

跟 踪 评 级 公 告

联合[2013] 1556 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山东岚桥工贸集团有限公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“13岚桥CP002” A-1的信用等级。

特此公告。



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>

山东岚桥工贸集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 岚桥 CP002	3 亿元	2013/8/28-2014/8/28	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2013 年 11 月 15 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 9 月
现金类资产(亿元)	9.51	19.84	24.36	32.58
资产总额(亿元)	61.02	103.89	145.66	184.25
所有者权益合计(亿元)	27.95	39.55	54.83	64.36
长期债务(亿元)	11.99	10.63	13.96	12.35
全部债务(亿元)	23.91	35.79	37.82	49.86
营业收入(亿元)	44.85	110.71	181.90	141.17
利润总额(亿元)	7.86	15.33	20.57	12.70
EBITDA(亿元)	8.79	17.48	23.18	--
经营性净现金流(亿元)	3.82	12.21	10.23	14.20
营业利润率(%)	20.63	16.28	13.44	11.33
净资产收益率(%)	21.58	29.34	28.17	--
资产负债率(%)	54.20	61.93	62.36	65.07
全部债务资本化比率(%)	46.11	47.50	42.67	43.65
流动比率(%)	150.84	127.35	125.25	110.46
全部债务/EBITDA(倍)	2.72	2.05	1.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.71	11.84	11.85	--
经营现金流/流动负债(%)	18.88	22.99	13.37	--

注: 公司 2013 年三季度财务数据未经审计。

分析师

仲大伟

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, 公司作为多元化经营的大型民营企业, 在成品油储运销售规模、木材产业链、港口资源等方面具备一定优势。随着公司深加工项目的投产运营, 公司收入和利润规模呈上升趋势。同时, 联合资信也关注到宏观经济形势的变动、相关税费开征及成品油价格调整以及公司未来投资规模较大、对外担保金额较高等因素对公司经营及盈利状况带来的负面影响。

公司未来将立足岚桥港的港口资源优势, 加快码头建设, 开拓港口物流贸易, 延伸产业链。伴随码头项目的完工投产, 公司经营规模进一步扩大, 盈利能力有望保持稳定。综合看, 公司未来整体实力有望进一步提升。

综合考虑, 联合资信维持山东岚桥工贸集团有限公司 AA⁻ 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持 “13 岚桥 CP002” A-1 的信用等级。

优势

1. 国家对石油石化行业高度重视, 为行业发展提供了稳定良好的外部环境。
2. 公司获得商务部批准拥有成品油 (燃料油) 进口经营资格; 在成品油储运、销售方面, 具备一定的区域优势。
3. 公司已初步建立了集木材进口贸易、木制品加工、配套卫浴洁具产品生产与销售的木业产业链, 成为山东省重要的木制品制造出口基地。
4. 公司营业收入规模快速增长。
5. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对 “13 岚桥 CP002” 的覆盖程度较高。

关注

1. 公司港口码头建设项目投资规模较大, 有息债务规模持续上升。
2. 国家成品油消费税的改革, 《成品油价税费改革方案》的执行以及新资源税的全面实施, 加重了公司的税收负担。

3. 公司对外担保比率较高，存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山东岚桥工贸集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东岚桥工贸集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因山东岚桥工贸集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山东岚桥工贸集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；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岚桥工贸集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

山东岚桥工贸集团有限公司(以下简称“公司”)经山东省日照市工商行政管理局批准,于2001年7月8日成立的拥有多个产业实体的综合性民营企业,注册资本5166万元。2005年以来,公司股东进行多次增资,2010年底公司注册资本23000万元,其中自然人股东叶成出资16400万元,占注册资本总额的71.30%;另一位自然人股东叶芳(叶成的妹妹),出资6600万元,占注册资本总额的28.70%。公司实际控制人为自然人股东叶成。

公司主要业务经营范围为:石油化工产品的生产、销售、储运;投资兴建岚桥港,构建港口物流产业;集木材进口贸易、木制品加工、配套卫浴洁具产品生产与销售;房地产开发、物业管理。

公司本部下设综合部、资金财务部、审计监察部、规划建设部、安全环保部和企业发展部等职能部门,拥有员工3500人。截至2012年底,公司拥有8家控股子公司,4家参股公司。

截至2012年底,公司合并资产总额145.66亿元,所有者权益合计54.83亿元(其中少数股东权益7.88亿元);2012年实现营业收入181.90亿元,实现利润总额20.57亿元。

截至2013年9月底,公司合并资产总额184.25亿元,所有者权益合计64.36亿元(其中少数股东权益8.96亿元);2013年1-9月,公司实现营业收入141.17亿元,实现利润总额12.70亿元。

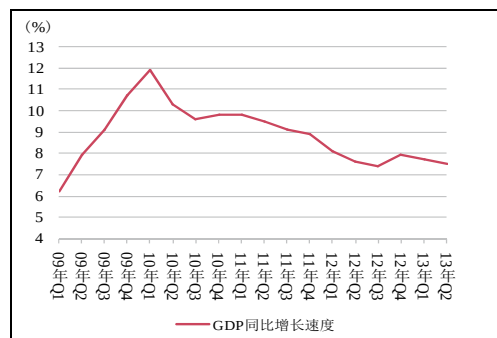
公司注册地址:日照市北京路266号;法定代表人:叶成。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012年三季度以来,随着中央领导层换届完成,在“调结构、转方式”的政策基调和新型城镇化发展战略作用下,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,近四个季度经济增速呈现小幅波动调整态势。根据国家统计局数据初步核算,2013年上半年中国实现国内生产总值248009亿元,同比增长7.6%,GDP连续两个季度同比增速回落,一季度同比增长7.7%,二季度增长7.5%。

图1 2009年以来中国GDP季度增长情况



资料来源:国家统计局

2013年上半年,中国规模以上工业增加值同比增长9.3%,增速比一季度回落0.2个百分点;同期,规模以上工业企业(年主营业务收入在2000万元以上的企业,下同)实现主营业务收入478365.4亿元,同比增长11.4%;规模以上工业企业实现利润总额25836.6亿元,同比增长11.1%。

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,对外贸易增速持续下滑。具体而言:①消费平稳增长。2013年上半年社会消费品零售总额为110764亿元,同比名义增长12.7%,增速比一季度加快0.3个百分点。②投资保持较快增长,第三产业投资增速加快。2013年上半年固定资产投资(不含农户)181318亿元,同比增长20.1%,增速比一季度回落0.8个百分点,比上年同期回落0.3个百分点。③对外贸易增速进一步下

滑，贸易顺差持续扩大。2013 年上半年，中国进出口总额为 19977 亿美元，同比增长 8.6%，增速比一季度回落 4.9 个百分点，其中出口金额同比增长 10.4%，增速回落 8.0 个百分点，进口金额同比增长 6.7%，增速回落 1.9 个百分点，贸易顺差达 1079.5 亿美元，较上年同期的 689.2 亿美元显著扩大。

2013 年上半年，中国 CPI 同比增长 2.4%，涨幅与一季度持平，比上年同期回落 0.9 个百分点；从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2013 年上半年中国 PPI 同比下降 2.2%，降幅比一季度扩大 0.5 个百分点，比去年同期扩大 1.6 个百分点；由于受国内外宏观经济增速放缓影响，PPI 呈不断下降趋势。

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 年上半年，中国财政累计收入为 68591 亿元，累计支出为 59714 亿元，同比增长分别为 7.5%和 10.8%，增幅比上年同期下降 4.7 和 10.5 个百分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，教育、医疗卫生、社会保障和就业、节能环保等各方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，4 月 10 日召开的国务院常务会议决定，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。据国家税务总局统计，2013 年 7 月底已确认纳入营改增试点范围的纳税人 104.26 万户。据测算，此次进一步扩大“营改增”试点，2013 年企业将减轻负担约 1200 亿元。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服

务，部署重点加强城市基础设施建设，包括以下六方面：①市政地下管网建设和改造；②污水和生活垃圾处理及再生利用设施建设；③燃气、供热老旧管网改造；④地铁、轻轨等大容量公共交通系统建设；⑤城市配电网建设；⑥生态环境建设。

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；运用公开市场操作、再贷款、再贴现等工具，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；进一步推进利率市场化改革，自 7 月 20 日起全面放开贷款利率管制；扩大人民币在跨境贸易和投资中的使用；继续稳步推进金融企业改革；深化外汇管理体制改革。

政府通过盘活存量资金支持结构调整，货币供应量增速回落，信贷结构调整力度加大。2012 年央行两次下调存款准备金率共 1 个百分点后，进入 2013 年市场资金紧张局面尚未改善；至二季度末市场流动性异常紧张，银行间隔夜市场拆借利率虽大幅拉升，但央行未予干涉；截至 2013 年 8 月末，央行未对存款准备金率进行调整。2013 年 6 月末，M₂ 存量达 105.4 万亿，同比增长 14%，高于预期目标 1 个百分点。从信贷数量来看，2013 年 6 月末，人民币贷款余额为 68.1 万亿元，同比增长 14.2%，比年初增加 5.08 万亿元，同比多增 2217 亿元，货币信贷保持合理增长有效支撑实体经济。2013 年上半年，非信贷社会融资规模 5.07 万亿，同比增长 69.7%，其中信托贷款同比增长 258.4%、委托贷款同比增长 130%，社会融资方式多元化进一步凸显。人民币汇率方面，截至 2013 年 6 月末，人民币兑美元汇率中间价为 6.1787，比上年末升值 1.73%；上半年汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。

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。继续促进农业稳定发展，夯实粮食丰收基础，落实“米袋子”省长负责制，加大对重大农业基础设施建设的支持力度，加强耕地保护和高标准农田建设。遏制产能严重过剩行业盲目扩张，以钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业为重点，出台化解产能过剩的政策措施。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”；但从上半年房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，房地产调控政策面临更大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，研究部署加快棚户区改造，促进经济发展和民生改善，未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户，其中2013年改造304万户；8月22日，发改委下发了发改办财经[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度；鼓励“债贷组合”方式用于棚改债券；允许棚改债券规模由项目总投资的60%提升至70%。

总体来看，2013年上半年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。产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展并成为经济增长主要推动力量。

四、行业及区域经济环境

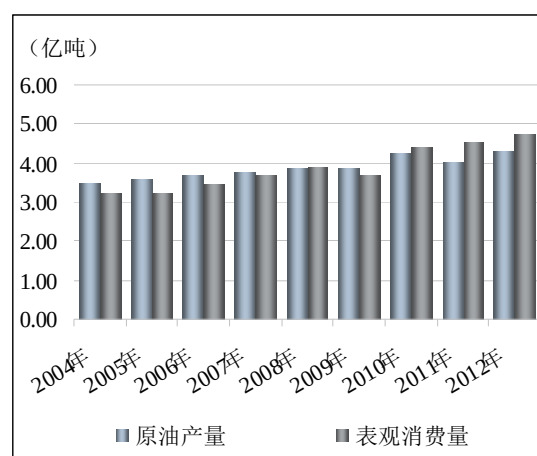
公司目前主要经营石油化工、贸易、港口物流及房地产开发等业务，其中石油化工和贸易业务收入占比较大。

(A) 石油化工板块

1. 行业概况

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。

图2 中国原油产量和表观消费量



资料来源：国家统计局，《国民经济和社会发展统计公报》。

20世纪，中国石油工业经历了50年代恢复和探索、60-70年代高速发展和80年代以后稳定发展的三大历史阶段。1978年中国原油产量突破1亿吨大关，进入了世界产油大国的行列。

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。根据国家统计局统计，2012年中国生产原油2.07亿吨，同比增长2%，较上年上升1.7个百分点；进口原油2.71亿吨，同比增长7.11%；表观消费量为4.76亿吨，同比增长5.08%。2013年前三季度，中国生产原油0.51亿吨，同比增长2.3%；进口原油0.69亿吨，同比增长2.3%；表观消费量为1.17亿吨，同比下降0.1%。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。2012年

