

信用等级公告

联合[2018]719 号

富海集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对富海集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）（面向合格投资者）进行综合分析和评估，确定：

富海集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

富海集团有限公司拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）（面向合格投资者）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

富海集团有限公司

面向合格投资者 2018 年公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

本期债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：债券总额人民币 20 亿元（含），分期发行，本期发行为首期，本期债券基础发行规模为 1.6 亿元，附超额配售选择权，可超额配售不超过 3.4 亿元。

债券期限：5 年，附第 3 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权。

还本付息方式：按年付息，到期一次还本。

评级时间：2018 年 6 月 5 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额(亿元)	149.91	178.87	197.02	193.54
所有者权益(亿元)	60.03	75.33	91.77	93.97
长期债务(亿元)	3.54	9.89	6.09	6.72
全部债务(亿元)	65.99	76.91	64.41	69.77
营业收入(亿元)	180.18	325.47	333.80	86.09
净利润(亿元)	5.23	13.28	13.74	2.20
EBITDA(亿元)	11.10	23.22	24.56	--
经营性净现金流(亿元)	9.45	3.55	-9.01	8.74
营业利润率(%)	6.06	6.62	6.61	4.76
净资产收益率(%)	9.00	19.63	16.45	2.37
资产负债率(%)	59.96	57.89	53.42	51.45
全部债务资本化比率(%)	52.37	50.52	41.24	42.61
流动比率(倍)	0.97	1.15	1.20	1.27
EBITDA 全部债务比(倍)	0.17	0.30	0.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.49	13.52	10.85	--
EBITDA/本次发行额度(倍)	0.55	1.16	1.23	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、公司 2018 年 1-3 月财务报表未经审计，指标未年化；3、公司长期应付款中的债务部分已计入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对富海集团有限公司（以下简称“公司”或“富海集团”）的评级，反映了公司作为山东省重要石油炼化企业之一，在地理位置优越、生产规模较大、产品销售渠道较为稳定等方面具有的竞争优势。近年来，公司收入规模较大，盈利水平大幅提升。同时，联合评级也关注到原油价格波动较大、公司整体产能利用率水平较低、原材料采购对中石油、中石化和中海油系统的依赖程度较大、短期债务规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着原油价格逐步企稳、若公司取得原油进口与使用权，公司经营规模及盈利水平有望进一步提高。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司地理位置优越、海运交通便利，具有明显的区位优势，生产规模较大，技术水平较先进。

2. 公司采购销售渠道较为稳定，具有一定原料保障能力和销售保障能力。

3. 2017 年 5 月，齐鲁交通服务开发有限公司（以下简称“齐鲁交通”）与子公司东营联合石化有限责任公司（以下简称“联合石化”）及其股东签订增资协议书，齐鲁交通增资 2.5 亿元，其中实收资本 2 亿元；截至 2018 年 3 月底，公司仍拥有对联合石化的控制权，联合石化的资本实力有所增强。

4. 公司收入规模较大、盈利水平保持稳定。

关注

1. 国际原油价格大幅波动，对石油炼化行业盈利水平影响较大。

2. 公司对中石油、中石化、中海油系统的依赖程度较大，是公司主要的原材料采购来源和产品销售渠道，有一定的集中采购和销售的风险。

3. 受制于原料来源，公司目前各类产品产能利用率整体水平不高，新设备投产进一步降低了公司产能利用率。截至 2018 年 3 月底，公司仍未取得原油进口权资质，公司原材料采购需经过贸易商、中石化等中间环节，增加了采购成本，延长了采购期限，增加了价格波动风险。

4. 公司债务结构不合理，以短期债务为主，短期偿债压力较大；公司存货规模较大，存在一定的跌价风险。同时，公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

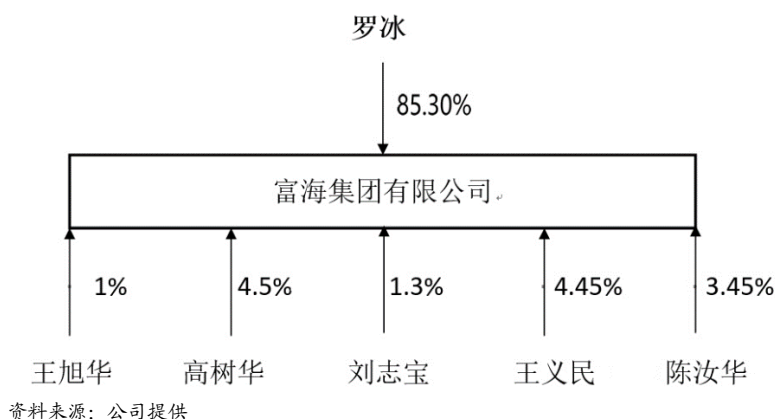
分析师  

联合信用评级有限公司

一、主体概况

富海集团有限公司（以下简称“富海集团”或“公司”）前身系东营市河口区富海有限责任公司，于 1998 年由自然人罗冰（持股 60%）、山东省石油集团河口公司（持股 20%）和东营市河口石油化工厂（持股 20%）共同出资建立，初始注册资本为 58.8 万元人民币。成立后历经多次更名、增资和股权转让，于 2002 年 1 月更名为东营富海实业有限公司，于 2004 年 2 月更为现用名；截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为 52,010 万元，其中罗冰（持股比例 85.30%）系公司实际控制人。

图 1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



公司经营范围：批发汽油、柴油、煤油（有效期限以许可证为准）；批发（无储存）：硫酸、盐酸；压缩气体及液化气体：（二）甲醚、丙烯、石油气；易燃液体：1，2-环氧丙烷、苯、丙酮、二甲苯异构体混合物、甲醇、甲基苯、石脑油、乙醇；氧化剂和有机过氧化物：过氧化氢；腐蚀品：甲醛溶液、氢氧化钠、乙酸；易燃固体、自燃和遇湿易燃物品：硫磺、三聚甲醛。（有效期限以许可证为准）机电产品（不含汽车）、化工产品（不含危险品）、橡胶产品、五金交电、煤炭销售，海产品养殖，速生林种植，竹、藤、棕、草制品加工、销售，土方工程，设备租赁，服装加工，信息咨询技术服务，自营和代理各类商品和技术的进出口业务。（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 2018 年 3 月底，公司下设战略投资中心、财务管理中心、综合管理中心、人力资源管理中心、安全管理中心、监督检查管理中心共 6 个管理中心，各管理中心下设职能部室。截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共 55 户，其中二级子公司 8 户，三级及以上子公司 47 户；拥有在职员工 3,432 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 197.02 亿元，负债合计 105.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 91.77 亿元，归属于母公司的所有者权益 75.06 亿元。2017 年，公司实现营业收入 333.80 亿元，净利润（含少数股东损益）13.74 亿元，归属于母公司所有者的净利润 10.95 亿元；经营活动产生的现金流量净额-9.01 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.55 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 193.54 亿元，负债合计 99.57 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 93.97 亿元，归属于母公司的所有者权益 76.81 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 86.09 亿元，净利润（含少数股东损益）2.20 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.74 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.84 亿元。

公司注册地址：东营市河口区黄河路 37 号；法定代表人：罗冰。

二、本期债券概况

1. 本次（期）债券概况

本次（期）债券名称为“富海集团有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）（面向合格投资者）”，债券总额人民币 20 亿元（含），分期发行，本期发行为首期，本期债券基础发行规模为 1.6 亿元，附超额配售选择权，可超额配售不超过 3.4 亿元。债券面值 100 元，按面值平价发行。本期债券拟面向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者公开发行。本期债券的期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券采用固定利率形式，票面利率在债券存续期内前 3 年固定不变；在存续期的第 3 年末，如发行人行使上调票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前 3 年票面利率加调整基点，在债券存续期后 2 年固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次发行利率由公司与承销商根据市场询价结果协商一致后确定。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于补充流动资金、偿还银行贷款。

三、行业分析

公司主营业务为石油炼化及油品贸易业务，主要产品及贸易品种为汽油、柴油等，属于地炼企业，以下行业分析主要涉及石油炼化行业。

（1）行业概况

石油产品是重要的战略资源，也是影响中国经济增长的重要因素之一。中国作为近年来全球经济增长的主要贡献国，近年来一直保持了旺盛的能源需求，是世界主要原油消费国。2017 年，中国原油消费持续中速增长，全年原油表观消费量为 6.10 亿吨，同比增上 6.0%，增速较上年扩大 0.5 个百分点。作为重要的战略性支柱产业，石油石化行业具有技术密集型和资金密集型双重特征，且行业发展受国家多方位管控，进入壁垒较高。根据国家统计局 2018 年 3 月公布数据显示，截至 2017 年末，石油和化工行业规模以上企业 29,307 家，累计主营业务收入 13.8 万亿元，比上年增长 15.7%；利润总额 8,462.0 亿元，同比增长 51.9%，分别占全国规模工业主营收入和利润总额的 11.8% 和 11.3%，2017 年行业整体运行情况较好。

总体看，中国是世界主要原油消费国，石油石化行业具有技术密集型和资金密集型双重特征，且行业发展受国家多方位管控，进入壁垒较高，2017 年行业整体运行情况较好。

（2）原油加工与消费

石油生产和进口供应方面，2017 年中国原油产量连续两年下降，全年产量 1.92 亿吨，同比下降 3.1%，较上年的降幅收窄 4.3 个百分点。2017 年中国境内炼油活动比较活跃，日均炼油量较 2016 年上升了 50 万桶/日，至 1,140 万桶/日。2017 年，中国原油消费持续中速增长，全年原油表观消费量为 6.10 亿吨，同比增上 6.0%，增速较上年扩大 0.5 个百分点。同时，中国 2017 年全年的原油进口量为 840 万桶/日，首次超过美国的 790 万桶/日，成为全球第一大原油进口国。中国原油供应进口比例较高，显示出中国原油对外依赖程度增加，原油进口主要来自沙特、俄罗斯、安哥拉、伊拉克等国。

石油加工业是石油化工行业中游，主要产品为成品油和化工原料等。截至 2017 年末，石油加工业规模以上企业 1,366 家，累计主营收入 3.42 万亿元，同比增长 21.5%；利润总额 1,911.5 亿元，增长 14.4%；完成固定资产投资 2,228.2 亿元，增长 5.6%；资产总计 2.05 万亿元，增长 12.3%；资产负债率 57.35%。全年石油加工行业呈现了盈利继续向好、大型企业顶部优势显著和行业格局逐渐清晰的整体态势，已形成以中石油等为代表的国有综合性能源公司和地方炼油企业为主体的加剧竞争格局。

2017 年全国原油加工能力 7.72 亿吨/年，经 2015 年和 2016 年的徘徊后重回增长轨道。其中，2017 年新增能力 4,000 万吨/年，仍以国有企业为主，而地方炼油企业为取得“两权”淘汰落后能力 2240 万吨/年，行业同比净增 1,760 万吨/年。截至 2017 年末，三大国有石油公司炼油能力占全国炼油能力的 66.14%，地方炼油企业占 31.40%，其他为煤基油品及外资企业产能。虽然近几年大量落后产能遭到淘汰，但随着国内炼油能力重拾增长，过剩形势还将持续加剧，初步估计目前中国炼油能力在计入必要的出口后仍至少过剩约 8,000 万吨/年。随着近年来国家不断推进行业改革和转型升级，小型、单位能耗偏高的一次落后产能淘汰加速，千万吨级项目不断落地，炼厂平均规模逐年提升，截至 2018 年 3 月底，全国千万吨级炼厂共 25 家，较上年底增加 1 家，合计炼油能力 3.37 亿吨/年，占全国的 43.7%，较上年提高 1.7 个百分点，显示出行业规模化发展态势。惠州炼厂成为中国第四家 2,000 万吨/年级世界级炼厂。虽然中石化、中石油的炼厂平均规模已基本达到世界炼厂平均规模，分别为 743 万吨/年和 746 万吨/年，但由于国内其他炼油企业规模较小，国内炼厂平均规模仅 413 万吨/年，与世界炼厂平均规模 754 万吨/年仍有较大差距。地区分布上，山东、辽宁、广东是中国炼油能力的主要大省，三省合计炼油能力 3.52 亿吨/年，占全国总能力的 45.64%。环渤海湾、长江三角洲和珠江三角洲是国内三大炼化产业集群区，集中了全国约七成的炼油能力。

原油加工量方面，2017 年，原油加工量继续保持增长，加工量 5.68 亿吨，同比增长 5.0%；全国炼厂开工率同比上升 1.9 个百分点至 73.7%的近年来最高水平，同时呈现出地方炼油企业开工率提高、大型国有石油公司炼油开工率下降的分化，以往二者巨大的产能利用率差距得以收窄。2017 年全国成品油产量（汽、煤、柴油合计，下同）3.58 亿吨，增长 3.0%，其中，柴油产量 1.83 万吨，增长 2.4%；汽油产量 1.33 亿吨，增长 3.0%。汽煤柴油收率受部分馏分油转而生产化工用油影响，略微下降，炼厂生产柴汽比与上年基本持平。汽煤柴油净出口量经过两年的高速增长后大大放缓，同比仅增长 6.8%，吨油利润连续 3 年实现增长。

炼油产能结构方面，2017 年全国二次加工能力达到 8.04 亿吨/年，同比增长 5920 万吨/年，使中国二次加工能力首次超过一次加工能力。在环保法规要求日趋严格的大背景下，行业整体深加工能力得到强化，以满足不断提升的国家油品质量标准。实力较强的地方炼厂纷纷加大产品升级力度，上马催化重整、加氢处理、加氢裂化等装置，部分地方炼厂甚至能够将满足第六阶段标准产品供应北京。加氢类装置运行条件较为复杂，配套投入和运营成本高，未来随着行业装备水平差距进一步加大，行业内部或将出现分化。

成品油、天然气和化工产品销售为石油化工行业下游，其中又以成品油和天然气销售为主。2017 年，中国石油天然气表观消费量 7.99 亿吨（油当量），同比增长 7.4%，增速比上年加快 3.1 个百分点。其中，原油表观消费量 6.07 亿吨，增长 5.0%；天然气表观消费量 2,393.90 亿立方米，增长 15.3%，占石油天然气比重为 27.0%，同比提高 1.8 个百分点。随着工业、交通、房地产等领域出现短期回暖，拉动成品油消费重归增长区间，2017 年全国成品油消费量约为 3.25 亿吨，较同比增长增长 3.2%，回升 3.7 个百分点，其中汽油消费量在乘用车销量下滑、限行限售、新能源汽车与共享出行等因素冲击下，全年表观消费量 1.23 亿吨，增速仅为 3.0%；中国工业生产回升、煤炭运输回暖、快递物流高

