山东垦利石化集团有限公司
2015 年度企业信用评级报告

大公报 D【2014】728 号（主）

信用等级：AA

受评主体：山东垦利石化集团有限公司
评级展望：稳定

主要财务数据和指标　　（人民币亿元）

项 目	2015.3	2014	2013	2012
总资产	140.36	142.08	121.75	82.23
所有者权益	49.12	47.68	41.94	34.96
营业收入	46.69	144.68	147.40	116.87
利润总额	2.00	6.38	6.95	8.01
经营性净现金流	0.08	2.68	0.85	4.58
资产负债率（%）	65.01	66.44	65.55	57.49
债务资本比率（%）	62.96	64.32	62.02	56.49
毛利率（%）	9.87	10.84	16.36	10.32
总资产报酬率（%）	2.76	8.86	9.34	12.96
净资产收益率（%）	3.05	11.64	14.51	17.19
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	0.03	0.33	0.19	1.53
经营性净现金流/总负债（%）	3.86	3.07	1.34	11.65

注：2015 年 3 月财务数据未经审计。

评级观点

山东垦利石化集团有限公司（以下简称“垦利石化”或“公司”）主要从事汽油、柴油和液化气等产品的生产和销售。评级结果反映了地炼企业面临良好的政策环境，公司原油保障程度及盈利能力将进一步提高、综合加工能力较强、即将具备国五标准汽、柴油生产能力等优势；同时也反映了公司面临原油价格波动的风险、经营性净现金流对债务和利息的保障程度不稳定及或有风险较大等不利因素。综合分析，公司不能偿还到期债务的风险很小。

预计未来 1～2 年，公司主营业务将总体保持稳定，大公对垦利石化的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 山东省政府出台方案淘汰、缩减落后炼油产能，并重点扶持地炼骨干企业发展，有利于垦利石化等企业的良好发展；
- 公司已通过中国石油和化学工业联合会专家组的现场核查评估，初步确认可使用进口原油 252 万吨/年，公司原油保障程度及盈利能力将进一步提高；
- 公司原油一次加工规模较大，2014 年底，160 万吨/年催化裂解联合装置投产后，公司综合加工能力进一步提高，具有一定规模优势；
- 160 万吨/年馏分油加氢项目预计于 2015 年 10 月投产，届时公司将具备国五标准汽、柴油生产能力，符合未来市场需求，有利于保持其行业竞争力。

主要风险/挑战

- 公司面临原油价格波动带来的经营风险；
- 公司经营性净现金流波动较大，对债务和利息的保障程度不稳定；
- 公司对外担保金额较大、集中度很高，同时被担保企业所处地区企业间互保现象较多，易受资金链断裂连锁反应影响，存在较大或有风险。

大公国际资信评估有限公司
二〇一五年七月一日

评级小组负责人：褚良子
评级小组成员：王璐璐　王维维
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传　　真：010-84583355
Email　：rating@dagongcredit.com

大公保留对企业信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与受评主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因受评主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由受评主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期融资券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

受评主体

垦利石化前身为成立于 1970 年的垦利县炼油厂，1993 年 5 月 18 日更名为垦利石化总厂，2002 年 1 月改制为有限责任公司，注册资本约为 2,670 万元。2006 年 10 月 31 日公司资本公积转增注册资本，转增后注册资本增至 5,339 万元。2011 年 11 月 1 日，公司更为现名。2013 年 11 月，公司职工持股会增资 5,000 万元。截至 2015 年 3 月末，公司注册资本约为 1.03 亿元。从公司股权结构上看，持股比例最大的股东为职工持股会[1]，内部入股职工共计 1,739 名，合计持有公司 79.43%的股份（其中持股比例最大的职工仅持有公司 0.16%的股份），股权极为分散；公司第二大股东为垦利县财政局，持有公司 9.81%的股份，垦利县财政局代表垦利县人民政府持有公司股份。截至 2015 年 3 月末，公司在高管人员任命方面，已由垦利县财政局直接任命变为事后报备；在发行债券等重大决策方面，不再需要向垦利县财政局专门汇报；公司实际控制人已由垦利县人民政府调整为职工持股会。

公司为石油炼化生产企业，是经清理整顿后保留的 21 家山东地方炼油企业之一，产品主要包括汽油、柴油、液化气和丙烯等。2014 年底，公司 160 万吨/年 DCC 催化裂解联合装置投产。截至 2015 年 3 月末，公司原油一次加工能力为 530 万吨/年，综合加工能力为 1,160 万吨/年。2014 年末，公司纳入合并报表范围的子公司共 5 家。

表 1　2014 年末公司纳入合并报表范围的子公司情况（单位：万元、%）[2]

序号	企业名称	业务性质	注册资本	持股比例
1	垦利惠能热电有限责任公司	热电	3,000	100.00
2	垦利县信诺民间资本管理股份有限公司	对外投资	10,000	50.50
3	东营市宏远纺织有限公司	纺织	4,358	100.00
4	垦利阳光热力有限公司	供热	500	100.00
5	东营凯莱进出口有限公司	销售	5,000	100.00

资料来源：公司 2014 年度经审计合并财务报告

宏观经济和政策环境

近年来，我国经济运行总体平稳，但经济下行压力加大，进入增速放缓、转型提质的“新常态”；长期来看，随着结构调整的稳步推进，我国经济将继续运行在合理区间

近年来，我国经济运行总体平稳，但受传统行业产能过剩、房地

[1] 职工持股会是由垦利石化 1,739 名职工发起、在垦利县民政局注册的社会团体法人。

[2] 2014 年公司合并报表范围发生的主要变化：对东营三协化学有限公司不再享有重大影响、控制权，于 2014 年 8 月起不再纳入公司合并报表范围；2014 年 3 月，公司投资 5,000 万元与其他几家公司投资成立垦利县信诺民间资本管理股份有限公司，占该公司注册资本的 50%，纳入公司合并报表范围。

产行业景气度下降、实体经济增长乏力等因素影响，经济下行压力加大，主要经济指标增速出现下滑。2012～2014 年，我国 GDP 同比增速分别为 7.8%、7.7%和 7.4%，增速逐年放缓；规模以上工业增加值同比增速由 10.0%降至 8.3%，固定资产投资（不含农户）同比增速由 20.6%降至 15.7%，降幅明显。2015 年 1～3 月，我国 GDP 同比增速为 7.0%、规模以上工业增加值和固定资产投资（不含农户）同比增速分别为 6.4%、13.5%，增速进一步下降。

虽然我国经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，已进入增速放缓、转型提质的“新常态”。在“稳增长、调结构、促改革”的经济发展思路下，国内产业结构调整呈现积极变化。2014 年，国内先进制造、新材料、节能环保、生物医药等战略性新兴产业享受政策红利，发展势头良好；传统产业兼并重组、优胜劣汰加快，产业升级效果凸显。2015 年，国家推进“一带一路”、京津冀协同发展和长江经济带发展三大战略构想，并推动自贸区等领域的发展，在基础设施建设和房地产开发领域加大投资力度，一方面通过创新城市建设融资模式等方式加速城镇化进程，加大棚户区改造、交通建设等领域投资；另一方面通过调整房地产信贷政策消化行业过剩产能，促进房地产及相关行业投资相应增长。

同时，为应对经济下行压力、适应“新常态”的发展需要，国家也加大了货币政策领域的定向调整。在继续坚持积极的财政政策和稳健的货币政策基础上，央行通过下调人民币存贷款基准利率和降低存款准备金率、国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围等向市场补充流动性，改善社会融资结构；此外，国务院先后颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资贵、融资难问题。

从全球经济环境来看，主要经济体经济走势进一步分化，美国经济复苏积极迹象继续增多，欧元区仍面临通缩风险，部分新兴经济体实体经济面临较多困难。国际大宗商品价格波动、地缘政治博弈等非经济因素对全球经济和国际金融市场的影响加大，我国出口贸易受到不利影响，国内经济增长受到一定波及。

总体来看，目前我国经济正处在增速换挡期、结构调整阵痛期和前期政策消化期叠加的关键阶段，增速换挡的压力和结构调整的阵痛相互交织，短期内面临一定下行压力。但从长期来看，随着结构调整稳步推进，转型升级陆续完成，新生动力加快孕育，积极因素将不断累积，我国经济将继续运行在合理区间。

行业及区域经济环境

随着我国经济转型的成功，未来成品油需求具有良好的发展空间

我国已成为全球石油消费第二大国，随着我国经济发展进入新常

态，成品油消费进入理性增长阶段。2014 年，我国成品油产量为 3.17 亿吨，同比增长 6.92%，增速同比增加 1.80 个百分点；成品油表观消费量 3.02 亿吨，同比增长 5.48%，增速同比增加 2.08 个百分点。

受经济增长方式转变，产业结构优化，铁路、电力等用油行业转型等因素影响，柴油消费进入低速增长期。我国经济增长方式将更加侧重于消费拉动，随着居民收入增长及城镇化进程的推进，我国汽车销量将保持稳定增长，带动汽油需求的增长。2012～2014 年，我国柴油产量同比分别增长 2.32%、1.23%和 2.10%，汽油产量同比分别增长 10.25%、9.56%和 12.17%。