原油进口依存度达到 56.6%，同比上升 1.5 个百分点。

2. 竞争格局

石油石化行业主要可以分为石油和天然气勘探开发生产、石油炼制与油品销售、石化产品生产及销售三大板块。

石油属于国家重要战略资源，中国政府对于石油产品的开采及经营资格进行了行政约束。经过 1998 年的战略性重组，在原油经营领域，目前国土资源部仅允许中国石油化工集团公司（简称“中石化集团”）、中国石油天然气集团公司（简称“中石油集团”）、中国海洋石油总公司（简称“中海油”）和陕西延长石油（集团）有限责任公司（简称“延长石油”）从事原油的勘探和开采业务；中国联合石油公司（中石油集团下属子公司）、中国国际石油化工联合公司（中石化集团下属子公司）、中国中化集团（简称“中化”）和珠海振戎等四家国有公司控制了 90% 以上的原油进口业务。

目前以上几家国有石油公司控制了中国绝大部分的原油和天然气供应，其中，中石化集团的主要生产资产集中在中国东部、南部和中部地区；中石油集团的主要生产资产集中在中国北部和西部地区；中海油总公司的主要生产资产集中在中国沿海区域；延长石油主要集中于西北地区；中化主要负责海外原油和成品油的进口业务。

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。

石化产品生产及销售方面，目前国内石化产品供不应求，由于石化行业在产业链上的特殊优势及其市场供需状况，决定了该行业具有很强的议价能力，石化产品及其加工产品价格的增长幅度均高于原油价格的增长幅度。石化

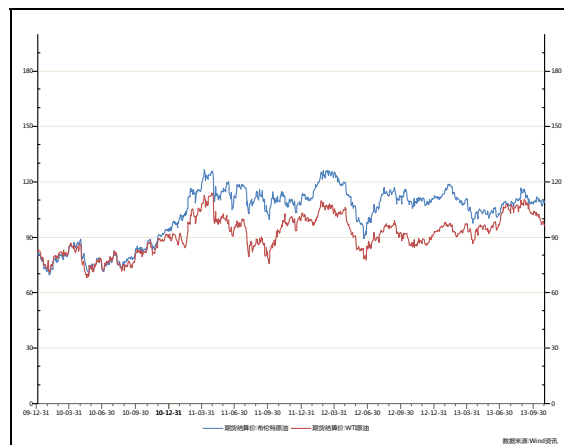
产品主要包括乙烯及其他衍生产品、合成树脂、合成纤维、合成橡胶、尿素等大类。2008 年，受下半年原油价格大幅下滑以及化工行业景气度下降的影响，乙烯产量同比下滑 2.1%。2009 年，得益于下半年化工市场形势好转，乙烯产量有所回升，全年乙烯产量 1069.69 万吨，同比增长 8.32%。2010 年，受天津乙烯和镇海乙烯两大裂解装置投产的影响，全国乙烯产量出现大幅增长，乙烯产量为 1418.79 万吨，同比增长 32.6%。2011 年全国乙烯产量为 1527.5 万吨，同比增长 8.9%，继续稳居世界第二。据百川资讯的数据统计，2012 年全国乙烯产量 1487 万吨，同比下降 2.5%。

总体看，石油石化行业是资本密集型和技术密集型行业，项目投资金额大。目前国内探矿权、采矿权、成品油的经营等都需要得到政府的批准，主要参与者均为国有石油公司，市场主体较少，但规模很大，竞争并不激烈。

3. 定价机制

原油定价方面，由于国内市场原油经营主体较少，竞争并不充分，国内市场原油交易价格主要参照国际市场定价。根据原油组分不同选择对应的国际原油现货价格，目前主要参照标准主要包括迪拜（Dubai）、米纳斯（Minas）、杜里原油现货价格等，但基本与纽约 WTI 期货价格保持同步趋势。

图 3 布伦特和 WTI 原油期货结算价走势（美元/桶）



资料来源：Wind 资讯

2008 年国际原油价格大幅波动对中国石油企业影响较大，中石化集团、中石油集团炼油板块均因此出现亏损。2009 年，国际原油价格相对平稳，自 4 月份以来基本在 60-80 美元/桶区间波动，在一定程度上缓解了炼油行业的经营压力。2010 年，国际原油价格继续保持相对稳定，WTI 期货价格基本在 70-90 美元/桶区间波动。由于政治原因导致利比亚 150 万桶日产量的原油停产，加上世界范围石油需求继续强劲增长，另有全球宽松货币政策的支持，三方面因素共同作用下，2011 年上半年，WTI 原油期货价格上涨了约 20%，在 100 美元/桶左右。从全年情况看，2011 年纽约 WTI 原油期货价格在 74.95 美元/桶至 115.11 美元/桶之间，BRENT 原油期货的价格运行期间为 93.35 美元/桶至 126.66 美元/桶。2012 年世界经济持续低迷，WTI 原油期货价格出现大幅波动，从 3 月 108~109 美元/桶的高点跌至 6 月底 78 美元/桶的低位，下半年在 80~100 之间呈倒“U”型波动，最终年底收官于 91.82 美元/桶。进入 2013 年，WTI 原油期货价格有所上升，从年初的 92.92 美元/桶到 2 月 1 日上升至年内新高，97.77 美元/桶，随后出现一波下滑，但都维持在 87 美元/桶以内，并在 4 月 19 日开始持续震荡上行，进入 5 月，WTI 原油期货价格略有下降，从 2013 年 6 月中下旬开始，WTI 原油期货价格开始大幅上涨，持续在 100 美元/桶以上，2013 年 10 月 21 日开始 WTI 原油期货价格回落到 100 美元/桶以下。截至到 2013 年 11 月 6 日，为 94.80 美元/桶。英国布伦特原油期货结算价格变化基本与美国 WTI 原油期货结算价格变化趋势相同。

成品油定价方面，2008 年 12 月，国家发改委出台了成品油价格和税费改革方案：当国际市场原油连续 22 个工作日移动平均价格变化超过 4%时，可相应调整国内成品油价格。具体调整方案为：当国际市场原油价格低于每桶 80 美元时，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。自 2008 年 12 月方案出台以来，成品油价格已经进行 10 降 15 升共计 25 次调整。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。

新成品油定价机制的出台，市场化程度有所提高，使得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。

4. 面临风险

原油对外依存度逐年提高

目前中国是全球第二大石油消耗国和第二大原油进口国，国内原油产量已难以满足国内需求的增长，2011 年对外依存度高达 56.5%，据专家预计，到 2020 年中国石油对外依存度将高达 60%。届时，中国主要石油公司均将面临资源对外依存度上升的问题，对国际油价的波动将更为敏感，经营业绩稳定性也将受到影响。

成品油定价仍由政府主导

目前国内原油价格与国际市场基本接轨，但成品油价格仍由政府主导。2006 年以来，国际原油价格的上涨以及国内成品油的定价机制直接导致了炼油行业的全面亏损。2009 年新出台的成品油定价机制较原有政策更加灵活和市场化，也为炼油企业保留了一定的利润空间。

特别收益金征收

根据国务院及财政部有关文件规定，自 2006 年 3 月 26 日起国家对石油开采企业销售

国产原油因价格超过一定水平所获得的超额收入按比例征收石油特别收益金。后经国务院批准，财政部决定从 2011 年 11 月 1 日起，将石油特别收益金起征点从之前的 40 美元/桶提高至 55 美元/桶。从近年国际油价的走势来看，国产原油高于 55 美元/桶的情况已属于常态，征收石油特别收益金将对石油开采企业的盈利能力产生一定影响。

油品升级推升炼油成本

2013 年 2 月 6 日，国务院常务会议确定油品升级时间表，要求在已发布第四阶段车用汽油标准的基础上，由国家质检总局、国家标准委尽快发布国四汽用柴油标准，过渡期至 2014 年底；2013 年 6 月底前发布的国五柴油标准和 2013 年底发布国五汽油标准，过渡期均至 2017 年底，即 2015 年将全面实施国四汽、柴油标准；2018 年将全面实施国五汽、柴油标准。据卓创资讯测算，中石油、中石化和中海油将汽柴油标准全部由国三升级为国四，预计要增加 500 亿元以上的投入，届时国内炼油企业产品成本将有一定程度增加。

5. 未来发展

炼油装置规模化、集约化

2005 年底国家发改委出台的《炼油工业中长期发展专项规划》明确了国家对炼油产业“限小扶大”的政策取向。2011 年 3 月，国家发改委出台《产业结构调整指导目录（2011 年本）》，自 2011 年 6 月 1 日起施行。主要内容包括：中国将限制新建 1000 万吨/年以下常减压装置，即未来 5 年中国新建炼油项目的规模门槛从指导目录（2005 年本）中的 800 万吨/年提高到千万吨级；中国新增炼油项目门槛由 100 万吨/年抬高到 200 万吨/年。2013 年前中国将淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置（青海格尔木炼厂、新疆泽普炼厂除外），鼓励含硫重质、劣质原油炼制技术和高标准油品生产技术的开发和应用。按照规划的要求，现有的大多数小型炼油项目都将遭到淘汰，而伴随着新建炼油项目的

上马，国有石油公司的规模将进一步扩大，一体化程度和行业主导地位将进一步加强。

产业整合推动竞争主体多元化

石化行业是典型的规模经济行业。从中国近两年来的石油产业政策来看，国家已经明确了打造大型石化航母的战略思想，无论是原油、成品油的经营资格，还是炼油项目的审批，都对规模作了严格的限制。目前中国所有的石化企业中，仅有中石油集团和中石化集团两家公司具有完整产业链的大型企业，随着国家打造大型石化航母战略的实施，包括中海油、中化、延长石油在内的几家拥有一定规模和油源的石化企业也在逐步完善自己的产业链条。中石油集团、中石化集团也在对下游的炼油和化工企业进行大规模的整合和扩产改造，未来几年中国石化行业将向大型化、规模化、集约化方向发展，并且有望形成 3-4 家产业链高度整合的大型石化企业。

2009 年 5 月 18 日，国务院印发了《石化产业调整和振兴规划》，全面规划了未来三年中国石化行业的发展，确立了行业发展 3 项基本原则，明确了 6 项行业发展目标，部署了 11 项产业调整和振兴任务，制定了 10 项行业发展政策措施。《石化产业调整和振兴规划细则》的实施，对于确保石化产业稳定发展、加快结构调整、推动产业升级、进一步增强石化产业的支柱产业地位将起到重要的推动作用。工信部于 2012 年 2 月 3 日发布了《石化和化学工业“十二五”发展规划》（以下简称规划），计划“十二五”期间，全行业经济总量继续保持稳步增长，总产值年均增长 13% 左右。到 2015 年，石化和化学工业总产值增长到 14 万亿元左右。

总体来看，石油石化行业是中国国民经济的战略性支柱产业，中国经济的高速发展将使该行业的市场需求继续保持快速增长态势，并且在整个国民经济中的重要性及战略地位日益突出。行业整体竞争程度不高，获利能力较强。随着中国石油进口量的不断增加，进口石油对中国石化行业的影响越来越大，其特殊的行业

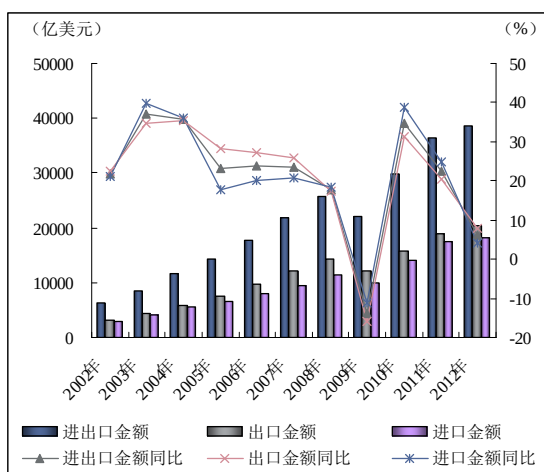
地位决定了国家对石油石化行业重视程度会日益提高，这为石油石化行业提供了稳定良好的发展环境。

(B) 进出口贸易板块

1. 行业现状

2002 年中国正式加入世界贸易组织，2004 年开始，中国已成为世界第三大进出口国，进出口总额增长速度高于 GDP 增幅，中国经济已成为世界经济的重要组成部分。2012 年，国际金融危机深层次影响继续显现，特别是欧洲主权债务危机深化、蔓延，世界经济复苏明显减速，中国进出口贸易增速继续放缓，但进出口贸易规模稳中有增。

