跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1545 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持岚桥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“14岚桥CP001”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

岚桥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
14 岚桥 CP001	4 亿元	2014/11/10-2015/11/10	A-1	A-1

跟踪评级时间：2015 年 7 月 29 日

财务数据

项　目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	9.24	9.11	10.09	21.69
资产总额(亿元)	145.66	179.41	230.63	235.48
所有者权益合计(亿元)	54.83	68.12	80.68	81.89
短期债务(亿元)	33.51	40.51	57.62	70.28
全部债务(亿元)	47.78	62.07	102.02	113.27
营业收入 (亿元)	181.90	193.42	213.95	49.44
利润总额 (亿元)	20.57	17.71	14.10	1.89
EBITDA(亿元)	23.18	21.20	19.69	--
经营性净现金流(亿元)	10.23	13.10	11.84	14.39
营业利润率(%)	13.44	11.55	9.66	7.32
净资产收益率(%)	28.17	19.50	13.08	--
资产负债率(%)	62.36	62.03	65.02	65.22
全部债务资本化比率(%)	46.56	47.68	55.84	58.04
流动比率(%)	125.25	124.06	130.65	127.51
全部债务/EBITDA(倍)	2.06	2.93	5.18	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.85	9.29	4.89	--
经营现金流动负债比(%)	13.37	14.60	11.22	--

注：1.2015 年一季度财务数据未经审计；
2.短期债务及全部债务中包括其他流动负债及其他应付款；长期债务及全部债务中包括长期应付款；现金类资产中已剔除使用受限的货币资金。

分析师

王 晴　谭心远
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

岚桥集团有限公司（以下简称“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。跟踪期内，公司深加工项目及港口陆续投产运营，同时收购了澳大利亚WestSide Corporation Limited，石油化工产业链进一步延伸至天然气开采领域，公司资产和收入规模呈增长趋势。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到宏观经济形势的变动、国家成品油价格定价机制、油品升级推升炼油成本及人工成本上升、营业利润率持续下滑、公司有息债务负担加重及对外担保规模较大等因素对公司经营及发展带来的负面影响。

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。随着公司30万吨级矿石码头项目的逐步建成，公司经营规模进一步扩大，盈利能力有望回升。综合看，公司未来整体实力有望得到提升。

综合考虑，联合资信维持岚桥集团有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14岚桥CP001”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。公司获得商务部批准拥有成品油（燃料油）进口经营资格，并在成品油储运、销售方面具备一定的区域优势。
2. 随着公司经营规模的扩大，公司资产规模和营业收入快速增长。
3. 公司2014年收购的澳大利亚WestSide Corporation Limited与当地大型天然气储运公司签署了一项为期20年的供气协议，对公司未来收入增长形成支撑。
4. 公司现金类资产和经营性活动现金流对“14岚桥CP001”的覆盖程度好。

关注

1. 国内成品油定价仍由政府主导，国家对油品标准的不断升级推升炼油成本，对公司石化业务带来一定经营风险。
2. 跟踪期内，受国际原油市场价格、国内油品价格调整以及贸易市场景气度下滑等因素影响，公司主营业务盈利能力有所弱化。
3. 公司有息债务规模持续上升，债务负担较重。
4. 公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

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）与岚桥集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与岚桥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，未因岚桥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岚桥集团有限公司提供，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至“14 岚桥 CP001”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于岚桥集团有限公司主体长期信用及“14岚桥 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

岚桥集团有限公司（以下简称“公司”）原名山东岚桥工贸集团有限公司，是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，并于 2013 年 12 月更名为现名。截至 2015 年 3 月底，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。

公司经营范围为：批发兼零售预包装食品兼散装食品（食品流通许可证）（有效期限以许可证为准）。燃料油（不含闪点在 60 度以下的燃料油）；金属材料、农产品（不含食品）销售；普通货物进出口，但国家限定公司经营或禁止进出口的商品除外；农作物及其他作物、林木种植；建筑工程施工；普通货物装卸、搬运；建筑工程机械与设备租赁；企业管理服务；社会经济咨询；工程管理服务；技术推广服务；城市绿化管理；办公设备维修；化工产品（不含化学危险品）销售（以上范围需许可的，凭有效许可证经营）。

公司本部下设资金财务部、审计监察部、规划建设部、安全环保部和总裁办等职能部门。截至 2015 年 3 月底，公司拥有 8 家控股子公司，5 家参股公司。

截至2014年底，公司合并资产总额230.63亿元，所有者权益合计80.68亿元（其中少数股东权益14.37亿元）；2014年实现营业收入213.95亿元，实现利润总额14.10亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 235.48 亿元，所有者权益合计 81.89 亿元（其中少数股东权益 14.63 亿元）；2015 年 1～3 月，公司实现营业收入 49.44 亿元，实现利润总额 1.89 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

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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。

1. 石化行业

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行业。石油在中国一次能源消费中所占的比重迅速上升，目前已经成为影响中国经济增长的重要因素之一。作为重要的战略性支柱行业，石油石化行业具有技术密集型和资金密集型双重特征，行业进入壁垒较高。

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，原油消费量近年来持续增长，对外依存度始终处于较高水平，近几年中国原油产量、消费量和净进口量一直呈现增长态势。根据国家统计局的统计数据，2014 年中国生产原油 2.11 亿吨，同比增长 0.94%；进口原油 3.08 亿吨，同比增长 9.37%；原油表观消费量为 5.18 亿吨，同比增长 6.02%。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，根据国务院发布的《能源发展“十二五”规划》，“十二五”期间石油对外依存度控制在 61%以内。2014 年，中国原油进口依存度达到 59.55%，同比上升 1.83 个百分点，进口依存度进一步扩大。随着天然气等清洁能源在国内的广泛推广，也将对石油消耗形成部分替代，原油进口依存度增速有望维持较低水平。

表 1　中国原油消费平衡情况（百万吨、%）

年份	产量	进口量	表观消费量	对外依存度
2010	20301.40	23931.14	43868.33	53.86
2011	20364.60	25254.92	45367.32	55.11
2012	20747.80	27109.00	47606.80	56.42
2013	20946.87	28195.00	48845.87	57.72
2014	21142.90	30837.66	51787.64	59.55

资料来源：Wind 资讯

在石油炼制板块，中国石油天然气集团公司（下称“中石油”）和中国石油化工集团公司（下称“中石化”）两大集团已经垄断国内90%以上的原油加工和成品油生产业务，形成非常完备的石油化工产业链条，两大集团体系内部的炼油企业由于拥有更加稳定的资源供应，具有较为明显的竞争优势。

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、丙烯及其他衍生产品，中国乙烯生产仍然由中石化和中石油两大集团垄断，产量约占全国总产量的 90%左右，其余产量主要来自于地方或民营炼油企业。