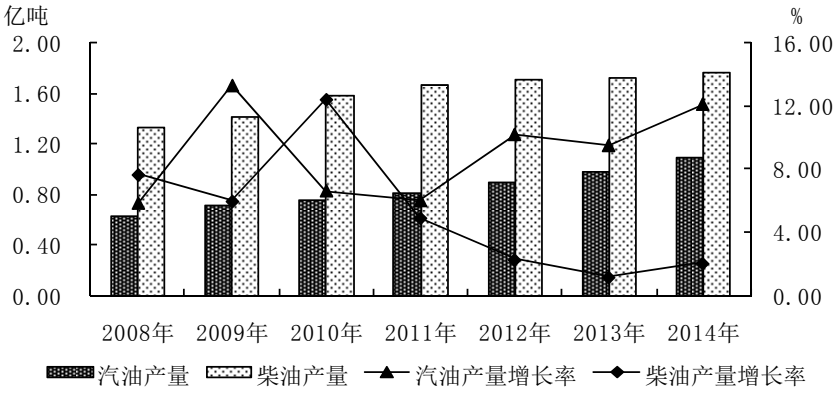


图 1　2008 年～2014 年汽油、柴油产量及增长率情况

资料来源：Wind 资讯

有研究表明，我国 GDP 每增长 1%，石油消费将增加 0.7%～0.8%，石油行业发展与国民经济景气度相关性较大。我国经济增速换挡过程尚未结束，经济增长正在由投资拉动转向消费拉动，制造业产能结构性过剩问题依然存在，出口增速下滑。预计未来几年，我国经济总量增长速度将继续放缓，短期内降低成品油需求增速。

但目前我国人均石油消费量与石油占一次能源消费比重均低于世界平均水平，未来随着经济发展转型成功，我国成品油消费需求具有良好的发展空间。

中石化与中石油[3]等大型央企位列我国炼油行业第一梯队，地炼企业位于第三梯队，但对稳定我国成品油市场发挥着重要作用

我国炼油行业通过改扩建与新建相结合，炼油规模迅速扩大，截至 2014 年末，我国炼油能力约 7 亿吨/年，中石油与中石化合计占据全国约 70%的炼油产能，占据着我国原油勘探开采的垄断地位，具有绝对份额的原油进口权及成品油销售能力，位列我国炼油行业第一梯队；中国海洋石油总公司、中国中化集团公司及陕西延长石油集团等央企凭借一定规模的原油资源及原油加工能力，位列我国炼油行业第二梯队；受上游原油供应限制和下游成品油销售渠道限制的地方炼油企业，

[3] 分别为中国石油化工集团公司和中国石油天然气集团公司的简称。

位列我国炼油行业第三梯队。

表 2　2013 年我国地炼企业排名情况（单位：万吨/年）

省	市	炼厂全称	所属集团	一次加工能力
山东	菏泽	山东东明石化集团有限公司	地方炼厂	1,200
山东	东营	山东华星石油化工集团公司	中国化工	850
山东	潍坊	山东昌邑石化有限公司	中国化工	800
山东	东营	山东正和集团股份有限公司	中国化工	650
宁夏	银川	宁夏宝塔石化集团有限公司	地方炼厂	650
山东	东营	山东垦利石化集团有限公司	地方炼厂	530
辽宁	盘锦	盘锦北方沥青燃料有限公司	地方炼厂	500
山东	东营	利华益集团利津石油化工厂	地方炼厂	500
山东	滨州	山东京博控股股份有限公司	地方炼厂	380
山东	潍坊	山东汇丰石化有限公司	地方炼厂	380

资料来源：根据公开资料整理

我国地炼企业起源于特殊的历史时期，长期以来处于上下游均受制约的“夹缝”状态，但地炼企业对我国成品油市场稳定供给发挥着重要作用，且对当地税收等方面作出较大贡献。截至 2013 年末，我国前十名地炼企业排名中，山东地炼企业占据八家，其中垦利石化位列第六名。

我国正在逐渐放开进口原油使用权，有利于提高地炼企业原油保障程度和盈利能力；现行成品油定价机制使炼厂在油价上涨时较易转嫁成本，但在油价下跌较快时，前期原油采购成本无法在当前成品油价格中得以体现

目前，我国原油进口配额 90%以上集中在中石化、中石油和中海油等几家大型央企手中。2012～2014 年，我国原油非国营贸易进口允许量均为 2,910 万吨；2015 年，我国原油非国营贸易进口允许量增至 3,760 万吨。多数地方民营炼厂不能获得稳定的原料供应，只能依靠少量不稳定的原油和大量高成本的进口燃料油[4]。相比原油，燃料油黏度大、杂质多，生产成本高且收率低，在下游产品收入减少而炼油成本增加的状况下，使用燃料油炼制汽、柴油的利润与使用原油相比要低很多，甚至亏损。许多地炼企业因油源问题开工不足甚至停工检修，油源问题是制约地炼企业发展的重要因素之一。十八届三中全会释放全面深化改革信号，未来，我国可能进一步放开原油及成品油的进出口权。2013 年 10 月，国家能源局综合司印发了《炼油企业进口原油使用资质条件（征求意见稿）》，规定经过国家批准的炼油企业或 2000 年国家清理整顿后保留的炼油企业可申请获得原油进口资质。2013 年，

[4] 燃料油经过常减压提取柴油、汽油，通过催化裂化、延迟焦化等工艺可以继续提炼出柴油、汽油、液化气等成品油，但燃料油是原油经过常减压后的渣油，出油率相比原油低 15%以上，对设备的腐蚀性较大。

中国化工集团获得 1,000 万吨原油进口指标，原油进口大门逐步放开。2015 年 2 月 16 日，国家发改委发布《关于进口原油使用管理有关问题的通知》，宣布允许符合条件的地方炼油厂在淘汰一定规模落后产能或建设一定规模储气设施的前提下使用进口原油；2015 年 5 月 27 日，国家发改委公布《关于山东东明石化集团有限公司进口原油使用评估情况的公示》，初步确认山东东明石化集团有限公司（以下简称“东明石化”）可使用进口原油 750 万吨/年，原油进口使用权的逐步放开将有利于淘汰落后炼油能力，改善地炼油企业油源短缺状况、丰富地炼企业原料油来源，提高地炼企业盈利能力。

2013 年 3 月，我国发改委发布新的成品油定价机制，成品油调价周期由 22 个工作日缩短至 10 个工作日，同时取消挂靠国际市场油种平均价格波动 4%的调价幅度限制，并对此前挂靠的原有品种进行了调整，新定价机制使国内外价格联动更加密切，调价频率明显加快，一定程度上抑制了投机需求。2013 年，我国成品油共调价 15 次，其中 7 次下调、8 次上调。2014 年，国内油价历经 14 次调整，其中 10 次下调、4 次上调，并 2 次提高成品油消费税，2015 年 1 月 13 日，再次提高成品油消费税。但新成品油定价机制仍存在一些问题，原油从装船到交付炼厂，再从炼厂加工完成送往加油站需要一定的时间，这与汽、柴油调价周期产生了一个时间差，导致炼厂在油价上涨时较易转嫁成本，在油价下跌时，炼厂前期的原油采购成本无法在当前的成品油价格中得以体现。未来，成品油定价机制仍需向市场化方向进一步完善。

公司临近胜利油田，石油资源丰富，区位优势比较明显；同时，山东省政府出台方案淘汰、缩减落后炼油产能，并重点扶持地炼骨干企业发展，有利于公司等地炼企业的良好发展

山东省位于黄河经济带与环渤海经济区的交汇点、华北地区和华东地区的结合部，在全国经济格局中占有重要地位。东营市位于山东省北部黄河三角洲地区，是“蓝”、“黄”两大国家战略的唯一重合点[5]，是中国第二大石油生产基地——胜利油田驻地，石油及海洋资源丰富，石油化工产业是东营市支柱产业，公司区位优势比较明显。

2014 年，山东省政府发布的《山东地方炼化产业转型升级实施方案》（以下简称“实施方案”）提出，按照“扶持一批、整合一批、转型一批、淘汰一批”的方针，促进山东地炼转型升级，到 2017 年淘汰、转产落后企业 20 余家，缩减落后炼油产能约 1,200 万吨。截至 2013 年底，山东省共有地炼企业 49 家，全年完成加工量 4,100 万吨，实施方案一旦实施，山东地炼大约 50%的企业、30%的产能将在未来三年之内淘汰。按照《实施方案》，到 2017 年山东地炼企业平均规模将由目前的 230 万吨/年提高到 450 万吨/年；到 2020 年，全省地方炼化企业

[5] 黄蓝两大战略指《黄河三角洲高效生态经济区发展规划》与《山东半岛蓝色经济区发展规划》，是两大国家级战略，对山东省今后经济的发展有着深远影响，黄河三角洲高效生态经济区和山东半岛蓝色经济区将成为“十二五”规划期间全省经济发展的重要引擎。

