

跟踪评级公告

联合[2015] 543 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”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年五月八日



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 5 月 8 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
现金类资产(亿元)	6.49	9.24	9.11	14.10
资产总额(亿元)	103.89	145.66	179.41	228.90
所有者权益合计(亿元)	39.55	54.83	68.12	80.22
短期债务(亿元)	29.09	33.51	40.51	49.68
全部债务(亿元)	40.33	47.78	62.07	98.80
营业收入(亿元)	110.71	181.90	193.42	160.08
利润总额(亿元)	15.33	20.57	17.71	11.76
EBITDA(亿元)	17.48	23.18	21.20	--
经营性净现金流(亿元)	12.21	10.23	13.10	14.06
营业利润率(%)	16.28	13.44	11.55	10.40
净资产收益率(%)	29.34	28.17	19.50	--
资产负债率(%)	61.93	62.36	62.03	64.95
全部债务资本化比率(%)	50.49	46.56	47.68	55.19
流动比率(%)	127.35	125.25	124.06	137.82
全部债务/EBITDA(倍)	2.31	2.06	2.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.84	11.85	9.29	--
经营现金流/负债(%)	22.99	13.37	14.60	--

注: 2014 年三季度财务数据未经审计; 短期债务及相关指标计算时已包含计入其他流动负债的短期融资券及计入其他应付款的有息债务; 现金类资产及相关指标计算时已剔除受限资金。

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原材料和人工成本上升、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. 近年来部分成品油采购价格波动较大，原材料和人工成本大幅上升，公司主营业务盈利能力出现下滑。
3. 公司有息债务规模持续上升，债务负担有所加重。
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 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岚桥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

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2014年9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：前置许可经营项目：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至2014年9月20日）。一般经营项目：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2014年9月底，公司拥有8家控股子公司，5家参股公司。

截至2013年底，公司合并资产总额179.41亿元，所有者权益合计68.12亿元（其中少数股

东权益9.30亿元）；2013年实现营业收入193.42亿元，实现利润总额17.71亿元。

截至2014年9月底，公司合并资产总额228.90亿元，所有者权益合计80.22亿元（其中少数股东权益14.41亿元）；2014年1~9月，公司实现营业收入160.08亿元，实现利润总额11.76亿元。

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

2014年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值419908亿元，按可比价格计算，同比增长7.4%。分季度看，一季度同比增长7.4%，二季度增长7.5%，三季度增长7.3%。虽然GDP增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为46.7%，比上年同期提高1.2个百分点，高于第二产业2.5个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为48.5%，比上年同期提高2.7个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额189151亿元，同比名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.8%），增速比上年回落0.1个百分点；固定资产投资（不含农户）357787亿元，同比名义增长16.1%（扣除价格因素实际增长15.3%），增速比上年回落1.2个百分点；进出口总额194223亿元人民币，同比增长3.3%，增速比上年加快2.1个百分点。

2014年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入106362亿元，比去年同期增加7973亿元，增长8.1%。其中税收收入90695亿元，同比增长7.4%。全国财政支

出 103640 亿元，比去年同期增加 12107 亿元，增长 13.2%，完成预算的 67.7%，比去年同期提高 1.5 个百分点。

2014 年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9 月末，广义货币（ M_2 ）余额 120.21 万亿元，同比增长 12.9%，狭义货币（ M_1 ）余额 32.72 万亿元，增长 4.8%，流通中货币（ M_0 ）余额 5.88 万亿元，增长 4.2%。9 月末，人民币贷款余额 79.58 万亿元，人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出，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

1.1 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。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，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 Wind 资讯数据，2013 年中国生产原油 2.08 亿吨，同比增长 0.31%；进口原油 2.82 亿吨，同比增长 4.01%；表观消费量为 4.88 亿吨，同比增长 2.60%。由于国内原油产能增长缓慢，中国原油供应对外依存度持续处于高水平。2013 年中国原油对外依存度达到 57.39%，同比上升 0.97 个百分点，对外依存度进一步扩大。

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
2009	18948.96	20378.93	38809.50	51.17
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	20812.87	28195.00	48845.87	57.39

资料来源：Wind 资讯

1.2 上下游分析

从世界范围内看，全球油气资源地区分布很不均衡，消费增长平稳。截至 2012 年 6 月底，中东地区原油探明储量约为 7996.1 亿桶，占同期世界原油总探明储量的一半左右，而亚洲和大洋洲地区的原油探明储量约为 4536 亿桶，占同期世界原油总探明储量不到 5%。2013 年，发展中国家的经济增长带动石油消费增长，全球石油需求量为 8989 万桶/天，较 2012 年的 8904 万桶/天增长 0.95%。

从国内情况来看，虽然中国油气资源较为丰富，但资源赋存条件差，勘探程度相对较低，尚不能满足国内需求，油气资源供需缺口较大。石油方面，根据世界石油大会的统计，中国石油可采资源量的丰度值（单位面积的地质储量）约为世界平均值的 57%，剩余可采储量丰度值

仅为世界平均值的37%，具有技术和经济意义上的石油资源相对不足。天然气方面，随着中国天然气需求的快速增长，其勘探开发力度也逐步加大，但仍存在着很大的供应缺口。根据海关总署相关统计数据，2013年中国进口天然气529.75亿立方米，对外依存度升至30.78%。

