汽柴油和石油焦

等产品的生产销售。

2013 年，公司实现主营业务收入 131.18 亿元，同比增长 53.77%，主要来自新增的汽柴油销售收入。考虑到公司 2013 年实现了产品结构升级，汽柴油收入合计占比达到 33.58%，其他大部分产品占比较 2012 年有所下降。毛利率方面，受下游市场需求不振，物流、矿山等行业需求减少等影响，部分产品销售价格同比有所下降，导致相关产品毛利率有所下滑；新增油品汽油、柴油毛利率分别为 10.10%和 9.09%。

2014 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 30.92 亿元，为 2013 年的 23.57%；公司整体毛利率下降至 6.01%。

表 1 公司主营业务构成情况（亿元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 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
聚丙烯	13.15	15.41	11.46	12.07	9.20	9.16	2.62	8.48	7.24
液化气	24.04	28.18	11.42	19.33	14.74	7.38	2.09	6.77	5.08
燃料油	18.09	21.21	9.69	25.79	19.66	7.70	1.00	3.21	3.30
MTBE	3.56	4.17	14.53	6.00	4.58	12.86	1.26	4.08	9.50
沥青	3.73	4.38	3.78	4.58	3.49	2.61	0.85	2.76	2.35
芳烃	22.74	26.65	16.28	18.66	14.23	10.65	2.17	7.02	6.53
汽油	--	--	--	36.65	27.94	10.10	17.10	55.30	6.30
柴油	--	--	--	7.40	5.64	9.09	3.61	11.67	4.38
石油焦	--	--	--	0.68	0.52	2.22	0.22	0.70	6.50
合计	85.31	100.00	12.16	131.18	100.00	9.10	30.92	100.00	6.01

资料来源：公司提供

2. 原材料采购

公司原材料的供应由供应部门负责，执行董事直接领导。目前公司生产中所需的原料主要为原料油（包括燃料油、渣油、蜡油）和液化气。原料油为公司最主要的采购原料，2013 年占采购总额比例达到 90%以上。2013 年 7 月，公司 100 万吨重芳烃轻质化装置投产后，年原料油加工能力增加 100 万吨，采购量加大；该装置使用的原料油品质要求较低，致使原料油

采购价格有所下降。2013 年，原料油中渣油采购量大幅增长，采购量为 133.91 万吨，同比增长 460.06%；燃料油采购量 102.30 万吨，同比下降 13.20%。2014 年 1~3 月，国际原油价格较上年底有所上涨，同时人民币汇率贬值预期强烈，燃料油贴水上涨，致使公司大部分原料的采购价格有所回升；多数原料的采购量占 2013 年全年的比例在 25-30%之间，但渣油采购量占 2013 年比例达到 42.88%。

表2 跟踪期内公司原材料采购情况表

(单位: 万吨、万元/吨、万元)

原料	采购状况	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
燃料油	采购数量	117.86	102.30	30.47
	采购均价	0.60	0.58	0.60
	采购总价	707069.58	593334.36	182819.40
渣油	采购数量	23.91	133.91	57.42
	采购均价	0.41	0.40	0.42
	采购总价	98030.57	535639.06	241164.37
蜡油	采购数量	10.23	12.06	3.11
	采购均价	0.62	0.60	0.60
	采购总价	63416.17	72360.89	18660.08
外购原料液化 气	采购数量	24.51	13.13	3.50
	采购均价	0.56	0.52	0.53
	采购总价	137056.42	68276.38	18550.96
甲醇	采购数量	2.57	4.01	1.16
	采购均价	0.22	0.21	0.22
	采购总价	5653.48	8420.96	2551.69

资料来源: 公司提供

注: 外购原料液化气主要用于生产聚丙烯或者芳烃。

2013 年, 公司燃料油国内供应商仍以中海油为主, 其他供应商仍保持长期合作关系, 原材料供应的稳定性较强。

总体看, 跟踪期内, 公司原料供应渠道保持畅通, 原料采购仅在油品质量选择上有所变化, 其他方面保持稳定。

3. 生产情况

公司通过对渣油、蜡油和燃料油等原料进行深度加工, 最终产品包括各种型号的沥青、聚丙烯、液化石油气、丙烷、甲基叔丁基醚 (MTBE)、芳烃、汽油、柴油及石油焦等。

2013 年, 公司在原有装置产能规模基础上, 新增投产 100 万吨/年重芳烃轻质化装置 (主装置为 120 万吨/年延迟焦化装置)、80 万吨加氢制氢装置 (100 万吨重油加氢和 100 万吨柴油加氢能力)、20 万吨/年异辛烷装置 (120 万吨/年异辛烷叠合装置所属的前端装置), 主要用于生产国四标号以上汽油和国三标号以上柴油。