图 4 2002-2012 年中国对外贸易进出口总额情况

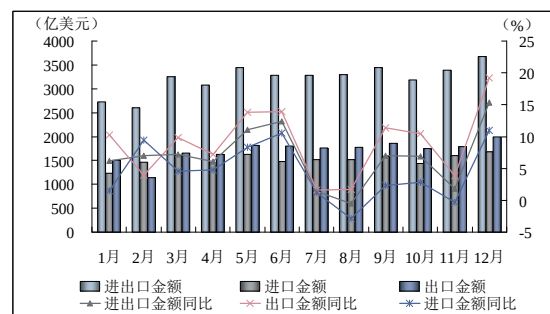


资料来源：Wind 资讯

中国对外贸易增势放缓趋稳

根据海关总署发布的统计数据，2012 年以来，在世界经济复苏明显放缓，国内经济下行压力加大的形势下，中国外贸进出口增速明显放缓。海关统计数据显示，2012 年中国进出口总值 38667.6 亿美元，同比增长 6.2%，增速较 2011 年回落 16.3 个百分点。其中，出口 20489.3 亿美元，同比增长 7.9%，增速较 2011 年回落 12.4 个百分点；进口 18178.3 亿美元，增长 4.3%，增速较 2011 年回落 20.6 个百分点。全年实现贸易顺差 2311 亿美元，同比大幅扩大 48.1%。

图 5 2012 年中国对外贸易进出口情况



资料来源：海关总署

贸易平衡状况持续改善，2012 年后段顺差反弹

2012 年中国进出口贸易顺差 2320.09 亿美元，同比大幅增长 49.78%。分季度来看，受飞机和汽车的进口大幅增加影响，2012 年一季度实现贸易顺差 6.6 亿美元；2012 年二季度，由于季节性因素及国内经济增速放缓影响，进口增速进一步放缓，致使贸易顺差同比扩大，仅 6 月单月实现贸易顺差 317.3 亿美元；三季度国内需求保持低落，大宗商品进口价格持续下跌，导致进口同比进一步下降，顺差保持高位；经过 10 月份进出口顺差小高点后，11 月进口同比增速降至零点。

贸易方式构成逐渐改变

近年来，中国进出口中贸易方式构成逐渐改变，一般贸易比重上升并超过加工贸易。据海关总署统计，2012 年，中国一般贸易进出口 20098.4 亿美元，同比增长 4.4%，占同期外贸总值的 52.0%，比重较 2011 年同期下降了 1 个百分点；加工贸易进出口 13440.4 亿美元，同比增长 3.0%，占同期外贸总值的 34.8%，比重较 2011 年同期下降了 1 个百分点。一般贸易项下发生逆差 338.1 亿美元，同比缩小 62.6%。加工贸易整体增长乏力，全年实现顺差 3816.1 亿美元，同比扩大 4.38%。

相对加工贸易而言，具有产业链长、增加值较高特点的一般贸易比重持续提高，一定程度上反映出中国贸易方式的优化。

贸易伙伴趋于多元化

海关统计数据显示，2012 年中国对俄罗斯、

印度、巴西、南非等新兴市场国家和澳大利亚等国的贸易总额占进出口总值比重为 10.9%，基本保持 2011 年的水平，而对美欧日的贸易总额占比由 2011 年的 37.25% 逐步降至 35.2%。与东盟的贸易也稳步扩大，贸易额占比由 2011 年的 9.96% 升至 10.35%。

表 1 2012 年中国对主要贸易伙伴进出口总值

国家 (地区)	金额(亿美元)			同比(%)		
	进出口	出口	进口	进出口	出口	进口
欧洲联盟	5460.43	3339.88	2120.55	-3.70	-6.20	0.40
美国	4846.83	3517.96	1328.86	8.50	8.40	8.80
东盟	4000.93	2042.72	1958.21	10.20	20.10	1.50
香港	3414.87	3235.27	179.60	20.50	20.70	15.90
日本	3294.51	1516.43	1778.09	-3.90	2.30	-8.60
韩国	2563.29	876.81	1686.48	4.40	5.70	3.70
台湾	1689.63	367.79	1321.84	5.60	4.80	5.80
澳大利亚	1223.01	377.40	845.61	4.90	11.30	2.30
俄罗斯联邦	881.58	440.58	441.01	11.20	13.20	9.20
巴西	857.16	334.15	523.01	1.80	5.00	-0.20
印度	664.72	476.73	187.99	-10.10	-5.70	-19.60
南非	599.46	153.27	446.19	31.80	14.70	39.00
加拿大	513.72	281.26	232.46	8.30	11.30	4.90
新西兰	96.75	38.65	58.09	11.00	3.40	16.60
总值	38668	20489	18178	6.20	7.90	4.30

资料来源：中国海关总署（海关统计快讯）

中国产业、产品结构调整与升级加快

据海关总署统计数据，在 2012 年出口商品中，机电产品出口 11794.2 亿美元，同比下降 8.7%，占出口比重 57.5%，同比增长 0.3 个百分点；高新技术产品出口 6012.0 亿美元，同比增长 9.6%，其中手机、集成电路分别增长 28.1% 和 64.1%。在家具及其零件等劳动密集型产品出口增加的带动下，纺织品、服装、家具、鞋类、箱包、塑料制品、玩具等七大类劳动密集型产品出口增长 8.59%，高于同期整体出口增速 0.69 个百分点。

机电产品出口的增加表明中国高技术、高附加值的产品正逐步替代传统行业占据对外贸

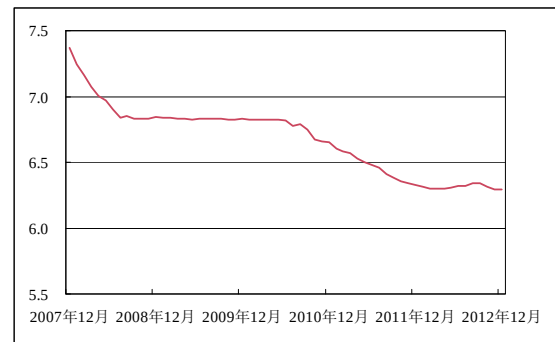
易的重要地位，同时也表明中国以地产调控、以消费替代投资为代表的产业结构调整开始取得成效。随着人民币的升值，国外奢侈品的国内市场将进一步打开。

2. 行业关注

人民币汇率风险不断加大

贸易的持续稳定发展是实现国民经济的内外均衡和经济增长的重要保证，汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。在贸易顺差持续高位运行，人民币升值压力不断加大的背景下，中国人民银行于 2010 年 6 月 19 日宣布允许人民币汇率更具弹性，人民币汇率每日正负 0.5% 的浮动区间将维持不变，意味中国逐步开始允许人民币升值。政策实施后，人民币汇率进入升值通道，2011 年人民币对美元升值近 4.86%。人民币对美元的升值造成以美元为结算单位商品的出口减少，尤其给中国大部分依靠价格优势而缺乏科技含量的低附加值外贸企业的经营带来了很大的负面影响。

图 6 美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

为推进汇率改革，促进对外贸易进一步趋于平衡，中国人民银行对外宣布，自 2012 年 4 月 16 日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 0.5% 扩大至 1%，这意味着人民币汇率波幅再增一倍。人民币交易区间的扩大，加上中国的贸易顺差开始不断减小，意味着人民币的单边升值趋势可能已经基本结束，未来的一段时间，人民币双向波动增强将

是大概率事件，这也意味着外贸企业需要更多地对人民币外汇交易进行风险管理，并采取相应的对冲，与此同时，这也可能鼓励更多的企业在外贸中使用人民币作为结算货币，来降低相应的风险。

外部贸易环境日趋复杂

中国加入世贸组织意味着在新的贸易规则下开展竞争与博弈，不平衡的贸易格局导致中国与西方发达国家的贸易摩擦居高不下。金融危机以来各国贸易限制措施显著增多，主要是提高关税、设置非关税壁垒、滥用反倾销措施等，中国是主要受害者。

自 1995 年以来，中国已连续 16 年成为全球反倾销调查的重点，涉案损失每年高达 300 亿至 400 亿美元，出口欧盟、美国、日本的产品也屡屡成为召回或通报目标。据中国贸易救济信息网统计，2009 年共有 20 个国家（地区）对华启动 118 起贸易救济调查，同比增加 10 起；2011 年，中国出口产品共遭受 69 起贸易救济调查，涉案总金额约 59 亿美元，其中 17 起美国 337 条款调查，涉案总金额约 7 亿美元。2012 年前三季度，中国出口产品遭遇国外贸易救济调查 55 起，涉案金额 243 亿美元，增长近 8 倍，是上年全年 4.1 倍。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，其中既有针对中国传统优势产业的，也有针对高新技术产业的。未来贸易保护主义抬头的态势仍可能继续蔓延。

3. 行业政策

出口退税政策多次调整

2008 年下半年以来，为了降低国际金融危机的负面影响，中国连续 7 次大规模上调劳动密集型产品和机电产品的出口退税率（见表 2），一定程度上增强了市场信心，缓解了出口紧张局面。2010 年以来，国家为了促进产业结构调整、推进节能减排，于 2010 年 7 月 15 日起取消了六大类 406 种产品的出口退税，这是继 2008 年下半年中国重启上调出口退税率政策以

来，国家首次对出口退税政策进行反向调整。此次取消退税的 406 个税号仅占海关税号总数的 3% 左右，2009 年上述产品实现出口 110 亿美元，仅占当年出口总额的 1% 左右，预计不会造成出口的大幅下滑；同时有利于引导企业优化产品结构，提高出口产品质量和档次。

2012 年以来，中国外贸增速受到一定程度的波动，特别是 7 月份后，出口增速由于外部有效需求不断萎缩而急剧回落。2012 年 9 月 12 日，国务院出台了 8 项措施促进外贸稳定增长，倡导加快出口退税进度、扩大出口信用保险、扩大贸易融资规模等。联合资信认为上述措施有利于一定程度上减轻行业内企业的资金流压力。

表 2 2008 年以来中国的出口退税调整

时间	内容
2008.8.1	提高了部分纺织品、服装及竹制品的出口退税率
2008.11.1	将纺织品、服装、玩具等部分商品的出口退税率调高到 14%
2008.12.1	上调部分劳动密集型产品、机电产品和其他受影响较大产品的出口退税率，共涉及 3770 项商品，约占全部出口产品的 27.9%；取消部分钢材、化工品和粮食的出口关税，降低部分化肥出口关税并调整征税方式，对个别产品开征或提高出口关税。
2009.1.1	提高纺织品、服装的出口退税率
2009.2.1	提高纺织品、服装的出口退税率
2009.4.1	提高轻纺、钢铁等商品的出口退税率
2009.6.1	提高部分深加工农产品、药品、钢材等优势产品的出口退税率，将罐头、果汁等深加工产品由 13% 提高到 15%，抗菌素、人血制品、中成药等药品由 13% 提高到 15%，玉米淀粉、酒精由 0 提高到 5%，合金钢异型材、冷轧不锈钢等由 5% 提高到 9%；提高箱包、鞋帽、玩具、家具等劳动密集型产品的出口退税率，将箱包、鞋帽、玩具、家具等由 13% 提高到 15%，将部分塑料、陶瓷、玻璃由 11% 提高到 13%，将剪刀等小五金制品由 5%、11% 分别提高到 9%、13%；提高家用电器、单晶硅棒、胰岛素等产品的出口退税率，将电视用发送设备、缝纫机等商品的出口退税率提高到 17%。
2010.7.15	取消 406 个税号商品的出口退税，涉及部分钢材、有色金属建材、农药化工、塑料及制品等六大类。
2011.5.1	将工商登记时间两年以上的集成电路设计、软件设计、动漫设计企业及其他高新技术企业从事的部分出口业务纳入免抵退税范围。
2012.7.1	新增规定集团内成员企业收购出口的成员企业及集团公司生产的货物可视同自产货物退（免）税；将原定视同内销货物计提销项税额或征收增值税的部

	分商品改为免税政策，包括出口企业未在规定期限内申报退（免）税的货物、出口企业虽已申报退（免）税但未在规定期限内向税务机关补齐有关凭证的货物以及出口企业未在规定期限内申报开具《代理出口货物证明》的货物。
--	--

资料来源：海关总署

4. 行业发展

对外贸易的发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关。目前，全球经济恢复尚存在不确定性，中国经济增速略有放缓，对对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用——对外贸易进出口额增速不断回落。

从长期来看，随着汇率政策的不断市场化以及鼓励进口的政策不断改进，中国贸易平衡状况将日益改善；同时，在中国政府的政策鼓励下产业及产品结构调整与升级不断加快，中国贸易企业国际竞争力将进一步增强。但短期内，外围经济的不景气以及中国经济增速放缓、人民币兑美元汇率波幅扩大，以及日趋复杂的国际外贸环境将会对中国外贸进出口行业产生不利影响。