国际原油市场方面，2014 年，国际石油市场供需基本面较宽松，国际原油价格上半年震荡小幅上扬，下半年深度下跌，年末价格较年中最高点跌幅过半，美国西得克萨斯中质原油（以下简称“WTI”）与其它基准油价差总体收窄。2014 年前三季度，国际原油价格震荡中略有下降，以英国北海布伦特原油现货价格为例，由2014年1月2日的107.53美元/桶下降至2014年9月30日的93.17美元/桶；进入第四季度，世界经济复苏低于预期导致需求放缓以及美国页岩气发展导致全球原油总供应量增加，国际原油价格大幅下行，以英国北海布伦特原油现货价格为例，由 2014 年 10 月 1 日的 93.51 美元/桶下降至 2014 年 12 月 26 日的 57.83 美元/桶。2015 年，国际原油价格继续下行，但在 2 月初出现小幅反弹，2015 年 3 月 2 日英国北海布伦特原油现货价格为 60.87 美元/桶。从短期看，国际原油价格可能维持低位震荡的趋势。

国内成品油市场方面，2014 年，成品油市场需求呈中低速增长态势，汽油需求保持较快增长，柴油需求自 2009 年以来首现萎缩。国内炼油能力继续增长，市场资源总体宽松，成品油净出口进一步增加。2014 年，国内原油加工量 45642 万吨，增长 2.8%，成品油产量 28491 万吨，增长 4.4%；成品油表观消费量 26928 万吨，增长 2.0%，其中汽油增长 8.3%，柴油下降 1.5%；全年中国政府共 18 次调整国内汽油、柴油价格，4 涨 14 跌，其中自 2014 年 7 月 21 日起连续 10 次下调成品油价格；全年汽油标准品价格累计下降 2050 元/吨，柴油标准品价格累计下降 2205 元/吨。国内成品油价格走势与国际市场油价变化趋势基本保持一致。

化工市场方面，2014 年，全球经济复苏缓慢导致消费动力不足，原油价格大幅下跌，加之全球化工产能释放明显，化工市场持续低迷；中国国内经济结构调整，以及低价进口产品增加，化工产品价格保持低位运行，化工市场仍然处于供过于求的状态。

国家政策方面，成品油政策，2014 年 11 月 28 日，财政部和国家税务总局联合发布了《关于提高成品油消费税的通知》（财税[2014]94 号），决定自 2014 年 11 月 29 日起将汽油、石脑油、溶剂油和润滑油的消费税单位税额在现行单位税额基础上每升提高 0.12 元；将柴油、航空煤油和燃料油的消费税单位税额在现行单位税额基础上每升提高 0.14 元。2014 年 12 月 12 日，财政部和国家税务总局联合发布了《关于进一步提高成品油消费税的通知》（财税[2014]106 号），决定自 2014 年 12 月 13 日起将汽油、石脑油、溶剂油和润滑油的消费税单位税额由每升 1.12 元提高到每升 1.4 元；将柴油、航空煤油和燃料油的消费税单位税额由每升人民币 0.94 元提高到每升 1.1 元；航空煤油继续暂缓征收。天然气政策方面，2014 年 8 月 10 日，国家发改委发布了《国家发展改革委关于调整非居民用存量天然气价格的通知》（发改价格[2014]1835 号），决定自 2014 年 9 月 1 日起，适当提高非居民用存量天然气门站价格，其中化肥用气调价措施暂缓出台；居民用气门站价格不作调整；进一步落实放开进口液化天然气(LNG)气源价格和页岩气、煤层气、煤制气出厂价格政策。

未来行业发展方面，2014 年尤其是四季度，世界经济复苏低于预期，中国等新兴经济体需求放缓，美国页岩气发展导致全球原油总供应量增加等因素导致国际原油价格大幅下行，国际原油价格的持续下行对石油行业的上游资产形成冲击，油气资产贬值，进而影响勘探和开采，预计石油公司的投资量将出现下滑；同时，石化产业产品失去成本支撑，在产业链传导作用下，价格出现下挫，甲苯、PTA、PX 和丁二烯等石化上游产品价格均下跌较高且预计后市还将低位运行。同时，美国页岩气资源商业化开发的成功将相关技术转移到页岩油资源领域，促使其国内原油产量大幅增长，导致作为北美地区基准的 WTI 原油价格水平进一步下跌。由于大部分原油资源具有同质性和可替代性，当前价格较低的美国页岩油将逐渐拉低进口原油在美国的销售价格，进而从原油销售渠道的终端向整个全球原油市场实现价格传递，降低国际原油整体价格水平。

2. 贸易行业

（1）国际贸易

近年来，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，2014 年，中国进出口总值达到 4.30 万亿美元，扣除汇率因素同比增长 3.46%，增速较 2013 年回落 4.14 个百分点，其中出口 2.34 万亿美元，同比增长 6.05%；进口 1.96 万亿美元，同比增长 0.53%；贸易顺差 3824.58 亿美元，同比扩大 47.24%。总体看，2014 年对外贸易增速出现回落。2015 年 1～3 月，受进口额大幅下降影响，中国进出口总值达到 9041.66 亿元，扣除汇率因素同比下降 6.3%；其中出口 5319.33 亿美元，同比增长 4.7%；进口 3902.33 亿美元，同比下降 17.6%；贸易顺差 1236.99 亿美元。

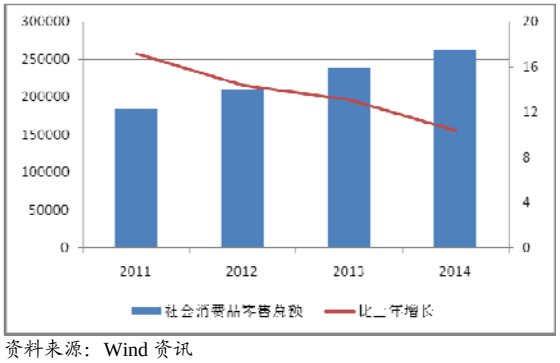
2011～2014 年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等，保证了中国外贸较快发展，同时也关注到受国际需求放缓和国内成本上升等因素制约，中国未来的贸易环境将不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制。上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

（2）国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的良好势态，刺激国内贸易稳步发展。根据国家统计局数据，2014 年全年社会消费品零售总额 262394 亿元，同比增长 12.0%，扣除价格因素，实际增长 10.9%，增速均出现同比下滑。2015 年 1~3 月，社会消费品零售总额 70715.3 亿元，同比增长 10.2%。

图 1 社会消费品零售总额及增长率情况

（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

整体看，中国消费市场较低的起点，经济发展将会有力促进中国庞大内需的释放，内贸行业将迎来较好的发展机遇；但行业发展也会促使竞争更为激烈，对于行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