通过上述新增装置投产, 2013 年公司增加了 100 万吨原料油年加工能力和 20 万吨异辛烷

年产出能力, 总体产能增加; 随着 80 万吨/年加氢制氢装置投产, 公司具备了年 100 万吨的汽油加氢能力和年 100 万吨的柴油加氢能力, 上游装置所产船舶燃料油产品作为半成品进入加氢装置进行加氢处理, 产出国标汽柴油产品, 即原有 50 万吨船舶燃料油的产能转变为 120 万吨国标汽油和 40 万吨国标柴油产能。

表3 公司主导产品产能产量情况 (单位: 万吨)

产品类别	2012 年		2013 年		2014 年 1-3 月	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
沥青	60	12.61	60	17.01	60	4.04
液化气	80	48.02	80	40.83	80	4.09
聚丙烯	20	14.61	20	13.63	20	3.13
燃料油	50	36.49	50	42.60	50	2.04
MTBE	16	5.42	16	8.30	16	1.68
芳烃	50	32.99	50	26.20	50	3.72
汽油	--	--	120	56.40	120	22.31
柴油	--	--	40	12.30	40	9.15
石油焦	--	--	20	7.93	20	3.23

资料来源: 公司提供

从产量上来看, 2013 年, 公司原 6 种主要产品中, 除液化气、聚丙烯和芳烃外, 其他产品实现了不同程度增长, 其中产量涨幅最大的为 MTBE, 同比增长 53.14%; 新增产品中, 汽油产量规模相对较大, 2013 年产量为 56.40 万吨。

产能利用率方面, 2013 年原 6 种产品中除沥青外, 其他产品产能利用率均超过 50%, 其中燃料油产能利用率最高, 达到 85.20%, 同比上升 12.22 个百分点; 3 种新增产品中, 由于生产年度仅为 2013 年下半年, 导致各产品产能利用率在 30-50% 之间分布, 其中汽油达到 47.00%。2014 年 1~3 月, 公司原 6 种主要产品产量规模相对较小, 汽油、柴油及石油焦 3 中产品产能正逐渐释放。

在环保及安全生产方面, 2012 年和 2013 年, 公司环保资金投入分别为 3016 万元和 3176 万元; 截至 2014 年 3 月底, 公司未发生重大安全事故。

总体看, 跟踪期内, 公司新装置顺利投产,

整体生产规模有所增长，且新增产品产能正逐渐释放；其他原有产品产能利用率仍旧处于较低水平，未来有待提高。

4. 产品销售

公司产品销售由销售部门负责，销售部门业务人员按区片管理，负责客户联系、款项和产品售后服务。公司销售基本采取先收款后发货的方式，对产品实行询价、定价双重管理制度，控制人为的销售风险。

2013 年，公司产品实现销售总额 131.18 亿元，较 2012 年增长 53.77%；产品销售以液化气、聚丙烯、燃料油、芳烃和汽油为主，销售额占所有产品销售总额的比例分别为 14.74%、9.20%、19.66%、14.23%和 27.94%，其中汽油成为公司最主要的销售产品。

从产品销量看，2013 年，沥青、燃料油及 MTBE 销量有所上升，同比分别增长 33.71%、50.88%和 50.00%；液化气、聚丙烯及芳烃销量同比分别下降 15.60%、5.23%和 21.69%。

从产销量来看，2013 年公司所有产品产销率均在 90%以上，产销率最高的产品为聚丙烯（100.95%），最低的为汽油（90.89%）；和 2012 年相比，燃料油产销率同比上升 22.69 个百分点至 100.31%。

从产品价格看，受下游市场需求疲软影响，如物流、矿山等行业，在公司原有 6 种产品中，除 MTBE 和芳烃外，其他产品价格均出现不同程度下跌，其中沥青价格同比下降 6.67%，下降幅度最大。