平均规模提高到 500 万吨/年；同时，山东将重点扶持山东东明石化集团有限公司、山东海科化工集团有限公司、山东利华益集团股份有限公司、山东京博石油化工有限公司、滨化集团股份有限公司和垦利石化等骨干企业。受原油资源较少影响，山东地炼企业平均开工率在 40%左右，对于打破原油进口权限制，山东地炼企业及山东省政府层面已持续关注。

经营与竞争

公司以石油化工为主营业务，2012～2014 年，营业收入有所波动；2014 年，受原油价格大幅下跌影响，毛利润同比降幅较大

公司主要从事石油化工产品的生产和销售业务。2012～2014 年，公司营业收入有所波动，综合毛利润及毛利率波动较大。

石油化工业务是公司营业收入和毛利润主要来源，石油化工业务主要包括柴油、汽油、液化气和丙烯等产品的生产和销售。2012 年以来，公司其他业务主要是纺织业务和供热业务等，对收入及利润贡献度较小。

表 3　2012～2014 年及 2015 年 1～3 月公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）

产品	2015 年 1～3 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入合计	**46.69**	**100.00**	**144.68**	**100.00**	**147.40**	**100.00**	**116.87**	**100.00**
石油化工	44.36	95.01	136.70	97.53	138.84	94.19	110.44	94.50
其他	2.33	4.99	7.98	2.47	8.56	5.81	6.43	5.50
综合毛利润	**4.61**	**100.00**	**15.68**	**100.00**	**24.12**	**100.00**	**12.06**	**100.00**
石油化工	4.54	98.48	15.13	98.92	23.25	96.39	11.33	93.95
其他	0.07	1.52	0.55	1.08	0.87	3.61	0.73	6.05
综合毛利率		**9.87**		**10.84**		**16.36**		**10.32**
石油化工		10.23		11.06		16.75		10.26
其他		3.00		6.89		10.16		11.35

数据来源：根据公司提供资料整理

2012～2014 年，公司收入有所波动。其中，2013 年公司营业收入同比上升 26.13%，主要由于 300 万吨原料预处理装置于 2012 年 9 月投产，2013 年石油化工产品合计产销量大幅增长，推动石油化工业务收入同比上升 25.72%。2014 年，公司营业收入同比略有下降。

从毛利润构成来看，2013 年石油化工业务毛利润同比增幅较大，一方面由于石油化工产品合计产销量大幅增长，另一方面由于公司根据中审华寅五洲会计师事务所（以下简称“中审华寅”）记账方法，将以前计入营业成本的消费税调整到营业税金及附加科目中；2014 年，石油化工业务毛利润同比下降较多，主要由于 2014 年下半年以来，原

油价格大幅下跌，同时在现行成品油定价机制下，成品油销售价格也被频繁下调，但采购和生产周期带来的滞后性导致公司加工前期高成本的原料油会产生亏损，因此公司减少了汽、柴油产销量，增加了燃料油的销售量，但燃料油毛利润较低使得综合毛利润降幅较大。

从毛利率来看，2013 年，一方面由于原油及燃料油采购价格下降，另一方面由于公司将以前计入营业成本的消费税调整到营业税金及附加科目中，石油化工业务毛利率同比增幅较大；2014 年，石油化工业务毛利率同比降幅较大，主要是受原油价格大幅下跌影响，燃料油销售量增多所致。

2015 年 1～3 月，公司营业收入 46.69 亿元，同比上升 3.31%，主要是石油化工产品产销量增长所致；综合毛利润 4.61 亿元，同比下降 39.58%，综合毛利率为 9.87%，同比减少 7.01 个百分点，主要由于采购和生产周期的滞后性导致公司加工了较多前期高成本原料油。

预计未来 1～2 年，公司以柴油、汽油等石油化工产品为主营业务的生产格局不会改变，随着在建及完工项目的投产达效，主营业务将总体保持稳定。

公司生产设备比较齐全，生产工艺较为完善，具有比较丰富的生产经验

公司生产历史较长，积累了比较丰富的生产经验。同时，公司拥有华德利石化设计资质，工艺图纸等多为自行设计。公司生产装置集中在 2006 年以后投产，生产工艺有常减压、催化、裂化、精制、延迟焦化、汽油重整、芳烃抽提、柴油降凝、甲醇及加氢制氢等工艺，生产设备比较齐全，生产工艺比较完善。

近年来，我国环境整治力度明显加大，相继出台了一系列环境保护和污染防治政策措施。2015 年 4 月 24 日召开的国务院常务会议，确定了加快成品油质量升级措施，推动大气污染治理和企业技术升级；根据新的时间表，2016 年 1 月起供应国五标准车用汽、柴油的区域，从原定的京津冀、长三角、珠三角等区域内重点城市，扩大到东部 11 个省市全境；将全国供应“国五”标准车用汽柴油的时间，由原定的 2018 年 1 月提前至 2017 年 1 月。油品升级步伐加快，但包括公司在内的我国地方炼油企业在人才、资金及技术等方面与央企均存在一定差异，且缺少政府相应支持。因成品油质量升级而涉及到的生产设备升级及技术改进等问题，一定程度上增加公司生产成本。

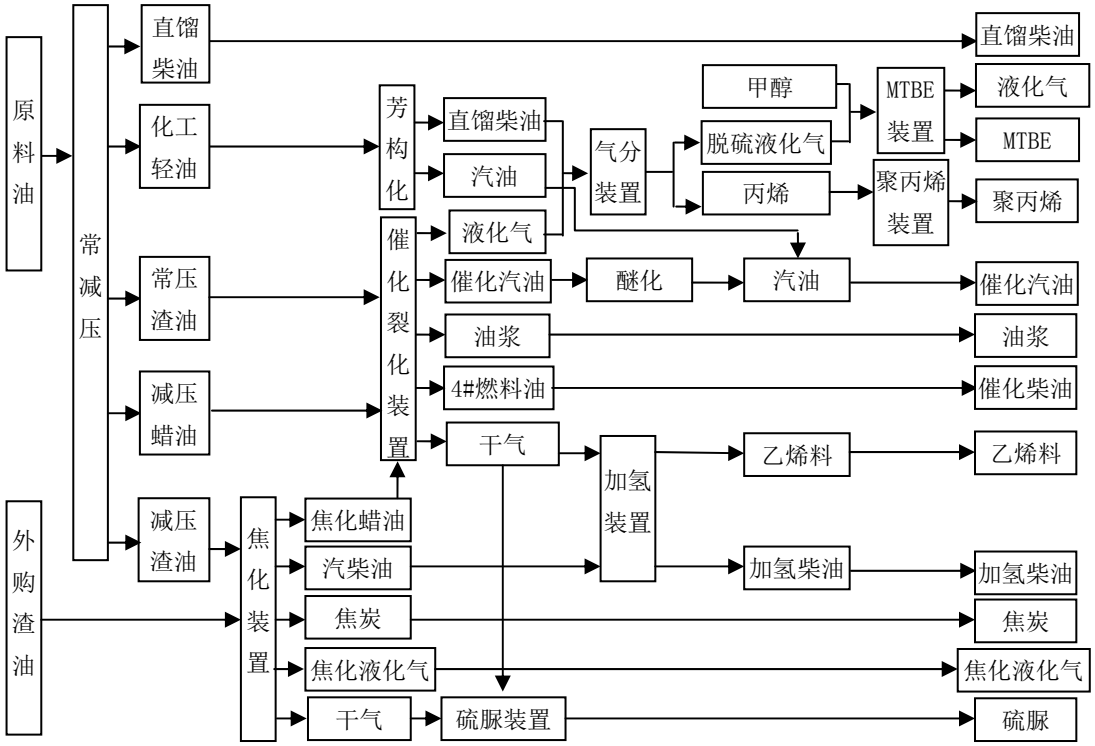


图 2　公司石油化工业务生产工艺流程简图

资料来源：根据公司提供资料整理

公司生产过程注重环保，目前公司污水处理能力为 200 吨/小时，外排污水的各项指标均能稳定达标；公司生产过程中产生的二氧化硫和烟尘的去除率分别达到了 68%和 97%，烟气完全能够达标排放；公司厂区内的主要噪声源均安装了消声装置，操作室安装了双层玻璃，噪声分别低于 80 分贝和 70 分贝，符合职业健康安全管理规定。

公司原油一次加工能力居全国前十名，一次加工规模较大；2014 年底，160 万吨/年 DCC 催化裂解联合装置投产后，公司综合加工能力进一步提高，有利于柴油、汽油产量的增长，从而保持收入规模的稳定发展

2012 年 9 月，300 万吨原料预处理装置投产后，公司原油一次加工能力由 230 万吨/年增至 530 万吨/年；2014 年底，160 万吨/年 DCC 催化裂解联合装置投产后，综合加工能力增至 1,160 万吨/年。2013 年，公司一次加工能力居全国前十名，一次加工规模较大。

公司石油化工产品主要包括柴油、汽油、液化气和石油焦等产品，其他产品为柴油、汽油等成品油提取过程中的副产品，主要包括蜡油、渣油和石油苯等。2013 年，公司石油化工产品产销量增幅较大，主要由于 300 万吨原料预处理装置投产达效，柴油、汽油产销量和其他产品产销量增幅均较大。受原油价格大幅下跌影响，2014 年，公司汽、柴油产销量同比明显下降，同时，直接销售的燃料油较多，使得其他