3. 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。

根据《2014 年日照市国民经济和社会发展统计公报》，2014 年全市实现地区生产总值（GDP）1611.87 亿元，按可比价格计算，比上年增长 10%，增速分别高于全国、全省 2.6 个和 1.3 个百分点，居全省 17 市第三位。分产业看，第一产业增加值 139.34 亿元，增长 4.2%；第二产业增加值 811.39 亿元，增长 9.6%；第三产业增加值 660.64 亿元，增长 12.0%。按常住人口计算，全年人均生产总值 56349 元，比上年增长 9.3%。2014 年，全市进出口总值 347.69 亿美元，比上年增长 5.2%，增幅高于全省 1.2 个百分点。2014 年末全市规模以上工业企业 573 家，全年完成工业总产值 2830.5 亿元，增长 6.1%；实现工业增加值 709.2 亿元，按可比价格计算，增长 10.9%，增幅分别比全国、全省高 2.6 和 1.3 个百分点，比上半年回升 0.4 个百分点。2014 年，港口生产较快发展；沿海港口新建 30 万吨级原油码头等生产性泊位 4 个，新增吞吐能力 3350 万吨；全市生产性泊位达到 59 个、年通过能力 1.86 亿吨，其中万吨级以上泊位 49 个；全年完成沿海港口货物吞吐量 3.53 亿吨，比上年增长 11.1%。

2014 年全市完成固定资产投资 1234.75 亿元，增长 15.5%。房地产开发投资平稳增长，全年完成房地产开发投资 91.93 亿元，增长 27.6%。

总体看，公司所在日照市区域经济运行稳中有进，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

1. 产权状况

截至 2015 年 3 月底，公司股东为自然人叶成（持股 71.30%）和自然人叶芳（持股 28.70%），公司实际控制人为叶成。

2. 企业规模

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 5 家参股企业，是山东省大型民营企业集团。公司在成品油储运、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。现已形成年进口原木 80 万方、出口人造大理石洁具 50 万套、家具 5000 标箱的生产经营能力。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、股权、董事、监事、高管及管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

公司目前已形成以石油化工产业为主体，集贸易与深加工、房产旅游和港口物流业务板块等业务多元化发展的综合性企业集团。

2014 年，公司石油化工板块业务规模继续扩张；公司于 2014 年 8 月收购澳大利亚西部能源有限公司（WestSide Corporation Limited，以下简称“西部能源”），西部能源已纳入 2014 年报表合并范围，未来公司石油化工业务规模还将继续快速扩张。公司港口在建泊位陆续建成，总投资 25.15 亿元的 30 万吨级矿石码头已经于 2015 年初开港。2014 年公司实现主营业务收入 213.95 亿元，同比增长 10.68%，增速同比增加 4.34 个百分点；2015 年 1～3 月实现营业收入 49.44 亿元，占 2014 年主营业务收入的 23.11%。

从业务构成看，跟踪期内，公司调整经营结构，着重发展石油化工业务，该板块作为公司的核心经营板块，对主营业务收入贡献大，2014 年占主营业务比重为 68.41%；贸易深加工业务收入规模受公司调整经营结构的影响有所下降，2014 年占主营业务比重为 26.18%，同比下降 16.45%；受“天诚•观澜天地”项目开盘销售影响，公司房地产业务收入较上年大幅增长，为 2.70 亿元；随着公司港口在建泊位逐步

投入运营，公司港口物流及贸易深加工业务收入规模继续增长，同比增长68.42%。2015年1～3月，公司石油化工板块和港口物流板块业务占主营业务收入比重继续上升；由于日照岚桥国际酒店有限公司不再纳入合并范围，且“天诚•观澜天地”项目已建成部分在2014年基本已销售完毕，房地产板块收入规模较小。

毛利率方面，2014年公司主营业务毛利率9.81%，同比下降1.84个百分点。2014年以来，受国际政治因素的影响以及页岩油气生产批量化，国际油价震荡下行，对公司石油炼制利润空间造成侵蚀；贸易及深加工板块受国际贸易市场景气度降低影响，毛利率较上年有所下滑；随着开发成本的上升，房地产业务毛利率同比下滑33.44个百分点；在建泊位的开工运营推动港口物流业务毛利率上升12.27个百分点至51.25%。2015年1～3月，公司毛利率为7.37%，继续呈下降趋势；国际油价的下挫继续影响公司石油板块毛利率水平；贸易及深加工板块毛利率回升至2013年水平，主要是大豆市场需求增加，市场价格回升所致；受公司营销策略变化影响，房地产毛利率均较2014年底有所下降；公司为提高港口物流业务市场占有率，加大优惠力度争引客源，该板块毛利率较2014年底有所下降。

表2　近年公司主营业务经营情况（单位：亿元、%）

业务种类	2013年			2014年			2015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
石油化工	119.95	62.05	9.59	146.37	68.41	6.58	37.68	76.21	3.82
贸易及深加工	67.05	34.69	12.29	56.02	26.18	10.48	9.34	18.89	12.39
房地产	1.04	0.54	68.55	2.70	1.26	35.11	0.10	0.20	23.54
港口物流	5.26	2.72	38.98	8.86	4.14	51.25	2.32	4.70	44.02
合计	**193.30**	**100.00**	**11.65**	**213.95**	**100.00**	**9.81**	**49.44**	**100.00**	**7.37**

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。

2014年，公司对原材料采购进行了调整，减少了燃料油、渣油的采购量，加大了柴油和汽油的采购量，并新增对沥青料的采购。从价格上看，受国际原油市场价格及国内油价调整影响，公司汽油、柴油、燃料油及渣油采购价均有所下降。2015年一季度，各原材料采购价格均较2014年小幅下降。

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3　公司2013～2015年3月油品采购情况

（单位：万吨、元/吨）

		2013年	2014年	15年1~3月
柴油	采购量	15.63	21.33	7.27
	采购单价	7568.00	5642.85	5054.82
汽油	采购量	9.90	18.09	5.40
	采购单价	8800.00	6368.78	6081.87
燃料油	采购量	147.71	148.18	51.00
	采购单价	5233.00	4021.94	3184.70
渣油	采购量	46.11	116.60	21.40
	采购单价	4230.77	3796.86	2971.31
沥青料	采购量	--	21.81	9.14
	采购单价	--	3007.82	2988.55

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、中国石油化工股份有限公司山东销售分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，结算方式主要以远期信用证和现金付款为主，占比分别为 70%和 30%。

表 4　公司 2014 年成品油前 5 名原材料供应商

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	55210.14	9.07%
2	中国石油化工股份有限公司山东销售分公司	49710.16	8.17%
3	中化弘润石油化工有限公司	31012.31	5.10%
4	东营聚江石油化工有限公司	29102.53	4.78%
5	中石油山东日照销售分公司	43214.24	7.10%
	合计	**208249.38**	**34.23%**