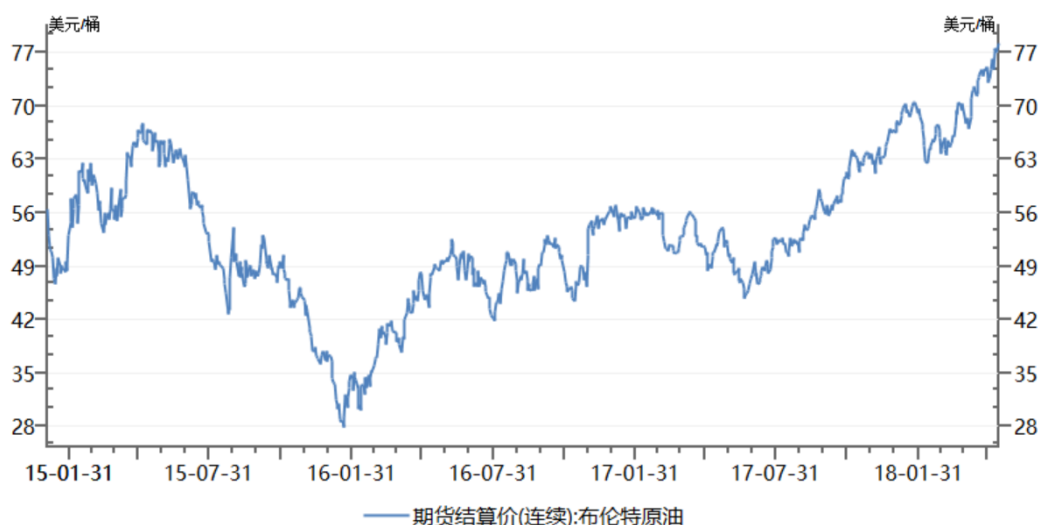
速增长，拉动柴油消费重归正增长。全年柴油消费量 1.68 亿吨，同比增长 2.0%，增速较上年回升 7.0 个百分点；受航空、货运周转量持续高增长影响，煤油需求强劲，表观消费量为 0.33 亿吨，同比增长 10.5%，增速回升 1.3 个百分点，同时净出口有所减少，反映出航空业内需仍在扩张。

总体看，2017 年中国原油产量连续两年下降，原油消费持续中速增长，中国成为全球第一大原油进口国；环渤海湾、长江三角洲和珠江三角洲是国内三大炼化产业集群区，集中了全国约七成的炼油能力；国内炼油加工能力过剩，行业不断转型升级；随着工业、交通、房地产等领域出现短期回暖，成品油消费重归增长区间。

（3）原油价格

2015 年，原油市场仍然面临着全球供应过剩压力，国际现货原油价格在小幅回升后继续下跌，2016 年 1 月原油价格跌破 30 美元/桶，较 2014 年油价高点时下降了约 2/3。随后国际原油价格触底反弹，随着 OPEC 国家与部分非 OPEC 原油生产国达成减产协议，预期利好油价，2016 年内国际原油价格有所回升。2017 年前三季度，国际油价处于区间震荡格局；2017 年四季度以来，受美元指数破位下行及地缘政治突发事件的影响，国际油价震荡走强，截至 2017 年 12 月底，布伦特原油期货结算价为 66.87 美元/桶，较年初上涨 20.55%。2018 年以来，国际油价震荡回升，截至 2018 年 4 月底，布伦特原油期货结算价为 75.17 美元/桶，较年初上涨 12.92%。

图 2 2015 年以来国际原油价格走势（单位：美元/桶）



资料来源：Wind

总体看，2016 年以来国际油价持续回升。长期来看，随着全球经济增长国际油价仍有上升空间。

（4）行业政策

石油石化行业当前受国家多方面的监管，涉及原油的勘探、生产、运输和销售，以及成品油和部分化工产品的生产、运输和销售等多方面，行业总体发展规划、生产总量、油品质量、进口规则、定价等由国家能源局、国家发改委等统筹规划，税收由国家财政部和国家税务总局共同管控，而作为高危高污染行业，石油化工在环保、安全等方面由国家环保和安全生产单位密切监控。

总体政策导向方面，国家能源局发布《2018 年能源工作指导意见》，政策取向强调注重绿色低碳发展、注重提高能源供给体系质量、注重提高能源系统效率、注重依靠创新驱动发展、注重保障和改善民生、注重开放合作共赢发展和深化能源依法治理实践。重点目标包括全国能源消费总量控

制在 45.50 亿吨标准煤左右、非化石能源消费比重提高到 14.3% 左右、天然气消费比重提高到 7.5% 左右和煤炭消费比重下降到 59.0% 左右。该政策表明 2017 年国内原油开采水平将维持 1.90 亿吨左右水平，原油对外依存度可能进一步加大，同时天然气及下游相关化工产业将持续利好。从近年来多个行业政策文件解读来看，环保和油品质量升级仍是行业政策重心，国六标准油品炼油装置改造方案和时间表得以明确，并对加快淘汰炼油行业落后产能、提高炼厂能效和研究实施炼油行业能效领跑者计划加以强调。

成品油定价方面，目前全国成品油价格仍然按照 2016 年国家发改委发布的《石油价格管理办法》进行定价，实行政府指导价和政府定价，其中汽、柴油零售价格和批发价格，向社会批发企业和铁路、交通等专项用户供应汽、柴油供应价格，实行政府指导价；向国家储备和新疆生产建设兵团供应汽、柴油供应价格，实行政府定价。当国际市场原油价格低于每桶 40 美元（含）时，按原油价格每桶 40 美元、正常加工利润率计算成品油价格。高于每桶 40 美元低于 80 美元（含）时，按正常加工利润率计算成品油价格。高于每桶 80 美元时，开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格。高于每桶 130 美元（含）时，按照兼顾生产者、消费者利益，保持国民经济平稳运行的原则，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提。价格调整方法上，汽、柴油价格根据国际市场原油价格变化每 10 个工作日调整一次。调价生效时间为调价发布日 24 时。当调价幅度低于每吨 50 元时，不作调整，纳入下次调价时累加或冲抵。2017 年共出现 25 轮调价周期，其中因调幅不足 50 元/吨而搁浅共有 8 次，调价窗口正常开启 17 次，其中 11 次上调、6 次下调。年内汽油累计上调 435 元/吨，柴油累计上调 420 元/吨。

油品质量政策方面，2015 年 4 月，国务院提出进一步加速提高车用汽柴油质量，并明确在 2017 年 1 月 1 日全国采用车用五阶段柴油标准，较原定计划提前一年时间。2016 年 1 月，环保部发布《关于实施第五阶段机动车排放标准的公告》，规定全国自 2017 年 1 月 1 日起，所有制造、进口、销售和注册登记的轻型汽油车、重型柴油车（客车和公交、环卫、邮政用途），须符合国五标准要求。随后国家发改委等 11 部门联合下发通知，2017 年 1 月 1 日起，全国全面供应符合国五标准的车用汽油、柴油，同时停止国内销售低于国五标准车用汽、柴油。国五标准全面部署的同时，2016 年 12 月 23 日，环境保护部、国家质检总局近日联合发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，并计划 2020 年开始逐步推行国六标准。国五标准升级时间表提前和国六标准的加速制定体现了国家对燃油环保管控的决心。为生产达到国五标准要求的汽柴油产品，部分炼油企业需进行油品加工装置和工艺升级，随着政策的全面执行，对部分炼油行业落后产能将产生较大的淘汰压力。

原油进口权与进口原油使用权方面，中国近年来一直实行非国营原油进口权和使用权发放制度，其中进口权（原油非国营贸易进口配额）由商务部下发，进口原油使用权则由发改委审批下发。2017 年 12 月，商务部公布 2018 年原油非国营贸易进口允许量 1.42 亿吨，同比大增 62.6%。新增配额主要来自 2017 年新获配额的地方炼油企业及恒力石化。在增加允许量的同时，注重提高使用效率，沿用 2017 年首次采用的分批下达、追加调整、严格考核的分配原则，对于实际进口原油使用率较低的企业，相应获得的允许量也较低；连续两年无进口的不再安排允许量。2018 年首批原油非国营贸易进口配额总计 1.21 亿吨，32 家地方炼油企业占据其中 9,000 万吨配额。另一方面，由于部分民营企业存在未拆除落后装置、私下转卖进口配额等失信或违法违规行为，国家发改委于 2017 年 4 月发布《关于有关原油加工企业申报使用进口原油问题的通知》，明确自 2017 年 5 月 5 日起停止接收有关原油加工企业使用进口原油的申报材料。随着原油进口配额的大幅增长和加工企业进口原油使用权的停止审批，已经完成落后产能置换的炼油行业顶部企业的原料来源得以大幅放开，同时落后产能从原料来源受到压缩，有利于行业整理和产业升级。

税收政策方面，中国成品油税种主要包含增值税、消费税、城建税、教育附加税，还包含一些地方性的教育费附加税。除消费税外，其他税种均按照油价比例征收。成品油是消费税 15 个应税消费品大项中的一项，税目项下还包括七个子目，即汽油、柴油、石脑油、溶剂油、航空煤油、润滑油、燃料油。2015 年以来，成品油消费税为汽油 1.52 元/升，柴油 1.2 元/升，对应的消费税约合汽油 2,082 元/吨和柴油 1,404 元/吨。2018 年 1 月国家税务总局发布了 2018 年 1 号公告《关于成品油消费税征收管理有关问题的公告》和关于该公告的解读，宣布对消费税征收管理方法实施改革，对成品油经销企业的开票方式，开票金额及开票限额均作出规定，并且要求成品油经销企业在 2018 年 3 月 10 日前（包括 3 月 10 日），将截至 2018 年 2 月 28 日的成品油库存情况录入已完税的成品油库存。该公告对通过调油等方式倒票、变票等避税逃税行为进行遏制，并为成品油价格市场化做出准备。

环保政策方面，2017 年 2 月 28 日，京津冀及周边地区大气污染防治协作小组第九次会议在京召开，印发实施《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，明确要求包括北京、天津、河北、山东、山西和河南省内的“2+26”个城市全面开展新一轮的大气污染防治工作，并明确要求于 2017 年 9 月底前完成国六燃油全面置换，并禁止销售普通柴油。同时，2020 年起，全国范围将实施符合《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》（简称“国六”标准）的燃油替换。国六标准的加速推进体现了国家对燃油环保管控的决心。为生产达到国六标准要求的汽柴油产品，部分炼油企业需进行油品加工装置和工艺升级，对行业落后产能将产生较大的淘汰压力。2017 年 12 月国家发改委、工业和信息化部联合发布《关于促进石化产业绿色发展的指导意见》，提出打造一批化工类国家新型工业化产业示范基地，形成若干个世界一流水平的石化产业基地、现代煤化工产业示范区；城镇人口密集区和环境敏感区域的危险化学品生产企业搬迁入园全面启动，新建化工项目全部进入合规设立的化工园区。这一文件强调了降低能耗和集中减排，有利于推进石油化工行业绿色集群化发展。

总体看，石油石化行业当前受国家多方面的监管，行业总体发展规划、生产总量、油品质量、进口规则、定价、税收、环保及安全等方面都有明确的法律规章进行约束。

（5）行业竞争

在地炼企业中，随着原油进口与使用资质的有条件放开，部分地炼企业已经获得原油进口与使用的配额，市场竞争力显著增强。另外，在销售渠道方面，随着 2015 年成品油出口资质的放开，部分地炼企业已经获得成品油出口权，得以拓宽销售渠道、获得更市场化的成品油销售市场；在国内产能过剩及销售渠道被国企垄断的情况下，获得海外市场显得更加重要。从地区来看，地方炼厂中获得原油进口权和使用权的企业最多的省份为山东省，且符合规定的炼能最高。

另外，设备水平、地理位置亦是竞争力的重要组成部分。随着国 V 标准于 2017 年 1 月 1 日在全国范围内的实施，具有符合或超过国 V 标准成品油生产设备的企业将更具优势；生产设备过时或无力投入新设备的企业将面临市场挤出风险。地理位置方面，靠近原料产地的企业将节省更多的运费成本，靠近国内主要油田或靠海的炼油企业更具竞争力。

国营炼油企业目前在炼油市场上从原材料采购和销售渠道的把控上，均处于垄断地位，地炼企业的原料采购与成品销售对国营企业的依赖性较强，在竞争中处于劣势地位。地炼企业少有自己的加油站，且本身拥有的加油站不具备地理位置优势。

石油炼制与油品销售方面，目前中国成品油生产和销售主要由中石化集团和中石油集团控制，中海油、中化集团和延长石油成品油生产规模较小，在产品规模、销售终端和品牌知名度方面均无法与其相比，中石化集团和中石油集团对中国的成品油市场具有很强的控制力。

总体看，炼油企业的竞争力主要体现在优质原料获取上，地炼企业对国营企业的竞争优势较弱，

淘汰低效产能以获得原油进口、使用资质可有效提高部分地炼企业的竞争力。

（6）行业关注

原油对外依存度逐年提高，炼油企业对国际油价的波动敏感

中国是世界主要原油生产和消费国，国内原油产量已难以满足国内需求的增长，对外依存度达60%左右。较高的资源对外依存度使我国主要炼油企业对国际油价的波动将更为敏感，经营业绩稳定性易受到影响。

另外，国内大多地炼企业需向国营炼油企业购买或通过贸易商间接购买炼油原料，由于中间环节的增加以及国营企业内部审批流程耗时较长，导致地炼企业采购-生产-销售周期较长。由于成品油销售价格基本与销售当期原油价格挂钩，较长的采购-生产-销售周期加大了地炼企业所面临的原油价格波动风险。

原油进口与使用权放开，地炼企业竞争加剧

是否取得原油进口与使用资质将决定地炼企业在未来竞争中的优劣势地位，目前已经有超过10家地炼企业获得原油进口权或使用权。同时，为取得相关资质，需要地炼企业淘汰大量低效产能，淘汰低效产能对地炼企业资产规模、设备折旧、EBITDA等产生重要影响。