5. 木材进出口情况

进入 2012 年，中国木材进口首次呈现负增长，原木进口 3789 万立方米，同比减少 10.5%，进口金额 72.5 亿美元，同比下降 12.4%，平均价格为每立方米 191.3 美元，同比小幅下降 2.1%。中国进口原木的主要国家有俄罗斯、新西兰、美国、巴布亚新几内亚、加拿大、所罗门群岛、澳大利亚、缅甸、刚果和法国，2012 年以上前 10 个国家（地区）占中国进口原木总量的 88%。

2012 年，中国原木进口量下降，主要是由于 2011 年底国内木材库存积压较多，且下游行业需求疲软导致。2012 年以来，受国内经济发展放缓、国际经济衰退影响，木材总体消费减少，国家统计局数据显示，2012 年中国木材加工制品及木、竹、藤、棕、草制品业增加值增速同比下降 8.6 个百分点，家具制造业和造纸及纸制品业增加值增速同比分别下降 4.0 和 5.6

个百分点。中国是木材资源缺乏的国家，也是世界最大的木材需求市场，但国产木材 70%是人工林，颈级较小，材质较差，主要用于造纸、人造板及坑木和农林区自用等，直接进入市场流通的较少，大量建筑、家具、包装和木制品等用材，以进口材为主。另外，国内限制砍伐放大进口需求，“十二五”期间，中国将实施严格的森林限伐政策，限额约为 27.1 亿立方米，平均每年采伐限额约为 5421 万立方米。2011 年 8 月，国家林业局表示，到 2020 年中国木材消费总量将提高到 4.57-4.77 亿立方米，巨大的木材缺口只能通过进口弥补。随着世界范围森林资源的逐渐减少，木材主要生产国纷纷限制出口。俄罗斯为鼓励再境内发展木材加工业，近年数次上调原木出口关税；巴西政府禁止原木出口程序；东南亚部分国家则是行了木材封关政策，加大了对木材出口的控制力度，严格限制每个港口的木材出口量，预计木材进口价格将出现上升趋势。2013 年上半年中国木材进口总量达 3657.86 万立方米，同比增长 9.84%，总金额达 456.25 亿元人民币；其中珍贵阔叶木材（指单价在 400 美元/立方米以上，下同）在进口量和进口额上较去年同期都有大幅增长。

区域经济概况

公司地处山东省日照市。日照市位于山东省东南部黄海之滨，全市辖两区两县、日照经济开发区和山海天旅游度假区，北与青岛市接壤，南与连云港市相邻，隔海与韩国、日本相望。日照沿海湾阔水深，地质和气候条件良好，建港和航运条件十分优越。1995 年国家计委、国家科委、国家外经贸部正式确立日照与连云港同为新亚欧大陆桥东方桥头堡，并决定将日照--西安沿桥经济带的开发建设纳入《中国 21 世纪议程优先项目计划》之中。日照市经过多年建设，铁路货运通达全国，海运航线通达世界各国，充分发挥区位、深水港、腹地、陆域、能源、水资源等综合优势，实现了经济的快速发展。

根据《2012 年日照市国民经济和社会发展

统计公报》，年末全市户籍总人口 288.1 万人，常住总人口 283.43 万人。2012 年全市城市居民人均可支配收入 22817 元，比上年增长 13.5%；全年农村居民人均纯收入 10026 元，比上年增长 14.5%。2012 年全市实现地区生产总值（GDP）1352.57 亿元，按可比价格计算，比上年增长 11.8%。其中第二产业增加值 724.06 亿元，增长 12.6%；第三产业增加值 510.87 亿元，增长 12.5%。人均生产总值 47851 元，增长 11.1%。全年港口货物吞吐量 2.84 亿吨，进出口总值 252.5 亿美元，比上年增长 21.3%，绝对值和增幅分别居全省第 3 位和第 1 位。2012 年末全市规模以上工业企业 596 家，全年完成工业增加值 575.1 亿元，比上年增长 2.7%；实现主营业务收入 2365.95 亿元，比上年增长 12.5%。

2012 年全市完成固定资产投资 922.38 亿元，增长 20.2%。其中城镇投资 678.56 亿元，增长 16.8%。完成房地产开发投资 65.99 亿元，其中住宅投资 50.39 亿元，下降 2.9%。在日照市区域经济保持平稳较快发展，城市和农村居民消费能力不断提高，二、三产业的快速发展趋势为公司的持续发展提供了有利的区域环境。

总体看，公司所在日照市区域经济保持平稳较快发展，城市和农村居民消费能力不断提高，二、三产业的快速发展趋势为公司的持续发展提供了有利的区域环境。

五、基础素质分析

公司经营业务涵盖石油化工、贸易与加工、港口物流、房地产等业务，拥有 8 家控股子公司及 4 家参股企业，是山东省大型民营企业集团。公司本部及子公司日照市港口石油有限公

司（以下简称“港口石油”，公司持股 43.71%）在成品油储运、销售方面，在日照市的规模仅次于中石油、中石化两家企业，位居第三位；公司本部及子公司日照岚桥国际贸易有限公司在木材进口以及销售方面，其规模位居山东全省首位，是木材贸易行业的龙头企业。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制的变化、股权变更、领导变动及管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

公司主营业务包括石油化工、贸易、房地产以及港口物流等，其中石油化工和贸易是公司最主要的业务。2012 年公司石油板块深加工项目产量的增长带动石油板块收入大幅增长，2012 年公司石油板块深加工项目产量的增长带动石油板块收入大幅增长，2012 年公司实现主营业务收入 181.78 亿元，其中石油和贸易板块收入占公司总收入的 97.06%。2013 年 1-9 月，公司石油板块仍保持良好态势，收入占比仍保持首位，为 58.82%，贸易及深加工板块收入占比有所上升，为 38.66%。2013 年 1-9 月两项业务分别实现营业收入为 82.98 亿元和 54.54 亿元。

从毛利率看，2010-2012 年石油化工板块和贸易及深加工板块毛利率呈下降趋势，主要是因为公司 2011 年石油深加工项目开始试运营以及贸易板块增加新的贸易品种，前期成本较高，毛利率下降。2013 年 1-9 月，石油板块和贸易与深加工板块毛利率均有不同程度的下降，主要是由于部分原材料采购价格有所上升。

表3 近年公司经营情况（单位：亿元；%；%）

业务种类	2011 年			2012 年			2013 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
石油化工	62.62	56.63	13.35	119.87	65.95	11.58	82.98	58.82	9.72
贸易及深加工	39.98	36.16	17.53	56.55	31.11	15.19	54.54	38.66	11.69

房地产	4.47	4.04	33.58	1.54	0.85	40.87	0.48	0.34	72.20
港口物流	3.50	3.17	44.75	3.82	2.10	44.58	3.07	2.18	44.31
合计	110.57	100	16.68	181.78	100	13.64	141.07	100.00	11.45

资料来源：公司提供

1. 石油化工板块

公司的石油化工板块主要经营石油化工产品的生产、销售、储运等业务，获得商务部批准拥有成品油（燃料油）进出口经营资格。

公司深加工项目一期自2011年4月投入运营，产能为250万吨，产量快速增长，2012年产量达到173.91万吨，2013年1-9月产量为108.06万吨。2012年底，深加工项目一期新增一套减压设备，总投资额2.5亿元，现已完成投资建设95%，预计2014年1月份可投入试运行。

2012年，公司对深加工项目所需的燃料油、渣油和沥青料等原材料的采购量较2011年大幅增长，汽油和柴油的采购量在2011年的基础上略有增长。2013年1-9月，公司依照深加工项目2012年全年生产情况对原材料采购进行了调整，加大了渣油和燃料油的采购量，减少了沥青料的采购量。

公司对成品油的采购模式为询价采购，根据市场价格情况，视成品油价格，进行采购，有效的降低成本。由于成品油是直接进行批发零售，所以成品油采购周期较短，周期为1-2个月。

表4 公司2011-2013年9月油品采购情况

（单位：万吨；元/吨）

		2011年	2012年	13年1-9月
柴油	采购量	18.06	18.51	13.24
	采购价	6554	7230	7265
汽油	采购量	11.67	13.55	9.73
	采购价	6797	8080	8212
燃料油	采购量	42.56	110.21	100.24
	采购价	4572	4486	4405
渣油	采购量	20.99	43.52	27.83
	采购价	3669	3759	3800
沥青料	采购量	25.43	50.24	2.26
	采购价	3568	3659	4417

资料来源：公司提供

为了保证油品质量，公司主要从上海蓝亿德石油化工有限公司、中海油气泰州石化有限公司、中石油山东销售有限公司等大型石油石化公司采购。结算主要采取银行承兑汇票、现金结算等方式。对于渣油和沥青的采购，主要是通过供应商上海燃料油有限公司、广州市华泰兴石油化工有限公司、中国船舶燃料有限公司、上海蓝亿德石油化工有限公司等大型石化燃料公司采购，结算方式主要以信用证为主。

表5 公司2012年前5名原材料主要供应商

序号	供应商	金额（万元）	占比
1	上海蓝亿德石油化工有限公司	278418.25	26.27%
2	中海油气泰州石化有限公司	73508.14	6.94%
3	中海石油宁波大榭石化有限公司	63445.08	5.99%
4	中石油山东销售有限公司	39031.86	3.68%
5	大连恒威石油化工有限公司	22226.83	2.10%
	合计	476630.16	44.97%

资料来源：公司提供

公司目前的销售模式是通过建设或购买加油站进行批发零售，利用港口优势，经营范围辐射到苏北、豫北和山东地区，年中转销售各类成品油可达140余万吨。2012年，汽油和柴油销量稳步增长，炼油副产品（主要为石脑油、石油焦、蜡油和硫磺等）销量大幅上升，炼油副产品实现销售收入占石化板块收入的64.83%。2013年1-9月，炼油副产品销售收入占石油板块收入的60.69%。从销量上看，2012年公司各类产品销量均呈上升趋势，尤其是燃料油和炼油副产品，增幅较大。从售价上来看，2011年-2013年9月，柴油和炼油副产品价格持续增长，汽油和燃料油价格略有波动。

表6 公司油品销量、价格和收入情况（单位：万吨；元/吨，亿元）

品种	2011 年			2012 年			2013 年 1-9 月		
	销售量	平均价	销售收入	销售量	平均价	销售收入	销售量	平均价	销售收入
柴油	16.47	7935.83	13.07	17.52	8560.03	15.00	12.27	8631.04	10.59
汽油	10.80	7981.16	8.62	11.06	9532.54	10.54	8.85	9206.56	8.15
燃料油	17.23	5516.07	9.51	31.19	5327.00	16.61	13.88	5790.74	13.88
炼油副产品	70.95	4429.56	31.43	171.93	4519.81	77.71	110.76	4547.06	50.36
合计	115.45	--	62.62	228.82	--	119.87	145.76	--	82.98

资料来源：公司提供

成品油销售分为批发、零售两种销售模式，分别占比为 40%和 60%。批发客户主要为各地加油站，采用现金结算，产品定价以国内市场价格为准；零售主要是通过公司名下的加油站直销，采用现金结算方式。

公司深加工生产的产品为柴油、石脑油、蜡油、石油焦、液化气、硫磺，主要销售客户为临沂市供销石油公司、洛阳炼化宏达实业有限公司、淄博绘特经贸有限公司、中石化上海沥青销售有限公司、上海市鲁苏石油化工有限公司和伊春市天顺矿产品经销有限公司和，前五名客户销售额达到266549.31万元，主要结算方式为电汇和银行承兑。

表 7 2012 年 公司深加工板块前 5 名销售商情况

销售商	金额（万元）	占比
临沂市供销石油公司	76951.97	9.90%
洛阳炼化宏达实业有限公司	53820.81	6.93%
淄博绘特经贸有限公司	48625.05	6.26%
中国石油化工股份有限公司 上海沥青销售公司	48560.37	6.25%
伊春市天顺矿产品经销有限公司	38591.11	4.97%
合计	266549.31	34.30%

资料来源：公司提供

2. 贸易及深加工板块

公司贸易板块主要分为木材和大豆等产品的进口贸易以及大理石洁具、木制家具深加工贸易两大板块，依托日照岚桥国际贸易有限公司（以下简称“日照国贸”，公司合并持股 90%）、