从下游需求来看，石油化工产品是当前能源的主要供应者，其相关产品在汽车、建材、家电、纺织和医药等基础工业中扮演着重要角色。2013年，国内化工产品需求仍保持增长，据统计，国内合成树脂、合成纤维、合成橡胶表观消费量同比分别增长7.2%、6.6%和6.3%，国内乙烯当量表观消费量同比增长6.3%。但国内部分化工产品产能进一步释放，同时国际低成本化工产品进口增加给国内化工业务带来巨大挑战，特别是上半年，产品价格大幅下滑，下半年部分化工产品价格有所回升。随着中国经济的持续向好发展，预计石油化工产品的需求量依旧平稳增长。

1.3 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，公司业务主要涉及石油炼制与油品销售。

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中国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、南部和中南部地区；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，从2003年开始，国营贸易企业从事原油进口取消了配额限制，可根据市场的需求来组织进口，但非国营贸易进口原油则有一定配额。目前国内原油进口主要由国有石油企业承担，仅有部分非国营贸易配额，拥有原油非国营贸易进口资质的企业有22家，但其中有国营背景的企业占据了三分之二。2012和2013年原油非国营贸易进口配额均为2910万吨，仅占当年全国实际原油进口额的10.74%和10.31%。目前共有5家国有石油企业从事国营贸易进口，但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。10月14日，国家能源局综合司印发了《炼油企业进口原油使用资质条件（征求意见稿）》，对进口原油加工企业生产规模、主要经济技术指标、资产负债、配套设施等状况设定的约束条件更为严格，对民营炼油企业来说门槛偏高，但对于原油进口权的讨论已日益显现。

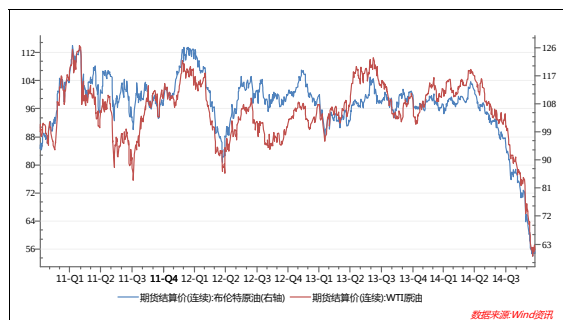
总体看，石油石化行业是资本密集型和技术密集型行业，项目投资金额大。目前国内探矿权、采矿权、成品油的经营等都需要得到政府的批准，主要参与者均为国有石油公司，市场主体较少，但规模很大，竞争并不激烈。非国营贸易进口原油配额较低，民营企业原油进口门槛依旧较高。

1.4 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）、杜里原油期货价格等，但基本与纽约 WTI 期货价格保持同步趋势。

图1 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年下半年以来，受全球经济危机的影响，原油价格冲高回落，在经过2009~2010年的恢复和调整，2011年以来国际原油价格在高位波动。2013年，国际石油市场供需基本面相对宽松，国际原油价格高位震荡，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。北海布伦特原油现货全年平均价格为108.66 美元/桶，比上年同期下降2.7%，WTI原油现货年平均价格为97.97美元/桶，比上年同期上涨4.1%。国内原油价格与国际市场原油价格走势基本一致。从长期来看，由于原油作为一次性能源的不可替代性，随着全球经济增长原油价格仍有上涨的趋势。2014年1~9月，布伦特原油期货结算价和WTI期货结算价基本在100美元/桶到110美元/桶之间震荡，9月开始大幅下跌，9月底布伦特原油期货结算价和WTI期货结算价已分别跌至94.67美元/桶和91.16美元/桶，截至12月24日布伦特原油期货结算价和WTI期货结算价已基本大幅跌至60.24美元/桶和55.84美元/桶。

成品油定价方面，2013年3月末，国家发展和改革委员会（以下称“国家发改委”或“发改委”）调整了成品油定价机制，主要内容包

括：调整挂靠油种，但是如果10个工作日汽柴油价格变动幅度不足每升5分钱，将不做调整，移到下一次调价合并计算。此次发改委推出的完善成品油价格形成新机制是在原来价格形成机制基础之上所做的进一步完善。完善后的成品油定价机制使国内油价能更为灵敏地反映国际油价变化，可以减少因调价周期过长而引发的市场行情失真。9月底，发改委宣布今后两年各地车用汽、柴油质量升级至第四阶段，每吨分别加价290元（约每升0.21元）、370元（约每升0.32元）；2017年年底后，升级至第五阶段时，每吨分别加价170元和160元。从成品油价格调整情况看，2012年中国对成品油价格进行了四升、四降共8次调整，汽油、柴油标准品价格累计分别上调人民币250元/吨和人民币290元/吨。2013年全年中国政府共15次调整国内汽油、柴油价格，汽油标准品价格累计上涨人民币5元/吨，柴油标准品价格累计下降人民币15元/吨。2014年全年中国政府连续十五次下调主要成品油价，汽油和柴油出厂价每吨分别已降至7465元和6400元。

1.5 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，2013年对外依存度高达57.39%，据专家预计，到2020年中国石油对外依存度或将高达69%。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。

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年底前发布国五汽油标准，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。

1.6 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。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。