安全环保压力加大，不符合标准的炼油设备将面临淘汰

近年来，国家对工业生产安全环境保护的重视程度越来越高，炼油企业安全环保压力随之增大。但由于炼油设备为依据产品需求进行定制化生产的设备，当产品标准改变后，通过对既有炼油设备的升级以调整产品标准的空间很小。随着国家环保政策日趋严格，规范成品油环保标准的国V标准于2017年1月1日起实施，届时随着成品油环保标准的提升，大批不符合标准的设备将面临淘汰。

（7）行业发展

炼油行业将向集群化发展

近年来国内炼油行业呈现小型产能不断淘汰、中型产能整合发展、大型产能项目不断落地的发展态势。按照国家发改委公布的《石化产业规划布局方案》，未来炼化产业将优化布局，拥有更低吨成本、更强全厂优化能力和更灵活生产方案的千万吨世界级大型炼化项目将不断落成。2016年9月工业和信息化部印发《石化和化学工业发展规划（2016~2020）》，指出有序推进七大石化产业基地及重大项目建设，目前多个项目正在有序推进。2017年山东炼化能源集团有限公司、浙江石油公司相继成立，重点对山东、浙江地区地方炼化企业进行销售整合，强化原料采购、下游销售等环节的资源整合，形成规模优势。未来随着行业集群化发展，规模较小产能或将逐渐淘汰，炼油行业群雄逐鹿的格局将发生改变。

成品油市场竞争将进一步加剧

地方炼油企业在原油进口和使用权放开、企业装备水平大幅提升的背景下，2017年开始全国范围成品油价格战愈演愈烈。据中国石油集团经济技术研究院估测，2018年，地方民营炼油企业汽柴油产量的市场份额将由2017年的21.5%增至23.6%。随着中国炼油能力连增两年且增速扩大，2018年炼油能力将过剩近1亿吨。即使在开工率较低的情景下，国内成品油资源仍将过剩4,500万吨以上，出口压力较大，国内市场竞争形势将更为严峻。2018年下半年，随着新建成炼厂的先后投产运行，国内成品油市场的竞争将更为激烈。

市场化改革将不断推进

上海国际能源交易中心于2018年3月12日宣布，中国原油期货于2018年3月26日开始上市交易，正式为中国原油定价与交易放开提供市场运作平台，这是中国石油化工行业市场化的里程碑。同时，根据《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》的要求，2018年中国成品

油价格改革还将进一步推进并完善。随着产业链上下游逐渐放开和定价机制改革推进，预期原油及成品油市场价格与供需市场化将不断深入，行业格局或将在未来几年内发生大幅调整。

总体看，炼油行业将向集群化发展，成品油市场竞争将进一步加剧，市场化改革将不断推进。

四、基础素质分析

1. 规模和竞争力

公司主要从事石油化工生产、油品贸易。公司石油化工生产的经营主体主要为东营华联石油化工有限公司（以下简称“华联石化”）和东营联合石化有限责任公司（以下简称“联合石化”），石化贸易的经营主体主要包括富海集团有限公司、华联石化、富海能源服务连锁有限公司（以下简称“富海连锁”）。截至 2018 年 3 月底，子公司华联石化一次加工能力 400 万吨/年、联合石化一次加工能力 500 万吨/年；其中华联石化劣质油处理项目 400 万吨/年（2016 年 3 月开工投产）；联合石化渣油脱蜡装置 500 万吨/年（2015 年 10 月份开工投产）。

近年来，公司不断加大对石油化工板块的投资，扩大生产规模，提升产品质量，不断延伸产业链条，公司竞争力明显增强。公司是黄河三角洲及山东半岛蓝色经济区重要的石油化工厂家之一，位列“2017 中国化工企业 500 强”（中国化工企业管理协会）第 40 位，在石油化工相关产品的生产和销售方面积累了较为丰富的生产运营和内部组织管理经验，具备一定的成本管理优势。2017 年，公司位列中国民营企业 500 强第 165 位，列 2017 年中国民营企业制造业 500 强第 95 位。公司稳步发展，曾先后荣获“中国优秀企业”、国家级“守合同、重信用”企业、“山东省工商系统诚信纳税企业”、“山东省企业 100 强”、“东营市十佳民营企业”、“东营市突出贡献企业”等荣誉称号。

总体看，公司作为山东省重要石化企业之一，生产规模较大，具有一定的规模和竞争优势。

2. 技术水平

公司主要生产工艺有常减压、催化裂化、延迟焦化、加氢精制和甲醇制氢等，生产工艺比较完善。技术研发方面，公司研发中心于 2012 年正式运行，致力于规划完善公司产业链条，制定提高汽柴油使用性能和清洁性能的指标控制体系，利用模拟实验装置优化工艺操作、降低能耗、提高装置效益，解决各生产装置存在的技术难题，保证装置安全稳定运行；研发中心与相关高校和科研单位合作研发，形成具有自主知识产权的专利技术和产品，如制氢装置中的中变气回收利用系统、催化装置分馏塔顶循环油热联合装置和气分分馏塔塔顶油气热量的回收利用系统等。具体来看，重油催化及气体分馏装置采用了重叠式两段再生、提升管出口 VQS 旋流快分等国内先进工艺技术；汽油选择性加氢及轻汽油醚化装置采用法国阿克森斯的深度加氢技术，在减少辛烷值损失的前提下深度脱硫，满足国五标准。截至 2018 年 3 月底，公司累计获得专利 3 项、实用新型 22 项，正在申请的专利 12 项。

总体看，公司技术水平先进，且有一定的自主知识产权优势。

3. 人员素质

截至 2018 年 3 月底，公司有董事 5 人、高级管理人员 6 人、监事 3 人，监事会设监事会主席一名，均具有较为丰富的从业经验，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况较为熟悉。

董事长罗冰先生，现年 52 岁，中共党员，本科学历。1987 年 7 月至 1993 年 9 月任职于东营市河口区政府办公室；1993 年 9 月至 1996 年 11 月任职于河口区海天宾馆经理；1997 年 1 月至 1998

年3月任职于东营华联石油化工厂副厂长；1998年3月至今任富海集团有限公司董事长。

总裁廖广明先生，1972年2月出生，中共党员，大学学历，现任公司董事、总裁。历任河南省贝利石化集团股份有限公司车间主任、东营华联石油化工厂有限公司车间主任、总工程师、副总经理，富海集团有限公司战略投资中心总经理，东营联合石化有限责任公司总经理。2015年7月任公司董事，2018年2月任公司总裁。

截至2018年3月底，公司在职员工3,432人，按照教育程度划分，本科及以上学历占比18.85%，大专学历占比38.73%，高中及以下学历占比42.42%；按岗位职责划分，管理人员占比17.13%，市场营销人员占比3.00%，生产人员占比74.30%，研发人员占比3.47%，工程人员占比2.10%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，管理经验较为丰富；公司员工岗位构成和学历构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

4. 区位优势

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。按照《实施方案》，2017年山东地炼企业平均规模将由230万吨/年提高到450万吨/年；到2020年，全省地方炼化企业平均规模提高到500万吨/年，有利于规模企业的发展。

总体看，公司外部经营环境良好，区位优势较为明显，有利于公司的经营和发展。

5. 环境保护与安全生产

环保方面，公司先后投资建设了硫磺回收装置、改造污水处理场和增设油气回收装置，对废气、废水、烟尘等进行有效治理。此外，公司还引进了美国诺顿催化裂化烟气处理技术，建设烟气脱硫除尘项目，有效解决生产装置的烟气脱硫除尘难题；在节能降耗方面，公司投资建设了烟气余热回收、管网换热系统优化等多项技术改造，大力建设和优化能源管理体系。2017年，山东环保督察全面展开，山东省5个环境保护督察组已全部进驻淄博、东营、潍坊、济宁、泰安、日照、莱芜、聊城、滨州、菏泽10个被督察的市，环保督察未对公司生产运营造成不利影响。近三年公司环保方面投入的资金分别为2,098.47万元、2,745.63万元和3,247.41万元，公司未受到重大环保处罚。

安全生产方面，为确保安全无事故目标，公司不断加大对安全生产方面的投入，配备了火灾自动报警系统、SIS系统、联锁系统、可燃及有毒气体报警系统、消防泡沫系统；此外，公司不断增强消防设备水平，现有消防车6辆，并计划再购入60米高喷消防车1辆。近三年公司安全方面投入的资金分别为4,587.95万元、5,027.81万元和5,627.88万元，公司无重大安全事故发生。

五、管理分析

1. 治理结构

公司已根据《公司法》、《公司章程》和其他有关法律法规的规定，建立了股东会、董事会、监事会的法人治理结构，制定了相应的议事规则，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成较

为有效的职责分工和制衡机制。

公司设股东会，股东会是公司的最高权力机构，由全体股东组成。决定公司的经营方针和投资计划，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等重大事项。

公司设董事会，由 5 名董事组成，由股东大会选举产生，董事每届任期三年，任期届满，可以连选连任。董事会设董事长 1 人，由全体董事过半数选举产生。董事会对股东会负责，董事长负责召集和主持股东会，并向股东报告工作，董事会行使决定公司的经营计划和投资方案，制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等职权。

公司设监事会，设监事 3 人，每届任期三年，任期届满，可以连选连任。董事、高级管理人员及财务负责人不得兼任监事。监事主要行使检查公司财务和对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设总裁 1 人，由董事会聘用，对董事会负责。总裁负责主持公司生产经营管理工作，组织实施股东会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案等工作。

总体看，公司法人治理结构较完善，能够为公司正常经营提供保障。

2. 管理水平

公司根据自身经营管理需要，下设战略投资中心、财务管理中心、人力资源中心、综合管理中心，安全管理中心、监督检查管理中心六个管理中心，对各职能部门进行分工管理；各子公司有独立的组织架构，公司统筹对外投资和财务管理职能，并对子公司实施监督检查。公司在会计核算、财务管理、采购、生产、营销、融资、重大事项决策等方面建立了内部控制制度，各项管理制度已涵盖经营管理的主要环节。

生产管理和生产资质方面，公司制定了作业许可管理规定、动土作业管理规定、高处作业管理规定、起重作业管理规定、射线作业管理规定、施工安全用电管理规定和场地管理规定。HSE¹管理部负责制定和修订上述各项作业的安全管理办法，并监督检查参建单位的执行情况；工程部负责会签作业许可证；审批占道/断路作业许可；监理单位负责审核会签作业许可证，对作业许可的安全措施落实情况进行监督检查；EPC/PC 承包商主要负责：落实作业条件和各项 HSE 预防措施、应急措施、审批作业许可证、安全技术培训及监督检查作业过程。固定动火作业和施工用电作业许可证有效期为 1~3 个月；动土作业许可证有效期为 7 天；能源隔离作业许可证、临时动火许可证、格栅板安装和拆除作业许可证及占道/断路作业许可证有效期均为 3 天；其余各项作业许可证有效期均在 24 小时内。

质量管理方面，为保障产品质量，公司制定了工艺管理规定、质量管理制度、应急预案制度、检维修管理规定等。工艺指标的首次编制由设计单位或技术专利供应商提供基础资料，一线生产部门讨论、会签，报副总工程师审核后，由生产副总经理批准执行；装置正常运行后六个月内报副总工程师审核，生产副总经理批准后由生产部发布实施。公司炼化产业质量管理工作实行统一领导、分级管理、分工负责的管理体制；各子公司依据 GB/T19001 标准对本公司的质量管理体系提出认证及复审需求，报公司质量管理部，公司质量管理部负责协调第三方机构组织认证与复审工作。

财务管理方面，公司根据《公司法》等国家相关法律法规，依据公司章程，结合公司实际，制定了公司的财务管理制度。各子公司实行财务独立核算。公司对下属子公司、控股公司实行集权制财务管理模式，所有重大财务决策事项的决策权、财务机构设置权由公司统一把控。财务管理体系中各层级、各岗位按照相应的职责和权限履行财务管理职责，承担相应的责任。

¹ HSE: Health、Security & Environment

资金管理方面，公司为规范货币资金管理活动，确保资金运行安全，根据国家有关法律法规，结合财务管理制度，制定货币资金管理办法。公司资金支付实行预算动用审批和资金支付审批的“双审批制”，其中资金支付权限实行分级授权管理，总理由董事会和董事长授权，副总经理和部门总理由总经理授权。公司设立收支专用户，原则上基本账户为支出户，POS 机与收入账户相连，由公司统一管理。贷款担保方面，各子公司未经股东会批准不得对外进行任何形式的贷款（包括融资性银行承兑汇票）、担保（包括信用证和保函）、抵押和质押。确因主营业务的需要，须上报股东会批准后实施。

预算管理方面，公司设立预算决策机构、预算组织领导机构、预算常设管理机构、预算编制执行机构及预算考核机构。公司对预算内事项实行日常控制、周资金计划控制及年度累计控制；预算外事项须经总经理办公会或董事会决议后执行。预算执行情况由财务部进行月度分析、由财务管理中心进行季度分析。

投融资管理方面，公司实行统一融资管理、控制，借款和以其他方式筹集资金的权利集中在公司，其他任何部门无权对外借款或融资；公司财务部根据经批准的各部门收支计划编制资金计划，拟定融资方案，报财务总监审核后，报总经理批准。公司必须确保资产负债率不超过 70%，项目建设自有资金不低于 30%。投资单位每年末编制下年度投资预算，经战略投资委员会初审通过后提交投资单位董事会决策。公司项目审批分为备案制和审批制，分别由投资单位经理办公会和董事会负责决策。对于备案制投资项目，由投资单位将项目建议书、项目提案表等材料提交于投资管理部，由投资管理部进行相关组织审核工作，通过审核并备案后由战略投资中心向投资单位、财务管理中心提交《投资项目备案通知书》。审批制投资项目决策流程为申请、资料审查、初审、审批、执行；投资单位向投资管理部提交《投资可行性分析报告》；由投资管理部审查资料完整性；由战略投资中心进行初审并提交董事会审批；最终出具《投资项目审批通知书》。

安全管理方面，公司推行安全标准化管理，根据危险化学品企业事故隐患排查治理实施导则，编制安全检查表，明确检查项目和标准；大力开展风险管理和隐患排查治理工作，组织月度安全生产大检查，力争“查出一个问题，整改一类隐患”；制定应急处置救援预案，建立健全应急管理网络，强化员工安全知识、安全技能和风险识别的学习。同时，公司以建设特色鲜明安全文化为统领，利用“安全警示语”、“职业危害告知牌”、“HSE 文化简报”等方式，教育员工要坚持“安全第一”的理念，克服“松懈麻痹”等不良倾向。实行全员安全生产责任制，建立安全责任考核机制，做到定标准、定责任、定奖惩，切实形成一个层层落实、层层监督的责任目标体系，安全责任书签订率达到 100%。