资料来源：公司提供

表 5　公司 2014 年石油炼制前 5 名原材料供应商

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	169293.35	23.16%
2	日照岚丰国际贸易有限公司	97749.38	13.37%
3	中海石油宁波大榭石化有限公司	75342.19	10.31%
4	宁波腾日石油化工有限公司	65312.57	8.93%
5	东营汇东商贸有限公司	61329.18	8.39%
	合计	**469026.67**	**64.16%**

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，公司自有13座加油站，并另与70座加油站建立合作销售关系，加油站均在山东省内，主要分布在临沂和日照周边，目前在日照市周边尚有3座加油站正在规划中。2014年，公司油品销售量同比增长15.92%，炼油副产品（主要为石脑油、石油焦、蜡油和硫磺等）销售收入占比为26.53%。从售价上来看，跟踪期内，石油炼制板块各产品销售均价均呈下降趋势，利润空间受到挤压。

表 6　公司石油炼制板块主要产品销量、价格和收入情况

（单位：万吨、元/吨、亿元）

品种	2013 年			2014 年			2015 年 1-3 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	75.12	6649.74	49.95	95.14	6029.25	57.36	28.04	4719.85	13.23
石脑油	9.86	5289.98	5.22	9.44	5890.20	5.56	2.99	4946.99	1.48
石油焦	46.33	1408.07	6.53	55.89	1147.93	6.42	16.92	770.12	1.30
蜡油	21.69	5202.69	11.28	18.83	4736.74	8.92	5.86	3076.13	1.80
硫磺	3.76	1422.35	0.53	2.80	1270.44	0.36	0.91	1123.12	0.10
液化气	2.91	5176.70	1.51	2.99	4979.45	1.49	0.88	4090.09	0.36
合计	**159.67**	**4698.44**	**75.02**	**185.09**	**4327.75**	**80.10**	**55.60**	**3288.02**	**18.28**

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。

表 7　公司 2014 年成品油销售前 5 大客户

序号	供应商	金额（万元）	占比
1	日照岚丰国际贸易有限公司	81997.98	12.37%
2	临沂市供销石油公司	52418.91	7.91%
3	日照中燃船舶燃料供应有限公司	28398.42	4.29%
4	日照亚太森博浆纸有限公司	25615.65	3.87%
5	日照福顺物流有限公司	11786.45	1.78%
	合计	**200217.41**	**30.21%**

资料来源：公司提供

公司深加工生产的产品为石脑油、蜡油、石油焦、液化气、硫磺，主要结算方式为电汇和银行承兑。

表 8　公司 2014 年石油炼制销售前 5 大客户

序号	供应商	金额（万元）	占比
1	洛阳炼化宏达实业有限公司	71178.23	8.89%
2	江阴市石油天然气有限公司	47618.34	5.94%
3	上海高燃石油化工有限公司	46609.48	5.82%
4	中国石油化工股份有限公司上海沥青销售公司	43671.41	5.45%
5	上海市鲁苏石油化工有限公司	39462.39	4.93%
	合计	**248539.85**	**31.03%**

资料来源：公司提供

2014 年 8 月，公司在澳大利亚证券交易公开市场以强制收购的方式，最终以 16630 万澳元（折合 95450 万人民币）的价格收购了澳大利亚西部能源有限公司（WestSide Corporation Limited）93.75%的股权，截至 2014 年 8 月底相关股权支付款已全部支付完毕。

西部能源成立于 2005 年，2007 年在澳大利亚证券交易所（ASX）上市（澳大利亚证券交易所代码：WCL），其主要业务为天然气开采，其主要气田项目地处昆士兰中部的博文盆地和加利利盆地，储备资源丰富，目前探明储量为 306 亿立方米。截至 2015 年 3 月底，西部能源总资产 5.18 亿澳元，总负债 1.07 亿澳元。2014 年及 2015 年一季度，西部能源实现营业收入分别为 0.21 亿澳元、0.22 亿澳元，利润总额分别为-0.19 亿澳元、-0.03 亿澳元。

目前西部能源处于亏损状态，主要原因是西部能源主要供气对象为昆士兰州城市管网用气，所签署的供气价格为多年前的协议价格，目前已明显低于市场价格，西部能源与昆士兰州城市管网的供气协议将于 2015 年底结束。

2014 年 3 月西部能源控股子公司 Meridian joint venture（西部能源持股 51%，该公司拥有 3P 级别[1]气储量 885PJ 及 2P 级别[2]气储量 347PJ）与 Santos GLNG 储运公司签署了一份价值 185 亿澳元，为期 20 年的长期供气协议，此协议于 2015 年开始生效（协议中西部能源供气对象为：以 Santos[3]为主导的，联合 PETRONAS[4]、Total[5]以及 KOGAS[6]三家公司成立的一家大型 LNG 储运项目公司）。根据协议规定，西部能源自 2015 年开始向 Santos GLNG 储运公司供气，供气量为 35TJ/天（TJ 能源单位，表示万亿焦耳。），2016 年供气量将上升至 45TJ/天，2017 年及以后将达到 65TJ/天的供气量；供气价格将采用与石油价格挂钩的浮动价格机制。

此供气协议的签订将在很大程度上保证西部能源的未来收益，根据公司测算，到 2017 年西部能源全面供气后将可实现每年约 2 亿澳元的营业收入和 5000 万澳元的税后营业利润。

目前西部能源的产能已经可以达到65 TJ/天，西部能源计划在与昆士兰州城市管网用气协议完成后将主要向Santos GLNG储运公司供气，由于西部能源目前的产能基本能够满足供气协议中的供气量，西部能源未来三年没有产能扩大计划。

截至目前，西部能源已从澳洲证券交易所退市，公司目前计划让其未来2～3年内在香港或者其他地区交易所重新上市。

2. 贸易及深加工板块

公司贸易及深加工板块主要分为木材和大豆等产品的进口、内贸以及大理石洁具、木制家具的深加工两个板块，依托日照岚桥国际贸易有限公司、日照岚桥长青木业有限公司和日照玉石洁具有限公司，目前公司已初步建立了

[1] 3P 级别表示初步探明储量。
[2] 2P 级别表示已探明储量。
[3] Santos 是一家澳大利亚本土大型气田开采公司。
[4] PETRONAS 由马来西亚政府持有，为马来西亚国家石油公司。
[5] Total 总部设在巴黎，为全球四大石油化工公司之一。
[6] KOGAS（Korea Gas Corporation）是一家韩国国有企业，目前为全球最大 LNG（液化天然气）进口商。