产品合计产销量较高。公司 160 万吨/年 DCC 催化裂解联合装置投产后，能够继续加工常减压装置生成的蜡油或渣油，从而增加柴油或汽油生产能力。

表 4　2012～2014 年及 2015 年 1～3 月公司石油化工产品产销量情况（单位：万吨）

品 名	2015 年 1～3 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
柴油	28.00	27.80	98.89	97.03	123.46	122.35	77.49	76.68
汽油	15.60	14.86	47.02	45.72	51.23	50.08	38.61	37.98
液化气	3.01	2.82	9.75	9.64	6.33	6.31	6.16	6.15
石油焦	8.50	8.31	28.96	28.16	34.78	34.55	33.83	33.82
油浆	0.72	0.61	2.46	2.46	3.41	2.64	2.52	2.41
丙稀	0.97	0.67	2.02	2.02	2.24	2.24	2.19	2.19
其它	33.80	31.77	93.69	92.58	51.35	50.54	34.50	32.37
合 计	**90.60**	**86.84**	**282.79**	**277.61**	**272.80**	**268.71**	**195.30**	**191.60**

数据来源：根据公司提供资料整理

此外，公司 10 万吨/年丁二烯项目也已建成，但受目前丁二烯价格不高影响，项目处于待开工期。10 万吨/年丁二烯项目生产装置原料为液化气 C4 组分，产品包括 10 万吨/年丁二烯、5.8 万吨/年的轻 C4（可进入公司 MTBE 装置）、0.5 万吨/年的正丁烷等。丁二烯主要用于生产合成橡胶，属于国家鼓励发展项目。根据 Wind 资讯，2013～2014 年及 2015 年 1～3 月，华东市场丁二烯市场均价分别为 11,313 元/吨、10,191 元/吨 6,459 元/吨，待丁二烯价格回升、项目投产后将进一步增加公司收入增长动力。

公司生产原材料主要为原油与燃料油，其中原油主要来自中石化与中海油，燃料油主要通过国内代理公司采购；公司已初步确认可使用进口原油 252 万吨/年，原油保障程度及盈利能力将进一步提高

公司生产所用原材料主要包括原油、燃料油和渣油，三者适用的生产装置不同。通常来讲，原油与优质燃料油配比或单独进入常减压装置，部分比重较大的燃料油及渣油进入延迟焦化装置。

2012～2014 年及 2015 年 1～3 月，公司原油采购量分别为 105 万吨、142 万吨、158 万吨和 43 万吨，燃料油采购量分别为 95 万吨、144 万吨、141 万吨和 43 万吨。公司原油主要采购于中海油与中国石化，结算方式以电汇为主，以 30 天延期国内信用证为辅；燃料油采购主要通过国内代理公司进行，进口燃料油定价原则以新加坡燃料油市场普氏价格为基础，交易双方协商后签署合同确定最终交易价格，通常采用信用证的结算方式。2014 年，公司前五名供应商采购金额合计 115.46 亿元，占总采购金额比重为 89.50%，采购集中度很高。

表 5　2014 年公司前五名供应商采购金额及占总采购金额的比例（单位：万元、%）

排名	单位名称	金额	比例
1	中国石化燃料油销售有限公司山东分公司	448,160	34.74
2	中国石油化工股份有限公司胜利油田分公司销售事业部	221,217	17.15
3	四川石达油气发展有限公司	213,618	16.56
4	中海油贸易有限责任公司	209,143	16.21
5	中海石油化工进出口有限公司	62,498	4.84
合计		1,154,636	89.50

数据来源：根据公司提供资料整理

原油与燃料油相比，出油率高、对设备腐蚀程度较轻，公司每年原油加工量相对较多。由于原油具有多重属性，且易受国际政治力量博弈影响，原油价格波动较频繁且波幅较大，给公司经营带来较大风险。2014 今年下半年原油价格处于下行状态，虽然降低了原料采购价格，但也导致成品油销售价格被频繁下调，同时采购和生产周期带来的滞后性导致公司加工前期高成本的原料油产生亏损。

中国石油和化学工业联合会专家组对公司申报的进口原油使用权材料进行了审验，并于 2015 年 6 月 26 日至 28 日进行了现场核查评估，初步确认公司可使用进口原油 252 万吨/年，公司原油保障程度及盈利能力将进一步提高。

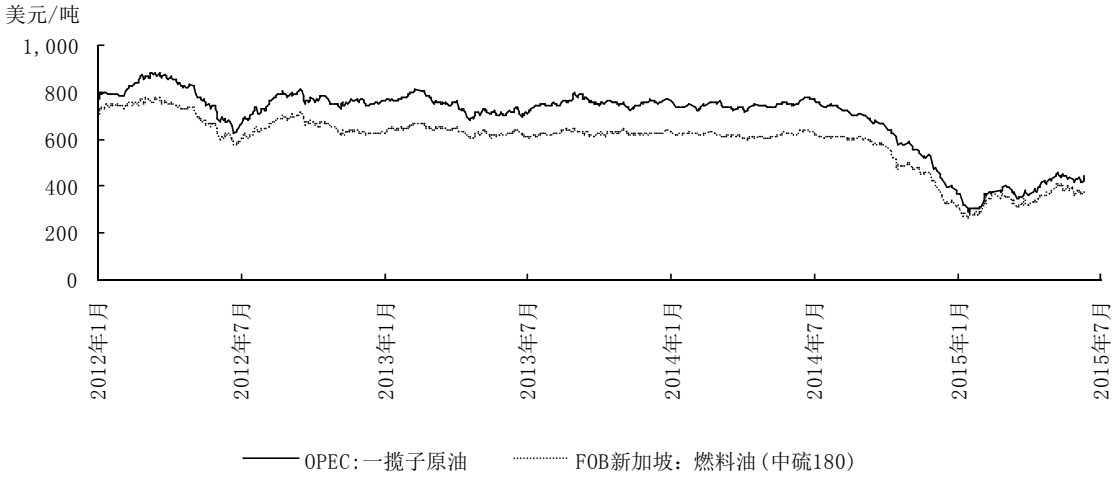


图 3　2012 年 1 月～2015 年 7 月 OPEC 原油与新加坡燃料油价格

注：OPEC 一揽子原油价格按照 1 吨=7.1 桶换算。

资料来源：Wind 资讯

公司产品质量较高，与下游销售客户保持了稳定的合作关系，一定程度上降低了销售成本

公司目前产品主要为汽油和柴油，其中汽油分为 97#、93#和 90#，柴油分为-30#、-20#、-10#和 0#；公司其余石油化工产品为液化气、丙烯、石油焦等。2014 年，公司前五名客户销售收入合计 37.31 亿元，

占营业收入比重为 25.79%。

表 6　2014 年公司前五大销售客户情况（单位：万元、%）

排名	客户名称	金额	占比
1	东营市齐润化工有限公司	117,826	8.14
2	东营市胜坨燃油有限公司	110,756	7.66
3	中国石化销售有限公司（华北分公司）	65,564	4.54
4	山东庆祥石油化工有限公司	54,469	3.76
5	中国石化燃料油销售有限公司山东东营分公司	24,500	1.69
合　计		373,115	25.79

数据来源：根据公司提供资料整理

公司产品质量较高，汽油与柴油直接进入中国石化的销售网络进行销售。公司催化重整项目生产出的 97#汽油为山东省同行业中率先生产出的高标号清洁汽油，公司的柴油加氢降凝项目在不添加任何添加剂的情况下生产出合格的-20#和-35#低凝点、低冷滤点柴油。公司销售结算方式以预收款和现款为主，账期较短，对于中石化这种长期合作的大客户采取当月分散提货、下月集中结算的方式，账期一般不超过 1 个月。公司与下游客户建立了良好的合作关系，稳定的客户资源一定程度上降低了公司销售成本，2012～2014 年及 2015 年 1～3 月，公司销售费用占营业收入比重分别为 0.25%、0.31%、0.22%和 0.05%，占比较低。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

截至 2015 年 3 月末，公司在高管人员任命方面，已由垦利县财政局直接任命变为事后报备；在发行债券等重大决策方面，不再需要向垦利县财政局专门汇报；公司实际控制人已由垦利县人民政府调整为职工持股会。

公司按照《公司章程》规定，依法设立了股东会、董事会、监事会（以上合称“三会”）和管理层等组织机构，基本形成了股东会、董事会、监事会和经营管理层各负其责、协调运转、有效制衡的法人治理结构，并制定了较为系统的内部控制制度。综合来看，公司组织机构健全、清晰，其设置能够体现分工明确、相互制约的治理原则。

战略与管理

公司通过延伸石化产业链，提高产品附加值，增强了盈利能力；160 万吨/年馏分油加氢精制项目投产后，公司将具备国五标准汽、柴油生产能力，符合未来市场需求，有利于保持其行业竞争力