表 4 跟踪期内公司产品产销情况表
(万吨、万元/吨(不含税)、万元)

有机产品		2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
沥青	销量	12.40	16.58	3.23
	平均价格	0.30	0.28	0.30
	销售额	37339.24	45755.16	8535.13
液化气	销量	48.00	40.51	4.38
	平均价格	0.50	0.48	0.48
	销售额	240403.71	193333.95	20932.99

聚丙烯	销量	14.52	13.76	2.99
	平均价格	0.91	0.88	0.87
	销售额	131454.47	120728.36	26219.00
燃料油	销量	28.32	42.73	1.71
	平均价格	0.64	0.60	0.60
	销售额	180903.77	257922.06	9937.55
MTBE	销量	5.42	8.13	1.69
	平均价格	0.66	0.74	0.75
	销售额	35581.00	60059.43	12601.04
芳烃	销量	33.20	26.00	3.07
	平均价格	0.69	0.72	0.70
	销售额	227406.70	186642.72	21718.90
汽油	销量	--	51.26	24.03
	平均价格	--	0.72	0.71
	销售额	--	366513.98	171000.34
柴油	销量	--	11.77	5.79
	平均价格	--	0.63	0.62
	销售额	--	74043.28	36092.51
石油焦	销量	--	7.53	2.31
	平均价格	--	0.09	0.09
	销售额	--	6769.67	2166.13

资料来源：公司提供

2013 年，伴随汽油、柴油等新增油品上架销售，公司油品销售客户集中都有所提高，下游客户由山东省内地方炼油厂逐步转向国有大石化企业和福建、上海等地产品油批发企业。由于中石化、中海油及中石油等大型石化企业销售以公司送货为主，导致运费支出加大；同时南方海南、广西、云南、福建、浙江、江苏及长江下游地区以船运为主，采用离岸价或到港价，也造成公司运费负担增加。另外，由于中石油、中石化、中海油等企业按批次滚动结算，账期 20-30 天，造成公司应收账款占压增幅较大，对公司的流动性造成一定影响。

2014 年 1~3 月，公司 9 种主要产品实现销售总额 30.92 亿元，为 2013 年的 23.57%，其中汽油和柴油销售额占比分别上升至 55.30%和 11.67%；大部分产品销售价格保持稳定。

总体来看，跟踪期内，公司油品逐渐以汽柴油销售为主，产品结构得到优化升级，收入规模实现快速增长。

6 未来发展

目前公司大型在建项目包括 120 万吨/年异

辛烷叠合装置和 20 万吨/年异丁烷脱氢联产装置。

表 5 公司重点在建及规划投资情况（单位：亿元）

项目名称	项目批文	总投资	资金筹措方案		截至 2014 年 3 月底已投资额	2014 年	2015 年
			贷款	自筹			
120 万吨/年异辛烷叠合装置	登记备案号 1307000018	6.80	3.00	3.80	5.60	1.20	--
20 万吨/年异丁烷脱氢联产装置	登记备案号 130783013	11.69	4.00	3.00	0.56	6.00	1.00
合计		18.49	7.00	6.80	6.16	7.20	1.00

资料来源：公司提供

120 万吨/年异辛烷叠合项目主要产出异辛烷等产品，通过引进国外先进技术以及与美国 UOP 公司合作，该装置所产异辛烷产品将使公司的油品达到国五标准，适应国家油品升级的需要，并对产品效益产生重要影响；该项目建设期为 2013 年 2 月至 2015 年 1 月，总计划投资 6.80 亿元。20 万吨/年异丁烷脱氢联产装置主要产出异丁烯 17 万吨/年，附带产出碳五、丙烷、弛放气，异丁烯产品可作为生产 MTBE 的原料，也可用于顺丁橡胶、异戊橡胶等合成橡胶的原料；项目总投资 11.69 亿元，扣除公司已完工的厂内原有配套设施，实际投资额为 7 亿元；该项目计划于 2014 年底完工并开车试运行。

截至 2014 年 3 月底，公司在建项目总投资额 18.49 亿元（实际总投资额为 13.80 亿元），累计投资 6.16 亿元，2014 年和 2015 年分别计划投资 7.20 亿元和 1.00 亿元。