总体看，公司部门设置齐全，权责明晰；各类管理制度相对完善，能够满足公司的日常经营。

六、经营分析

1. 经营概况

公司业务范围较广泛，其中主营业务包括石油化工生产、油品贸易、炼焦、运输和地产物业，其他业务包括金融服务以及废旧材料回收处理等。

2015~2017 年，公司营业收入逐年增长，分别为 180.18 亿元、325.47 亿元和 333.80 亿元，其中，主营业务收入占营业收入的比重分别为 99.93%、99.95% 和 99.95%，公司主营业务突出。

从收入构成来看，2015 年以来，公司营业收入主要来源于石油化工和油品贸易两大板块，近年来公司逐步提高石化产品产能，随着公司大型混合芳烃和劣质油处理项目投产运营，石化板块在营

业收入中的占比不断提升，近三年该板块收入占比分别为 41.43%、70.26%和 72.94%。公司石化板块收入中，柴油、汽油和燃料油销售收入是主要来源。油品贸易板块收入规模较为稳定、占比逐年下降，近三年该板块收入占比分别为 47.23%、27.60%和 24.65%。炼焦板块于 2016 年不再纳入公司合并范围。运输、地产物业、其他业务收入规模较小，对公司收入影响不显著。

表 1 2015~2018 年 3 月底公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目		2015 年			2016 年			2017 年			2018 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
主营业务收入	石油化工	74.64	41.43	7.30	228.67	70.26	8.38	243.48	72.94	9.07	56.91	66.11	8.49
	油品贸易	85.09	47.23	5.64	89.82	27.60	5.15	82.29	24.65	5.36	28.03	32.56	4.23
	炼焦	12.37	6.87	4.45	--	--	--	--	--	--	--	--	--
	运输	0.87	0.48	30.29	0.95	0.29	34.61	1.31	0.39	27.80	0.32	0.60	23.98
	地产物业	7.08	3.93	18.32	5.87	1.80	16.97	6.57	1.97	17.69	0.62	0.72	9.54
其他业务	其他	0.13	0.07	65.74	0.16	0.05	74.48	0.15	0.05	74.75	0.01	0.01	40.35
合计		180.18	100.00	6.90	325.47	100.00	7.75	333.80	100.00	7.66	86.09	100.00	7.21

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。

从毛利率来看，2015~2017 年，由于炼油和贸易行业低毛利率的特征，公司整体营业毛利率分别为 6.90%、7.75%和 7.66%，呈波动上升趋势。具体来看，受益于公司对石化板块产品结构不断调整等因素，公司石化板块毛利率持续增长，三年分别为 7.30%、8.38%和 9.07%，是公司利润主要贡献来源；油价波动对公司油品贸易板块毛利率有一定影响，但下游稳定的零售渠道保证了该业务的毛利率水平，三年油品贸易板块毛利率分别为 5.64%、5.15%和 5.36%。运输、地产物业、其他业务的毛利率较高。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 86.09 亿元，较上年同期增长 18.66%，主要系 2018 年市场行情稳定，产销两旺所致；公司综合毛利率水平为 7.21%，较上年同期下降 0.31 个百分点。

总体看，近年来，公司在石化板块的投入力度较大，营业收入规模持续增长，毛利率水平小幅波动，整体经营保持良性发展。

2. 石油化工

（1）生产情况

从生产组织方面看，公司以销定产，依据销售需求，公司采购部取得原料样品交化验室进行质量指标化验，根据指标进行工艺安排（各道加工装置和出产产品情况），按工艺测算出原料投入、产品产出情况；财务部门进行经济效益分析，根据测算结果决定是否采购及采购批量；按工艺进行投产，中间二次原料不足对外购买二次原料，保证装置加工负荷。

从产品产能²来看，公司一次加工装置包括 400 万吨/年的劣质油处理装置和 500 万吨/年渣油脱蜡装置。此外，公司还拥有延迟焦化、催化裂化、混合芳烃加氢、加氢精制和汽油改质等多套生产装置，生产设备比较齐全，装置构成较为合理；主要产品有汽油、柴油、芳烃、燃料油、蜡油、渣油、石脑油、沥青、丙烯、丙烷、石油焦等。下属华联石化的 400 万吨/年劣质油处理装置、200 万吨/年重油催化裂化装置和 160 万吨/年汽油选择性加氢装置已经于 2016 年初陆续投产，项目投产后，

² 化工行业加工产品一般呈现多样性，每个步骤出的半成品可以继续加工，也可以直接外销，因此对于每一种产品的生产能力没有明确的标准，另外不同原料所含成分不同，采用不同工艺加工路线，所产出的产品及其比重也呈现多样性。

公司炼油能力获得显著提升。2016 年公司产能大幅提升，截至 2016 年底，公司主要产品产能为：汽油 120 万吨/年；柴油 520 万吨/年；燃料油 260 万吨/年；蜡油 60 万吨/年；沥青 70 万吨/年；石油焦 90 万吨/年；液化气 40 万吨/年；丙烯 10 万吨/年，公司总产能达到 1,250 万吨/年。2017~2018 年 3 月，公司产能无变化。

从产品产量来看，近年来，公司石化产品产量随产能上升而上升。其中，汽油、柴油呈逐年上升态势，燃料油、蜡油、沥青、石油焦呈波动上升趋势，液化气以及丙烯的产量较低。产能利用率方面，由于公司产能不断增加，近年来公司产能利用率变化幅度较大，总体保持在 50%~60% 的区间；其中，2015 年，由于新装置投产时间较晚，产能未能充分释放，导致该年产能利用率较低，该年度新装置投产以后的四季度，产能利用率维持在 40% 左右；2016~2017 年，公司产能利用率变化不大。由于国内民营炼厂均需要面对原料油采购受限的困境，因此行业内民营炼厂产能利用率普遍较低，随着国家放开进口油使用权，民营炼厂产能利用率会得到明显的改善。华联石化已取得进口原油使用权，正在办理原油进口权手续。按照相关规定，公司需淘汰落后产能来换取指标。2016~2017 年，公司通过淘汰子公司华联石化常减压及重油分馏设备来进行指标申请，该部分设备属劣质油处理生产的一道工序，其产品仅供后续加工使用，并不对外出售。

表 2 2015~2018 年 3 月公司石油化工板块的产品产能和产量（单位：万吨、%）

产品	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
汽油	60	23.21	38.68	120	84.10	70.08	120	98.16	81.80	120	14.08	11.73
柴油	300	76.04	25.35	520	218.97	42.11	520	230.36	44.30	520	46.42	8.93
燃料油	180	35.12	19.51	260	196.62	75.62	260	192.65	74.10	260	48.16	18.52
蜡油	80	15.40	19.25	60	33.76	56.27	60	23.61	39.35	60	8.42	14.03
沥青	70	13.73	19.61	70	52.21	74.59	70	36.38	51.97	70	10.06	14.37
石油焦	70	13.24	18.91	90	56.15	62.39	90	54.26	60.29	90	16.68	18.53
液化气	5	1.86	37.20	40	18.16	45.40	40	14.95	37.38	40	5.02	12.55
丙烯	5	0.95	19.00	10	4.78	47.80	10	3.29	32.90	10	1.06	10.60
其他	50	16.25	32.50	80	30.17	37.71	80	20.16	25.20	80	5.98	7.48
合计	820	195.80	23.88	1,250	694.92	55.59	1,250	673.82	53.91	1,250	155.88	12.47

资料来源：公司提供

注：2018 年产能能为全年产能，产量为 1~3 月产量，产能利用率未年化。

此外，按照国务院的要求，2016 年初，山东省汽柴油标准必须升级到“国五”，省内各大炼厂已着手应对油品质量升级的考验。作为山东省内大型民营炼厂，富海集团生产的汽油和柴油已达到“国六”质量标准。

总体看，2016 年以来，公司炼油能力显著提升；公司石油化工板块主要产品生产状况稳定，但受限于原料获取能力，公司整体产能利用率较低。

（2）原材料采购

公司石油化工业务生产所需原料主要是原油、燃料油和渣油，三者适用的生产装置不同；一般情况下，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。由于对地炼企业来讲，原油属于稀缺资源，若采购的原料质量不符合自加工要求则对外出售。

从原料储备看，为保障生产的连续性，公司进行了一定量的原料储备，储备量一般控制在 3~7 天的加工使用量。

从原材料采购量来看，2016 年随着公司石化产品产能提升和国内原油进口有条件的放开导致国内原油总供给增加，公司主要原材料采购量均大幅增长；2017 年公司根据油价、油品质量、库存情况调整采购量，原油、渣油、蜡油采购量较上年小幅下降，燃料油、柴油采购量较上年小幅增长，合计采购量较上年变化不大。

从原材料采购价格来看，公司原料采购价格的决定因素为国际原油价格，在操作上公司主要根据采购区域内周边市场价格及油品质量定价。2015~2017 年，受国际油价区间震荡影响，公司原材料采购价格有所波动。

表 3 2015~2018 年 3 月公司石油化工主要原材料采购情况（单位：万元、万吨、元/吨）

项目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
原油	总价	203,620.07	572,232.81	558,767.76	181,475.26
	采购量	62.51	185.90	174.57	57.40
	采购均价	3,257.40	3,078.19	3,200.82	3,161.84
燃料油	总价	225,821.29	1,178,389.45	1,370,193.84	215,238.79
	采购量	66.60	360.27	391.86	63.68
	采购均价	3,390.71	3,270.90	3,496.65	3,380.12
渣油	总价	123,414.21	301,282.87	270,319.43	85,806.55
	采购量	45.16	105.91	87.96	28.15
	采购均价	2,733.10	2,844.71	3,073.09	3,048.19
蜡油	总价	44,441.45	135,396.30	104,334.63	18,965.20
	采购量	15.30	48.12	32.10	6.01
	采购均价	2,904.67	2,813.72	3,250.30	3,155.25
柴油	总价	24,884.37	76,661.51	96,243.25	14,012.41
	采购量	5.90	17.83	23.13	3.41
	采购均价	4,217.69	4,298.98	4,160.69	4,109.21
金额合计（万元）		622,181.39	2,263,962.94	2,399,858.91	515,498.19
数量合计（万吨）		195.47	718.03	709.62	158.65

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从采购渠道来看，公司目前主要从国内采购原材料。其中，原油和燃料油主要采购于中海油和中石化等国有企业，运输方式主要为船运和汽运；渣油采购相对分散，采购区域集中于山东省内，结算方式以现汇为主，运输方式为海运和汽运。公司所处区域邻近胜利油田，且周边有众多石化企业，原料油采购来源相对丰富，运输较为便利，区位优势明显。公司已取得进口原油使用权，目前正在申请原油进口权，申请通过以后，将会进一步提高公司原油保障。

从结算方式来看，针对中海油和中石化等企业，以国内信用证和现汇的方式结算，一般 10 天结算一次；以即期信用证结算的，提单后 29 天或 45 天付款。

从采购集中度来看，2015~2018 年 3 月公司前五大供应商采购集中度分别为 48.17%、34.84%、51.73%和 33.34%，采购集中度较高，供应商主要为中海油、中石油和中石化系统；公司前五大供应商变动较小，采购渠道稳定，但公司对中海油、中石油和中石化系统的依赖性较强，面临着一定的供应商集中风险。

表 4 2015~2018 年 3 月公司向前五大供应商采购情况（单位：万元、%）

年度	供应商名称	原材料种类	采购金额	金额占比
2015 年	中海油大榭贸易有限公司	原油	99,457.42	14.80
	中国石化股份胜利油田分公司销售事业部	原油	77,982.04	11.61
	中国石化燃料油销售有限公司山东分公司	燃料油	69,518.95	10.35
	中海油（北京）贸易有限责任公司	燃料油	41,411.98	6.16
	中国石化股份有限公司胜利油田油气销售中心	原油	35,289.52	5.25
	合计	--	323,659.91	48.17
2016 年	中石油燃料油有限责任公司	原油	283,460.62	12.52
	中海油大榭贸易有限公司	燃料油	288,676.90	12.75
	山东省石油化工有限公司	燃料油	71,018.70	3.14
	中国石油化工股份有限公司胜利油田分公司油气销售中心	原油	87,237.58	3.85
	泰州凯世通石化有限公司	燃料油	58,296.47	2.57
	合计	--	788,690.27	34.84
2017 年	中石油燃料油有限责任公司	燃料油	447,832.97	18.66
	中海油（北京）贸易有限责任公司	原油、燃料油	277,771.48	11.57
	中海油大榭贸易有限公司	原油、燃料油	195,221.22	8.13
	中国石油化工股份有限公司胜利油田分公司油气销售中心	原油	194,656.12	8.11
	东营市亚通石化有限公司	燃料油	125,900.33	5.25
	合计	--	1,241,382.12	51.73
2018 年 1~3 月	中石油燃料油有限责任公司	燃料油	52,846.75	10.25
	中海油（北京）贸易有限责任公司	原油、燃料油	47,581.42	9.23
	中海油大榭贸易有限公司	原油、燃料油	39,520.36	7.67
	中国石油化工股份有限公司胜利油田分公司油气销售中心	原油	19,401.21	3.76
	泰州凯世通石化有限公司	燃料油	12,500.35	2.42
	合计	--	171,850.09	33.34

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2016 年公司主要原材料采购量均大幅增长；，2017 年公司合计采购量较上年变化不大；2015~2017 年，受国际油价区间震荡影响，公司原材料采购价格有所波动。公司采购集中度较高，供应商主要为中海油、中石油和中石化系统，公司对中海油、中石油和中石化系统的依赖性较强，面临着一定的供应商集中风险。

（3）产品销售

公司石油化工板块的主要收入来源为汽油、柴油和燃料油；公司汽油和柴油一般供应中石化、中海油系统和加油站终端，燃料油主要供应给油品贸易商和其他地炼厂。

从销量来看，2015~2017 年，公司汽油、柴油和燃料油销量增长明显，主要系市场需求增长所致；其他各类产品销量较小，随市场情况变化略有波动。从销售价格来看，公司主要产品的销售价格取决于当期国际原油价格，近三年国际原油价格触底回升，公司汽油、柴油、燃料油销售均价均呈波动上升态势，整体变化不大。从产销率来看，受公司产量及销量变化影响，2015~2017 年，公司石油化工板块各类产品产销率均保持较高水平，大部分均维持在 90% 以上。