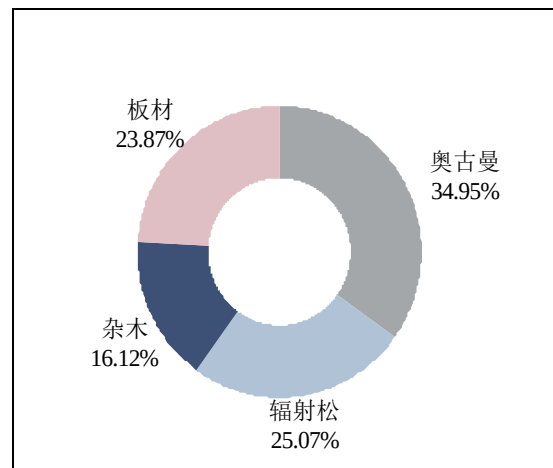
日照岚桥长青木业有限公司（以下简称“长青木业”，公司合并持股 66.60%）和日照玉石洁具有限公司（以下简称“玉石洁具”，公司合并持股 90%）。2012 年公司贸易及深加工板块实现营业收入 56.55 亿元，占公司全部营业收入的 31.11%。2013 年 1-9 月，贸易及深加工板块实现营业收入 54.54 亿元，是 2012 年全年的 96.45%。

（一）进口贸易

木材贸易

公司木材贸易所需木材大部分通过进口采购，部分木材通过国内市场采购，两者采购数量分别占销售量的 85%、15%。公司从事木材进口业务的子公司主要为日照国贸，日照国贸成立于 2000 年，经营品种有奥古曼圆木、各类杂木以及其他名贵木材等品种，年进口原木 30 多万方。2012 年公司木材进口总额为 15018.31 万美元，较 2011 年下降 10.84%。

图 7 2012 年公司进口产品构成情况



资料来源：公司提供

公司进口产品主要有奥古曼、辐射松、杂木和板材，其中奥古曼和板材占比较大。2012年，上述四类产品分别占公司进口总额的34.95%、25.07%、16.12%和23.87%。

2013年1-9月，公司进口总额为14457.38万美元，是2012年全年的96.26%，奥古曼、辐射松、杂木和板材分别占公司进口总额的39.20%、29.91%、13.64%、17.26%，奥古曼和辐射松进口量占比较大。

从公司木材进口市场结构来看，公司进口产品主要来自于几内亚、刚果、俄罗斯、新西兰四个国家。2012年，公司从几内亚进口5894.69万美元，占进口总额的39.25%，同比略有下降；刚果进口3671.98万美元，占进口总额的24.45%，同比增长17.30%；俄罗斯进口3021.68万美元，占进口总额20.12%，同比下降38.36%；新西兰进口2429.96万美元，占进口总额比例提升至16.18%

表8 公司木材进口情况（单位：万美元；m³）

国家	2011年		2012年		2013年1-9月	
	进口额	进口量	进口额	进口量	进口额	进口量
奥古曼	8977.78	162461.05	5248.15	90857.10	5666.58	97002.30
辐射松	2156.11	112919.14	3764.41	43310.00	4323.53	121105.30
杂木	1428.83	27356.43	2421.14	45019.00	1972.36	36263.50
板材	4281.07	49283.75	3584.61	175971.37	2494.91	49185.60
合计	16843.79	352020.37	15018.31	355157.47	14457.38	303556.70

资料来源：公司提供

表9 公司木材进口市场分布情况

国家	2011年		2012年		2013年1~9月	
	进口额	占比	进口额	占比	进口额	占比
几内亚	7374.06	43.78%	5894.69	39.25%	4854.79	33.58%
刚果	3130.45	18.59%	3671.98	24.45%	3936.74	27.23%
俄罗斯	4902.10	29.10%	3021.68	20.12%	1526.70	10.56%
新西兰	1437.18	8.53%	2429.96	16.18%	4139.15	28.63%
合计	16843.79	100.00%	15018.31	100.00%	14457.37	100.00%

资料来源：公司提供

2013年1-9月，公司进口市场中刚果和新西兰占比增长，占进口总额的27.23%和28.63%，几内亚仍是公司第一大木材进口国。

木材进口采购一般多为集中采购，主要采用国际信用证结算，一般为远期信用证，运输方式主要是海路运输。木材采购的结算采用国际信用证结算，以国际市场木材价格为准，采购周期视国内市场情况而定，一般为3-4个月。

国内采购木材品种主要为杂木和板材，2012年采购数量为127955.08m³，其中采购杂木66821.37 m³，板材61133.71 m³，主要供应商为绥芬河世源经贸有限公司、江苏苏美达国际技术贸易有限公司等。国内部分采购模式为集中采购，一般先支付15%-30%的预付款，之

后通过电汇的方式结算，运输方式主要为汽车运输。采购周期一般为2-3个月。

木材销售模式采用直销，销售客户以木材加工企业为主，产品价格以国内市场价格为准，结算方式以现汇为主，公司利用日照市的港口优势，已将木材成功销往临沂、天津、河北、苏北等地市场。公司销售的下游客户主要为临沂市长成木业有限公司、临沂秋实木材加工厂、临沂市聚林木业公司、漳浦南辉家具有限公司等。2012年，公司销售木材实现收入17.68亿元。

大豆贸易

公司2011年8月新增大豆进口贸易，2012年进口额达到170558.08万元，进口量为44.00

万吨；2013 年 1-9 月，公司进口大豆 232472.94 万元，进口量为 61.18 万吨，大豆进口额大幅上升。公司大豆进口市场主要是美国和巴西，进口额分别占进口总额的 49.26%和 50.74%。

大豆的采购是以国际信用证结算，一般会分为即期信用证和远期信用证，买方要在货物装船前开出可执行操作的信用证，卖方在收到信用证后才会装船，船装出后客户会将全套单据交单到银行，银行审单无误后会确认付款。大豆进口价格主要是根据芝加哥大豆期货盘（CBOT）来确定。

大豆销售模式采用直销，客户主要是国内大型的粮商。2012 年，公司销售大豆实现收入 19.59 亿元，销售量 43.34 吨，前 5 名销售客户分别为路易达孚（霸州）饲料蛋白有限公司、中粮黄海粮油工业（山东）有限公司、龙口新龙食油有限公司、钦州大洋粮油有限公司和北京智诚永盛贸易有限公司，结算方式主要以现汇为主，结算周期为 1-3 个月。

其他贸易

除了木材和大豆贸易以外，公司根据市场

行情，还进行棕榈油和大豆原油产品的贸易，但占贸易收入总额比重较小。2012 年公司棕榈油和大豆原油贸易收入分别为 1.93 亿元和 8.20 亿元；2013 年 1-9 月，棕榈油和大豆原油贸易收入分别为 4.35 亿元和 4.06 亿元。

（二）深加工

公司以出口大理石洁具和木质家具为主。从事出口业务的子公司主要为长青木业和玉石洁具。公司产品销售主要以出口为主，出口占 80%左右，内销占 20%，出口地区主要以美国、英国、丹麦、意大利为主。

据统计，2012 年公司出口总额为 10894.90 万美元，较 2011 年下降 14.64%。2012 年，公司木质家具和大理石洁具的出口额分别为 4843.47 万美元、6051.43 万美元，同比分别减少了 22.37%和 4.89%。

从公司出口市场结构来看，公司出口市场以美国、英国和丹麦为主，2012 年四个国家占总出口额比例分别为 30.42%、15.17%、10.23%和 18.59%，上述国家合计出口 9523.11 万美元，占出口额的 74.41%。2013 年 1-9 月，美国占比上升，为 45.25%，美国仍为公司第一出口国。

表 10 公司出口市场分布情况（单位：万美元）

国家	2011 年		2012 年		2013 年 1-9 月	
	出口额	占比	出口额	占比	出口额	占比
美国	4268.92	31.69%	4614.85	30.42%	2895.87	45.25%
英国	2387.85	17.72%	2019.67	15.17%	1024.60	16.01%
丹麦	1372.42	10.19%	1141.03	10.23%	533.10	8.33%
意大利	2578.35	19.14%	1747.56	18.59%	846.04	13.22%
合计	10607.54	78.74%	9523.11	74.41%	5299.61	82.81%

资料来源：公司提供

公司产品出口的主要客户为美国富凯 The Foremost Groups Inc.、英国 Astor Marek Plewa Bathroom Furniture、意大利 Rtmr Trading+Consulting International GmbH、法国 Euro Water Venture Limited 和美国 DC Worldwide Trading Co.,Ltd.，前五大主要客户占比 40.44%，集中度较高，销售客户以木材加工企业为主，结算方式以现汇为主。

表 11 2012 年公司出口产品主要客户情况

（单位：万美元）

客户	销售额	占比
美国富凯 The Foremost Groups Inc.	17378.06	18.99%
英国 Astor Marek Plewa Bathroom Furniture	6935.88	7.58%
意大利 Rtmr Trading+Consulting International GmbH	6071.44	6.63%
法国 Euro Water Venture Limited	3736.75	4.08%

美国 DC Worldwide Trading Co.,Ltd.	2882.69	3.15%
合计	37004.82	40.44%

资料来源：公司提供

3. 港口板块

公司于 2005 年投资兴建岚桥港，构建港口物流产业的战略发展布局。日照岚桥港正处于建设发展阶段，1#、2#液化泊位已于 2010 年 7 月竣工验收，正式开港运营，并建有罐区 40 万立，2012 年货物吞吐量为 553 万吨，2013 年 1-9 月，货物吞吐量为 354.60 万吨，是 2012 年全年的 64.12%。3#、4#液体散货泊位（鲁发改能交【2010】1301 号）已经山东省发改委核准，2 万吨和 3 万吨液体化工泊位正在建设中，设计年吞吐量 245 万吨已开工建设，该项目总投资 5.07 亿元，截至 2013 年 9 月底已投资 5.11 亿元，预计 2013 年年底开港；1#、2#通用泊位（鲁发改能交【2011】864 号）也就是 7 万吨和 10 万吨级泊位正在建设中，设计吞吐量 600 万吨，生产用门机 6 台，该项目计划总投资 9.93 亿元，截至 2013 年 9 月底已完成投资并且 1#、2#通用泊位已于 2013 年 6 月开港试运营，30 万吨级矿石码头（发改基础【2011】3240 号）总投资 25.15 亿元，建设期 2 年，截至 2013 年 9 月底已投资 12.26 亿元，预计 2014 年 12 月份开港。现在的港口物流业务正处于起步发展阶段，经营模式主要采取传统物流运作模式运输+转运+储存；随着港口的建设和发展，运输、仓储、装卸搬运、配送、流通加工、包装、信息处理等现代物流的功能逐渐体现完善，港口物流业务将建立现代物流业务运作模式。目前，公司主要从事港口货物装卸、驳运、仓储经营及相关物流业务；港口接卸主要货种为：原油、燃料油、蜡油、柴油、汽油、沥青、丙烯、苯乙烯、硫酸等各类化工品。后期随着港口的建设陆续会增加散货、矿石等的接卸。

公司以岚桥港务公司为依托，按照国务院批准的《日照港总体规划》，将岚桥港建设成为以原油、成品油、液体化工品、矿石等大宗散

货运输的综合性深水港区，规划设计年通过能力 1.2 亿吨。港区规划为三个作业区，分别为液体化工作业区、中部作业区、深水泊位作业区。规划泊位 22 个，其中液体化工作业区建设 5000 至 5 万吨级泊位 8 个；中部作业区建设 5 万至 10 万吨级 7 个；深水泊位作业区建设 15 万吨级至 30 万吨级泊位 7 个。海域回填可形成陆域面积 2000 亩，具备建设 600 万立方以上储运能力的液体化工储运罐区基础。

4. 房地产板块

房地产方面，公司已开发完成的项目为“天诚·时尚 Party”、“天诚·金域蓝湾”、“天诚·观巢”、“天诚·未来海岸”，以上楼盘均位于山东省日照市。总施工面积为 62.15 万平方米，目前均已销售完毕，销售均价为 2900-4500 元/平方米，销售房屋面积 69.05 万平方米，实现销售收入 27.23 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司拥有日照市 7.2 万平方米的城镇住宅土地，公司在 2011 年 4 月以 4 亿元获得该土地，已完成支付。公司于 2012 年底使用该土地开发天诚·观澜天地项目，该项目总投资 9.53 亿元，其中银行贷款 6.19 亿元，自筹 3.34 亿元，规划建设 7 栋高层住宅楼，14 栋三层连排住宅楼，幼儿园 1 栋，总规划建筑面积 20.46 万平米。截至 2013 年 9 月末，该项目已投资 2900 万元，基本建成 13 栋别墅并且已预售 13 栋别墅，实现预售收入 2.7 亿元。