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。

表 9　公司近年贸易与深加工业务收入情况

（单位：万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
贸易	578470.99	488524.30	76013.18
深加工	92049.49	71690.96	17377.04
合计	**670520.48**	**560214.26**	**93390.22**

资料来源：公司提供

（1）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岚桥国际贸易有限公司，其成立于 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。公司根据客户的需求，预订产品种类，进行采购，也会代销其他公司所进口的木材。

从公司木材进口市场结构来看，公司木材进口产品全部来自于几内亚、刚果、俄罗斯、新西兰、加拿大五个国家；2014 年五个国家进口比例分别为 42.80%、8.09%、22.98%、9.43%和 16.70%，合计进口额 90405.35 万元。2015 年 1～3 月，加拿大占比升至 35.53%，几内亚仍为公司木材产品第一大进口国。

表 10　公司木材进口市场分布情况（单位：万元）

国家	2013 年		2014 年		2015 年 1-3 月	
	进口额	占比	进口额	占比	进口额	占比
几内亚	33103.57	35.69%	38693.45	42.80%	2921.04	42.30%
刚果	14033.56	15.13%	7313.13	8.09%	1531.25	22.17%
俄罗斯	23624.22	25.47%	20776.81	22.98%	--	--
新西兰	21991.77	23.71%	8524.71	9.43%	--	--
加拿大	--	--	15097.25	16.70%	2454.00	35.53%
合计	**92753.12**	**100.00%**	**90405.35**	**100.00%**	**6906.29**	**100.00%**

资料来源：公司提供

公司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。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，运输方式主要是海路运输。

国内木材采购品种主要为杂木和板材，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。

公司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。2014 年，公司销售木材实现收入 10.20 亿元，同比有所下降，主要是公司逐步缩小木材贸易。

大豆贸易

2014 年，公司调整经营结构，减少大豆贸易业务，大豆进口额为 16.27 万元，同比下降 42.47%。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 43.87%和 56.13%。

公司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。

公司大豆销售模式采用直销，客户比较稳定，主要是国内大型的粮商。2014 年，公司销售大豆实现收入 18.40 亿元，前 5 名销售客户分别为中粮黄海粮油工业（山东）有限公司、北京智诚永盛贸易有限公司、益海粮油有限公司、龙口新龙食油有限公司和 JIN XING MIANHUA PTE.LTD.，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，跟踪期内，公司根据市场行情，还经营棕榈油、大豆油、玉米、豆粕、煤炭、锌锭等产品的贸易，2014 年公司其他贸易实现收入 20.25 亿元，其中玉米和豆粕实现收入较高，分别为 3.99 亿元和 4.16 亿元。另外未来依托岚桥港装卸堆存规模的扩大和日照市钢铁业的发展，自 2014 年起公司开展煤炭内贸，大力开拓山东市场和外埠大型钢铁集团客户，全年实现收入 3.64 亿元。

（2）深加工

公司从事深加工业务的子公司主要为长青木业和玉石洁具。长青木业公司是以生产位于储柜、室内家具及集成材为主的中美合资企业，产品主要销往美国、俄罗斯、西欧等国家和地区；玉石洁具主要生产人造大理石洁具、内墙装饰板、台面板等系列绿色环保产品，全套引进国外先进数控设备和软件技术，获得美国国际管道暖通器械认证协会认证，产品主要外销美国、欧洲等国家和地区。

2014 年，公司调整经营结构，减少深加工业务，深加工产品销售收入为 7.17 亿元，同比下降 22.12%；其中木质家具和卫生洁具的销售收入分别为 2.53 亿元、2.83 亿元，同比分别下降 38.24%、18.51%。公司洁具和家具的销售主要以出口为主，出口收入占总收入的 80%左右，内销比重占 20%左右，出口地区以美国、英国、丹麦、意大利为主。

表 11　公司洁具家具产品销售地区分布情况（单位：万元）

国家	2013 年		2014 年		2015 年 1-3 月	
	出口额	占比	出口额	占比	出口额	占比
欧洲	34317.46	37.28%	29558.18	41.23%	6608.49	38.03%
美洲	38613.34	41.95%	25565.00	35.66%	6778.78	39.01%
大陆	19118.68	20.77%	16567.78	23.11%	3989.77	22.96%
合计	**92049.48**	**100.00%**	**71690.96**	**100.00%**	**17377.04**	**100.00%**

资料来源：公司提供

公司洁具家具产品销售的前五大客户占比 65.02%，集中度高，结算方式以现汇为主。

表 12　2014 年公司洁具家具主要客户情况

（单位：万元）

客户	销售额	占比
富凯 The Foremost Groups Inc.	15317.16	21.37%
法国 Euro Water Venture Limited	8678.15	12.10%
波兰 Astor Marek Plewa Bathroom Fruiniture	8301.25	11.58%
法国 S.A.ALLIBERT EENELUX N.V.	8067.86	11.25%
德国 Rtmr Trading+Consulting I Nternational GmbH	6249.64	8.72%
合计	**46614.06**	**65.02%**

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，其中已开港运营的泊位包括 1#（3 万吨级）、2#（5 万吨级）液化泊位，3#（2 万吨级）、4#（3 万吨级）液体散货泊位，1#（7 万吨级）、2#（10 万吨级）、3#（15 万吨级）通用泊位；跟踪期内，3#（2 万吨级）、4#（3 万吨级）液体散货泊位新开港，给港口板块吞吐量和收入规模带来提升。2014 年及 2015 年一季度，港口板块货物吞吐量合计 2307 万吨、746.08 万吨。30 万吨级矿石码头总投资 25.15

亿元，建设期 2 年，截至 2015 年 3 月底已投资完毕，2015 年 6 月开始试运营。

公司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，收入主要来自装卸和仓储，2014 收入占港口物流板块比重分别为 78.00%和 13.95%；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

2014 年，日照岚桥国际酒店有限公司不再纳入公司合并范围，公司房地产板块收入中不再包含酒店旅游业务收入；2014 年公司房地产收入均为“天诚·观澜天地”项目已建成部分的销售收入，为 2.70 亿元。

公司在 2011 年 4 月以 4 亿元获得日照市 7.2 万平方米的城镇住宅土地，并于 2012 年底使用该土地开发“天诚·观澜天地”项目，目前在建部分计划总投资 9.53 亿元，其中银行贷款 6.19 亿元，自筹 3.34 亿元；预计项目总收入为 12 亿元；项目规划建设 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 2015 年 3 月底，该项目已投资 6.72 亿元（其中 4.6 亿元为购买土地的支出），7 栋连排别墅和 3 栋高层已经开始预售，公司共收到预售款 1.28 亿元，尚未结转至营业收入科目。