总体来看，公司未来将继续坚持石化产品深加工的思路，继续向石化化工行业下游发展，满足市场需求。2013 年下半年国家油品升级步伐加快，公司装置已完全具备国四、国五标准汽柴油的生产能力，未来公司利润空间有望持续向好。根据上表在建项目规划投资情况，2014 年公司存在一定对外融资需求。

八、募集资金使用情况

“14 寿光 CP001”于 2014 年 5 月 6 日发行，发行期限 365 天，发行额度 3 亿元，计划

全部用于补充营运资金。截至 2014 年 6 月 10 日，募集资金已按预定用途使用完毕，全部用于原料油和原料气采购。

九、财务分析

公司提供的 2013 年度财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2014 年一季度财务数据未经审计。

1. 盈利能力

2013 年，公司主营业务产品结构新增汽油及柴油的生产销售，直接带动公司收入规模大幅增长。2013 年，公司实现主营业务总收入 141.00 亿元，同比增长 53.53%；主营业务总成本 129.07 亿元，同比增长 58.34%。主营业务利润率 8.41%，同比下降 2.89 个百分点。

2013 年，随着公司业务规模快速扩张，各项费用呈现不同程度增长，期间费用合计 3.24 亿元，同比增长 77.04%；期间费用率 2.30%，较 2012 年上升 0.31 个百分点。总体看，公司期间费用控制水平仍然保持较高水平。

2013 年，公司非经常性损益对利润总额的贡献较小，主营业务利润仍是公司利润的核心来源。

从盈利指标来看，2013 年受资本规模大幅增长影响，公司总资本收益率和净资产收益率较 2012 年分别下降 5.56 个百分点和 8.32 个百分点至 13.65%和 25.40%。

2014 年 1~3 月，公司主营业务总收入和总成本分别为 32.31 亿元和 30.42 亿元，同比分别增长 0.73%和 5.98%，主要是 2014 年 1 季度下游市场需求不振以及国际原油价格有所上涨导致收入、成本涨幅不平衡；利润总额 1.23 亿元，同比下降 47.88%；主营业务利润率 5.81%，同比下降 4.65 个百分点。

总体看，跟踪期内，伴随新装置成功投产，新产品成为公司收入重要增长点；受产品价格波动以及资本规模增长较快影响，公司整体盈利能力有所下降。

2. 现金流分析

经营活动方面，随着公司主营业务收入增长，2013年公司销售商品、提供劳务收到的现金规模相应增加，同比增长52.04%，达162.47亿元；现金收入比同比下降1.13个百分点至115.23%，仍保持较好水平。公司经营活动现金流出161.80亿元，同比增长51.81%；经营活动现金流量净额为0.91亿元，较2012年增长147.86%，公司经营活动获现能力有所提升，但依旧较弱。总体看，公司经营规模快速扩张导致存货及经营性应收项目增加，经营性净现金流规模小。

投资活动方面，2013 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 7.66 亿元，同比下降 4.91%；投资活动现金流量净额为-7.74 亿元，较 2012 年净流出 8.05 亿元有所减少。2013 年，公司筹资活动前产生的现金净流量为-6.83 亿元，公司存在一定对外融资需求。

筹资活动方面，2013 年公司取得借款所收到现金 9.75 亿元，分配股利、利润或偿付利息所支付现金 1.46 亿元；筹资活动现金流量净额为 8.29 亿元，同比增长 221.06%。

2014 年 1~3 月，公司经营活动产生现金流入和流出分别为 36.91 亿元和 31.29 亿元，现金流量净额 5.63 亿元；同期，公司投资活动现金流出 0.85 亿元；筹资活动现金流入-1.45 亿

元，主要是短期 3 个月大额押汇到期还款所致。

总体看，跟踪期内，公司收入实现质量保持较好水平，经营活动获现能力有所提升，但依旧处于较弱水平。随着公司新建项目投产，公司营运资金需求上升；同时考虑到公司在建工程仍需资金投入，公司未来仍存在一定对外融资需求。