公司通过技术研发及引进国外先进技术，纵深发展石化产业，重

点打造石化产业链，提高产品附加值，增强了公司盈利能力。在保证炼油规模的基础上，公司通过引进新技术、开发新产品，特别是利用芳烃抽提工艺，开发 C4、C5 深加工产品——合成天然橡胶、合成润滑油，由燃料型企业向化工型企业发展，提高公司的盈利能力及技术含量。

截至 2015 年 3 月末，公司主要在建项目有 15 万吨/年异戊二烯项目和 160 万吨/年馏分油加氢精制项目，预算投资额分别为 22.00 亿元和 9.97 亿元，预计投产时间分别为 2017 年 1 月和 2015 年 10 月，已投入资金分别为 7.95 亿元和 5.08 亿元。异戊二烯是高附加值产品，与公司以石油炼制为核心、重点发展石油化工产业链的战略目标一致；160 万吨/年馏分油加氢精制项目为公司油品升级做好准备，该项目投产后，公司将具备国五标准汽、柴油生产能力，符合未来市场需求，有利于保持其行业竞争力。

抗风险能力

随着我国经济增长方式的进一步转变，未来我国成品油消费存在较大的增长空间。地炼企业上下游发展均受到一定制约，处于“夹缝”状态，但十八届三中全会释放了全面深化改革信号，未来国家可能进一步放开原油及成品油的进出口权，并将进一步理顺成品油价格形成机制，降低地炼企业在原油供应及成品油销售方面的制约。公司地处东营市，原油资源丰富，区位优势比较明显，同时山东省政府出台方案，淘汰、缩减落后产能，重点扶持骨干地炼企业发展，为公司提供了良好的发展环境。长期来看，作为地炼骨干企业，公司面临较大的发展空间，但原油价格和成品油销售价格的波动增加了公司经营管理的难度，一定程度上影响了公司盈利能力。预计未来 1～2 年，随着完工项目的投产达效及在建项目的完工投产，公司主营业务将总体保持稳定。综合来看，公司抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了 2012～2014 年及 2015 年 1～3 月财务报表。东营乾泰会计师事务所有限责任公司对公司 2012 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；中审华寅对公司 2013～2014 年财务报表分别进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2015 年 1～3 月财务报表未经审计。

资产质量

2012～2014 年末，公司资产规模逐年扩张，资产构成以流动资产为主；2014 年，受原料油贸易量增加较多影响，应收账款周转效率出现短暂下降

2012～2014 年末，公司资产规模逐年扩张；2015 年 3 月末，受原料油贸易量下降导致应收账款和存货减少影响，资产规模略有下滑。

2012～2014 年末及 2015 年 3 月末，公司流动资产占比分别为 57.17%、67.75%、70.53%和 69.18%。

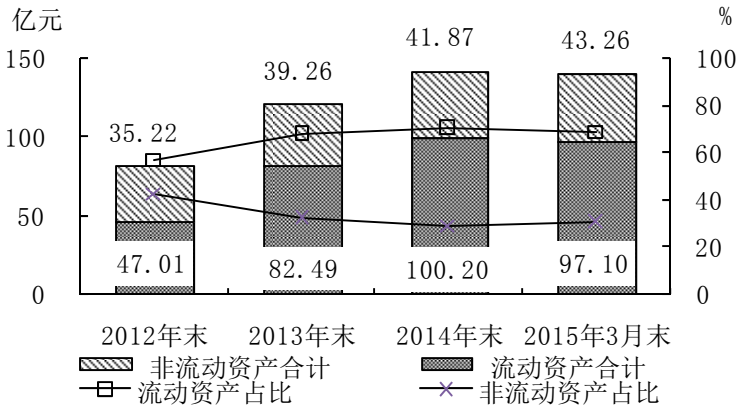


图 4　2012～2014 年末及 2015 年 3 月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由存货、货币资金、应收账款和预付款项构成，2014 年末上述四项合计占流动资产比重为 95.82%。

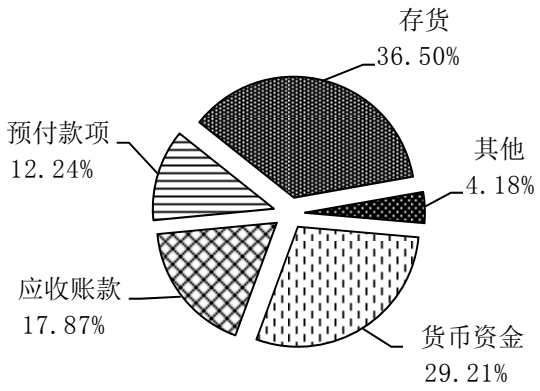


图 5　2014 年末公司流动资产构成情况

2012～2014 年末，公司存货有所波动，主要以原材料、在产品和成品油为主；其中 2013 年末，存货为 39.06 亿元，同比增长 2.07 倍，主要由于 300 万吨预料预处理装置投产达效，推动柴油、汽油产销规模扩大；2014 年末，存货为 36.57 亿元，同比下降 6.37%，主要由于原油和成品油价格处于下行趋势，公司为规避存货跌价风险减少了库存量。2012～2014 年末，公司货币资金分别为 11.79 亿元、17.92 亿元和 29.27 亿元，不断增长；其中 2014 年末，货币资金主要包括 6.30 亿元银行存款和 22.97 亿元其他货币资金，同比上升 63.37%，主要是全额质押美元借款增加推动其他货币资金增加较多所致。2012～2014 年末，公司应收账款分别为 5.11 亿元、4.87 亿元和 17.91 亿元，主要为应收货款；2014 年末，应收账款同比增长 2.68 倍，已计提坏账准备 0.09 亿元，应收账款增长主要由于新增原料油贸易货款较多，从账龄

结构来看，91.78%集中在 1 年以内，前五名欠款客户所欠款项合计占应收账款总额的比重为 96.81%。

表 7　2014 年末公司应收账款前五名欠款单位明细情况（单位：亿元、%）

单位名称	是否关联企业	金额	账龄	占比	款项性质
东营齐润化工有限公司	否	9.14	1～2 年	50.80	货款
山东庆祥石油化工有限公司	否	5.45	1～2 年	30.26	货款
东营市东清瑞华化工有限公司	否	2.30	1 年以内	12.79	货款
东营齐瀚商贸有限公司	否	0.28	1 年以内	1.57	货款
中国石化销售有限公司（华北分公司）	否	0.25	1 年以内	1.40	货款
合计	-	17.43	-	96.81	-

2012～2014 年末，公司预付款项分别为 9.97 亿元、13.23 亿元和 12.27 亿元，有所波动；其中 2013 年末同比明显上升，主要为预付工程款与设备款；2014 年末同比下降 7.23%，主要为预付工程款与货款，其中账龄在 1 年以内的占比 64.25%，账龄在 1 至 2 年的占比 32.91%，前五名预付款金额合计占总预付款项的比重为 39.37%。同期，公司应收票据分别为 3.68 亿元、0.22 亿元和 0.23 亿元，有所波动；其中 2013 年末，应收票据同比大幅下降，均为银行承兑汇票。2015 年 3 月末，公司流动资产较 2013 年末略有下降；流动资产构成变化不大。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。2012～2014 年末，公司固定资产分别为 29.39 亿元、28.55 亿元和 25.16 亿元，逐年下降，主要是机器设备折旧所致；在建工程分别为 1.13 亿元、7.07 亿元和 12.97 亿元，逐年大幅增加，主要由于 10 万吨/年丁二烯工程、160 万吨/年 DCC 催化工程等投入逐年增加所致；无形资产分别为 3.97 亿元、2.91 亿元和 2.86 亿元，逐年下降，全部为土地使用权。2015 年 3 月末，公司非流动资产较 2014 年末略有增长，主要是在建工程投入增加所致；非流动资产构成变化不大。

截至 2015 年 3 月末，公司受限资产合计 11.97 亿元，占总资产比重为 8.42%；其中土地、设备和存货抵押合计 7.47 亿元，保证金 4.50 亿元。

2012～2014 年，公司存货周转天数分别为 37.84 天、75.58 天和 105.52 天，周转效率逐年大幅下降，主要是经营规模扩大所致；应收账款周转天数分别为 13.02 天、12.18 天和 28.34 天，周转效率有所波动，其中 2014 年周转效率明显下降，主要由于新增原料油贸易业务推动应收货款增长较多。2015 年 1～3 月，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 76.28 天和 32.71 天。

总体来看，2012～2014 年末，公司资产规模逐年扩张，资产构成以流动资产为主；2015 年 3 月末，受应收账款和存货减少影响，资产规模较 2014 末略有下滑；2014 年，受原料油贸易量增加较多影响，应收账款周转效率出现短暂下降。

资本结构

2012～2014 年末，公司负债规模逐年扩大；公司对外担保金额较大，担保集中度很高，同时被担保企业所处地区企业间互保现象较多，易受资金链断裂连锁反应影响，存在较大或有风险

2012～2014 年末，公司负债规模逐年扩大；2015 年 3 月末，受短期借款和应付票据有所下降影响，负债规模略有下滑。公司负债构成以流动负债为主，2012～2014 年末及 2015 年 3 月末，流动负债占比分别为 90.69%、83.70%、81.74%和 81.43%。