截至目前，公司暂无新增土地储备的计划，无待开发的项目。

5. 未来发展

公司发展战略为：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；同时，依托已建成的两个液体成品油泊位，和两个液体散货化工码头，并充分利用已经建成的 40 万立方米罐区技改项目，促进石化沥青项目的进一步投产运营，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；继续稳步发展成品油储运与销售、贸易及深加工、旅游地产三大基础产业，创造稳定的经济效益。

目前公司正在积极商谈开发房地产项目，但尚无已付款待开发的土地储备。公司在建项目主要为码头泊位建设和“天诚·观澜天地”项目，总投资合计 45.08 亿元，截至 2015 年 3 月底已投资 39.08 亿元，未来尚需投资 6.03 亿元，考虑公司在建项目均已接近尾声，公司未来筹资压力逐步减小。

表 13　公司在建项目投资计划（单位：亿元）

项目	计划总投资	资金筹措		建设期	截至 2015 年 3 月底已投资	2015 年 4～12 月
		贷款	自筹			
3#泊位	10.40	6.76	3.64	2 年	7.19	3.21
30 万吨矿石码头	25.15	16.35	8.80	2 年	25.18	--

天诚·观澜天地	9.53	6.19	3.34	3 年	6.72	2.81
合 计	**45.08**	**29.30**	**15.78**	**--**	**39.08**	**6.03**

资料来源：公司提供

注：30 万吨矿石码头已投资完毕，尚未结转至固定资产，已投资与计划总投资的差额为实际投资时追加部分。

八、财务分析

公司提供的 2013 年度财务报表已经日照东业联合会计师事务所审计，2014 年度财务报表已经中准会计师事务所（特殊普通合伙）山东分所审计，均出具了标准无保留审计结论。公司 2015 年一季度财务报表未经审计。2014 年，公司新设 2 级全资子公司 1 家，为岚桥控股有限公司，不再纳入合并报表范围子公司 1 家，为日照岚桥国际酒店有限公司；2015 年一季度合并报表范围未发生变化；总体看，公司财务数据可比性强。

截至2014年底，公司合并资产总额230.63亿元，所有者权益合计80.68亿元（其中少数股东权益14.37亿元）；2014年实现营业收入213.95亿元，实现利润总额14.10亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 235.48 亿元，所有者权益合计 81.89 亿元（其中少数股东权益 14.63 亿元）；2015 年 1～3 月，公司实现营业收入 49.44 亿元，实现利润总额 1.89 亿元。

1. 盈利能力

2014年实现营业收入213.95亿元，较上年增长10.61%，其中石油化工及贸易深加工板块收入增长快，占比较高；营业成本同比增长12.98%，2014年为192.96亿元。营业成本增速大于营业收入增速，2014年公司营业利润率较上年有所下降，为9.66%。

2014年，公司期间费用及其占营业收入的比重持续增长，其中财务费用增长较快。2014年公司期间费用为6.65亿元，占营业收入的比重为3.11%，公司期间费用整体控制能力强。

2014年公司利润总额和净利润分别为14.10亿元和10.56亿元，同比分别下降20.37%和20.52%，主要是由于石油化工、贸易及深加工以及房地产业务毛利空间缩窄，同时财务费用增速较快。

从盈利指标看，2014 年公司总资本收益率和净资产收益率均呈下降趋势，两指标分别为7.24%和 13.08%，公司盈利能力有所弱化。

2015 年 1～3 月，公司实现营业收入 49.44 亿元，占 2014 年全年营业收入的 23.11%，营业成本 45.80 亿元，占 2014 年全年的 23.73%，公司利润总额和净利润分别为 1.89 亿元和 1.37 亿元，公司营业利润率进一步降至 7.32%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模持续增长，但受市场环境影响，营业成本及期间费用增速较快，盈利能力有所下降，但总体主业盈利能力仍较强。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014年公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入分别为237.20亿元和241.91亿元，同期公司购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动产生的现金流出分别为207.08亿元和230.08亿元；收到及支付其他与经营活动有关的现金均较上年大幅上升，主要是往来暂借款增加、海外并购贷款的内保外贷保证金等大幅增加所致。2014年，公司经营活动产生的现金流量净额为11.84亿元，较上年略有下降。2014年，公司现金收入比为110.87%，较上年略有下降，总体收入质量保持较高水平。

投资活动方面，2014年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，2014年为1.70亿元；现金流出主要体现为购建固定资产支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金，2014年为36.39亿元，其中购建固定

资产支付的现金26.06亿元。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，2014年为34.59亿元。

2014年，公司筹资活动前现金流量净额为-23.05亿元，无法覆盖公司经营活动现金需求，但未来随着在建码头泊位的投产，公司外部融资需求将有所下降。

筹资活动方面，筹资活动现金流入主要体现在借款和发行债券收到的现金，筹资活动现金流出主要表现为偿还债务支付的现金，2014年公司筹资活动产生的现金净额表现为净流入，为29.32亿元。

2015 年 1～3 月，公司经营活动、投资活动、筹资活动产生的现金流量净额分别为 14.39 亿元、-3.78 亿元、5.19 亿元；现金收入比较 2014 年底有所上升，为 121.40%。

综合看，公司经营活动现金流入规模较大，跟踪期内往来款规模大幅上升；对外投资规模较大，存在一定对外融资需求。考虑到目前公司在建及拟建项目已接近尾声，未来筹资压力将逐步减小。

3. 资本及债务结构

资产

跟踪期间，公司资产规模持续扩大，截至2014年底，公司资产总额230.63亿元，其中流动资产占59.79%，同比有所下降，但公司资产仍以流动资产为主。

截至 2014 年底，公司流动资产 137.89 亿元，较上年底增长 23.87%。流动资产构成以货币资金（占 22.20%）、应收账款（占 11.43%）、预付款项（占 22.62%）和存货（占 30.93%）为主，其构成与 2013 年变化不大。

截至 2014 年底，公司货币资金 30.61 亿元，主要为使用受限的其他货币资金（占 85.80%）和银行存款（占 13.97%），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。

截至 2014 年底，公司应收账款 15.77 亿元，主要为应收日照淞川贸易有限公司、上海蓝亿德石油化工有限公司、钦州大洋粮油有限公司、日照立能能源有限公司、南方石化集团有限公司款项，前五名合计占比 20.01%，集中度较 2013 年有所下降；从账龄上看，账龄全部在 1 年以内，账龄短。2014 年底公司对应收账款提取 792.29 万元坏账准备，计提比例为 0.50%。

截至 2014 年底，公司预付款项 31.20 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。预付账款金额前五名分别为上海蓝亿德石油化工有限公司、绥芬河盛大经贸有限公司、江苏苏美达国际技术贸易有限公司、中海油（青岛）重质油加工工程技术研究中心有限公司、岚山木材加工园区，前五名占比 14.35%，集中度同比有所下降。