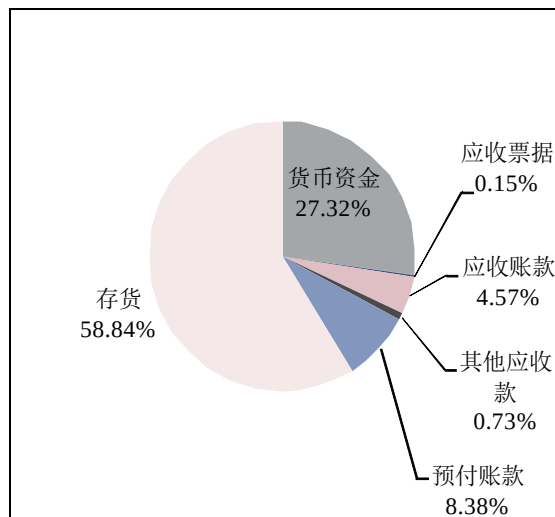
3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司资产总额 63.15 亿元，同比增长 33.71%，主要是预付账款、存货及固定资产增加所致。截至 2013 年底，公司资产中流动资产占 57.02%，固定资产占 39.44%，无形资产及其他占 2.29%，长期投资占 1.25%，资产构成较 2012 年底变化不大。

截至 2013 年底，公司流动资产同比增长 33.13%，主要是预付账款及存货增加所致。截至 2013 年底，公司流动资产合计 36.01 亿元，主要由货币资金、存货和预付账款构成，占比分别为 27.32%、58.84%和 8.38%。

图 2 2013 年底公司流动资产构成情况



资料来源：审计报告

截至 2013 年底，公司货币资金 9.84 亿元，同比增长 17.40%，其中受限资金 3.86 亿元；应收账款 1.65 亿元，同比大幅增长 1749.75%，主要系公司 2013 年销售汽油、柴油带来的应收账款

款，较大欠款客户包括中燃油品有限责任公司和中石化山东石油分公司，合计占总额的73.08%；预付账款 3.02 亿元，同比增长 255.45%，主要系公司业务增长导致的预付原料采购款大幅增长，前 5 名债务方合计占比为 71.49%；存货 21.19 亿元，同比增长 21.39%，主要源自原材料的增加，年底原材料占比达 74.69%，和上年相同，公司存货成本无高于可变现净值，故 2013 年也未计提存货跌价准备。

截至 2013 年底，公司长期投资 0.79 亿元，同比增加 0.09 亿元，系新增对寿光龙海油品仓储有限公司的股权投资；固定资产 24.91 亿元，同比增长 38.07%，其中固定资产净额和在建工程分别为 19.29 亿元和 5.62 亿元，同比分别增长 43.35%和 22.57%，主要系 2013 年 100 万吨重芳烃轻质化装置（配套二期）竣工转固（转固金额 6.45 亿元），同时 120 万吨异辛烷叠合项目 2013 年完成在建工程投资 5.57 亿元；无形资产 1.44 亿元，较 2012 年底变化不大。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额为 70.07 亿元，较 2013 年底增长 10.96%，主要是货币资金和存货增加所致；公司资产结构中流动资产占 60.42%、固定资产占 36.39%、无形资产及长期投资分别占 2.07%和 1.13%；公司货币资金和存货分别为 12.78 亿元和 23.36 亿元，较 2013 年底分别增长 29.94%和 10.25%，其他资产科目变化不大，资产结构保持稳定。

总体看，跟踪期内，公司资产规模保持较快增长，资产构成仍以流动资产为主；流动资产中受限货币资金比例仍较大，存货占比较高，资产流动性受到一定影响。整体看，公司资产质量尚可。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 25.48 亿元，同比增长 34.05%，主要是未分配利润和盈余公积的增长。权益构成仍以实收资本、盈余公积和未分配利润为主，占比分别为 5.89%、9.46%和 84.04%，所有者权益的稳定性维持较弱水平。

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 26.40 亿元，较 2013 年底增长 3.63%；未分配利润占比升至 84.60%。

负债

截至 2013 年底，公司负债合计 37.67 亿元，同比增长 33.49%，其中非流动负债占 19.38%，占比较 2013 年上升 13.18 个百分点。

截至 2013 年底，公司流动负债 30.37 亿元，同比增长 14.73%，主要是短期借款增加所致；构成以短期借款、应付票据及应付账款为主，占比分别为 62.74%、17.94%和 14.43%。公司短期借款 19.06 亿元，同比增长 28.94%，其中信用借款、保证借款、抵押借款和质押借款分别占 8.70%、46.96%、4.20%和 40.15%；由于 2013 年公司使用票据结算原材料采购款规模上升，导致应付票据和应付账款余额呈相反变动，同比分别增长和下降 101.85%和 50.49%；伴随 2013 年汽油及柴油销量增加，公司预收货款同比大幅增长 1189.15%，年底预收账款余额为 1.38 亿元，主要为预收三大油体系外的大型成品油仓储批发经营企业货款。