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。

2. 贸易行业

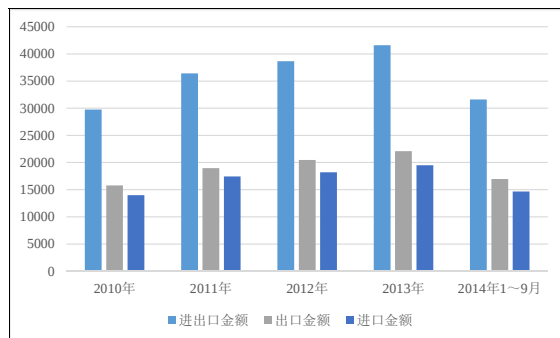
2.1 行业概况

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。但受美国次贷危机引发的国际金融危机影响，2008年起中国对外贸易进出口增速有所回落，并于2009年出现负增长，进口与出口金额均较2008年有所下降；2011年，中国外贸受欧债危机及全球经济放缓影响，进、出口均呈现出增速回落的态势。

进入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，国际市场需求下滑，

中国进、出口贸易规模稳中有增，速度继续放缓。

图2 近年中国对外贸易进出口总额情况
(单位: 亿美元)



资料来源: Wind 资讯

根据海关总署发布的统计数据, 2013年中国进出口总值41590.00亿美元, 同比增长7.55%, 增速较2012年上升1.36个百分点。其中, 出口22090.07亿美元, 同比增长7.82%, 增速较2012年基本持平; 进口19499.92亿美元, 增长7.24%, 增速较2012年上升2.94个百分点。全年实现贸易顺差2590.15亿美元, 同比大幅扩大12.46%。

海关统计数据显示, 2013年中国贸易伙伴进一步实现多元化。全年中国对欧盟、美国的双边贸易额分别为5590.60亿和5210.00亿美元, 分别增长2.10%和7.50%; 对日本的贸易额为3125.50亿美元, 下降5.10%; 欧美日占中国对外贸易总额的33.50%, 同比下滑1.70个百分点。同期, 中国对东盟、南非等新兴市场国家进出口额分别为4436.10亿和651.50亿美元, 分别增长10.90%、8.60%。

2014年1~9月, 根据中国海关统计的数据, 中国进出口总值31612.24亿美元, 同比增长3.30%; 其中出口16968.62亿美元, 同比增长5.10%; 进口14643.62亿美元, 同比增长1.20%; 出现贸易顺差2325.00亿美元。

政策方面, 出口退税政策多次调整。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。

国务院出台多项措施促进进口。2012年4月30日, 国务院出台了《关于加强进口促进对外贸易平衡发展的指导意见》(下称《意见》), 要求在保持出口稳定增长的同时, 更加重视进口, 坚持进口与出口协调发展原则, 优化进口结构, 稳定和引导大宗商品进口, 积极扩大先进技术设备、关键零部件和能源原材料进口, 适度扩大消费品进口。

《意见》确定了加强进口的政策措施, 包括以暂定税率的方式, 降低部分能源原材料进口关税, 降低部分与人民群众生活密切相关生活用品的进口关税; 鼓励商业银行为进口企业提供多元化融资便利, 拓宽进口企业融资渠道; 口岸及海关特殊监管区域所在地的海关和出入境检验检疫机构实行工作日24小时预约通关和报检, 以提高贸易便利化水平; 清理进口环节的不合理限制与措施, 降低进口环节交易成本等。

长远来看, 《意见》的出台一定程度上意味着“宽出严进”政策的终结, 同时可能是未来转向追求平衡的经济结构、较高的经济效率和可持续经济增长的政策信号。

2.2 行业关注

人民币汇率风险

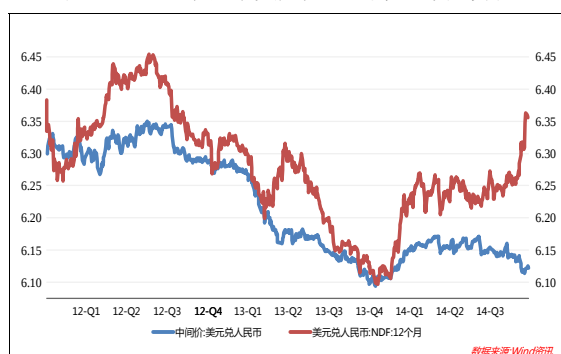
贸易的持续稳定发展是实现国民经济的内外均衡和经济增长的重要保证, 汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。在贸易顺差持续高位运行, 人民币升值压力不断加大的背景下, 中国人民银行于2010年6月19日宣布允许人民币汇率更具弹性, 人民币汇率每日正负0.5%的浮动区间将维持不变, 意味中国逐步开始允许人民币升值。政策实施后, 人民币汇率进入升值通道。人民币对美元的升值造成以美元为结算单位商品的出口减少, 尤其给中国大部分依靠价格优势而缺乏科

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。

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%，人民币汇率波幅再增一倍，这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。

2012年，经历了从贬值预期到升值预期的转变，外汇市场出现较大分歧，但全年人民币汇率整体波动不大，仅小幅升值。2013年人民币在外汇市场保持强劲态势，2013年4个季度，人民币对美元汇率升值幅度分别为0.3%、1.4%、0.5%、0.5%。2013年全年人民币对美元汇率升值2.8%。2014年1月人民币汇率小幅震荡，但自2月中旬以来迅速上升，美元兑人民币中间价从2月17日的6.1053一路升至6月5日的6.1708，出现明显贬值，后至9月人民币有贬值趋势。