5. 未来发展

在未来 2-3 年，该集团公司确定明晰的发展战略：继续稳步发展成品油储运与销售、木材贸易及深加工、房地产开发三大基础产业，实现稳定的现金流；同时，依托已建成的两个 3-5 万吨的液体化工泊位，充分利用已经建成的 40 万立方米罐区技改项目，形成油品的运输、装卸、储运、深加工和销售等一条龙产业链，进一步充盈现金流量；充分发挥港口优势，加大港区 10 万吨、30 万吨散装货码头的建设，

积极开拓港口物流贸易；房地产板块继续天诚系列的中高端住房的开发。公司未来投资资金

压力较大，公司将根据实际情况适当调整 30 万吨矿石码头建设周期。

表 12 公司未来投资计划（单位：亿元）

项目	总投资	资金筹措		截至 2013 年 9 月底已投	建设期	2013 年 10-12 月	2014 年	2015 年
		贷款	自筹					
1#、2#通用泊位	9.93	6.30	3.63	9.96	2	--	--	--
3#、4#液体散货泊位	5.07	3.20	1.87	5.11	2	--	--	--
30 万吨矿石码头	25.15	16.35	8.80	12.26	2	1.10	11.79	--
天诚·观澜天地	9.53	6.19	3.34	0.29	3	0.07	6.19	2.98
合计	49.68	32.04	17.64	27.62	--	1.17	17.98	2.98

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的 2011 和 2012 年度财务报表均已日照东业联合会计师事务所审计，并出具了标准无保留审计结论。公司 2013 年三季度财务报表未经审计。2011-2012 年公司合并报表范围未发生变化，数据可比性强。

截至 2012 年底，公司合并资产总额 145.66 亿元，所有者权益合计 54.83 亿元（其中少数股东权益 7.88 亿元）；2012 年实现营业收入 181.90 亿元，实现利润总额 20.57 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司合并资产总额 184.25 亿元，所有者权益合计 64.36 亿元（其中少数股东权益 8.96 亿元）；2013 年 1-9 月，公司实现营业收入 141.17 亿元，实现利润总额 12.70 亿元。

1. 盈利能力

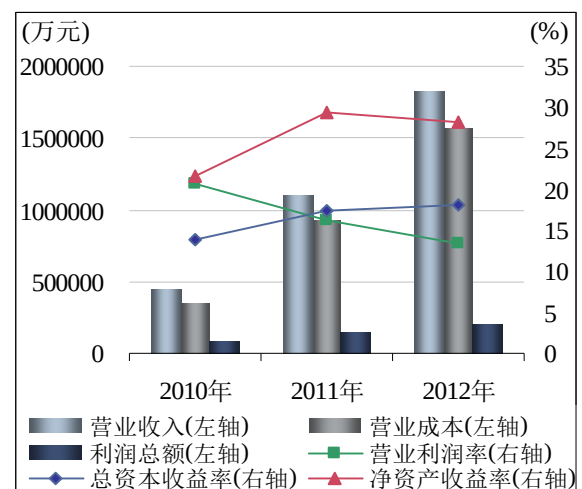
2010-2012 年，公司营业收入年复合增长率为 101.40%，2012 年实现营业收入 181.90 亿元，较上年增长 64.30%，主要是由于 2011 年公司深加工项目一期投产运营并且 2011 年下半年公司新增大豆进口贸易所致。营业成本三年复合增长 111.22%。2010-2012 年，公司营业利润率逐年下降，主要是由于公司从 2011 年开始港口石化生产线试运营，产能利用率较低，成本较高，2012 年公司营业利润率为 13.44%，较上年下降 2.84 个百分点。

2010-2012 年，公司期间费用持续增长，其

中财务费用在有息债务增加的带动下增长较快，但期间费用占营业收入的比重逐年下降。2012 年公司期间费用为 3.95 亿元，占营业收入的比重为 2.17%，公司期间费用控制较好。

2010-2012 年，公司利润总额和净利润持续增加，三年复合增长率分别为 61.73% 和 60.05%，2012 年分别为 20.57 亿元和 15.45 亿元。

图 8 2010-2012 年公司盈利情况



资料来源：公司提供

从盈利指标看，近三年公司总资本收益率呈上升趋势，净资产收益率波动增长，2012 年分别为 18.19% 和 28.17%，总体看，公司盈利能力良好。

2013 年 1-9 月，公司实现营业收入 141.17 亿元，占 2012 年全年营业收入的 77.61%；营业成本 124.92 亿元，占 2012 年全年的 79.58%；

期间费用 3.30 亿元，占营业收入的 2.33%，占比较 2012 年略有上升。公司利润总额和净利润分别为 12.70 亿元和 9.53 亿元。公司营业利润率为 11.33%，较 2012 年略有下降。

总体看，随着公司深加工项目的逐步运营以及大豆进口贸易板块的扩大，公司收入规模持续增加，整体盈利能力较强。

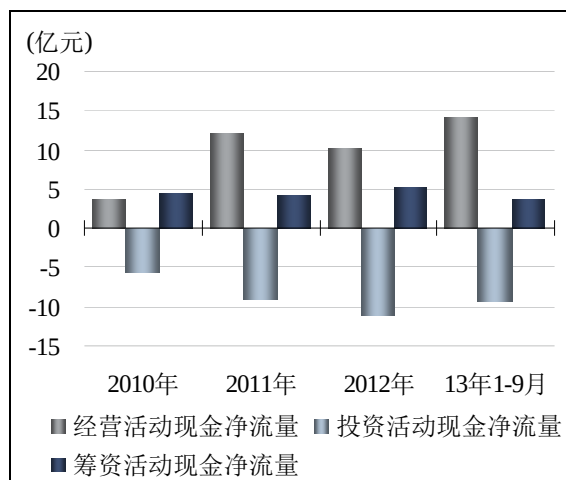
2. 现金流及保障

经营活动方面，2010-2012年，受公司营业收入大幅增长影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入也随之大幅增长，年复合增长率分别为108.24%和108.63%，2012年分别为205.89亿元和209.68亿元，其中收到其他与经营活动有关的现金3.47亿元主要为酒店建设暂借款；2010-2012年，公司购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动产生的现金流出分别年复合增长114.60%和112.05%，2012年分别为189.42亿元和199.44亿元；2010-2012年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为3.82亿元、12.21亿元和10.23亿元；2010~2012年，公司现金收入比不断上升，2012年为113.19%，较2011年上升1.88个百分点，收入质量较高。

投资活动方面，2011年以来公司投资活动现金流入主要为收到其他与投资活动有关的现金，2012年为3.90亿元；现金流出主要体现为购买固定资产支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金，2012年为15.07亿元。随公司大型工程项目的实施和港口的建设，投资支出呈加大趋势；收到和支付其他与投资活动有关的现金，主要是公司购买和出售理财产品产生的现金流。投资活动产生的现金流表现为净流出，且流出额逐年增长，2012年为-11.16亿元。

公司筹资活动前现金流量净额分别为-1.72亿元、3.15亿元和-0.93亿元，波动较大。石化深加工项目的投产运营是公司2011年现金较充足，但码头建设等项目所需资本支出规模庞大，周期较长，导致公司仍有一定的外部融资需求。

图9 2010~2013年9月公司现金流状况



资料来源：审计报告

筹资活动方面，由于贸易行业日常流动资金需求大，公司具有持续外部融资需求，主要体现为银行借款、偿还债务及利息等；收到和支付其他与筹资活动有关的现金主要是往来公司的暂借款和信托理财借款的收付。2012发行债券收到的现金为公司发行短期融资券“12岚桥CP001”募集资金3.00亿元。从筹资活动产生的现金流量净额看，2010-2012年均表现为净流入，三年净额分别为4.57亿元、4.30亿元和5.12亿元。

2013年1-9月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 158.62 亿元，现金收入比为 112.36%。经营活动产生的现金流量净额为 14.20 亿元；投资活动全部为购买固定资产带来的现金流出，投资活动产生的现金流净额-9.22 亿元；筹资活动产生现金流入为 20.94 亿元，包括 2013 年公司发行“13 岚桥 CP001”募集资金 4.00 亿元和“13 岚桥 CP002”募集资金 3.00 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 3.85 亿元。

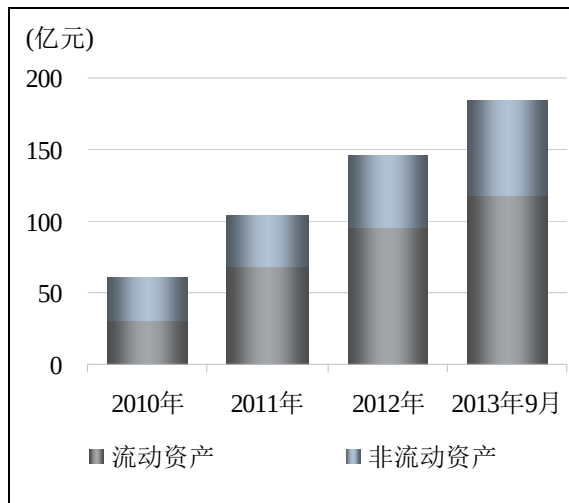
综合看，公司经营活动现金流入量较大；公司对外投资规模较大并呈增长趋势；由于大型工程的建设，资金需求大，但公司具有一定外部融资渠道。

3. 资本及债务结构

资产

2010-2012年，公司资产规模持续扩大，资产总额年复合增长54.50%，主要由于流动资产快速增加所致。截至2012年底，公司资产总额145.66亿元，其中流动资产占65.83%，非流动资产占34.17%，公司资产组成自2011年起由以非流动资产为主变为以流动资产为主。

图 10 2010-2013 年 9 月资产规模与结构



资料来源：公司提供

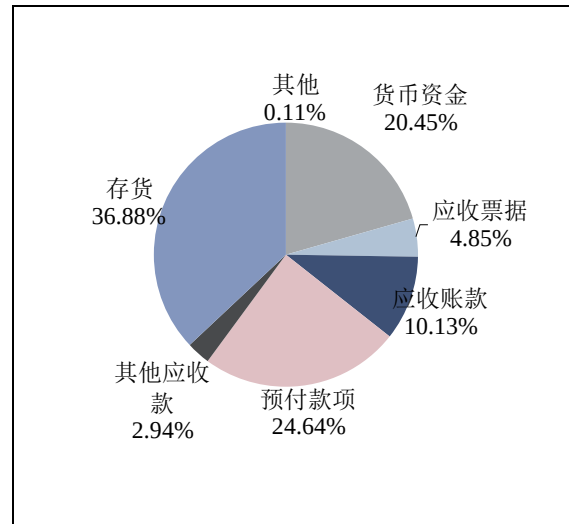
2010-2012 年，公司流动资产规模大幅增长，年均复合增长 77.30%，由于深加工项目的运营和贸易业务规模的扩大带来预付款项和存货等增加所致。截至 2012 年底，公司流动资产 95.88 亿元，较上年增长 41.80%。流动资产构成以货币资金（占比 20.45%）、应收账款（占比 10.13%）、预付款项（占比 24.64%）和存货（占比 36.88%）为主。

2010-2012 年，公司货币资金增长较快，三年复合增长 56.87%。截至 2012 年底，公司货币资金 19.61 亿元，主要为其他货币资金（占 77.11%）和银行存款（占 21.78%），其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金、国际信用证保证金、国内信用证保证金存款等。

2010-2012 年，公司应收账款快速增长，三年复合增长 61.44%。截至 2012 年底，公司应收账款 9.71 亿元，主要为应收路易达孚（霸州）

饲料蛋白有限公司、钦州大洋粮油有限公司、龙口新龙食油有限公司、临沂市长成木业有限公司和临沂秋实木材加工厂的款项，前五名占比 48.22%，集中度偏高；账龄全部在 1 年以内，账龄短。2012 年底公司对应收账款提取 484.67 万元坏账准备，计提比例为 0.50%。