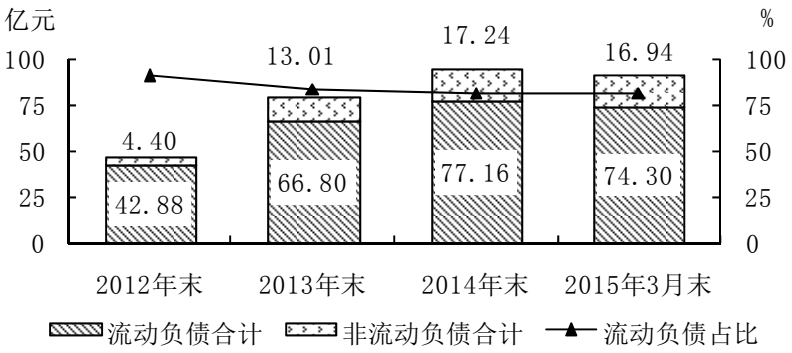


图 6　2012～2014 年末及 2015 年 3 月末公司负债构成情况

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应交税费和其他流动负债构成，2014 年末上述四项合计占流动负债比重为 95.07%。

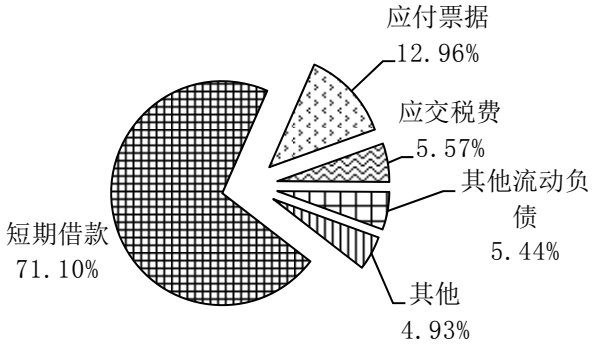


图 7　2014 年末公司流动负债构成情况

2012～2014 年末，公司短期借款分别为 36.99 亿元、50.30 亿元和 54.86 亿元；其中，2013 年末同比增幅较大，主要是公司石油化工业务产销规模扩大，推动营运资金需求增加所致；2014 年末同比上升 9.06%，其中保证借款占比 94.29%。2012～2014 年末，公司应付票据分别为 0 亿元、5.55 亿元和 10.00 亿元，全部为银行承兑汇票，公司主要根据银行承兑汇票贴现率来调节票据使用量，2014 年银行承兑汇票贴现率整体较低，因此票据结算增加较多。2012～2014 年末，公司

应交税费分别为 0.18 亿元、4.06 亿元和 4.30 亿元；2013 年末同比增幅较大，主要是应交企业所得税增加较多所致；2014 年末同比小幅上升，主要是应交增值税和消费税增加所致。同期，公司其他流动负债分别为 4.00 亿元、0 亿元和 4.20 亿元，主要是公司发行的短期融资券和中期票据。2015 年 3 月末，公司流动负债较 2014 年末略有下降，主要是短期借款和应付票据下降所致；流动负债构成变化不大。

公司非流动负债主要由长期借款和长期应付款构成，2014 年末上述两项合计占非流动负债比重为 97.93%。2012～2014 年末，公司长期借款分别为 0.40 亿元、3.88 亿元和 15.91 亿元，逐年大幅增长，主要是 10 万吨/年丁二烯工程、160 万吨/年 DCC 催化工程等在建项目投入增加推动融资规模扩大所致；其中 2014 年末长期借款全部为保证借款，较 2013 年末增长 3.10 倍，主要是 160 万吨/年 DCC 工程的项目贷款。同期，公司长期应付款分别为 4.00 亿元、2.59 亿元和 0.97 亿元，逐年大幅下降，主要为 300 万吨/年原材料预处理项目融资租赁款。2015 年 3 月末，公司非流动负债较 2014 年末略有下降，非流动负债构成变化不大。

表 8　2012～2014 年末及 2015 年 3 月末公司有息债务构成及占总负债的比重

项目	2015 年 3 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
短期有息债务（亿元）	66.90	69.06	62.02	40.99
长期有息债务（亿元）	16.59	16.88	6.47	4.40
总有息债务（亿元）	**83.49**	**85.94**	**68.49**	**45.39**
总有息债务占总负债比重（%）	91.50	91.04	85.81	96.01

2012～2014 年末，公司有息债务逐年增长，且在总负债中的比重很高。

从债务期限结构来看，公司未来一年内到期有息债务为 66.90 亿元，占总有息债务的比重为 80.14%，债务期限结构有待优化。

表 9　截至 2015 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

期限	≤1 年	(2,3]年	(3,4]年	(4,5]年	合计
金额	66.90	6.78	7.80	2.00	**83.48**
占比	80.14	8.12	9.34	2.40	**100.00**

2013 年以来，公司资产负债率维持在 65%左右；长期资本对长期资产的覆盖程度较好。2012 年以来，公司流动比率维持在 1 倍以上，速动比率有所波动，流动资产对流动负债的保障程度一般。

表 10　2012～2014 年末及 2015 年 3 月末公司和原油加工及炼焦行业部分资产结构指标				
各项指标	2015 年 3 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
资产负债率（%）	65.01	66.44	65.55	57.49
债务资本比率（%）	62.96	64.32	62.02	56.49
长期资产适合率（%）	152.69	155.04	139.97	111.74
流动比率（倍）	1.31	1.30	1.23	1.10
速动比率（倍）	0.84	0.82	0.65	0.80

2012～2014 末以及 2015 年 3 月末，公司所有者权益分别为 30.25 亿元、34.96 亿元、47.68 亿元和 49.12 亿元，不断增长，主要是未分配利润增长推动。同期，公司未分配利润分别为 23.98 亿元、34.48 亿元、39.54 亿元和 41.03 亿元。

截至 2015 年 3 月末，公司对外担保余额 23.50 亿元，担保比率 47.84%，担保比率较高；其中，对山东胜通集团股份有限公司和垦利城市建设开发投资有限公司的担保比率分别为 31.96%和 10.38%，对外担保集中度很高，同时被担保企业所处区域企业间互保现象较多，易受资金链断裂连锁反应影响；因此，公司对外担保存在较大或有风险。

表 11　截至 2015 年 3 月末公司对外担保情况（单位：亿元）				
被担保企业	担保余额	担保方式	是否逾期	是否互保
山东胜通集团股份有限公司	12.10	连带责任保证担保	否	是
垦利城市建设开发投资有限公司	4.55	连带责任保证担保	否	否
山东海科化工集团有限公司	4.00	连带责任保证担保	否	是
东营华联石油化工有限公司	1.50	连带责任保证担保	否	否
东营市海科新源化工有限责任公司	0.50	连带责任保证担保	否	否
新发药业有限公司	0.50	连带责任保证担保	否	否
山东和利时石化科技开发有限公司	0.35	连带责任保证担保	否	否
合计	23.50	—	—	—

资料来源：根据公司提供资料整理

总体来看，2012～2014 年末，公司负债规模逐年扩大；2015 年 3 月末，受短期借款和应付票据有所下降影响，负债规模略有下滑。公司对外担保金额较大，担保集中度很高，同时被担保企业所处地区企业间互保现象较多，易受资金链断裂连锁反应影响，存在较大或有风险。

盈利能力

公司营业收入有所波动，利润总额逐年下降，且 2013 年以来，营业外收入占利润总额比重较高；期间费用率维持在较低水平，费用控制能力较好

2012～2014 年，公司营业收入有所波动；综合毛利率分别为

10.32%、16.36%和10.84%，波动较大；其中，2013年综合毛利率增幅较大，主要由于公司将以前计入营业成本的消费税调整至营业税金及附加科目所致；2014年下半年，原油价格处于下行状态，拉低了成品油销售价格，但生产周期存在的滞后性导致加工前期高成本原料油会产生较多亏损，因此公司增加了燃料油销售的比例，导致2014年综合毛利率降幅较大。

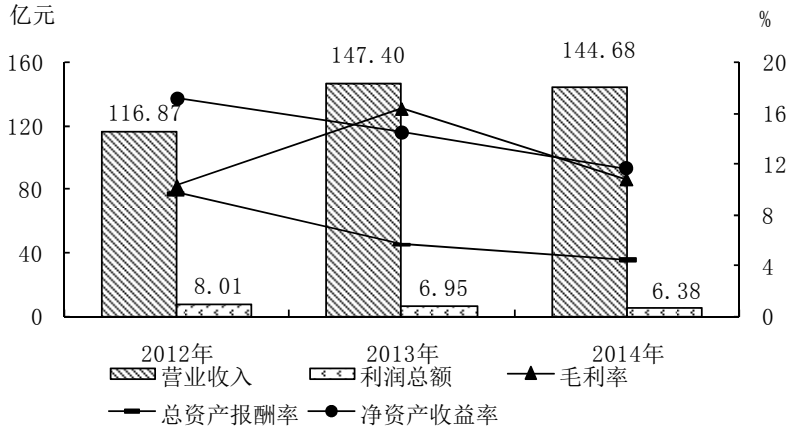


图8　2012～2014年公司收入和盈利情况

2012～2014年，公司营业税金及附加分别为1.04亿元、16.45亿元和8.76亿元，主要由消费税构成；其中，2013年增幅较大，主要由于公司将以前计入营业成本的消费税调整至营业税金及附加科目；2014年同比下降较多，主要由于汽、柴油等应税产品产销量同比明显下降。