图3 2011年以来美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

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。

自1995年以来，中国已连续多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。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年中国遭遇贸易救济调查77起，涉案金额277亿美元，同比分别增长11.6%和369%。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. 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《2013年日照市国民经济和社会发展统计公报》，2013年全市实现地区生产总值（GDP）1500.16亿元，按可比价格计算，比上年增长10.6%。其中第一产业增加值131.45亿元，增长3.5%；第二产业增加值784.33亿元，增长10.7%；第三产业增加值584.38亿元，增长12.1%。人均生产总值52778元，增长10.0%。2013年，全市进出口总值330.4亿美元，比上年增长30.6%，绝对值和增幅分别居全省第3位和第2位。2013年末全市规模以上工业企业578家，全年完成工业增加值646.93亿元，增长11.9%；实现主营业务收入2617.97亿元，比上年增长12.1%。港口生产迈上新台阶，沿海港口新增对外开放泊位6个，已开放泊位总数达48个。全年完成沿海港口货物吞吐量3.18亿吨，比上年增长12.1%。港口新增生产性泊位5个，新增吞吐能力400万吨。

2013年全市完成固定资产投资1069.05亿

元, 增长 20.0%。房地产开发投资平稳发展。完成房地产开发投资 72.04 亿元, 同比增长 9.2%。

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

1. 产权状况

截至 2014 年 9 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 4 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。

公司自 2011 年 4 月起新增石油炼制业务, 使得石油化工板块业务规模在 2012 年得到高

速扩张; 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 年三季度报表合并范围, 未来公司石油化工业务规模还将继续快速扩张。随着公司港口在建泊位的陆续建成, 公司港口物流板块 2013 年业务规模也得到快速扩张, 公司总投资 25.15 亿元的 30 万吨级矿石码头已经于 2015 年初开港, 未来港口物流板块将扮演更加重要的角色。2013 年公司实现主营业务收入 193.30 亿元, 同比增长 6.34%; 2014 年 1~9 月实现营业收入 160.09 亿元, 占 2013 年主营业务收入的 82.82%。

从业务构成看, 石油化工业务板块是公司的核心板块, 对主营业务收入贡献较大, 2013 年占主营业务比重为 62.05%。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持续增长, 2013 年占主营业务比重分别为 2.72%和 34.69%, 同比分别提高 0.62 个和 3.58 个百分点。受房地产宏观政策影响, 公司自 2011 年主动缩小了房地产投入, 在主营业务中占比较小。2014 年 1~9 月, 公司主要业务构成较 2013 年变化不大, 石油化工板块和贸易及深加工板块仍是公司收入的主要来源, 收入占比分别为 64.92%和 30.69%。

毛利率方面, 2013 年公司毛利率 11.65%, 同比下降 1.99 个百分点, 主要由于公司主营业务中占比较大的石油化工板块在原料采购价格及人工成本大幅上升影响下, 毛利率逐年下降; 贸易及深加工板块受国际宏观形势影响, 毛利率也呈下降趋势。2014 年 1~9 月, 公司毛利率为 10.50%, 较 2013 年略有下降, 受部分油品采购价格降幅低于销售均价降幅以及木材等贸易商品采购价格上升幅度高于销售价格上升幅度影响, 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。

表2 近年公司经营情况

(单位: 亿元、%)

业务种类	2012年			2013年			2014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	119.87	65.95	11.58	119.95	62.05	9.59	103.92	64.92	7.91
贸易及深加工	56.55	31.11	15.19	67.05	34.69	12.29	49.13	30.69	9.84
房地产	1.54	0.85	40.87	1.04	0.54	68.55	0.83	0.51	57.95
港口物流	3.82	2.10	44.58	5.26	2.72	38.98	6.21	3.88	52.87
合计	181.78	100.00	13.64	193.30	100.00	11.65	160.09	100.00	10.50

资料来源: 公司提供

注: 2014年1~9月数据因各板块四舍五入原因导致收入合计数与利润表有0.01亿元差异。

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。

2013年, 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。从价格上看, 2013年各原材料采购价格均有所上升。2014年1季度, 各原材料采购价格较2013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2012~2014年9月油品采购情况

(单位: 万吨、元/吨)

		2012年	2013年	14年1~9月
柴油	采购量	18.51	15.63	12.49
	采购价	7230.00	7568.00	6932.55
汽油	采购量	13.55	9.90	10.97
	采购价	8080.00	8800.00	7639.00
燃料油	采购量	110.21	147.71	40.07
	采购价	4486	5233	4834.32
渣油	采购量	43.52	46.11	84.82
	采购价	3759.00	4230.77	3894.00
沥青料	采购量	50.23	--	--
	采购价	3659.43	--	--

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, 结算方式主要以远期信用证和现金付款为主, 占比分别为70%和30%。

表4 公司2013年前5名原材料主要供应商

序号	供应商	金额(万元)	占比
1	中石油山东日照销售分公司	44956.34	4.15%
2	中国石油化工股份有限公司山东销售分公司	59685.46	5.50%
3	上海蓝亿德石油化工有限公司	80652.48	7.44%
4	江苏新海石化有限公司	40253.69	3.71%
5	大连恒威石油化工有限公司	32226.83	2.97%
	合计	257774.80	23.77%

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。2013年，公司油品销售量与上年保持平稳，略有波动，炼油副产品（主要为石脑油、石油焦、蜡油和硫磺等）销售收入占比较高，为