截至 2014 年底，公司存货 42.64 亿元，同比基本持平，主要为库存商品、原材料和土地开发成本，占比分别为 55.69%、27.11%和 15.34%。2014 年，公司未计提存货跌价准备。

截至 2014 年底，公司其他应收款账面余额为 11.94 亿元，同比大幅增长；主要为中国工商银行保函保证金 2.08 亿元、汇丰银行保函保证金 2.07 亿元、交通银行保函保证金 2.00 亿元、应收日照岚丰国际贸易有限公司暂借款 0.59 亿元、日照亿轩国际贸易有限公司往来款 0.54 亿元等。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。

截至 2014 年底，公司非流动资产 92.74 亿元，同比增长 36.20%，主要是由于固定资产增长所致。

截至 2014 年底，公司长期股权投资净额 1.48 亿元，主要是增加了对日照岚桥能源有限公司的投资。其中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%）、日照市银行股份有限公司（持股 3.21%）、岚山农信社（持股 0.07%）、日

照岚桥能源有限公司（持股 50.00%）的股权投资。

由于公司码头逐步转固、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，公司固定资产大幅增长。截至 2014 年底，公司固定资产原值为 51.82 亿元，主要为机械设备（占 36.46%）、1#2#散货码头（占 19.56%）和房屋建筑物（占 21.88%）。公司计提累计折旧合计 8.79 亿元，主要是针对房屋建筑物（计提 1.51 亿元）和机器设备（计提 5.67 亿元）。截至 2014 年底，公司固定资产净值 43.03 亿元。

截至 2014 年底，公司在建工程 39.93 亿元，主要为岚桥港港口工程、岚桥石化项目及三个加油站项目的建设。

截至 2014 年底，公司无形资产原值 4.66 亿元，其中土地使用权占 70.87%，海域使用权占 29.08%，2014 年公司无形资产累计摊销 0.78 亿元，无形资产账面净值为 3.88 亿元。

截至 2014 年底，公司商誉新增 3.90 亿元，为公司收购西部能源的溢价部分。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 235.48 亿元，较 2014 年底增长 2.10%，其中货币资金较 2014 年底增长 51.54%，主要来自公司应付票据的大幅增加。从构成看，流动资产占 59.46%，资产结构较 2014 年底变化不大。

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，但受限占比高，且公司预付款项和存货占比较大，对公司资金形成占用；非流动资产中，固定资产和在建工程占比大，主要为港口码头和石化等项目工程。总体看，公司整体资产质量一般。

负债和所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 80.68 亿元，较上年底增长 18.45%；其中归属于母公司所有者权益 66.31 亿元中，实收资本占 3.47%，盈余公积占 14.38%，未分配利润占 83.64%。截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 81.89 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 67.26 亿元，与 2014 年底相比，其构成变化不大。总体看，公司所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性偏弱。

截至 2014 年底，公司负债合计 149.95 亿元，较上年底增长 34.72%；其中流动负债占 70.39%，非流动负债占 29.61%，以流动负债为主。截至 2014 年底，公司流动负债 105.54 亿元，主要为短期借款、应付票据和应付账款，占比分别为 19.28%、27.85%、43.71%。

截至 2014 年底，公司短期借款 20.34 亿元，同比大幅增长 165.52%，其中保证借款占 62.66%；应付票据 29.40 亿元，主要是应付进口企业货款，全部为银行承兑汇票；应付账款 46.13 亿元，主要为应付上海振华重工（集团）股份有限公司工程款 4.90 亿元及未到期信用证货款，账龄全部在 1 年以内，账龄短，前五名合计占比为 27.90%，集中度较低；其他应付款同比下降 76.02%至 2.33 亿元，账龄全部在 1 年以内，账龄短，前五名合计占比为 57.18%，集中度较高，主要为观澜天地购房诚意金、定金及供应商暂借款。

截至 2014 年底，公司其他流动负债 5.55 亿元，主要是 2014 年 11 月发行的短期融资券（“14 岚桥 CP001”，4 亿元）和 2014 年 2 月发行的非公开定向融资工具（“14 岚桥 PPN001”，1.5 亿元，1 年期）。

截至 2014 年底，公司非流动负债 44.41 亿元，主要是长期借款 37.18 亿元，其中抵押借款占 76.48%。截至 2014 年底，长期应付款为 4.23 亿元，主要为应付民生金融租赁股份有限公司、江苏金融租赁有限公司和华夏融资租赁股份有限公司的租赁物件委托购买款、转让价款和租赁保证金；应付债券 3 亿元主要是公司 2013 年 10 月发行的非公开定向融资工具（“13 岚桥 PPN001”，3 亿元，2 年期）。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计为 153.58 亿元，较 2014 年底增长 2.43%，其中流动负债占 71.50%，负债构成较 2014 年底变化不大。截至 2015 年 3 月底，公司流动负债为

109.82 亿元，较年初增长 4.05%，其中短期借款同比增长 32.17%至 26.89 亿元，应付票据随采购量的增加深知 35.20 亿元，其他流动负债 5.50 亿元为短期融资券（“14 岚桥 CP001”，4 亿元）和 2015 年 3 月发行的非公开定向融资工具（“15 岚桥 PPN001”，1.5 亿元，1 年期）；同期，公司非流动负债 43.77 亿元，其构成较 2014 年底变化不大。

截至 2014 年底，公司全部债务 102.02 亿元，同比大幅增长 64.36%，其中短期债务和长期债务占比分别为 56.48%和 43.52%，仍以短期债务为主。2014 年底，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 65.02%、55.84%和 35.50%，均较上年有所上升。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务 113.27 亿元，较 2014 年底增长 11.03%，短期债务占比升至 62.04%，存在一定短期支付压力；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 65.22%、58.04%、34.43%。

总体看，跟踪期内，公司有息债务规模不断上升，整体债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2014年底，公司流动比率和速动比率分别为130.65%和90.24%，均较上年有所上升；2015年3月底，流动比率和速动比率分别为127.51%和90.88%。2014年底公司经营现金流动负债比为11.22%。考虑到公司经营性现金流入规模大，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2014 年，公司 EBITDA 为 19.69 亿元，同比下降 7.12%，2014 年公司 EBITDA 利息倍数为 4.89 倍；全部债务/EBITDA 为 5.18 倍。总体看，跟踪期内，公司长期偿债能力有所弱化，但仍保持较高水平。

截至2014年底，公司共获得各家商业银行的贷款及贸易融资授信额度为144.10亿元，其中尚未使用的额度28.84亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2015 年 5 月底，公司对外担保 9.21 亿元，以公司 2015 年 3 月底财务数据为参考，担保比率为 11.25%。目前被担保企业经营正常。公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