表 5 2015~2018 年 3 月公司石油化工主要产品销售情况（单位：万元、万吨、元/吨、%）

产品名称	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
汽油	销售金额	111,141.77	332,488.23	460,689.04	68,885.91
	销量	23.53	73.51	93.98	14.03
	均价	4,723.41	4,649.62	4,901.98	4,908.24
	产销率	101.40	87.41	95.74	99.68
柴油	销售金额	335,138.48	931,571.79	933,758.04	214,011.49
	销量	74.82	211.94	207.91	48.66
	均价	4,479.26	4,395.55	4,491.07	4,397.95
	产销率	98.40	96.79	90.26	104.83
燃料油	销售金额	124,366.43	574,965.99	663,575.44	173,972.60
	销量	33.93	174.54	178.61	47.98
	均价	3,665.38	3,494.39	3,715.30	3,625.94
	产销率	96.60	88.77	92.71	99.63
蜡油	销售金额	47,177.13	94,609.66	74,196.90	25,886.99
	销量	14.91	33.67	23.46	8.20
	均价	3,164.13	2,810.22	3,162.41	3,156.95
	产销率	96.80	99.73	99.37	97.39
沥青	销售金额	31,726.88	123,597.42	98,306.22	29,749.64
	销量	13.73	50.76	36.01	10.37
	均价	2,310.77	2,483.87	2,729.97	2,868.85
	产销率	100.00	97.22	98.98	103.08
石油焦	销售金额	12,393.24	45,245.68	53,678.12	15,638.15
	销量	13.05	54.27	54.97	15.66
	均价	949.67	937.35	976.45	998.85
	产销率	98.60	96.66	99.39	93.86
液化气	销售金额	6,268.85	48,351.64	46,384.20	14,960.84
	销量	1.86	17.33	14.09	4.73
	均价	3,370.35	3,153.64	3,290.86	3,165.85
	产销率	100.00	95.44	94.28	94.14
丙烯	销售金额	5,702.72	24,371.66	19,939.82	6,143.56
	销量	0.95	4.34	3.25	1.03
	均价	6,002.86	5,615.59	6,135.33	5,964.62
	产销率	100.00	90.79	98.78	97.17
其他	销售金额	72,498.94	111,483.54	84,254.22	19,899.99
	销量	16.07	29.60	20.08	5.19
	均价	4,511.45	3,898.63	4,195.34	3,831.03
	产销率	98.92	98.10	99.62	86.86
金额合计（万元）		746,414.43	2,286,685.61	2,434,782.00	569,149.17
数量合计（万吨）		192.85	649.96	632.37	155.85

资料来源：公司提供

注：“其他”包括芳烃和苯等产品

从结算方式来看，对于中国石化燃料油销售有限公司及长期合作的大型地炼企业，公司给予不超过 1 个月的账期，现汇结算；对于新客户或零散客户，公司全部采取现款现货的方式。

从销售区域来看，公司石油化工产品销售区域集中于华北地区，目前公司向山东、山西、河北地区客户销售额在 70% 左右，其他地区客户占比较小；运输方式全部为汽运，销售客户包括国营或地方炼油厂、大型贸易商和连锁加油站。其中，对中石化系统的产品销售由公司承担运费，其他地

炼厂、贸易商和零散加油站一般自提；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销售成本。

从客户集中度来看，2015~2018 年 3 月，公司前五名客户的销售额合计占当期销售总额的比重分为 22.43%、17.77%、23.55%和 36.76%，公司销售集中度一般，最大客户为中石油、中国石化系统，存在一定的销售集中风险。

表 6 2015~2018 年 3 月公司前五名销售客户情况（单位：万元、%）

年度	客户名称	产品种类	销售额	占比
2015 年	中国石化燃料油销售有限公司山东分公司	燃料油	73,241.98	9.81
	寿光市联盟石油化工有限公司	汽油	25,040.59	3.35
	山西煤炭运销集团和顺吕鑫煤业有限公司	柴油	24,888.80	3.33
	青岛济东硕源工贸有限公司	燃料油	23,268.38	3.12
	中石化浙江舟山石油有限公司	燃料油	21,041.05	2.82
	合计	--	167,480.80	22.43
2016 年	中国石油天然气股份有限公司东北销售分公司	汽油	105,634.73	4.62
	中国石化销售有限公司华北分公司	汽油、柴油	91,098.61	3.98
	中铁十七局集团物资有限公司	加氢柴油	52,388.97	2.29
	中油长运渤海石油化工有限公司（大连）公司	燃料油	97,699.26	4.27
	青岛美福石油化工有限公司	燃料油	59,485.10	2.60
	合计	--	406,306.67	17.77
2017 年	山东石化海益供应链（深圳）有限公司	汽油、柴油	175,028.50	7.19
	中国石油天然气股份有限公司东北销售分公司	加氢柴油	130,661.41	5.37
	山东卓庆油品有限公司	汽油、柴油	106,940.75	4.39
	中国石化燃料油销售有限公司山东分公司	燃料油	87,848.53	3.61
	万载县讯锐矿业有限公司	汽油	72,855.63	2.99
	合计	--	573,334.82	23.55
2018 年 1~3 月	山东石化海益供应链（深圳）有限公司	汽油、柴油	65,234.21	11.46
	中国石油天然气股份有限公司东北销售分公司	加氢柴油	54,210.31	9.52
	山东卓庆油品有限公司	汽油、柴油	45,213.72	7.94
	中国石化燃料油销售有限公司山东分公司	燃料油	22,105.21	3.88
	东营市恒丰化工有限公司	汽油	22,456.21	3.95
	合计	--	209,219.66	36.76

资料来源：公司提供

总体看，公司石化产品具有一定需求刚性且与下游客户建立良好的合作关系，产品销售较平稳，产销率较高；近三年国际原油价格呈现震荡偏强走势，公司汽油、柴油、燃料油销售均价整体变化不大；公司对中石化系统的销售依赖度较高，存在一定的集中风险。

3. 油品贸易

公司油品贸易业务（成品油批发）主要由公司本部承担，此外华联石化和富海能源服务连锁有限公司（以下简称“富海连锁”）也从事部分贸易业务，贸易品种主要是燃料油及成品油。

油品贸易方面，公司主要通过从上游供应商采购油品，并在此价格基础上上浮一定比例销售给

下游客户，供应商和客户主要为大型油品贸易商及地炼企业，最终由客户向供应商直接提货，公司不承担运费。其中，华联石化是在生产之余开展部分油品贸易业务，主要是将大批量原料订单超出自身加工能力之外的部分进行对外销售；富海连锁主要经营加油站和 LNG（液化天然气）站零售业务，截至 2018 年 3 月底，公司已有加油站 55 家，其中 53 家处于营业状态，加气站 10 家，已开业的有 7 家。加盟站由公司承担外观装潢费用，使用公司品牌，提供销售培训指导，按公司出厂价独立供货，加油站不得采购第三方油品。

（1）采购

供应商选择方面，在维持货源稳定的前提下，公司根据年度需求量对供应商进行比较，从而筛选出对公司最有利的供应商和供应价格。通过公开及行业相关信息，公司倾向于选择供货资源充足、供货渠道稳定的供应商。

采购量方面，2015~2017 年，公司主要贸易商品汽油、柴油和燃料油采购量随市场需求的波动而波动，其中汽油采购量波动下降，柴油采购量逐年上升，国内燃料油采购量波动上升。2016 年境外燃料油采购量小幅下降，主要系银行国际信用证结算政策收紧导致转口贸易量减少所致，2017~2018 年 3 月公司未采购境外燃料油。采购价格方面，近三年国际原油价格呈现区间震荡格局，公司经营的贸易产品中汽油、境内燃料油采购均呈波动下降态势，柴油呈逐年下降态势，整体变化幅度不大。

表 7 2015~2018 年 3 月公司主要贸易商品采购情况（单位：万元、万吨、元/吨、%）

贸易商品	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
汽油	采购金额	109,788.02	169,855.50	97,365.03	55,322.29
	采购量	22.94	38.59	20.92	12.02
	采购均价	4,785.98	4,401.54	4,654.16	4,602.52
	占采购总成本比重	13.59	19.69	12.27	19.78
柴油	采购金额	131,497.35	167,661.72	234,571.27	62,608.23
	采购量	30.07	38.71	55.82	13.85
	采购均价	4,373.09	4,331.22	4,202.28	4,520.45
	占采购总成本比重	16.28	19.44	29.51	22.38
境内燃料油	采购金额	272,238.77	219,858.38	271,948.17	85,994.34
	采购量	80.89	70.21	83.16	24.52
	采购均价	3,365.64	3,131.44	3,270.18	3,507.11
	占采购总成本比重	33.71	24.33	34.21	30.74
境外燃料油	采购金额	53,672.93	46,578.76	--	--
	采购量	16.34	15.56	--	--
	采购均价	3,285.14	2,992.97	--	--
	占采购总成本比重	6.65	5.33	--	--
芳烃	采购金额	26,941.33	68,888.79	84,585.78	32,130.91
	采购量	5.84	17.92	24.13	9.03
	采购均价	4,609.58	3,844.24	3,505.42	3,558.24
	占采购总成本比重	3.34	7.99	10.64	11.49
沥青	采购金额	72,302.21	70,598.63	46,567.89	17,647.02
	采购量	30.63	32.63	19.52	6.99
	采购均价	2,360.68	2,163.61	2,385.65	2,524.61
	占采购总成本比重	8.95	8.19	5.86	6.31
MTBE	采购金额	45,020.81	14,509.91	12,784.84	9,464.28
	采购量	10.96	3.91	3.64	2.62

	采购均价	4,107.35	3,710.97	3,512.32	3,612.32
	占采购总成本比重	5.57	1.68	1.61	3.38
其他	采购金额	96,157.09	115,508.68	46,969.47	16,575.70
	采购量	22.24	33.96	13.81	4.75
	采购均价	4,323.61	3,401.32	3,401.12	3,489.62
	占采购总成本比重	11.91	13.28	5.91	5.93
	采购金额合计（万元）	807,618.51	873,460.36	794,792.45	279,742.77
数量合计（万吨）		219.91	251.49	221.00	73.78

资料来源：公司提供

从结算方式来看，对于中石化、中海油系统公司，公司一般以国内信用证为结算方式，在签订合同时开出国内信用证、收货后按实际采购额提单日后 29 天付款；对于其他民营地炼厂和贸易商采购，公司一般支付全额预付款采购。

从供应商集中度来看，2015~2018 年 3 月，公司前五大贸易供应商的采购金额合计占当期采购总额的比重分别为 20.83%、22.09%、35.99%和 20.55%，公司贸易采购集中度一般。从供应商构成来看，摩科瑞能源有限公司作为公司境外贸易供应商，2015~2016 年合作较为稳定；公司主要国内供应商变动较大，主要系油品贸易商油品质量不稳定，无法满足公司长期需求，公司调整采购渠道与多家油品贸易商合作所致。

表 8 2015~2018 年 3 月公司向前五大贸易供应商采购情况（单位：万元、%）

年度	供应商名称	原材料种类	采购金额	金额占比
2015 年	抚宁东奥石油炼化有限公司	燃料油沥青	77,132.81	9.55
	中盐能源有限公司	柴油燃料油	40,147.74	4.97
	摩科瑞能源有限公司	境外燃料油	29,402.00	3.64
	大连富达石油化工有限公司	汽油	11,788.38	1.46
	辽宁华路特种沥青有限公司	沥青	9,792.92	1.21
	合计	--	168,263.85	20.83
2016 年	摩科瑞能源有限公司	境外燃料油	46,578.76	5.33
	山东东方宏业化工有限公司	燃料油	43,057.71	4.93
	泰州凯世通石化有限公司	柴油燃料油	45,878.33	5.25
	盘锦东旺沥青有限公司	燃料油	30,298.16	3.47
	金澳科技（湖北）化工有限公司	燃料油	27,142.25	3.11
	合计	--	192,955.21	22.09
2017 年	大连德恒石油化工有限公司	汽油柴油	63,977.86	8.05
	东营市科德化工有限公司	燃料油	60,632.23	7.63
	河北汇洋石油化工有限公司	汽油柴油	56,724.18	7.14
	利津石油化工厂有限公司	混合芳烃	52,447.20	6.60
	山东神驰化工有限公司	柴油	52,302.23	6.58
	合计	--	286,083.70	35.99
2018 年 1~3 月	大连德恒石油化工有限公司	汽油柴油	14,213.26	5.29
	东营坤林石油化工有限公司	燃料油	11,854.62	4.42
	河北汇洋石油化工有限公司	汽油柴油	10,547.62	3.93
	利津石油化工厂有限公司	混合芳烃	9,989.26	3.72
	山东神驰化工有限公司	柴油	8,548.26	3.18
	合计	--	55,153.02	20.55

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司贸易业务上游供应渠道畅通。受市场需求影响，公司贸易品采购规模变化幅度大。

（2）销售

销售量方面，受市场需求的波动影响，2015~2017 年，公司贸易销售量与贸易采购量基本一致，

其中汽油采购量波动下降，柴油采购量逐年上升，国内燃料油采购量波动上升。价格方面，近三年国际原油价格呈现区间震荡格局，公司经营的贸易产品中汽油、境内燃料油销售均呈波动下降态势，柴油呈逐年下降态势，与采购均价变化趋势一致，整体变化幅度不大。

结算方面，公司所采用的贸易结算方式主要为现款现货和货到付款，赊销方式仅限于信用较好的长期合作客户（一般为1个月以内），占比较小且期限较短。公司贸易业务回款速度较快。