62.54%，是公司石油化工板块主要收入来源。从售价上来看，2013年，各产品价格持续增长，2014年前三季度，除石脑油和硫磺价格上涨外，其他产品价格略有下降。

表5 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	2011 年			2012 年			2013 年			2014 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	销售量	平均价	销售收入
柴油	27.88	7105.34	19.81	71.41	6866.46	49.03	75.12	6649.74	49.95	68.70	6219.61	42.73
石脑油	4.73	4349.85	2.06	23.06	5426.11	12.51	9.86	5289.98	5.22	5.77	5972.13	3.45
石油焦	26.73	1349.52	3.61	59.53	1408.94	8.39	46.33	1408.07	6.53	42.69	1195.13	5.10
蜡油	8.95	5653.41	5.06	11.26	5058.53	5.70	21.69	5202.69	11.28	12.93	4956.93	6.41
硫磺	1.32	1554.95	0.21	3.33	1427.33	0.48	3.76	1422.35	0.53	2.18	1535.02	0.33
液化气	1.33	5160.62	0.69	3.35	4791.94	1.61	2.91	5176.70	1.51	2.1	5123.41	1.08
合计	70.94	5576.24	31.43	171.93	4519.86	77.71	159.67	4698.44	75.02	134.37	4398.04	59.10

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石脑油、蜡油、石油焦、液化气、硫磺，主要销售客户为淄博绘特经贸有限公司、中国石油化工股份有限公司上海沥青销售公司、上海市鲁苏石油化工有限公司、洛阳炼化宏达实业有限公司和南方石化集团有限公司前五名客户销售额达到24.53亿元，主要结算方式为电汇和银行承兑。

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

地和加利盆地，储备资源丰富，目前探明储量为 306 亿立方米。截至 2014 年 9 月底，西部能源总资产 11181.60 万澳元，总负债 2151.50 万澳元，净资产 9030.10 万澳元。

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，此协议将于 2015 年开始生效（协议中西部能源供气对象为：以 Santos³为主导的，联合 PETRONAS⁴、Total⁵以及 KOGAS⁶三家公司成

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。

立的一家大型 LNG 储运项目公司)。根据协议规定,西部能源将自 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。

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 6 公司近年贸易与深加工业务收入情况

(单位:万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
贸易	299446.20	473953.55	578470.99	436419.67
深加工	100393.44	91510.75	92049.49	54860.27
合计	399839.64	565464.30	670520.48	491279.94

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。2013 年公司木材进口总额为 15199.45 万美元,较 2012 年小幅增长 1.21%。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、新西兰四个国家;2013 年四个国家进口比例分别为 35.69%、15.13%、25.47% 和 23.71%,合计进口额 15199.45 万美元。2014 年 1~9 月,几内亚占比上升至 38.53%,仍为公司木材产品第一大进口国。

表 7 公司木材进口情况

(单位:万美元、万立方米)

品种	2012 年		2013 年		2014 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	5248.15	9.09	6330.10	10.7	7592.67	13.58
辐射松	3764.41	17.60	2524.44	12.1	--	--
杂木	2421.14	4.50	1982.93	3.6	--	--
板材	3584.61	4.33	4361.98	4.9	3364.71	3.97
北美材	--	--	--	--	2036.21	10.7
合计	15018.31	35.52	15199.45	31.30	12993.59	28.25

资料来源:公司提供

表 8 公司木材进口市场分布情况

(单位: 万美元)

国家	2012 年		2013 年		2014 年 1~9 月	
	进口额	占比	进口额	占比	进口额	占比
几内亚	5894.69	39.25%	5424.68	35.69%	5006.20	38.53%
刚果	3671.98	24.45%	2299.68	15.13%	1188.64	9.15%
俄罗斯	3021.68	20.12%	3871.30	25.47%	3376.97	25.99%
新西兰	2429.96	16.18%	3603.79	23.71%	1385.57	10.66%
加拿大	--	--	--	--	2036.21	15.67%
合计	15018.31	100.00%	15199.45	100%	12993.59	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。2013 年, 公司销售木材实现收入 13.12 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

公司 2011 年 8 月新增大豆进口贸易, 2013 年进口额达到 282712.11 万元, 进口量为 74.42 万吨; 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%。

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。2013 年, 公司销售大豆实现收入 29.52 亿元, 销售量 71.79 吨, 前 5 名销售客户分别为中粮黄海粮油工业 (山东) 有限公司、钦州大洋粮油有限公司、益海粮油有限公司、路易达孚 (霸州) 饲料蛋白有限公司和青岛成华粮油贸易有限公司, 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, 还增加了棕榈油、大豆原油、豆粕、煤炭、锌锭、巴西原糖、大豆甲酯等产品的进口贸易, 2013 年公司其他贸易实现收入分别为 15.18 亿元, 其中大豆甲酯和豆粕实现收入较高, 分别为 2.54 亿元和 4.50 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 年起公司将逐步开展煤炭和铁矿石进口, 大力开拓山东市场和外埠大型钢铁集团客户, 目前已进入前期合作商谈阶段, 预计将对公司贸易板块带来有效补充。

(2) 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。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, 产品全部销往欧美市场; 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，产品销售主要以出口为主，出口占 80% 左右，内销占 20%。

2013 年公司深加工产品出口总额为 12217.96 万美元，较 2012 年增长 12.14%；其中木质家具和大理石洁具的出口额分别为 5432.24 万美元、6785.72 万美元，同比分别增

长了 12.16% 和 12.13%。

从公司出口市场结构来看，公司出口市场以美国、英国、丹麦和意大利为主，2013 年四个国家占总出口额比例分别为 46.03%、8.39%、4.36% 和 6.92%，上述国家合计出口 8027.34 万美元，占出口额的 65.70%。2014 年 1~9 月，美国占比上升至 54.87%，仍为公司产品第一大出口国。