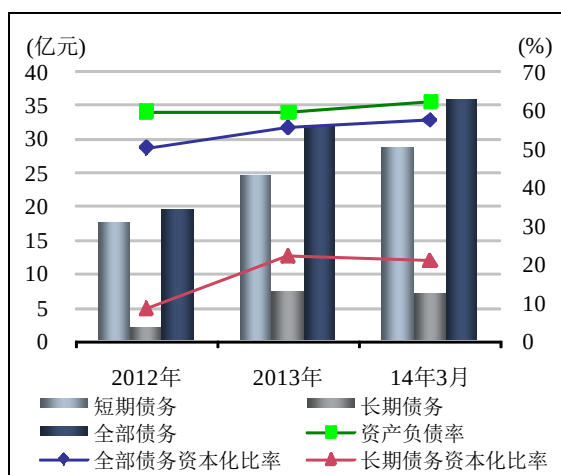
截至 2013 年底，公司长期负债 7.30 亿元，同比增长 317.18%，其中长期借款 5.71 亿元，同比增长 226.43%；应付债券 1.59 亿元，为 2013 年 1 月发行的中小企业集合票据“12 潍坊 SMECN II 004”1.50 亿元，期限 3 年。

截至 2013 年底，公司全部债务规模 31.81 亿元，同比增长 65.41%；其中短期债务占 77.05%，长期债务占 22.95%。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 59.65%、55.52%和 22.27%，资产负债率与上年基本持平，全部债务资本化比率及长期债务资本化比率同比分别上升 5.23 个百分点和 13.84 个百分点。

截至 2014 年 3 月底，公司负债合计 43.67 亿元，较 2013 年底增长 15.91%，主要是应付票据大幅增加所致；公司流动负债 36.62 亿元，占负债合计的 83.86%，其中应付票据和应付账款分别为 10.85 亿元和 6.21 亿元，较 2013 年底

分别增长 99.08%和 41.63%。债务负担方面，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.32%、57.48%和 21.07%，除长期债务资本化比率较 2013 年底有所下降，另外两项指标均有所上升。

图 3 公司债务指标情况



资料来源：审计报告

总体看，跟踪期内，公司债务规模快速上升，债务结构仍以短期债务为主，整体债务负担有所加重。

4. 偿债能力

截至 2013 年底，公司流动比率和速动比率分别为 118.56%和 48.80%，同比分别上升 16.38 个百分点和 12.56 个百分点；经营现金流动负债比同比增加 1.60 个百分点至 2.99%。截至 2014 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 115.61%和 51.82%。总体来看，公司短期偿债能力一般，且存在一定的短期支付压力，但较上年有所好转。

从长期偿债能力指标看，2013 年公司 EBITDA 为 10.76 亿元，同比增长 8.51%；由于利息支出快速增长，EBITDA 利息倍数为 7.54 倍，较 2012 年 10.28 倍有所下降；随着债务规模增长，全部债务/EBITDA 较 2012 年 1.94 倍上升至 2.96 倍。总体看，公司整体偿债能力依然较强。

截至 2014 年 3 月底，公司对外担保金额 5.03 亿元，担保比例为 19.05%，具体担保情况

如下表所示。目前被担保方经营状况均为正常，公司或有负债风险较低。

表 6 截至 2014 年 3 月底公司对外担保情况

(单位: 亿元、%)

被担保单位	担保金额	占比
山东兄弟科技股份有限公司	0.60	11.93
潍坊威能环保电源有限公司	1.00	19.88
山东默锐科技有限公司	1.20	23.86
山东亿嘉农化有限公司	0.40	7.95
寿光市友邦化工有限公司	0.10	1.99
寿光卫东化工有限公司	0.24	4.77
寿光市新能化工有限公司	0.49	9.74
寿光市弘景城镇建设投资有限公司	1.00	19.88
合计	5.03	100.00