表9 2015~2018年3月公司贸易板块各产品销售情况（单位：万元、吨、元/吨）

产品名称	项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月
汽油	销售金额	115,328.63	160,275.43	102,051.61	57,611.58
	销量	22.75	34.56	20.80	11.98
	均价	5,068.57	4,636.94	4,905.59	4,808.98
柴油	销售金额	136,971.98	173,951.58	243,889.59	61,029.26
	销量	29.85	38.02	55.36	13.01
	均价	4,588.31	4,575.27	4,405.52	4,690.95
境内燃料油	销售金额	289,406.05	230,365.02	282,871.58	84,419.30
	销量	81.42	68.86	81.83	23.02
	均价	3,554.48	3,345.62	3,456.82	3,666.72
境外燃料油	销售金额	56,673.80	49,192.65	--	--
	销量	16.33	15.56	--	--
	均价	3,470.53	3,161.48	--	--
芳烃	销售金额	27,379.47	72,048.10	84,867.55	33,410.16
	销量	5.61	17.92	23.01	9.01
	均价	4,880.48	4,020.32	3,688.29	3,708.12
沥青	销售金额	76,004.59	74,353.53	47,598.99	17,725.04
	销量	30.71	32.66	19.00	6.82
	均价	2,474.91	2,276.86	2,505.21	2,598.98
MTBE	销售金额	46,928.53	15,497.25	13,327.24	9,588.21
	销量	10.78	4.05	3.60	2.59
	均价	4,353.30	3,826.86	3,702.01	3,702.01
其他	销售金额	102,244.93	122,526.57	48,314.33	16,525.59
	销量	22.49	33.81	13.64	4.57
	均价	4,546.24	3,624.12	3,542.11	3,616.10
金额合计（万元）		850,937.98	898,210.12	822,920.89	280,309.14
数量合计（万吨）		219.95	245.44	217.24	71.00

资料来源：公司提供

注：“其他”包括石油苯、石油焦、混合三甲苯、异辛烷、甲基叔丁基醚等。

客户集中度方面，2015~2018年3月，公司油品贸易前五大客户销售金额占总销售金额的比重分别为12.62%、16.96%、29.43%和22.85%。公司客户中，和润（香港）贸易有限公司作为公司境外贸易的客户，2015~2016年合作较为稳定；国内客户较为分散，客户集中度变化较大，易受单一客户影响。

表10 2015~2018年3月公司前五大贸易客户销售情况（单位：万元、%）

年度	客户名称	种类	销售金额	占比
2015年	和润（香港）贸易有限公司	境外燃料油	29,402.05	3.46

	驻马店市海程商贸有限公司	汽油	20,100.56	2.36
	成都鑫信昌石化产品有限公司	柴油	20,088.69	2.36
	东营市胜坨燃油有限公司	燃料油	19,001.60	2.23
	大连长兴誉信商贸有限公司	燃料油	18,790.19	2.21
	合计	--	107,383.09	12.62
2016 年	江苏富仓燃油发展有限公司	燃料油	49,273.59	5.49
	和润（香港）贸易有限公司	境外燃料油	49,191.65	5.48
	泰州金龙燃料有限公司	汽油	40,058.27	4.46
	成都鑫信昌石化产品有限公司	柴油	32,178.90	3.58
	沧州启源石油化工有限公司	燃料油	30,887.76	3.44
	合计	--	152,316.58	16.96
2017 年	东营市国鑫化工有限责任公司	汽油柴油	53,976.99	6.56
	山东万通石油化工有限公司	燃料油	53,626.14	6.52
	东营顺聚石油化工有限公司	汽油柴油	48,874.82	5.94
	东营市博亚石油科技有限公司	原料油	45,904.95	5.58
	寿光市联盟石油化工有限公司	汽油柴油	39,767.97	4.83
	合计	--	242,150.87	29.43
2018 年 1~3 月	东营市国鑫化工有限责任公司	汽油柴油	15,254.61	5.44
	山东万通石油化工有限公司	燃料油	14,875.62	5.31
	东营顺聚石油化工有限公司	汽油柴油	13,541.23	4.83
	石家庄常青成品油销售有限公司	原料油	10,584.62	3.78
	寿光市联盟石油化工有限公司	汽油柴油	9,786.65	3.49
	合计	--	64,042.73	22.85

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司油品贸易品种以汽油、柴油和燃料油为主；贸易产品销售均价、销售量与采购均价、采购量变化趋势一致，整体变化幅度不大。公司销售账期较短，有利于资金回流；下游客户集中度一般。

4. 炼焦

公司炼焦业务主要由菏泽富海能源发展有限公司（以下简称“富海能源”）承担，富海能源成立于 2009 年 8 月，位于菏泽市鄄城县随官屯炼焦业园区内，依托于菏泽较为丰富的煤炭资源，主要生产焦炭、煤油、苯类、硫酸铵和煤气等。2015 年 12 月富海能源股权投资全部对外转让。

总体看，公司炼焦业务已剥离出合并范围。

5. 地产业务

公司房地产业务经营主体为东营富海房地产开发有限公司，东营富海房地产开发有限公司成立于 2002 年 1 月 24 日，拥有 4 个控股公司，1 个参股公司，并具有房地产开发贰级资质，公司先后成功开发了 18 个项目，其中完工项目 11 个，在建项目 5 个，拟建项目 2 个。公司现有的储备土地为：西湖印象四期，占地面积 18600 平米；合作开发的金辰富海广场西区地块 46300 平米。

2015~2018 年 3 月，公司房地产板块分别确认营业收入 7.08 亿元、5.87 亿元、6.57 亿元和 0.62 亿元，占公司的营业收入分别为 3.93%、1.80%、1.97%和 0.72%，对公司总收入的影响较小。

总体看，房地产业务对公司总收入的影响较小。

6. 经营效率

2015~2017 年，公司应收账款周转次数分别为 32.28 次、63.26 次和 63.42 次，逐年上升，主要系公司收入规模大幅增长、应收账款波动较小所致；存货周转次数分别为 6.21 次、8.00 次和 5.68 次，2016 年大幅上升主要系当年存货规模大幅增长所致；总资产周转次数分别为 1.28 次、1.98 次和 1.78 次，2016 年大幅上升主要系当年营业收入增幅明显高于资产规模增幅所致。

总体看，公司整体经营效率较高。

7. 在建项目

截至 2017 年底，公司主要在建项目为联合加氢裂化、15 万吨/年烷基化装置等，公司主要在建项目计划总投资 274,894.19 万元，截至 2017 年底已投入 27,199.04 万元，2018 年计划投资 122,112.50 万元，2019 年计划投资 123,509.28 万元，公司面临一定的外部融资需求。

表 11 截至 2017 年底公司主要在建项目情况（单位：万元、%）

项目名称	预算数	工程进度	截至 2017 年底累计投资金额	2018 年计划投资金额	2019 年计划投资金额
华联 100 万吨/年汽油加氢改造	8,025.00	90.00	6,881.57	802.50	--
华联污水池改造	6,139.00	99.00	5,550.16	70.00	--
联合加氢裂化	247,031.18	3.37	8,321.90	115,200.00	123,509.28
15 万吨/年烷基化装置	12,075.38	50.00	4,852.30	6,000.00	--
联合石化技术改造项目	1,623.63	90.00	1,593.11	40.00	--
合计	274,894.19	--	27,199.04	122,112.50	123,509.28

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司主要在建项目为联合加氢裂化，公司面临一定程度的外部融资需求。

8. 重大事项

2017 年 5 月 5 日，齐鲁交通服务开发有限公司（以下简称“齐鲁交通”）与联合石化及其股东签订增资协议书，齐鲁交通对联合石化增资 12.49 亿元，其中 10 亿元计入注册资本，余额部分计入资本公积。2017 年 5 月 17 日，联合石化完成工商变更登记，注册资本变更为 25 亿元；当月齐鲁交通服务开发有限公司增资 2.5 亿元，其中实收资本 2 亿元；2017 年 11 月，公司子公司华联石化将对联合石化投资 9.4 亿元转让给公司，2018 年 2 月，联合石化召开临时股东会，齐鲁交通放弃对联合石化已认缴未实际出资的 8 亿元股权，富海集团承担出资；截止目前，联合石化实收资本 17 亿元，其中公司持股比例为 55.29%。截至 2018 年 3 月底，公司仍拥有对联合石化的控制权，联合石化的资本实力有所增强。

截至 2018 年 3 月底，联合石化拥有一次产能 500 万吨（联合石化渣油脱蜡产能原为 420 万吨/年，经评估确认变更为 500 万吨/年），综合产能 880 万吨。主要装置包括 500 万吨/年渣油脱蜡装置、230 万吨/年延迟焦化装置和 150 万吨/年混合芳烃加氢装置。截至 2017 年底，联合石化总资产为 68.86 亿元，净资产 28.03 亿元，营业收入 124.25 亿元，净利润 6.02 亿元，分别占富海集团合并报表数的 34.95%、30.54%、37.22%和 43.81%。

总体看，联合石化作为公司的重要子公司，齐鲁交通、富海集团对其增资后，联合石化的资本实力有所增强，截至 2018 年 3 月底，公司仍拥有对联合石化的控制权。

9. 经营关注

(1) 公司的盈利能力与经济景气度有着较为明显的相关性,其所涉及的石油化工等行业与宏观经济环境存在正相关性,国家经济发展水平及未来发展趋势会对公司石油化工项目的前景产生影响。

(2) 公司对中石化系统和中海油系统的依赖程度较大,是公司主要的原材料采购来源和产品销售渠道,有一定的集中采购和销售的风险。同时,公司受原料制约导致产能利用率较低。

(3) 随着原油进口、使用权等资质的放开,相关资质的获取与否将显著影响公司竞争力。截至2018年3月底,公司仍未取得原油进口权资质,公司原材料采购需经过贸易商、中石化等中间环节,增加了采购成本,延长了采购期限,增加了价格波动风险。此外,目前银行业金融机构已经关注到原油进口、使用资质的重要性,部分银行已将其作为授信的重要条件。

10. 未来发展

公司产业发展目标为做大做强石化产业,完善炼化产业配套化建设,降低生产成本;提升产品质量,注重品牌建设,继续发展终端销售网络,优化健全物流配送和储运配套服务业务;减少燃料性产品项目投资,寻求合作伙伴,引进先进化工生产项目,向工用和民用生产转型,发展高端产品提高产品附加值,注重安全环保建设,实现绿色安全发展。逐步缩减并退出地产行业。

为实现上述发展目标,未来三年,公司将围绕节能降耗、产品质量提升、品牌建设、拓展销售网络为主线,进一步提升企业价值。一是按照山东省发改委发布的《山东省能源中长期发展规划》要求,响应落实其提出的省内原油输送网络建设规划蓝图,加快实施东营港-河口输油管线(属于上述规划一部分)和孤岛原油库-联合石化原油管线建设,项目建成后与传统汽运比较将大幅降低运输成本,每年带来2.5亿元经济效益。二是提前规划未来产品质量提升、安全、环保项目,实现绿色、安全良性发展,在应对未来产品质量升级方面加快15万吨/年混合碳四综合利用项目建设;对强化企业安全环保方面加快10万吨/年硫酸项目建设及污水回用项目建设。三是加大销售网络拓展力度。富海能源服务连锁有限公司是为完善成品油销售而设立的公司,公司的设立将自有炼化产品直接推送到消费客户面前,延伸了产业链条,另外开辟LNG(液化天然气)新能源产业渠道,未来三年,进一步加快销售网络铺设,争取实现自有渠道销售产品达到60%,实现批发到零售中的大幅差价利润,进一步提升企业盈利发展能力。四是引进有实力有技术的战略合作伙伴,推动联合石化产业延伸,以现有炼化半成品为原料进一步生产工用和民用化工产品原料,推动产业转型。联合评级也将持续关注联合石化后续发展。

总体看,公司发展目标明确,符合国家发展要求,未来产品具备市场竞争力;联合评级也将持续关注联合石化后续发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2015~2017年财务报告经中兴财光华会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并出具了标准无保留审计意见,公司提供的2018年1~3月财务报表未经审计。公司执行财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》及其后续规定和解释。2016年公司合并报表范围新增5户,分别是临沂天燃燃气工程有限公司、东营富运新能源有限公司、东营富海联合物流有限公司、山东富海荣盛国际贸易有限公司、四川富海金盛能源有限公司;减少2户,分别是东营和润担保有限公司和德州富海清洁能源有限公司。2017年公司合并报表范围新增10户。截止2017年底,纳入合并范围的

子公司共 55 户。考虑到新纳入合并范围的公司规模相对较小，且主营业务未发生变化，公司财务数据可比性尚可。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 197.02 亿元，负债合计 105.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 91.77 亿元，归属于母公司的所有者权益 75.06 亿元。2017 年，公司实现营业收入 333.80 亿元，净利润（含少数股东损益）13.74 亿元，归属于母公司所有者的净利润 10.95 亿元；经营活动产生的现金流量净额-9.01 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.55 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 193.54 亿元，负债合计 99.57 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 93.97 亿元，归属于母公司的所有者权益 76.81 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 86.09 亿元，净利润（含少数股东损益）2.20 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.74 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.84 亿元。

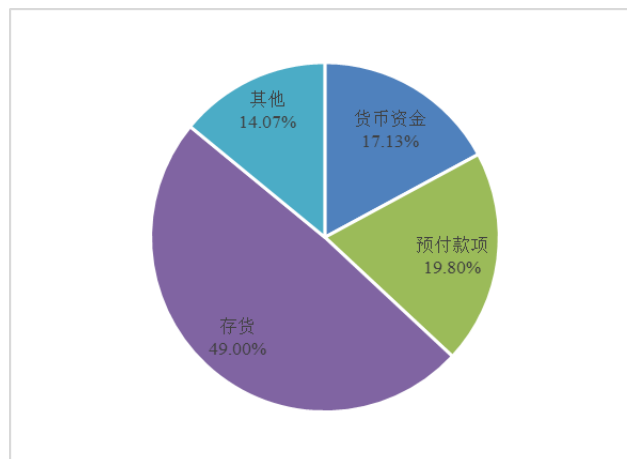
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模呈逐年增长态势，年均复合增长 14.64%，主要系非流动资产增长所致。截至 2017 年底，公司资产合计 197.02 亿元，较年初大幅增长 10.15%；其中，流动资产 119.46 亿元（占 60.63%），非流动资产 77.56 亿元（占 39.37%），资产结构以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长 19.61%，主要系存货大幅增加所致。截至 2017 年底，公司流动资产合计 119.46 亿元，较年初增长 11.18%；流动资产主要由货币资金（占 17.13%）、预付款项（占 19.80%）和存货（占 49.00%）构成。

图 3 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金呈波动减少态势，年均复合减少 4.76%。截至 2016 年底，公司货币资金账面价值为 24.54 亿元，较年初增长 8.76%，主要系处置子公司及其他营业单位收到的现金增加所致。截至 2017 年底，公司货币资金账面价值为 20.46 亿元，较年初大幅减少 16.60%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。公司货币资金主要由银行存款（占 48.23%）和其他货币资金（占 51.75%）构成。其中，其他货币资金主要为保证金，受限资金占货币资金比例为 17.65%，受限资金占比一般。