表 9 公司出口市场分布情况（单位：万美元）

国家	2012 年		2013 年		2014 年 1~9 月	
	出口额	占比	出口额	占比	出口额	占比
美国	4614.85	30.42%	5623.60	46.03%	3889.30	54.87%
英国	2019.67	15.17%	1024.60	8.39%	600.41	8.47%
丹麦	1141.03	10.23%	533.10	4.36%	514.76	7.26%
意大利	1747.56	18.59%	846.04	6.92%	599.48	8.46%
合计	9523.11	74.41%	8027.34	65.70%	5603.95	79.05%

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 46.48%，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 10 2013 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.	3011.56	19.97%
美国 DC Worldwide Trading Co., Ltd.	1090.89	7.23%
法国 Euro Water Venture Limited	1037.62	6.88%
英国 Astor Marek Plewa Bathroom Furniture	1024.60	6.79%
意大利 Rtmr Trading+Consulting International GmbH	846.04	5.61%
合 计	7010.93	46.48%

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 1#（3 万吨级）、2#（5 万

吨级）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，2013 年货物吞吐量为 392.88 万吨，较 2012 年小幅下降，2014 年 1~9 月货物吞吐量为 562 万吨，是 2013 年全年的 143.05%。3#（2 万吨级）、4#（3 万吨级）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，该项目总投资 5.07 亿元，截至 2013 年底已基本建设完成，预计 2015 年年初开港。1#（7 万吨级）、2#（10 万吨级）通用泊位（鲁发改能交【2011】864 号）设计吞吐量 600 万吨，生产用门机 20 台，项目总投资 9.93 亿元，两个泊位已分别于 2012 年 7 月和 2013 年 4 月投入运营，2013 年货物吞吐量为 588.94 万吨，2014 年 1~9 月共完成吞吐量 808 万吨。3#（15 万吨级）通用泊位（鲁发改能交【2012】1592 号）设计吞吐量为 750 万吨，项目总投资 10.49 亿元，2014 年 7 月已投入试运营。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 2014 年 9 月底已投资 24.68 亿元。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，2013 收入占比分别为 76.62%和 23.38%；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. 房产旅游板块

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 69.23 万平方米，目前均已销售完毕，销售均价为 2900-4500 元/平方米，实现销售收入 23.82 亿元。

“天诚·华尔兹”楼盘位于日照市山海天旅游度假区中心位置，交通便捷，地理位置优越。“天诚·华尔兹”工程规划占地面积 70842 平方米，总建筑面积 12.99 万平方米，其中：住宅 8.76 万平方米、商业 1.04 万平方米、储藏室面积 5517.9 平方米、地下车库 2.64 万平方米。该项目 2009 年开始预售，2013 年，“天诚·华尔兹”已完成销售，确认收入 1398.60 万元。

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，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 万平方米。截至 2014 年 9 月底，该项目已投资 6.42 亿元，基本建成 13 栋别墅并且已预售 3 栋高层住宅楼和部分的别墅，收到预售款 2.59 亿元。

旅游方面，公司投资建设的岚桥锦江大酒店目前是日照市内唯一的五星级酒店，位于山海天旅游度假区碧海路西、太公岛二路北，占地面积 80 余亩，总建筑面积 8.6 万平米，一二层主要为餐饮，三至九层为客房，其中标间约 350 间，套间 90 余套，已投资额达 3.2 亿元，由锦江集团酒店管理公司负责经营管理。岚桥锦江大酒店于 2011 年 5 月开始试营业，2013 及 2014 年 1~9 月分别实现收入 9023.11 万元和 5628.73 万元；酒店入住率在 84.56%左右。

5. 未来发展

公司发展战略为：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；房产旅游板块主要继续天诚系列的中高端住房的开发。

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，2014 年 9 月底已投资 37.96 亿元，2014 年第四季度计划投资 4.13 亿元，2015 年计划投资 2.99 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 11 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 2014 年 9 月底已投资	2014 年 10~12 月	2015 年
		贷款	自筹				
3#泊位	10.40	6.76	3.64	2 年	6.86	3.54	--
30 万吨矿石码头	25.15	16.35	8.80	2 年	24.68	0.47	--
天诚·观澜天地	9.53	6.19	3.34	3 年	6.42	0.12	2.99
合 计	45.08	29.30	15.78	--	37.96	4.13	2.99

资料来源: 公司提供

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, 并出具了标准无保留审计结论。公司 2014 年 3 季度财务报表未经审计。公司 2013 年及 2014 年 3 季度合并报表范围未发生变化, 数据可比性强。

截至2013年底, 公司合并资产总额179.41亿元, 所有者权益合计68.12亿元(其中少数股东权益9.30亿元); 2013年实现营业收入193.42亿元, 实现利润总额17.71亿元。

截至 2014 年 9 月底, 公司合并资产总额 228.90 亿元, 所有者权益合计 80.22 亿元(其中少数股东权益 14.41 亿元); 2014 年 1~9 月, 公司实现营业收入 160.08 亿元, 实现利润总额 11.76 亿元。

1. 盈利能力

2013年实现营业收入193.42亿元, 较上年增长6.33%, 其中石油化工及贸易深加工板块收入占比较高。营业成本同比增长8.80%, 2013年为170.79亿元。营业成本增速大于营业收入增速, 2013年公司营业利润率较上年有所下降, 为11.55%。

2013年, 公司期间费用持续增长, 其中销售费用和管理费用增长较快, 但期间费用占营业收入的比重较稳定。2013年公司期间费用为4.63亿元, 占营业收入的比重为2.39%, 公司期间费用控制较好。