资料来源：公司提供

截至 2014 年 3 月底，公司获得的银行授信总额为 90 亿元，其中未使用额度为 56 亿元，公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-2014040060655186），截至 2014 年 4 月 18 日，公司无未结清、已结清不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司作为地方规模较大的炼油企业之一，在炼油技术及装置配备方面具有明显优势；同时产品结构丰富，原材料供应及产品销售渠道相对稳定；2013 年 100 万吨/年重芳烃轻质化装置完工投产，且未来伴随 120 万吨/年异辛烷叠合装置建成投入使用，公司石化产品深加工实力将不断加强，收入及利润规模有望持续提升。

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、本期债券保障能力分析

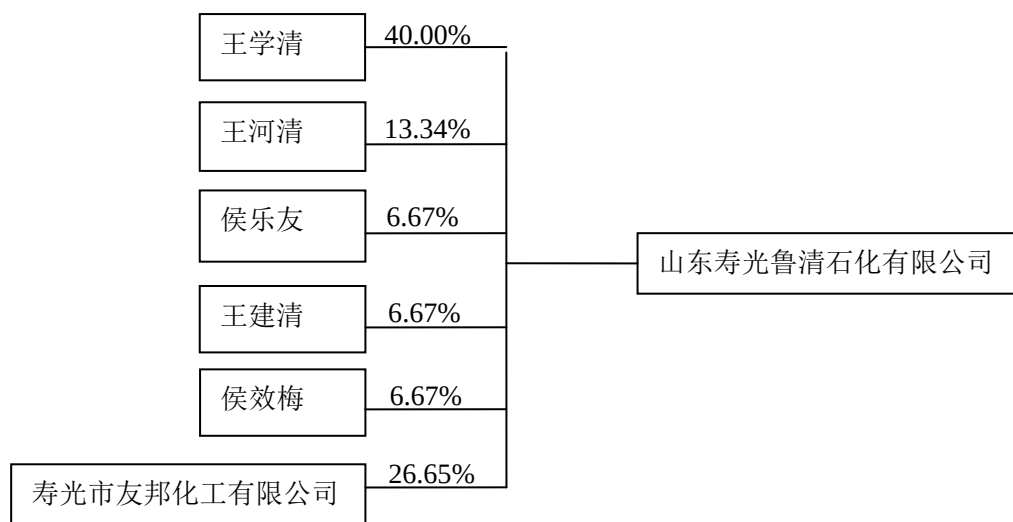
公司于 2014 年 5 月 6 日发行“14 寿光 CP001”，发行期限 1 年，发行额度 3 亿元。截至 2013 年底，

公司现金类资产剔除受限制货币资金后为6.03亿元，为“14寿光CP001”的2.01倍；经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额分别为“14寿光CP001”的54.24倍和0.30倍。截至2014年3月底，公司现金类资产剔除受限制货币资金后为4.62亿元，为“14寿光CP001”的1.54倍。总体看，公司经营活动现金流入量对“14寿光CP001”本金的覆盖程度很高。