图 11 2012 年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

2010-2012 年，公司预付款项大幅增长，年均复合增长 56.27%。截至 2012 年底，公司预付款项 23.62 亿元，账龄全部在一年以内，主要是预付原材料、商品采购款及工程款、设备款等。

表 13 2012 年公司预付款项前 5 名债务人情况

债务人	金额(万元)	占比
淄博聚洋燃料销售有限公司	17799.33	7.54%
上海燃料有限公司	17729.84	7.51%
岚山木材加工园区	12000.00	5.08%
中建八局第四建设有限公司	11136.68	4.71%
淄博泽宇燃料有限公司	10680.00	4.52%
合计	69345.85	29.36%

资料来源：公司提供

2010-2012 年，由于深加工项目的投产运营和贸易业务规模的扩大，公司存货持续增长，年复合增长 126.26%。截至 2012 年底，公司存货 35.36 亿元，主要为库存商品、原材料和土地开发成本，占比分别为 48.86%、32.51%和 14.94%。2012 年，公司未计提存货跌价准备。

2012 年底,公司其他应收款出现大幅增长,账面余额为 2.81 亿元,同比增长 241.71%;主要为应收临沂临港物流工业园区的暂借款 2 亿元。公司其他应收款账龄全部在 1 年以内,公司未对其他应收款计提坏账准备。

2010-2012 年,公司非流动资产规模持续稳步增长,年均复合增长 27.71%。截至 2012 年底,公司非流动资产 49.78 亿元,其中由于港口和石化装置建设使得固定资产和在建工程占比较高,占比分别为 36.96%和 58.01%

截至 2012 年底,公司长期股权投资净额 0.59 亿元,主要是对日照岚桥富凯木业有限公司(持股 35.00%)、日照中油油品销售有限公司(持股 30.00%)、日照市商业银行(持股 5.14%)和岚山农信社(持股 0.07%)的股权投资。

2010-2012 年,公司固定资产波动增长,三年复合增长 26.64%,其中 2012 年同比增长幅度较大(68.19%),主要是由于 1#2#液化码头转固、新增房屋建筑物(自用办公楼、公寓楼和石化装置等)及大量机械设备的引进。截至 2012 年底,公司固定资产原值 22.40 亿元,主要为机械设备(占 50.66%)、1#2#液化码头(占 50.66%)和房屋建筑物(占 19.84%)。公司计提累计折旧合计 3.21 亿元,主要是针对房屋建筑物(计提 0.81 亿元)和机械设备设备(计提 1.79 亿元)。截至 2012 年底,公司固定资产净值 19.20 亿元。

2010-2012 年,公司在建工程不断增长,年均复合增长 31.65%,主要为岚桥港港口工程、岚桥酒店、岚桥沥青石化项目和液体化工储备库项目的建设。截至 2012 年底,公司在建工程 28.37 亿元,主要是公司港口建设和岚桥酒店的工程增加。2012 年在建工程中资本化利息支出为 0.49 亿元。

2010-2012 年,公司无形资产小幅下降,2012 年底无形资产原价 2.06 亿元,其中土地使用权占 77.09%,海域使用权占 22.53%,截至 2012 年底,累计摊销 0.61 亿元,无形资产账面

净值为 1.45 亿元。

截至 2013 年 9 月底,公司资产总额 184.25 亿元,其中流动资产占 64.42%,非流动资产占 35.58%,公司资产结构较 2012 年底变化不大。截至 2013 年 9 月底,公司流动资产 118.69 亿元,其结构组成与 2012 年底相似。公司货币资金 28.44 亿元,较 2012 年底增长 45.03%。公司非流动资产构成与 2012 年相差不大,仍以固定资产和在建工程为主,占比分别为 31.76%和 62.39%。截至 2013 年 9 月底,公司长期股权投资 1.43 亿元,主要是增加了对日照银行的投资;在建工程增幅较大,主要是港口工程建设。

总体看,公司资产规模不断扩大,流动资产中货币资金较为充足,预付款项和存货占比较大;非流动资产中,固定资产和在建工程占大,主要为港口码头项目工程。总体看,公司整体资产质量良好。

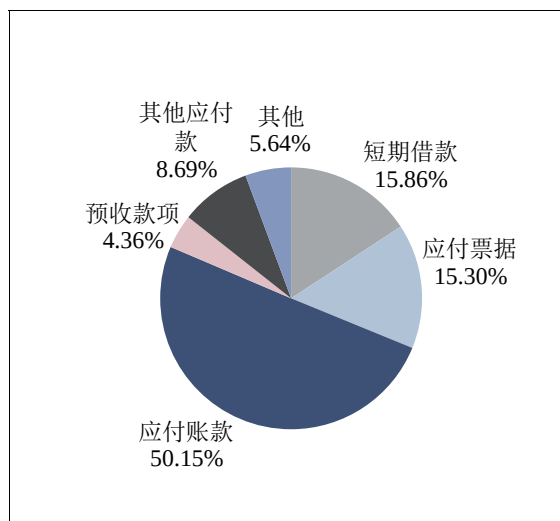
负债和所有者权益

2010-2012 年,受益于未分配利润的持续增长,公司所有者权益持续增长,年复合增长率为 40.07%。截至 2012 年底,公司所有者权益合计 54.83 亿元,较上年增长 38.63%;归属于母公司所有者权益 46.95 亿元中,实收资本占 4.90%,盈余公积占 15.20%,未分配利润占 79.90%。截至 2013 年 3 月底,公司所有者权益合计 58.00 亿元,其中归属于母公司所有者权益合计 49.73 亿元,与 2012 年底相比,其构成变化不大。总体看,公司所有者权益稳定性偏弱。

2010-2012 年,公司负债持续增长,年复合增长率为 65.72%。截至 2012 年底,公司负债合计 90.83 亿元,较上年增长 41.17%;其中流动负债占 84.28%,非流动负债占 15.72%,以流动负债为主。

2010-2012 年,公司流动负债波动中快速增长,年复合增长 94.56%。截至 2012 年底,公司流动负债 76.55 亿元,主要为短期借款、应付票据和应付账款,占比分别为 15.86%、15.30%和 50.15%。

图 12 2012 年底公司流动负债构成



资料来源：公司提供

2010-2012 年，公司短期借款持续增长，年复合增长率为 24.99%。截至 2012 年底，公司短期借款 12.14 亿元，较上年增长 7.68%，主要由于抵保证款增加所致。短期借款中，信用借款、抵押借款和保证借款分别占 49.24%、28.80%和 21.96%。

2010-2012 年，公司应付票据波动增长，年复合增长率为 66.75%。截至 2012 年底，公司应付票据 11.71 亿元，较上年下降 15.62%，主要是应付进口企业货款，全部为银行承兑汇票。

2010-2012 年，公司应付账款大幅增加，年复合增长率为 225.93%。截至 2012 年底，公司应付账款 38.39 亿元，主要为应付采购款，账龄全部在 1 年以内，账龄短。

2010-2012 年，公司其他应付款年复合增长率为 85.66%。截至 2012 年底，公司其他应付款 6.65 亿元，主要是暂借款，账龄全部在 1 年以内，前五名金额占比 99.02%，集中度很高，账龄短。公司其他应付款主要为建设日照岚桥锦江大酒店应付日照山海天旅游度假区管理委员会（2.45 亿元）和日照市山海天旅游度假区财政局（2.60 亿元）的暂借款。

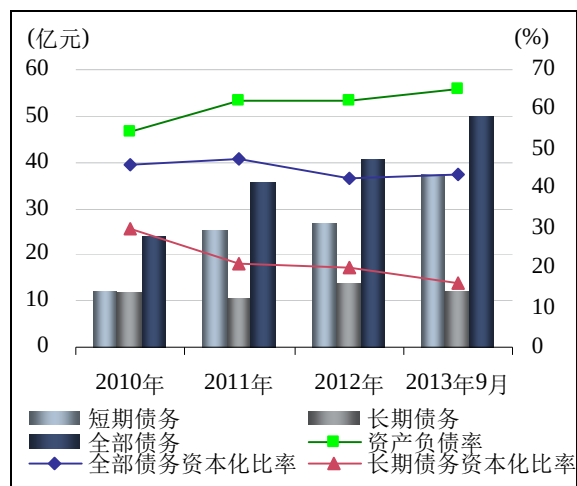
2012 年 12 月公司发行 2012 年第一期短期融资券（“12 岚桥 CP001”），募集资金 3.00 亿元计入其他流动负债。

2010-2012 年，公司非流动负债变化不大，年复合增长率为 5.40%，主要由于长期借款变动所致。截至 2012 年底，公司非流动负债 14.28 亿元，其中长期借款占 97.78%，长期应付款占 2.22%。长期应付款为应付江苏金融租赁有限公司和新疆长城融资租赁有限公司的租赁物件委托购买款、转让价款和租赁保证金。

截至 2013 年 9 月底，公司负债合计为 119.89 亿元，较 2012 年底增长 31.99%，其中流动负债占 89.63%，非流动负债占 10.37%，与 2012 年底相比，流动负债占比略有提高。公司在采购支付方式中加大了票据比例，应付票据进一步增长，较 2012 年底增长了 62.43%。2013 年 3 月和 8 月公司分别发行“13 岚桥 CP001”和“13 岚桥 CP002”，募集资金共计 7.00 亿元计入其他流动负债。

2010-2012 年，公司有息债务规模持续增长，年复合增长率为 30.65%，截至 2012 年底，公司全部债务 40.82 亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为 65.80%和 34.20%；

图 13 2010-2013 年 9 月底公司债务负担情况



资料来源：公司提供

截至 2013 年 9 月底，公司全部债务 49.86 亿元，公司债务规模上升，其中短期债务和长期债务占比分别为 75.22%和 24.78%，短期债务比例进一步上升。总体看，公司债务结构较为合理。

2010-2012 年，公司资产负债率、全部债务

资本化比率持续上升，长期债务资本化比率呈下降趋势，2012 年底分别为 62.36%、42.67% 和 20.29%；截至 2013 年 9 月底，以上三项指标分别为 65.07%、43.65% 和 16.10%。总体看，公司债务构成以短期债务为主，短期偿债压力呈上升趋势，债务负担变化不大，负债水平适宜。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2010-2012 年，公司流动比率和速动比率呈下降趋势，截至 2012 年底，公司流动比率和速动比率分别为 125.25% 和 79.06%，主要是由于公司流动负债增长较快并且存货占比较大。截至 2013 年 9 月底公司存货占比有所下降，流动比率和速动比率分别为 110.46% 和 75.74%。2010-2012 年，公司经营现金流动负债比波动下降，2012 年底为 13.37%。总体看，考虑到公司存货流动性较高，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2010-2012 年，由于公司利润的大幅增长，公司 EBITDA 增长较快，2012 年为 23.18 亿元，较上年增长 32.66%，2010-2012 年公司 EBITDA 利息倍数分别为 7.71 倍、11.84 倍和 11.85 倍；全部债务/EBITDA 分别为 2.72 倍、2.05 倍和 1.76 倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2013 年 9 月底，公司共获得各家商业银行授信额度为 118.29 亿元，其中尚未使用的额度 44.58 亿元，间接融资渠道较为畅通。

截至 2013 年 9 月底，公司对外担保 12.09 亿元，担保比率为 18.78%。其中金额较大的为日照经济技术开发区国有资产经营管理公司 2.22 亿元、广信化工科技有限公司 1.28 亿元、日照市新宇矿业有限公司 1.24 亿元、日照立能能源有限公司 1.09 亿元。目前被担保企业经营正常。公司担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

表 14 截至 2013 年 9 月底公司对外担保情况

担保对象	担保金额 (万元)	是否正常运行
日照经济技术开发区国有资产经营管理公司	22180.00	经营正常
广信科技化工公司	12787.60	经营正常
日照市新宇矿业有限公司	12400.00	经营正常
日照立能能源有限公司	10900.00	经营正常
日照兴业集团	10000.00	经营正常
日照凌海糖业有限公司	10000.00	经营正常
日照天泰钢结构有限公司	10000.00	经营正常
日照阿掖山水产食品有限公司	7300.00	经营正常
日照兴业进出口贸易有限公司	5000.00	经营正常
岚山城建开发投资公司	5000.00	经营正常
临沂市供销石油有限公司	3900.00	经营正常
阿掖山水产集团	2500.00	经营正常
临沂市中油供销石油有限公司	2000.00	经营正常
日照腾飞市政园林有限公司	1500.00	经营正常
日照富宇汽车服务有限公司	1500.00	经营正常
日照港基海运有限公司	1400.00	经营正常
郑州联钢有限公司	1000.00	经营正常
日照明珠食品有限公司	1000.00	经营正常
日照鑫鲁建设工程有限公司	500.00	经营正常
合 计	120867.60	