2012～2014年，公司期间费用逐年增长；其中2013年大幅上升，主要由于经营规模扩大导致销售费用与管理费用同比增长较多，同时在建项目融资需求增加推动财务费用增长；2014年期间费用同比略有上升。同期，公司期间费用占营业收入比重维持在较低水平，费用控制能力较好。

表12　2012～2014年及2015年1～3月公司期间费用及占营业收入比重情况（单位：万元、%）

项目	2015年1～3月		2014年		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	253	0.05	3,131	0.22	4,550	0.31	2,971	0.25
管理费用	1,430	0.31	9,767	0.68	8,758	0.59	7,978	0.67
财务费用	6,494	1.39	29,971	2.07	27,944	1.90	17,313	1.46
期间费用合计	**8,177**	**1.75**	**42,869**	**2.96**	**41,251**	**2.80**	**28,263**	**2.38**

2012～2014年，公司营业利润分别为7.52亿元、3.55亿元和2.72亿元，逐年下降，2013年营业利润大幅下降，主要是当期计提的消费税大幅增加所致；营业外收入分别为0.52亿元、3.54亿元和3.75亿元，主要是政府补助，包括项目补贴款、厂区拆迁补贴款和土地补偿

款等；2013 年以来，营业外收入较多，主要由于公司新建项目较多，相关项目补贴款增加较多。

2012～2014 年，公司利润总额分别为 8.01 亿元、6.95 亿元和 6.38 亿元，逐年下降；营业外收入占利润总额的比重分别为 6.45%、50.93%和 58.81%，2013 年以来营业外收入占利润总额比重较高。同期，公司净利润分别为 6.01 亿元、6.08 亿元和 5.55 亿元，有所波动；总资产报酬率分别为 12.96%、9.34%和 8.86%，净资产收益率分别为 17.19%、14.51%和 11.64%，均逐年下降。

2015 年 1～3 月，公司营业收入为 46.69 亿元，同比上升 3.31%，主要是石油化工产品产销量同比增加所致；利润总额和净利润分别为 2.00 亿元和 1.50 亿元，同比分别增长 13.50%和 33.33%，主要由于营业税金及附加同比减少 2.12 亿元；总资产报酬率与净资产收益率分别为 2.76%和 3.05%。

综合来看，公司营业收入有所波动，利润总额逐年下降；2013 年年以来，营业外收入占利润总额比重较高。公司期间费用占营业收入比重维持在较低水平，费用控制能力较好。

现金流

公司经营性净现金流波动较大，对债务和利息的保障程度不稳定

2012～2014 年，公司经营性净现金流波动较大，对债务和利息的保障程度不稳定；其中 2013 年，经营性净现金流为 0.85 亿元，同比降幅较大，主要由于石油化工业务产销规模扩大推动存货增加较多；2014 年，经营性净现金流为 2.68 亿元，同比大幅上升，主要是公司为控制存货跌价风险，加快库存周转导致存货减少所致。

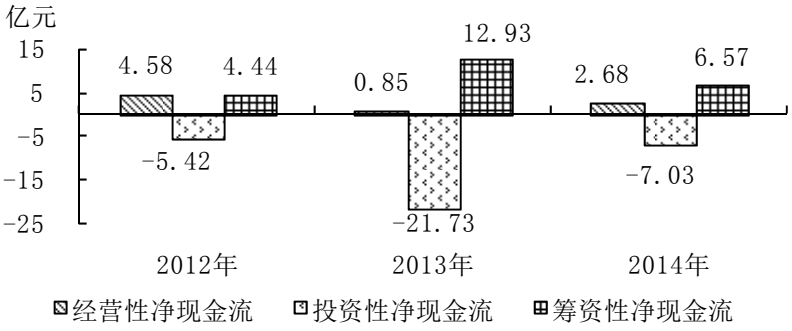


图 9　2012～2014 年公司现金流情况

2012～2014 年，公司投资性现金流净流出波动较大；其中 2013 年，公司 10 万吨/年丁二烯工程、160 万吨/年 DCC 催化工程等在建项目投入较多，导致投资性现金流净流出增幅较大。同期，公司筹资性现金流净流入波动较大，其中 2013 年同比增幅较大，主要由于在建项目资金需求增加推动融资规模扩大；2014 年同比下降较多，主要由于偿还借款较多。

2015 年 1～3 月，公司经营性净现金流、投资性净现金流与筹资性净现金流分别为 0.08 亿元、-0.02 亿元和 2.63 亿元。

表 13　2012～2014 年及 2015 年 1～3 月公司债务及利息的保障程度情况

项目	2015 年 1～3 月	2014 年	2013 年	2012 年
经营性净现金流/流动负债（%）	0.10	3.72	1.55	12.41
经营性净现金流/总负债（%）	0.08	3.07	1.34	11.65
经营现金流利息保障倍数（倍）	0.03	0.33	0.19	1.53
EBIT 利息保障倍数（倍）	1.46	1.54	2.57	3.56
EBITDA 利息保障倍数（倍）	1.48	2.03	3.46	3.87

公司经营性净现金流与流动负债和总负债的比值、经营性净现金流利息保障倍数有所波动，EBIT 和 EBITDA 对利息的保障程度较低。

综合来看，公司经营性净现金流波动较大，对债务和利息的保障程度不稳定。

偿债能力

2012～2014 年，公司营业收入有所波动；2014 年下半年，受原油价格下行影响，公司石油化工业务收入和毛利润降幅较大，综合毛利率同比大幅下降。2013 年以来，公司资产负债率维持在 60%以上；有息债务占总负债比重很高，且以短期有息债务为主，偿债压力集中在 1 年以内。2012～2014 年，公司经营性净现金流波动较大，对债务和利息的保障程度不稳定。公司在地方经济发展中占有重要地位，在税收、土地、项目改扩建等方面受到当地政府的支持，且与各大金融机构保持了良好的合作关系，间接融资渠道较为畅通。综合分析，公司偿还债务的能力很强。

债务履约情况

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2015 年 3 月 16 日，公司本部无违约情况发生；截至本报告出具日，公司 14 垦利石化 MTN001 尚未到期，到期利息均按时支付。

结论

随着我国经济增长方式的进一步转变，未来我国成品油需求具有较大的增长空间。十八届三中全会释放了全面深化改革信号，未来国家可能进一步放开原油及成品油的进出口权，并将进一步理顺成品油价格形成机制，降低地炼企业在原油供应及成品油销售方面的制约，增强地炼企业的盈利能力。公司地处东营市，原油资源丰富，区位优势明显，原油加工量较多。山东省政府出台方案，淘汰、缩减落后产能，重点扶持骨干地炼企业发展，为公司提供了良好的发展环境。同时，公司在地方经济发展中占有重要地位，受到当地政府的较大支持，

且与当地金融机构保持了良好的合作关系。综合分析，公司不能偿还到期债务的风险很小。

预计未来 1～2 年，随着完工项目的投产达效，公司主营业务将总体保持稳定。因此，大公对垦利石化的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对山东垦利石化集团有限公司（以下简称“受评主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注受评主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及受评主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映受评主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1）跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期融资券发行后 6 个月内发布定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2）跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对受评主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

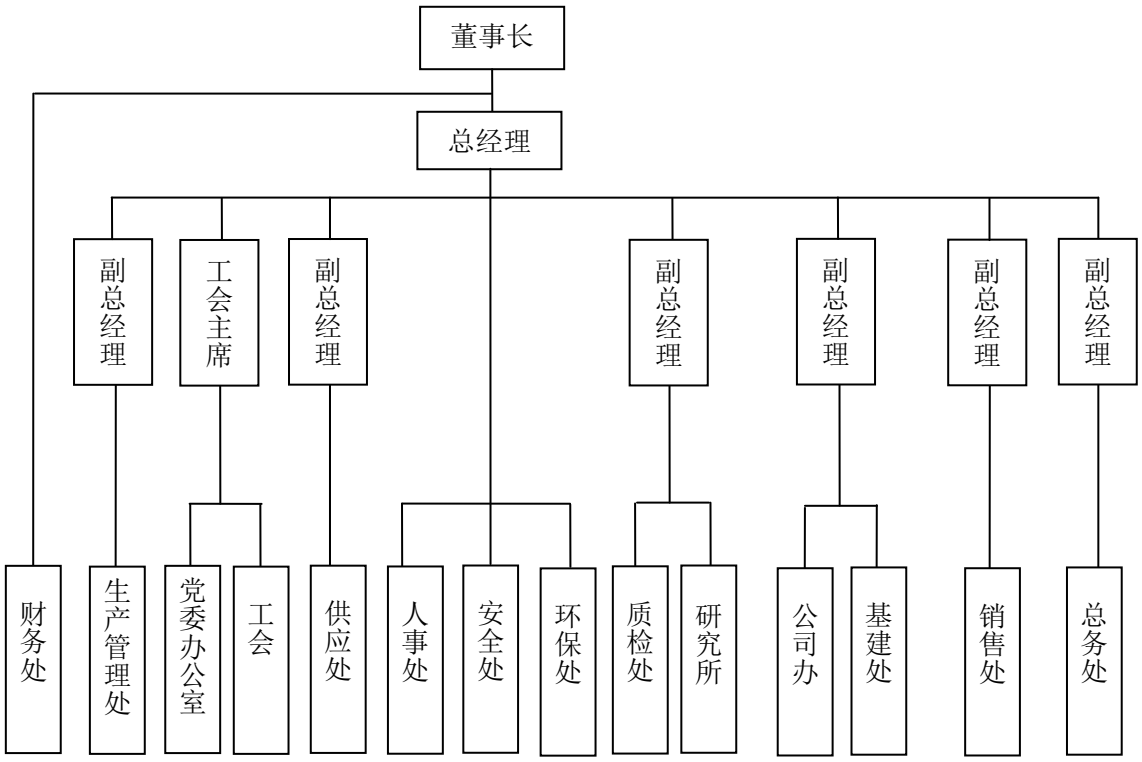
3）如受评主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至受评主体提供所需评级资料。