2015~2017 年，公司预付款项呈逐年增长态势，年均复合增长 31.38%。截至 2016 年底，公司预付款项账面价值为 15.17 亿元，较年初大幅增长 10.70%，主要系 16 年华联南厂新上劣质油设备，产

销量增加，购买原材料比年初增加所致。截至 2017 年底，公司预付款项账面价值为 23.65 亿元，较年初大幅增长 55.93%，主要系冬季天气恶化，货船无法靠岸，为保证安全生产增加订货量预付款所致。从账龄分布来看，公司预付账款账龄在 1 年以内的占 90.23%。截至 2017 年底，公司预付账款余额前 5 名合计 15.18 亿元，占预付账款总额比例的 64.18%。

表 12 截至 2017 年底公司预付款项前五名情况（单位：万元，%）

单位名称	与本公司关系	金额	账龄	占预付款项总额的比例
中石油燃料油有限责任公司	供应商	63,941.55	1 年以内	27.03
青岛盖达石化有限公司	供应商	28,842.62	1 年以内	12.19
上海启益能源科技有限公司	供应商	28,237.95	1 年以内	11.94
中海油（北京）贸易有限责任公司	供应商	26,300.00	1 年以内	11.12
山东汇东新能源有限公司	供应商	4,483.92	1 年以内	1.90
合计	--	151,806.05	--	64.18

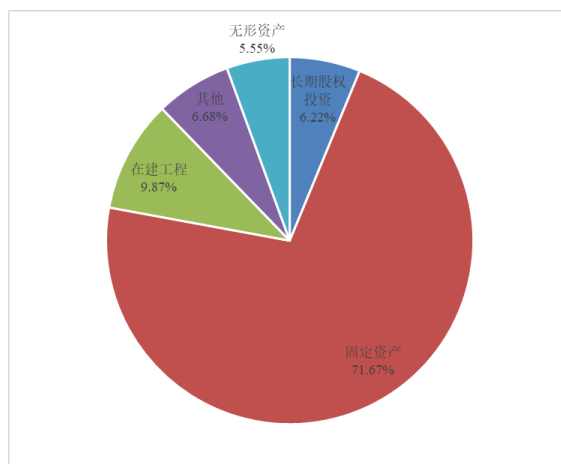
资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货呈逐年增长态势，年均复合增长 49.95%。截至 2016 年底，公司存货账面价值为 48.95 亿元，较年初大幅增长 88.01%，主要系联合石化和华联石化项目建成相继投产增加存货所致。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 58.54 亿元，较年初大幅增长 19.60%，主要系石化原料和产品价格增长，临近年底天气原因增加存货储备，地产公司项目投资增加所致。截至 2017 年底，公司存货主要由原材料（占 36.92%）、库存商品（占 38.25%）和在产品（占 24.75%）组成。截至 2017 年底，公司存货计提跌价准备 150.32 万元，计提比例低，考虑到油价波动较大，公司存货仍存在跌价风险。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长 8.07%，主要系固定资产投入较大所致。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 77.56 亿元，较年初增长 8.60%；非流动资产主要由长期股权投资（占 6.22%）、固定资产（占 71.67%）、在建工程（占 9.87%）和无形资产（占 5.55%）构成。

图 4 截至 2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司长期股权投资呈逐年增长态势，年均复合增长 78.84%。截至 2016 年底，公司长期股权投资账面价值为 4.22 亿元，较年初大幅增长 179.87%，主要系新投资临沂中裕燃气有限

公司和临沂中石油昆仑天然气输配有限公司所致。截至 2017 年底，公司长期股权投资账面价值为 4.82 亿元，较年初大幅增长 14.28%，主要系新投资东营众投创富置业有限公司所致。

2015~2017 年，公司固定资产呈波动增长态势，年均复合增长 15.25%。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 56.46 亿元，较年初大幅增长 34.91%，主要系在建工程转入固定资产所致。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 55.59 亿元，较年初减少 1.55%，主要系固定资产计提折旧和处置报废机器设备所致。主要由房屋及建筑物（占 23.29%）和机器设备（占 74.61%）构成。截至 2017 年底，公司固定资产累计折旧为 20.62 亿元。公司固定资产成新率为 72.94%，固定资产成新率一般。公司未对固定资产计提减值准备。

2015~2017 年，公司在建工程呈波动减少态势，年均复合减少 31.01%。截至 2016 年底，公司在建工程账面价值为 3.98 亿元，较年初大幅减少 75.24%，主要系华联石化在建工程完工转入固定资产所致。截至 2017 年底，公司在建工程账面价值为 7.65 亿元，较年初大幅增长 92.22%，主要系华联 100 万吨/年汽油加氢改造、华联污水池改造等项目投入资金大幅增加所致。

2015~2017 年，公司无形资产呈波动增长态势，年均复合增长 3.80%。截至 2017 年底，公司无形资产账面价值为 4.31 亿元，较年初增长 8.32%，主要系购置土地使用权以及新合并的企业增加无形资产所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 99.21%）构成，公司未对无形资产计提减值准备。截至 2017 年底，公司无形资产累计摊销 0.57 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产合计 193.54 亿元，较年初减少 1.77%，主要系流动资产减少所致。其中，流动资产占 60.96%，非流动资产占 39.04%，较年初变化不大。

总体看，近年来，公司资产中以货币资金、预付款项和存货为主的流动资产占比较大，存货存在一定的跌价风险，但流通性较好；公司非流动资产以固定资产和在建工程为主；整体看，公司资产质量较高。

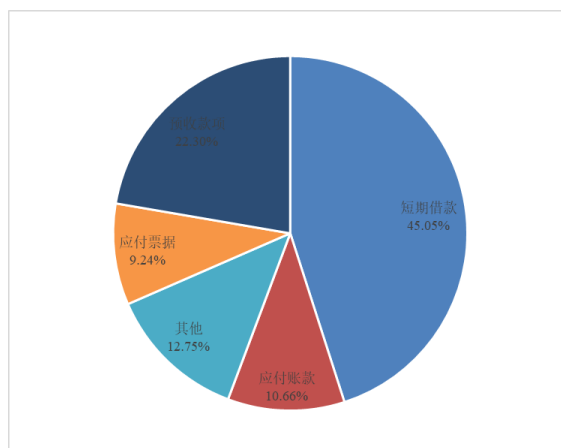
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，公司负债规模呈逐年增长态势，年均复合增长 8.21%，主要系流动负债增加所致。截至 2017 年底，公司负债规模合计 105.25 亿元，较年初增长 1.65%，其中流动负债 99.16 亿元（占 94.22%），非流动负债 6.09 亿元（占 5.78%），负债结构以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 7.17%，主要系短期借款和预收账款增加所致。截至 2017 年底，公司流动负债合计 99.16 亿元，较年初增长 5.88%；流动负债主要由短期借款（占 45.05%）、应付票据（占 9.24%）和应付账款（占 10.66%）及预收款项（占 22.30%）构成。

图 5 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款呈波动增长态势，年均复合增长 23.27%。截至 2016 年底，公司短期借款账面价值为 28.92 亿元，较年初减少 1.63%。截至 2017 年底，公司短期借款账面价值为 44.67 亿元，较年初大幅增长 54.49%，主要系调整融资结构，减少贸易融资，短期借款增加所致。

2015~2017 年，公司应付票据呈波动减少态势，年均复合减少 47.35%。截至 2016 年底，公司应付票据账面价值为 37.11 亿元，较年初大幅增长 12.24%，主要系生产存货增加，贸易融资使用量增加所致。截至 2017 年底，公司应付票据账面价值为 9.17 亿元，较年初大幅减少 75.30%，主要系随着工程建设的结束，票据付款减少，现汇付款增加，导致应付票据减少，短期借款增加。

2015~2017 年，公司应付账款呈波动增长态势，年均复合增长 11.48%，公司应付账款主要系原料采购款和工程款挂账。截至 2016 年底，公司应付账款账面价值为 8.48 亿元，较年初减少 0.33%。截至 2017 年底，公司应付账款账面价值为 10.58 亿元，较年初大幅增长 24.69%，主要系增加存货储备除购额大幅增加所致。

2015~2017 年，公司预收款项呈逐年增长态势，年均复合增长 60.29%。截至 2016 年底，公司预收款项账面价值为 12.80 亿元，较年初大幅增长 48.76%，主要系预收货款大幅增加所致。截至 2017 年底，公司预收款项账面价值为 22.11 亿元，较年初大幅增长 72.71%，主要系预收房款大幅增加所致。

2015~2017 年，公司非流动负债呈波动增长态势，年均复合增长 31.21%，主要系长期借款大幅增加所致。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 6.09 亿元，较年初大幅减少 38.42%；非流动负债主要由长期借款 5.45 亿元（占 72.28%）、长期应付款为 1.27 亿元（占 27.72%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款呈逐年增长态势，年均复合增长 109.76%。截至 2016 年底，公司长期借款账面价值为 2.80 亿元，较年初大幅增长 180.00%，主要系抵押借款大幅增加所致。截至 2017 年底，公司长期借款账面价值为 4.40 亿元，较年初大幅增长 57.14%，主要系保证借款大幅增加所致。从还款期限来看，1~2 年的占 13.76%，2~3 年的占 64.22%，3 年以上的占 22.02%，公司于 2020 年存在一定的集中偿付压力。

2015~2017 年，公司长期应付款呈波动减少态势，年均复合减少 18.43%。截至 2016 年底，公司长期应付款账面价值为 7.09 亿元，较年初大幅增长 179.39%，主要系固定资产售后回租应付款增加所致。截至 2017 年底，公司长期应付款账面价值为 1.69 亿元，较年初大幅减少 76.19%，主要系固定资产售后回租应付款减少所致。

从债务规模情况来看，2015~2017 年，公司全部债务呈波动减少态势，年均复合减少 1.20%。截

至 2017 年底，公司全部债务为 64.41 亿元，较年初下降 16.25%，主要系短期债务减少所致；其中短期债务和长期债务分别占比 90.55% 和 9.45%，以短期债务为主，债务结构有待调整。2015~2017 年，公司资产负债率分别为 59.96%、57.89% 和 53.42%；公司全部债务资本化比率分别为 52.37%、50.52% 和 41.24%；公司长期债务资本化比率分别 5.56%、11.60% 和 6.22%，公司整体债务水平处于合理水平。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 99.57 亿元，较年初下降 5.39%，负债结构较年初变化不大，公司长、短期债务结构有待改善。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 69.77 亿元，较年初增长 8.31%。其中，公司短期债务为 63.05 亿元（占 90.37%），较年初增长 8.10%；公司长期债务为 6.72 亿元（占 9.63%），较年初增长 10.40%。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 51.45%、42.16% 和 6.67%，负债率较年初有所下降，但有息债务增加，债务负担略有加重。

总体看，近年来，公司负债规模逐年增长，以流动负债为主，负债率有所下降，债务结构有待优化，整体债务负担较重。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益呈逐年增长态势，年均复合增长 23.65%，主要系未分配利润增加所致。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 91.77 亿元，较年初大幅增长 21.83%，其中归属于母公司的所有者权益占 81.79%。归属于母公司的所有者权益主要由股本占比 6.93%，资本公积占比 4.71%，未分配利润占比 84.71% 构成；未分配利润占比高，权益稳定性较低。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 93.97 亿元，较年初增长 2.39%，其中归属于母公司的所有者权益占 81.74%，较年初变化不大。

总体看，近年来，公司所有者权益持续增长，未分配利润占比较高，权益结构稳定性有待提升。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入分别为 180.18 亿元、325.47 亿元、333.80 亿元，逐年增长，年均复合增长 36.11%，主要系公司石化产品产能提高带来收入规模大幅增长。公司营业成本持续增长，年均复合增长 35.04%，增速低于营业收入增长速度；公司营业利润分别为 6.48 亿元、16.65 亿元和 17.55 亿元，年均复合增长 64.54%；公司净利润分别为 5.23 亿元、13.28 亿元和 13.74 亿元；公司归属于母公司的净利润分别为 5.08 亿元、11.47 亿元和 10.95 亿元。

2015~2017 年，公司期间费用呈逐年增长态势，年均复合增长 15.26%。2015~2017 年，公司销售费用呈波动增长态势，年均复合增长 32.62%。2016 年，公司销售费用为 1.72 亿元，较上年大幅增长 132.34%，主要系销量增长导致运费增加所致。2017 年，公司销售费用为 1.30 亿元，较上年大幅减少 24.30%，主要系客户提货销售增加，送货销售减少运费降低所致。2015~2017 年，公司管理费用呈波动减少态势，年均复合减少 0.28%。2016 年，公司管理费用为 1.24 亿元，较上年大幅减少 39.87%，主要系长期待摊费用摊销减少所致。2017 年，公司管理费用为 2.06 亿元，较上年大幅增长 65.39%，主要系联合石化停工检修费用计入管理费用增加所致。2015~2017 年，公司财务费用呈逐年增长态势，年均复合增长 26.89%。2016 年，公司财务费用为 2.01 亿元，较上年大幅增长 51.63%，主要系利息支出大幅增加所致。2017 年，公司财务费用为 2.14 亿元，较上年增长 6.18%，主要系利息支出增加所致。2015~2017 年，公司费用收入比分别为 2.29%、1.53% 和 1.65%，呈波动下降态势，公司费用控制能力强。

2015~2017 年，公司所取得的投资净收益分别为 -0.25 亿元、0.18 亿元和 0.42 亿元。2015 年为投

资损失状态，对公司营业利润规模形成侵蚀。2015~2017 年，公司投资收益占营业利润的比重分别为 -3.85%、1.07% 和 2.40%。

公司营业外收入主要为地方政府给予的土地补贴以及投资成本小于被投资单位可辨认净资产公允价值份额的差额所确认的营业外收入，均为一次性收入，可持续性差，2015~2017 年，公司营业外收入分别为 0.75 亿元、0.74 亿元、0.26 亿元（政府补助 0.69 亿元计入其他收益），呈逐年减少态势，年均复合减少 41.42%。近三年，营业外收入占公司利润总额的比率为 10.46%、4.28% 和 1.48%，对公司利润总额的贡献逐年减弱。

从盈利指标来看，近三年，受营业利润增长的影响，公司营业利润率分别为 6.06%、6.62% 和 6.61%；受利润上升且债务下降影响，总资本收益率分别为 5.64%、10.78% 和 10.38%；总资产报酬率分别为 5.91%、11.58% 和 10.47%；受净利润上升，且所有者权益增速降低影响，净资产收益率波动上升，分别为 9.00%、19.63% 和 16.45%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 86.09 亿元，较上年同期增长 18.66%，主要系 2018 年市场行情稳定，产销两旺所致；公司综合毛利率水平为 7.21%，较上年同期下降 0.31 个百分点，主要系原油和成品油价格同步增长，毛利略有降低。