资料来源：公司提供

5. 对“13 岚桥 CP002”偿还能力分析

截至目前，公司存续期内债券为 2012 年 12 月 11 日发行的 3 亿元短期融资券“12 岚桥 CP001”、2013 年 03 月 21 日发行的 4 亿元短期融资券“13 岚桥 CP001”和 2013 年 8 月 28 日发行的 3 亿元短期融资券，合计 10 亿元（以下简称“存续期债券”）。

截至 2013 年 9 月底，公司现金类资产 32.58 亿元，扣除使用受限的 20.41 亿元后，现金类资产是存续期内债券的 1.22 倍，公司现金类资产对存续期内债券的覆盖程度较高。

2012 年公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对上述债券合计发行额度的保护倍数分别为 20.97 倍和 1.02 倍，公司经营活动

现金流对存续期内债券保护能力较强。

总体看，公司现金类资产和经营活动现金流对“13 岚桥 CP002”的保护能力强。

6. 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：B201311050014704988），截至 2013 年 11 月 5 日，公司存在 8 笔不良和关注类贷款和 1 笔贸易融资，经公司核查，是由于银行系统原因造成，公司无不良信用，过往债务履约情况良好。

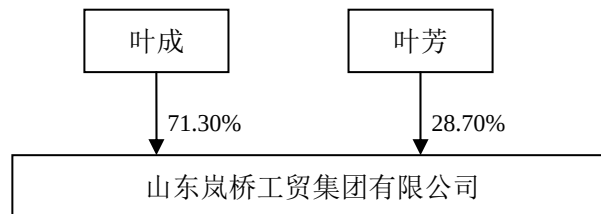
7. 抗风险能力

公司作为多元化经营的大型民营企业，在成品油储运销售规模、木材产业链、港口资源等方面具备一定优势，并且近年公司收入规模逐年增长，长短期偿债能力较强。基于对公司自身经营和财务风险，行业状况等情况的综合判断，联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

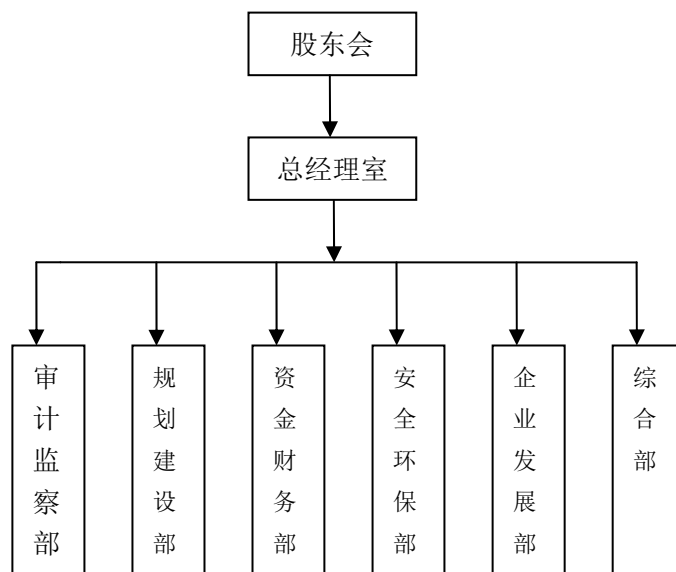
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13 岚桥CP002” A-1的信用级别。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动资产：					
货币资金	79688.35	154179.00	196093.54	56.87	284369.03
交易性金融资产	5320.00	11200.00	1000.00	-56.64	
应收票据	10100.00	32978.00	46500.00	114.57	41396.00
应收账款	37258.10	65225.19	97104.17	61.44	127924.67
预付款项	96725.83	142916.65	236209.48	56.27	331949.59
应收利息					
应收股利					
其他应收款	6830.23	8236.43	28145.04	102.99	28068.56
存货	69068.03	261243.89	353588.77	126.26	373060.21
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	35.89	223.21	190.30	130.26	147.57
流动资产合计	305026.44	676202.37	958831.30	77.30	1186915.64
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	5932.30	5882.30	5882.30	-0.42	14307.10
投资性房地产					
固定资产	119702.04	114149.48	191988.45	26.64	208167.37
在建工程	163675.52	226422.98	283669.48	31.65	409029.01
工程物资					5196.54
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	15875.82	15184.87	14508.28	-4.40	17685.99
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用		1096.34	1735.59		1247.61
递延所得税资产					
其他非流动资产					
非流动资产合计	305185.68	362735.98	497784.10	27.71	655633.62
资产总计	610212.12	1038938.35	1456615.40	54.50	1842549.26

附件 2-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动负债：					
短期借款	77720.00	112760.00	121420.00	24.99	84820.00
交易性金融负债					
应付票据	42130.00	138830.00	117140.00	66.75	190211.11
应付账款	36137.14	196349.24	383875.00	225.93	566236.57
预收款项	14706.94	27069.74	33363.74	50.62	30571.55
应付职工薪酬	557.02	559.72	529.93	-2.46	524.87
应交税费	11674.95	16111.89	12574.83	3.78	2071.84
应付利息			95.34		2695.84
应付股利					
其他应付款	19296.16	39306.52	66515.50	85.66	97432.87
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债			30000.00		100000.00
流动负债合计	202222.21	530987.11	765514.35	94.56	1074564.64
非流动负债：					
长期借款	119244.20	106310.00	139590.00	8.20	123540.00
应付债券					
长期应付款	9273.95	6112.50	3173.03	-41.51	843.75
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	128518.15	112422.50	142763.03	5.40	124383.75
负债合计	330740.35	643409.61	908277.38	65.72	1198948.39
所有者权益：					
实收资本(或股本)	23000.00	23000.00	23000.00		23000.00
资本公积					
减：库存股					
盈余公积	38510.67	55919.22	71365.91	36.13	71365.91
专项储备					
未分配利润	180371.12	256564.31	375130.69	44.21	459664.75
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	241881.79	335483.52	469496.60	39.32	554030.66
少数股东权益	37589.98	60045.22	78841.41	44.82	89570.20
所有者权益合计	279471.77	395528.74	548338.02	40.07	643600.87
负债和所有者权益总计	610212.12	1038938.35	1456615.40	54.50	1842549.26

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1-9 月
一、营业收入	448462.84	1107137.76	1819019.98	101.40	1411667.70
减: 营业成本	351861.05	921410.65	1569738.92	111.22	1249225.63
营业税金及附加	4078.60	5516.79	4880.37	9.39	2468.16
销售费用	8103.04	12105.29	15697.86	39.19	15366.70
管理费用	4026.04	5576.56	9925.10	57.01	8556.94
财务费用	5192.15	9812.38	13838.51	63.26	9027.03
资产减值损失	63.41	140.54	156.90	57.31	155.27
加: 公允价值变动收益					
投资收益	3503.44	720.52	1067.59	-44.80	167.38
其中: 对合营企业投资收 益					
汇兑收益					
二、营业利润	78641.99	153296.07	205849.90	61.79	127035.35
加: 营业外收入	27.12	7.68	17.19	-20.38	16.32
减: 营业外支出	25.44	30.35	158.56	149.66	29.87
其中: 非流动资产处置损 失					
三、利润总额	78643.67	153273.40	205708.53	61.73	127021.80
减: 所得税费用	18342.02	37216.43	51241.56	67.14	31758.95
四、净利润	60301.65	116056.97	154466.97	60.05	95262.85
其中: 归属于母公司的净利润	48470.33	93601.73	134013.08	66.28	84534.06
少数股东损益	11831.32	22455.24	20453.89	31.48	10728.79

附件 4-1 合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	13 年 1-9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	474779.15	1232361.12	2058867.83	108.24	1586201.33
收到的税费返还	5737.20	4802.25	3174.73	-25.61	1688.88
收到其他与经营活动有关的现金	1217.59	1624.33	34725.75	434.04	3641.09
经营活动现金流入小计	481733.95	1238787.70	2096768.30	108.63	1591531.30
购买商品、接受劳务支付的现金	411318.65	1049288.50	1894195.93	114.60	1374080.25
支付给职工以及为职工支付的现金	2232.88	5595.26	6583.92	71.72	4749.74
支付的各项税费	23872.28	46779.96	72335.23	74.07	50229.98
支付其他与经营活动有关的现金	6132.33	15068.85	21322.82	86.47	20434.50
经营活动现金流出小计	443556.14	1116732.56	1994437.91	112.05	1449494.48
经营活动产生的现金流量净额	38177.80	122055.14	102330.39	63.72	142036.81
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	7123.60	50.00			
取得投资收益收到的现金	3503.44	720.52	1067.59	-44.80	167.38
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额					
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金		30300.00	38000.00		8000.00
投资活动现金流入小计	10627.04	31070.52	39067.59	91.74	8167.38
购建固定资产、无形资产等支付的现金	60628.73	85441.07	121195.48	41.39	84991.63
投资支付的现金	5400.00		1657.69	-44.59	8424.80
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金		36180.00	27800.00		7000.00
投资活动现金流出小计	66028.73	121621.07	150653.17	51.05	100416.43
投资活动产生的现金流量净额	-55401.69	-90550.54	-111585.58		-92249.05
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	177.69				30000.00
取得借款收到的现金	137982.14	166250.00	287501.45	44.35	109350.00
发行债券收到的现金			30000.00		70000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	7943.57	66576.52	6448.00	-9.90	
筹资活动现金流入小计	146103.40	232826.52	323949.45	48.90	209350.00
偿还债务支付的现金	93476.94	150960.00	229791.45	56.79	162000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5989.18	9304.45	12081.69	42.03	6426.54
支付其他与筹资活动有关的现金	942.30	29576.02	30906.58	472.70	2435.74
筹资活动现金流出小计	100408.41	189840.47	272779.72	64.82	170862.28
筹资活动产生的现金流量净额	45694.98	42986.06	51169.73	5.82	38487.72
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	28471.10	74490.65	41914.54	21.33	88275.49
加: 期初现金及现金等价物余额	51217.25	79688.35	154179.00	73.50	196093.54
六、期末现金及现金等价物余额	79688.35	154179.00	196093.54	56.87	284369.03

附件4-2 2010年-2012年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	60301.65	116056.97	154466.97	60.05
加: 资产减值准备	63.41	140.54	156.90	57.31
固定资产折旧及其他	2586.03	10006.88	10780.85	104.18
无形资产摊销	710.02	690.95	715.47	0.38
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产等损失				
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	5192.15	9812.38	13838.51	63.26
投资损失	-3503.44	-720.52	-1067.59	
递延所得税资产减少				
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-9263.65	-192175.86	-92344.88	
经营性应收项目的减少	-14798.36	-38241.26	-59139.58	
经营性应付项目的增加	-5168.43	216485.06	74923.74	
其他	2058.43			-100.00
经营活动产生的现金流量净额	38177.80	122055.14	102330.39	63.72
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	79688.35	154179.00	196093.54	56.87
减: 现金的期初余额	51217.25	79688.35	154179.00	73.50
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	28471.10	74490.65	41914.54	21.33

附件 5 主要计算指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	11.24	15.21	15.05	--
存货周转次数(次)	5.46	5.58	5.11	--
总资产周转次数(次)	0.85	1.34	1.46	--
现金收入比	105.87	111.31	113.19	112.36
盈利能力				
营业利润率(%)	20.63	16.28	13.44	11.33
总资本收益率(%)	11.63	15.40	18.78	--
净资产收益率(%)	21.58	29.34	28.17	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	29.91	21.18	20.29	16.10
全部债务资本化比率(%)	46.11	47.50	42.67	43.65
资产负债率(%)	54.20	61.93	62.36	65.07
偿债能力				
流动比率(%)	150.84	127.35	125.25	110.46
速动比率(%)	116.68	78.15	79.06	75.74
经营现金流动负债比(%)	18.88	22.99	13.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.71	11.84	11.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.72	2.05	1.76	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.07	0.09	-0.02	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.51	2.13	-0.47	--
现金偿债倍数(倍)	0.95	1.98	2.44	3.26
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	4.81	12.39	20.97	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.38	1.22	1.02	--

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×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%
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/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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 7 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 8 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