2013年公司利润总额和净利润分别为17.71亿元和13.28亿元, 同比下降13.92%和

14.02%, 主要是由于公司营业成本和期间费用增速较快所致。

从盈利指标看, 2013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12.48%和19.50%, 总体看, 公司盈利能力较好。

2014年1~9月, 公司实现营业收入160.08亿元, 占2013年全年营业收入的82.76%, 营业成本143.27亿元, 占2013年全年的83.89%, 公司利润总额和净利润分别为11.76亿元和8.79亿元, 公司营业利润率进一步降至10.40%。

总体看, 跟踪期内, 公司收入规模持续增长, 但由于公司营业成本及期间费用增速较快, 公司盈利能力略有下降, 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, 2013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220.15亿元和221.06亿元。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198.45亿元和207.96亿元。2013年, 公司经营活动产生的现金流量净额为13.10亿元。2013年, 公司现金收入比为113.82%, 较上年基本一致, 收入质量较高。

投资活动方面, 2013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, 2013年为3.70亿元; 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, 2013年为21.70亿元, 其中支付其他与投资活动有关的现金3.96亿元。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，2013年为17.98亿元。

公司筹资活动前现金流量净额分别为-4.88亿元，无法覆盖公司经营活动现金需求，公司仍有一定的外部融资需求。

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，2013年公司筹资活动产生的现金净额表现为净流入，为8.52亿元。

2014年1~9月，公司销售商品、提供劳务收到的现金176.35亿元，现金收入比为110.17%。经营活动产生的现金流量净额为14.06亿元；投资活动主要为购买固定资产和投资带来的现金流出，投资活动产生的现金流净额-26.78亿元；筹资活动产生的现金流量净额为23.85亿元。

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，目前公司在建及拟建项目已接近尾声，未来筹资压力逐步减小。

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2013年底，公司资产总额179.41亿元，其中流动资产占62.05%，非流动资产占37.95%，公司资产以流动资产为主。

截至2013年底，公司流动资产111.32亿元，较上年增长16.10%。流动资产构成以货币资金（占21.13%）、应收账款（占10.68%）、预付款项（占24.46%）和存货（占37.58%）为主，其构成与2012年变化不大。

截至2013年底，公司货币资金23.52亿元，主要为其他货币资金（占78.19%）和银行存款（占21.60%），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2013年底，公司应收账款11.89亿元，主要为应收钦州大洋粮油有限公司、龙口新龙食油有限公司、中国东海粮油工业有限公司、益海粮油工业有限公司和嘉里粮油（青岛）有限公司，前五名占比29.47%，集中度较2012年有所下降；从账龄上看，账龄全部在1年以内，账龄短。2013年底公司对应收账款提取597.16万元坏账准备，计提比例为0.50%。

截至2013年底，公司预付款项27.23亿元，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日照筑港建设工程有限公司、上海蓝亿德石油化工有限公司、上海中艺励安进出口有限公司、中建八局第四建设有限公司和绥芬河盛大经贸有限公司，前五名占比27.68%。

截至2013年底，公司存货41.83亿元，主要为库存商品、原材料和土地开发成本，占比分别为54.32%、29.86%和12.93%。2013年，公司未计提存货跌价准备。

截至2013年底，公司其他应收款账面余额为2.83亿元，较2012年略有增长；主要为应收临沂临港物流工业园区的暂借款0.9亿元、日照凤山区兴岚建设发展有限公司暂借款0.7亿元和烟台铭海投资有限公司暂借款0.3亿元等。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2013年底，公司非流动资产68.09亿元，同比增长36.79%，主要是由于长期股权投资和固定资产增长所致。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30.73%和63.50%。

截至2013年底，公司长期股权投资净额1.43亿元，较2012年增加0.84亿元，主要是增加了对日照市商业银行的投资。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%）、日照市商业银行（持股3.21%）和岚山农信社（持

股 0.07%) 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，公司固定资产逐年增长。截至 2013 年底，公司固定资产原值为 25.97 亿元，主要为机械设备（占 51.10%）、1#2#液化码头（占 19.21%）和房屋建筑物（占 23.60%）。公司计提累计折旧合计 5.04 亿元，主要是针对房屋建筑物（计提 1.11 亿元）和机械设备（计提 2.95 亿元）。截至 2013 年底，公司固定资产净值 20.93 亿元。

截至 2013 年底，公司在建工程 43.24 亿元，主要为岚桥港港口工程、岚桥酒店及三个加油站项目的建设。2013 年在建工程中资本化利息支出为 0.49 亿元。

截至 2013 年底，公司无形资产原价 2.44 亿元，其中土地使用权占 80.74%，海域使用权占 18.85%，2013 年公司无形资产累计摊销 0.69 亿元，无形资产账面净值为 1.75 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额 228.90 亿元，较 2013 年底增长 27.58%，主要系货币资金、应收账款、预付款项、商誉和固定资产的大幅增长所致，其中货币资金的大幅增长主要来自 2014 年前三季度公司借款金额的大幅增加和公司发行短期融资券筹集到的资金；公司固定资产大幅增长主要系 1 号、2 号通用泊位由在建工程转入固定资产所致；公司商誉新增 4.09 亿元，为公司收购西部能源的溢价部分。从构成看，流动资产占 59.94%，非流动资产占 40.06%，公司资产结构较 2013 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，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 2013 年底，公司所有者权益合计 68.12 亿元，较上年增长 24.22%；其中归属于母公司所有者权益 58.81 亿元中，实收资本占 3.77%，