总体看，近年来，公司收入规模波动增长，期间费用控制能力较强，整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动来看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入小计呈逐年增长态势，年均复合增长 41.31%。2016 年，公司经营活动现金流入小计为 388.77 亿元，同比大幅增长 89.92%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。2017 年，公司经营活动现金流入小计为 408.72 亿元，同比增长 5.13%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。2015~2017 年，公司经营活动现金流出小计呈逐年增长态势，年均复合增长 46.27%。2016 年，公司经营活动现金流出小计为 385.22 亿元，同比大幅增长 97.30%，主要系采购和加工量增加导致现金支出增加所致。2017 年，公司经营活动现金流出小计为 417.73 亿元，同比增长 8.44%，主要系存货储备和预付款增加及偿还以前年度票据所致。综上影响，2015~2017 年，公司经营活动现金净额分别为 9.45 亿元、3.55 亿元和 -9.01 亿元。2015~2017 年，公司现金收入比率分别为 112.98%、118.16% 和 120.74%，呈逐年上升态势，公司收入实现质量高。

从投资活动来看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入小计呈波动增长态势，年均复合增长 184.45%。2016 年，公司投资活动现金流入小计为 4.00 亿元，同比大幅增长 2,480.31%，主要系处置子公司及其他营业单位收到的现金净额大幅增加以及外部单位偿还借款收到的现金大幅增加所致。2017 年，公司投资活动现金流入小计为 1.25 亿元，同比大幅减少 68.64%，主要系处置子公司及其他营业单位收到的现金净额减少所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流出小计呈逐年减少态势，年均复合减少 27.68%。2016 年，公司投资活动现金流出小计为 9.64 亿元，同比大幅减少 29.55%，主要系处置子公司支付的现金减少所致。2017 年，公司投资活动现金流出小计为 7.15 亿元，同比大幅减少 25.76%，主要系支付外部单位借款大幅减少所致。综上影响，2015~2017 年，公司投资活动现金净额分别为 -13.52 亿元、-5.64 亿元和 -5.90 亿元，呈波动减少态势。

从筹资活动来看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入小计呈波动增长态势，年均复合增长 11.04%。2016 年，公司筹资活动现金流入小计为 58.93 亿元，同比大幅减少 11.71%，主要系取得借款收到的现金减少所致。2017 年，公司筹资活动现金流入小计为 82.28 亿元，同比大幅增长 39.64%，主要系取得借款收到的现金大幅增加所致。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出小计呈逐年增长

态势，年均复合增长 11.35%。2016 年，公司筹资活动现金流出小计为 56.86 亿元，同比增长 5.49%，主要系分配股利、利润或偿付利息支付的现金以及支付银行承兑汇票保证金增加所致。2017 年，公司筹资活动现金流出小计为 66.83 亿元，同比大幅增长 17.54%，主要系偿还债务支付的现金大幅增加所致。综上影响，2015~2017 年，公司筹资活动现金净额分别为 12.84 亿元、2.07 亿元和 15.45 亿元，呈波动增长态势。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金净额为 8.74 亿元，投资活动现金净额为-1.70 亿元，筹资活动现金净额为-2.19 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流由净流入转变为净流出，公司收入实现质量较好；公司投资活动现金流仍无法满足其持续增长的投资支出，公司存在较大融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 0.97 倍、1.15 倍和 1.20 倍，呈逐年上升态势，主要系资产上升、流动负债增幅较小所致。2015~2017 年，公司速动比率分别为 0.67 倍、0.62 倍和 0.61 倍，呈逐年下降态势，主要系存货增幅较大所致。2015~2017 年，公司现金短期债务比分别为 0.37 倍、0.37 倍和 0.41 倍，呈逐年上升态势，现金类资产对短期债务的覆盖能力一般；经营现金流动负债比率分别为 10.95%、3.79%和-9.08%，现金类资产对短期债务的保障能力一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 11.10 亿元、23.22 亿元和 24.56 亿元，呈逐年上升态势，年均复合增长 48.76%。2017 年，公司 EBITDA 主要由利润总额占 70.87%，计入财务费用的利息支出占 9.22%，折旧占 18.25%，以及摊销占 1.67%构成。2015~2017 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.17 倍、0.30 倍和 0.38 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较强。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 9.49 倍、13.52 倍和 10.85 倍，EBITDA 对利息的保障程度强。

截至 2018 年 3 月底，公司获得综合授信总额 101.26 亿元，已使用授信额度 56.84 亿元，未使用授信额度 44.42 亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（信用机构代码：G1037050300047690C），截至 2018 年 5 月 16 日，公司无未结清的不良信贷信息记录；已结清贷款中有 1 笔关注类贷款，为流动资金贷款，金额 0.17 亿元，逾期时间为一天，逾期原因为银行系统出错；1 笔欠息，金额为 1.17 万元；1 笔票据贴现，金额为 100.00 万元。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保共计 28.16 亿元，被担保方集中于能源石化行业，受经济周期影响较大。其中，截至 2017 年 12 月 31 日，山东万通石油化工集团有限公司净资产 73.82 亿元，净利润 6.45 亿元；山东天弘化学有限公司的净资产 50.55 亿元，净利润 13.93 亿元；山东海科化工集团有限公司的净资产 52.42 亿元，净利润 8.85 亿元；山东垦利石化集团有限公司的净资产 66.21 亿元，净利润 7.33 亿元。公司担保规模较大且集中在一个行业，存在一定的或有负债风险。

表 13 截至 2017 年底富海集团对外担保明细（单位：万元）

序号	被担保单位	贷款金额	担保到期日	是否有反担保
1	山东万通石油化工集团有限公司	75,800.00	2021/5/24	互保
2	山东天弘化学有限公司	80,000.00	2021/4/1	互保
3	山东垦利石化集团有限公司	14,997.50	2018/9/27	互保

4	山东海科化工集团有限公司	56,800.00	2018/12/29	互保
5	东营泰舜石油化工有限公司	5,000.00	2018/10/21	无担保
6	伟浩建设集团有限公司	9,000.00	2018/6/30	无担保
7	东营市伟浩建材有限责任公司	30,000.00	2018/6/30	无担保
8	东辰控股集团有限公司	10,000.00	2018/7/25	无担保
合计		281,597.50	--	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

总体看，公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力指标较好，同时考虑到公司在经营规模、销售渠道、盈利能力以及资产流动性等方面的优势，其整体偿债能力很强。

八、本次（期）公司债券偿债能力分析

1. 本次（期）公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年 3 月底，公司债务总额为 68.50 亿元，本次拟发行债券规模为 20 亿元，相对于目前公司负债规模，本次债券发行额度对公司负债水平的影响较大。

截至 2018 年 3 月底，本期拟发行债券规模为 5 亿元，相对于目前公司负债规模，本期债券发行额度对公司负债水平的影响一般。

以 2018 年 3 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 20 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别 22.14%、48.86% 和 56.00%，分别较发债前上升了 15.47 个百分点、6.25 个百分点和 4.55 个百分点，债务负担有所加重，但尚属可控。考虑到本次债券募集资金中部分将用于偿还公司各项债务，本次债券的发行对公司整体偿债负担的影响将低于上述预测值。

以 2018 年 3 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 5 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别 11.09%、44.31% 和 52.67%，分别较发债前上升了 4.42 个百分点、1.70 个百分点和 1.22 个百分点，债务负担有所加重，但尚属可控。考虑到本期债券募集资金中部分将用于偿还公司各项债务，本期债券的发行对公司整体偿债负担的影响将低于上述预测值。

2. 本次（期）债券偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 408.72 亿元，为本次债券发行额度（20 亿元）的 20.44 倍；公司 2017 年 EBITDA 为 24.56 亿元，为本次债券发行额度（20 亿元）的 1.23 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本次债券的保护程度较高。

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 408.72 亿元，为本期债券发行额度（5 亿元）的 81.74 倍；公司 2017 年 EBITDA 为 24.56 亿元，为本期债券发行额度（5 亿元）的 4.91 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券的保护程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在经营规模、销售渠道等方面的优势，联合评级认为，公司对本次（期）债券的偿还能力很强。

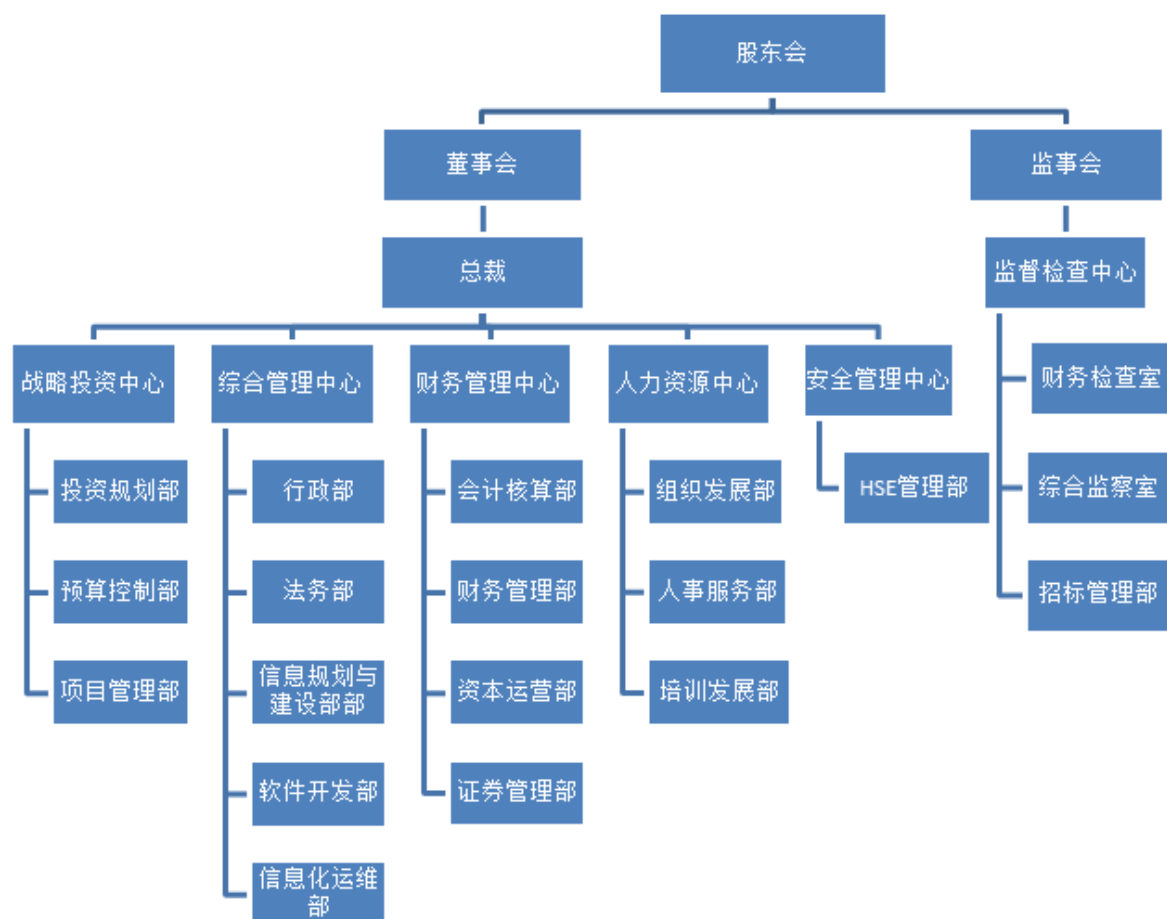
九、综合评价

公司作为山东省重要石油炼化企业之一，在地理位置优越、生产规模较大及产品销售渠道较为稳定等方面具有的竞争优势。近年来，公司收入规模较大，盈利水平保持稳定。同时，联合评级也关注到原油价格波动较大、公司整体产能利用率水平较低、原材料采购对中石油、中石化和中海油系统的依赖程度较大、短期债务规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着原油价格逐步企稳、若公司取得原油进口与使用权，公司经营规模及盈利水平有望进一步提高。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 富海集团有限公司
组织结构图



附件 2 富海集团有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额 (亿元)	149.91	178.87	197.02	193.54
所有者权益 (亿元)	60.03	75.33	91.77	93.97
短期债务 (亿元)	62.46	67.02	58.33	63.05
长期债务 (亿元)	3.54	9.89	6.09	6.72
全部债务 (亿元)	65.99	76.91	64.41	69.77
营业收入 (亿元)	180.18	325.47	333.80	86.09
净利润 (亿元)	5.23	13.28	13.74	2.20
EBITDA (亿元)	11.10	23.22	24.56	--
经营性净现金流 (亿元)	9.45	3.55	-9.01	8.74
应收账款周转次数 (次)	32.30	63.26	63.42	--
存货周转次数 (次)	6.21	8.00	5.68	--
总资产周转次数 (次)	1.28	1.98	1.78	--
现金收入比率 (%)	112.98	118.16	120.74	1.10
总资本收益率 (%)	5.64	10.78	10.38	--
总资产报酬率 (%)	5.91	11.58	10.47	--
净资产收益率 (%)	9.00	19.63	16.45	2.37
营业利润率 (%)	6.06	6.62	6.61	4.76
费用收入比 (%)	2.29	1.53	1.65	1.64
资产负债率 (%)	59.96	57.89	53.42	51.45
全部债务资本化比率 (%)	52.37	50.52	41.24	42.61
长期债务资本化比率 (%)	5.56	11.60	6.22	6.67
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.49	13.52	10.85	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.17	0.30	0.38	--
流动比率 (倍)	0.97	1.15	1.20	1.27
速动比率 (倍)	0.67	0.62	0.61	0.67
现金短期债务比 (倍)	0.37	0.37	0.41	0.45
经营现金流动负债比率 (%)	10.95	3.79	-9.08	9.41
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.55	1.16	1.23	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、公司 2018 年 1~3 月财务报表未经审计，指标未年化；3、公司长期应付款中的债务部分已计入长期债务。

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	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+融资租赁款+其他非流动负债

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

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，违约风险较高；

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。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 富海集团有限公司 面向合格投资者 2018 年公开发行公司债券（第一期） 跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年富海集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

富海集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。富海集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注富海集团有限公司的相关状况，如发现富海集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如富海集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至富海集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送富海集团有限公司、监管部门等。