附件 1　截至 2015 年 3 月末山东垦利石化集团有限公司股权结构情况

股东名称	股东性质	持股总数（股）	持股比例（%）
垦利县财政局（代垦利县人民政府持股）	国有法人	10,154,036.74	9.81
山东垦利石化集团有限公司职工持股会[6]	社会团体	82,132,123.00	79.43
黄传宝	个人	4,271,400.00	4.13
滕滨强	个人	854,280.00	0.83
王化秋	个人	854,280.00	0.83
刘大方	个人	854,280.00	0.83
王全平	个人	854,280.00	0.83
吕兰涛	个人	854,280.00	0.83
袁永奎	个人	640,720.00	0.62
刘玉华	个人	640,720.00	0.62
宫希民	个人	640,720.00	0.62
王萍	个人	640,720.00	0.62
合计		**103,391,839.74**	**100.00**

[6] 由公司 1,739 名职工发起、在垦利县民政局注册的社会团体法人，登记证书编号为鲁社证字第 ED007。职工持股会内部入股职工共计 1,739 名，股权极为分散。

附件 2　截至 2015 年 3 月末山东垦利石化集团有限公司组织结构图



附件 3　　山东垦利石化集团有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2015 年 3 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
资产类				
货币资金	319,532	292,693	179,161	117,895
应收票据	1,859	2,258	2,175	36,801
应收账款	160,261	179,101	48,658	51,086
其他应收款	21,653	33,375	72,084	37,563
预付款项	113,880	122,692	132,250	99,681
存货	347,564	365,687	390,582	127,095
流动资产合计	970,959	1,002,015	824,910	470,121
长期股权投资	8,456	8,456	6,956	7,320
固定资产	251,602	251,645	285,537	293,894
在建工程	143,785	129,660	70,728	11,259
无形资产	28,639	28,639	29,133	39,735
非流动资产合计	432,637	418,748	392,588	352,208
总资产	1,403,596	1,420,764	1,217,498	822,329
占资产总额比（%）				
货币资金	22.77	20.60	14.72	14.34
应收票据	0.13	0.16	0.18	4.48
应收账款	11.42	12.61	4.00	6.21
其他应收款	1.54	2.35	5.92	4.57
预付款项	8.11	8.64	10.86	12.12
存货	24.76	25.74	32.08	15.46
流动资产合计	69.18	70.53	67.75	57.17
固定资产	17.93	17.71	23.45	35.74
在建工程	10.24	9.13	5.81	1.37
无形资产	2.04	2.02	2.39	4.83
非流动资产合计	30.82	29.47	32.25	42.83

附件 3　　山东垦利石化集团有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	2015 年 3 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
负债类				
短期借款	536,981	548,559	502,987	369,900
应付票据	90,000	100,000	55,480	0
应付账款	17,571	19,798	14,694	2,887
预收款项	3,501	4,496	12,535	1,121
其他应付款	12,159	13,258	41,190	12,740
应交税费	40,277	42,960	40,643	1,841
流动负债合计	742,983	771,555	668,006	428,767
长期借款	156,147	159,098	38,820	4,000
应付债券	0	0	61,738	0
长期应付款	9,726	9,726	25,866	40,000
非流动负债合计	169,436	172,387	130,111	44,000
负债合计	912,419	943,941	798,118	472,767
占负债总额比（%）				
短期借款	58.85	58.11	63.02	78.24
应付票据	9.86	10.59	6.95	0.00
应付账款	1.93	2.10	1.84	0.61
预收款项	0.38	0.48	1.57	0.24
其他应付款	1.33	1.40	5.16	2.69
应交税费	4.41	4.55	5.09	0.39
流动负债合计	81.43	81.74	83.70	90.69
长期借款	17.11	16.85	4.86	0.85
应付债券	0.00	0.00	7.74	0.00
长期应付款	1.07	1.03	3.24	8.46
非流动负债合计	18.57	18.26	16.30	9.31
权益类				
少数股东权益	4,811	4,811	700	6,126
实收资本（股本）	10,339	10,339	10,339	5,339
资本公积	41,433	41,433	41,433	66,721
盈余公积	24,246	24,875	22,140	31,553
未分配利润	410,348	395,363	344,767	239,823
归属于母公司所有者权益	486,366	472,011	418,680	343,436
所有者权益合计	491,177	476,822	419,380	349,562

附件 3　　山东垦利石化集团有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年　份	2015 年 3 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
损益类				
营业收入	466,891	1,446,827	1,474,023	1,168,674
营业成本	420,796	1,290,025	1,232,869	1,048,114
营业税金及附加	26,073	87,625	164,524	10,438
销售费用	253	3,131	4,550	2,377
管理费用	1,430	9,767	8,758	6,351
财务费用	6,494	29,971	27,944	26,277
营业利润	11,845	27,189	35,523	75,239
营业外收支净额	8,134	36,626	33,981	4,867
利润总额	19,979	63,815	69,504	80,106
所得税	4,995	8,314	8,666	20,026
净利润	14,984	55,500	60,837	60,079
占营业收入比（%）				
营业成本	90.13	89.16	83.64	89.68
营业税金及附加	5.58	6.06	11.16	0.89
销售费用	0.05	0.22	0.31	0.20
管理费用	0.31	0.68	0.59	0.54
财务费用	1.39	2.07	1.90	2.25
营业利润	2.54	1.88	2.41	6.44
营业外收支净额	1.74	2.53	2.31	0.42
利润总额	4.28	4.41	4.72	6.85
所得税	1.07	0.57	0.59	1.71
净利润	3.21	3.84	4.13	5.14
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	773	26,771	8,512	45,840
投资活动产生的现金流量净额	-208	-70,312	-217,345	-54,229
筹资活动产生的现金流量净额	26,273	65,665	129,293	44,368
财务指标				
EBIT	38,781	125,812	113,763	106,575
EBITDA	39,531	165,480	153,213	115,743
总有息负债	834,854	859,383	684,891	453,900

附件 3　山东垦利石化集团有限公司主要财务指标（续表 3）

年　份	2015 年 3 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
毛利率（%）	9.87	10.84	16.36	10.32
营业利润率（%）	2.54	1.88	2.41	6.44
总资产报酬率（%）	2.76	8.86	9.34	12.96
净资产收益率（%）	3.05	11.64	14.51	17.19
资产负债率（%）	65.01	66.44	65.55	57.49
债务资本比率（%）	62.96	64.32	62.02	56.49
长期资产适合率（%）	152.69	155.04	139.97	111.74
流动比率（倍）	1.31	1.30	1.23	1.10
速动比率（倍）	0.84	0.82	0.65	0.80
保守速动比率（倍）	0.43	0.38	0.27	0.36
存货周转天数（天）	76.28	105.52	75.58	37.84
应收账款周转天数（天）	32.71	28.34	12.18	13.02
经营性净现金流/流动负债（%）	0.10	3.72	1.55	12.41
经营性净现金流/总负债（%）	0.08	3.07	1.34	11.65
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	0.03	0.33	0.19	1.53
EBIT 利息保障倍数（倍）	1.46	1.54	2.57	3.56
EBITDA 利息保障倍数（倍）	1.48	2.03	3.46	3.87
现金比率（%）	43.01	37.94	26.82	27.50
现金回笼率（%）	112.97	93.29	117.66	111.99
担保比率（%）	47.84	49.18	82.48	57.20

附件 4　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数[7] ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[8] ＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

[7] 一季度取 90 天。
[8] 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债(%)＝ 经营性现金流量净额/[(期初负债总额＋期末负债总额)/2]×100%

附件 5　　企业主体信用等级符号和定义

大公主体信用等级符号和定义：

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

AA 级 ：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

A 级 ：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。

BB 级 ：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级 ：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。

CC 级 ：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。

C 级 ：不能偿还债务。

注：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。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。