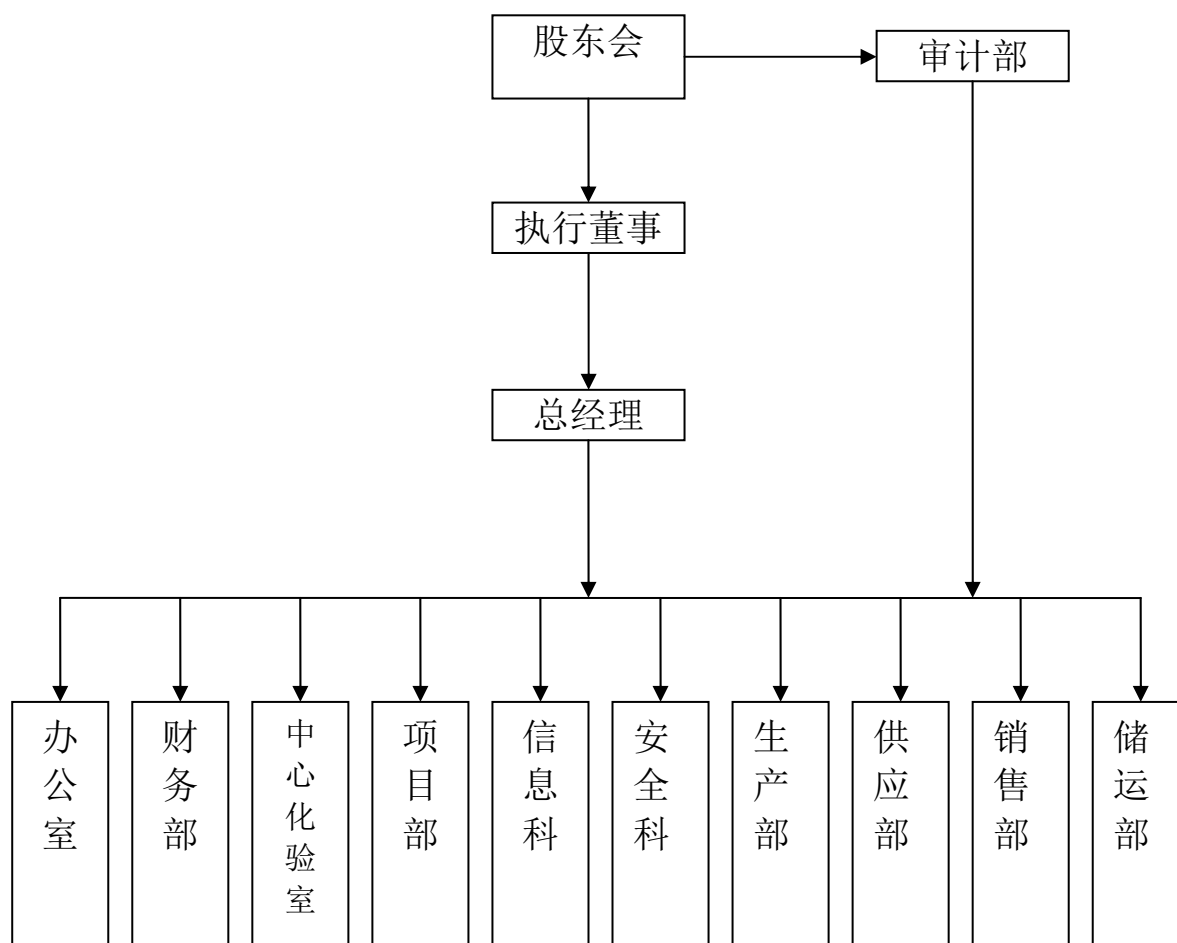
十一、 结论

综合分析，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定；维持“14 寿光 CP001”的信用等级为 A-1。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 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	2012 年	2013 年	14 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.63	4.77	6.03	4.62
资产总额(亿元)	34.07	47.23	63.15	70.07
所有者权益(亿元)	12.60	19.01	25.48	26.40
短期债务(亿元)	15.09	17.48	24.51	28.65
长期债务(亿元)	0.00	1.75	7.30	7.05
全部债务(亿元)	15.09	19.23	31.81	35.70
主营业务收入(亿元)	49.27	91.84	141.00	32.31
利润总额(亿元)	3.87	8.54	8.63	1.23
EBITDA(亿元)	4.87	9.92	10.76	--
经营性净现金流(亿元)	9.75	0.37	0.91	5.63
财务指标				
销售债权周转次数(次)	264.33	420.38	148.93	--
存货周转次数(次)	7.27	6.78	6.68	--
总资产周转次数(次)	1.69	2.26	2.55	--
现金收入比(%)	116.60	116.36	115.23	113.98
主营业务利润率(%)	10.47	11.30	8.41	5.81
总资本收益率(%)	16.98	19.21	13.65	--
净资产收益率(%)	23.06	33.72	25.40	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	8.43	22.27	21.07
全部债务资本化比率(%)	54.50	50.29	55.52	57.48
资产负债率(%)	63.02	59.76	59.65	62.32
流动比率(%)	99.61	102.17	118.56	115.61
速动比率(%)	68.98	36.24	48.80	51.82
经营现金流动负债比(%)	45.42	1.39	2.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.98	10.28	7.54	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.10	1.94	2.96	--

注：1. 公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计；

2. 现金类资产已剔除受限制货币资金。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
主营业务收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/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%
主营业务利润率	(主营业务收入-主营业务成本-主营业务税金及附加) / 主营业务收入×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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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