表 14　截至 2015 年 5 月底公司对外担保情况

担保对象	担保金额（万元）	到期日
开发区国资经营公司	5000.00	16.09.27
开发区国资经营公司	8360.00	19.11.21
临沂市供销石油公司	1500.00	16.03.09
临沂市供销石油公司	1400.00	15.07.30
临沂市供销石油公司	1600.00	15.09.28
临沂市供销石油公司	2000.00	16.03.09
临沂市供销石油公司	1500.00	16.03.09
日照立能能源有限公司	8900.00	15.09.04
日照兴业集团有限公司	13000.00	15.12.31
临沂市中油供销石油有限公司	800	15.12.24
临沂市中油供销石油有限公司	1000.00	16.02.03
日照市新宇矿业有限公司	1000.00	15.09.01
日照市新宇矿业有限公司	1500.00	15.07.27
日照市新宇矿业有限公司	800	15.11.12
临沂市中油供销石油有限公司	700	15.11.27
临沂市中油供销石油有限公司	800	15.12.24
临沂市中油供销石油有限公司	1000.00	16.02.03
岚山城建开发投资公司	5000.00	16.03.06
郑州联钢有限公司	1000.00	15.09.23
日照市新宇矿业有限公司	1000.00	16.04.02
日照市新宇矿业有限公司	1500.00	16.03.10
日照市新宇矿业有限公司	1500.00	15.08.05
日照市新宇矿业有限公司	1500.00	15.07.12
日照市新宇矿业有限公司	1500.00	15.07.14
阿掖山水产食品	1000.00	16.03.08
阿掖山水产食品	1600.00	15.08.08
广信科技化工公司	10125.00	17.03.14
日照立能能源有限公司	13000.00	18.11.06
日照腾飞市政园林有限公司	1500.00	16.05.04
日照立能能源有限公司	1000.00	15.11.20
合计	**92085.00**	

资料来源：公司提供

5. “14 岚桥 CP001”偿还能力分析

截至目前，公司存续期内债券为 2014 年 11 月 10 日发行的 4 亿元短期融资券“14 岚桥 CP001”。

截至2015年3月底，公司现金类资产21.69亿元（已剔除受限货币资金），为“14岚桥CP001”的5.42倍。

2014年公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对“14 岚桥 CP001”的保护倍数分别为 60.48 倍和 2.96 倍。

总体看，公司现金类资产和经营活动现金流对“14 岚桥 CP001”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（公司机构信用代码：G10371102000048702），截至 2015 年 7 月 27 日，公司无未结清不良和关注信贷记录；公司在农业银行存在已结清的 1 笔次级贷款、7 笔关注类贷款和 1 笔关注类贸易融资，涉及金额合计 13850 万元，均已按时偿还，主要是由于银行系统未能及时更新造成；公司保证类对外担保存在 4 笔合计 6700.00 万元被列入不良类，为公司对日照阿掖山水产食品有限公司提供的连带责任担保，到期日均在 2015 年 5 月底前，目前日照阿掖山水产食品有限公司正在申请展期，联合资信将对此事项未来进展保持关注。

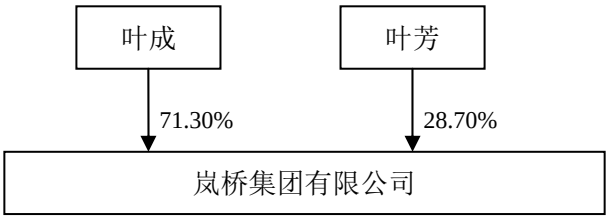
7. 抗风险能力

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稳定增长，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。

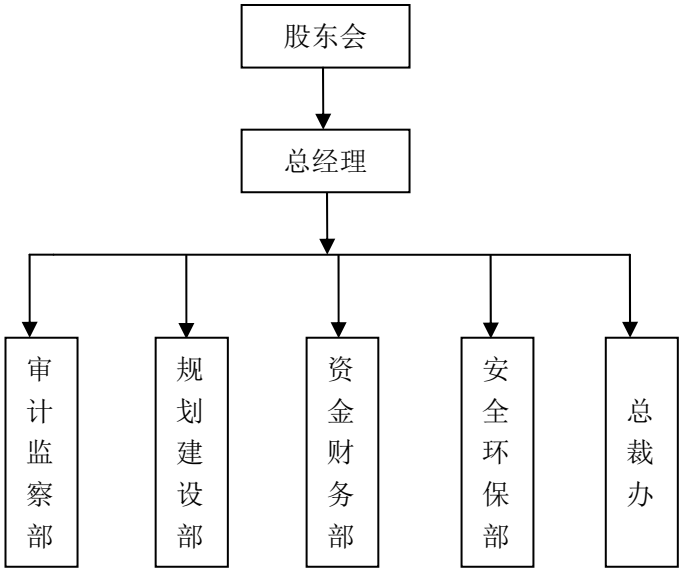
十、结论

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“14岚桥CP001”A-1的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.24	9.11	10.09	21.69
资产总额(亿元)	145.66	179.41	230.63	235.48
所有者权益(亿元)	54.83	68.12	80.68	81.89
短期债务(亿元)	33.51	40.51	57.62	70.28
长期债务(亿元)	14.28	21.57	44.41	43.00
全部债务(亿元)	47.78	62.07	102.02	113.27
营业收入(亿元)	181.90	193.42	213.95	49.44
利润总额(亿元)	20.57	17.71	14.10	1.89
EBITDA(亿元)	23.18	21.20	19.69	--
经营性净现金流(亿元)	10.23	13.10	11.84	14.39
财务指标				
销售债权周转次数(次)	15.05	12.95	11.57	--
存货周转次数(次)	5.11	4.42	4.57	--
总资产周转次数(次)	1.76	1.19	1.04	--
现金收入比(%)	113.19	113.82	110.87	121.40
营业利润率(%)	13.44	11.55	9.66	7.32
总资本收益率(%)	16.48	11.36	7.24	--
净资产收益率(%)	28.17	19.50	13.08	--
长期债务资本化比率(%)	20.66	24.05	35.50	34.43
全部债务资本化比率(%)	46.56	47.68	55.84	58.04
资产负债率(%)	62.36	62.03	65.02	65.22
流动比率(%)	125.25	124.06	130.65	127.51
速动比率(%)	79.06	77.44	90.24	90.88
经营现金流动负债比(%)	13.37	14.60	11.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.85	9.29	4.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.06	2.93	5.18	--

注：1.公司 2015 年一季度财务数据未经审计；

2. 短期债务及全部债务中包括其他流动负债及其他应付款；长期债务及全部债务中包括长期应付款；现金类资产中已剔除使用受限的货币资金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5　短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息