盈余公积占 13.89%，未分配利润占 82.33%。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 73.61 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 60.93 亿元，与 2013 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较高，权益稳定性偏弱。

截至 2013 年底，公司负债合计 111.30 亿元，较上年增长 22.54%；其中流动负债占 80.62%，非流动负债占 19.38%，以流动负债为主。截至 2013 年底，公司流动负债 89.73 亿元，主要为短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款，占比分别为 8.54%、17.97%、50.78%和 10.84%。

截至 2013 年底，公司短期借款 7.66 亿元，较上年下降 36.90%；应付票据 16.12 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 45.57 亿元，主要为应付采购款，账龄全部在 1 年以内，账龄短；其他应付款 9.73 亿元，主要是暂借款，账龄全部在 1 年以内，前五名金额占比 99.58%，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）、日照市山海天旅游度假区财政局（2.60 亿元）的暂借款和山东省国际信托有限公司（3 亿元）。

截至 2013 年底，公司其他流动负债 7.00 亿元，主要是 2013 年 3 月公司发行的短期融资券（“13 岚桥 CP001”，4 亿元）和 2013 年 8 月公司发行的短期融资券（“13 岚桥 CP002”，3 亿元）。

截至 2013 年底，公司非流动负债 21.57 亿元，主要是长期借款。截至 2013 年底，长期应付款为 2.04 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；应付债券 3 亿元主要是公司 2013 年发行的 3 亿元私募债。

截至 2014 年 9 月底，公司负债合计为 148.68 亿元，较 2013 年底增长 33.58%，其中流动负债占 66.96%，非流动负债占 33.04%，与

2013 年底相比，流动负债占比有所下降，主要系公司长期借款大幅增长所致。截至 2014 年 9 月底，公司流动负债为 99.55 亿元，较年初增长 10.94%，主要系应付票据的大幅增长所致，公司 2014 年前三季度采购量有所增加，大多以票据形式付款；同期，公司非流动负债 49.12 亿元，较年初增长 127.79%，主要系长期借款的增长所致，长期借款主要系支撑公司 30 万吨矿石码头项目的建设。

截至 2013 年底，公司全部债务 62.07 亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为 60.84% 和 39.16%，仍以短期债务为主。2013 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 62.03%、47.68% 和 24.05%。截至 2014 年 9 月底，公司全部债务 98.80 亿元，公司债务规模大幅上升，其中短期债务和长期债务占比分别为 50.28% 和 49.72%，短期债务占比有所下降，公司债务结构较为合理。

总体看，公司有息债务负担有所加重，但仍处于适宜水平，债务结构较为合理。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2013年底，公司流动比率和速动比率分别为124.06%和77.44%，较上年变化不大。截至2014年9月底，公司货币资金和应收款项大幅增长，流动比率和速动比率分别升至137.82%和95.37%。2013 年底公司经营现金流动负债比为14.60%。总体看，考虑到公司经营现金流入量大，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2013 年，公司 EBITDA 为 21.20 亿元，较上年下降 8.58%，2013 年公司 EBITDA 利息倍数为 9.29 倍；全部债务/EBITDA 为 2.93 倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

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146.22亿元，其中尚未使用的额度31.76亿元，间接融资渠道畅

通。

截至 2014 年底，公司对外担保 10.76 亿元，占 2014 年 9 月底公司净资产的 13.41%。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 12 截至 2014 年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	2016.09
开发区国资经营公司	8360.00	2019.11
临沂市供销石油公司	1500.00	2015.04
临沂市供销石油公司	1500.00	2015.05
临沂市供销石油公司	1400.00	2015.07
临沂市供销石油公司	1000.00	2015.03
临沂市供销石油公司	1000.00	2015.03
阿掖山水产集团	2500.00	2015.03
日照立能能源有限公司	8900.00	2015.01
日照兴业集团有限公司	13000.00	2015.12
凌海糖业	10000.00	2015.01
临沂市中油供销石油有限公司	800.00	2015.12
临沂市中油供销石油有限公司	500.00	2015.01
临沂市中油供销石油有限公司	500.00	2015.02
日照市新宇矿业有限公司	1000.00	2015.03
日照市新宇矿业有限公司	1596.00	2015.01
日照市新宇矿业有限公司	1000.00	2015.05
临沂市中油供销石油有限公司	700.00	2015.11
临沂市中油供销石油有限公司	2000.00	2015.03
日照港基海运有限公司	1400.00	2015.05
岚山城建开发投资公司	5000.00	2016.03
郑州联钢有限公司	1000.00	2015.05
日照市新宇矿业有限公司	1000.00	2015.05
日照市新宇矿业有限公司	1500.00	2015.02
日照市新宇矿业有限公司	1500.00	2015.01
日照市新宇矿业有限公司	1500.00	2015.01
日照市新宇矿业有限公司	1500.00	2015.01
日照市新宇矿业有限公司	1233.00	2015.01
阿掖山水产食品	1000.00	2015.02
阿掖山水产食品	1600.00	2015.01
阿掖山水产食品	1500.00	2015.05
广信科技化工公司	10125.00	2017.03
日照立能能源有限公司	13000.00	2018.11
日照腾飞市政园林有限公司	1500.00	2015.04
日照立能能源有限公司	1000.00	2015.11
合 计	107614.00	

资料来源：公司提供

5. 对“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2014年9月底，公司现金类资产14.10 亿元（已剔除受限货币资金），为“14 岚桥 CP001”的3.53倍。

2013 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 55.27 倍和 3.27 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（公司信用代码：G10371102000048702），截至 2015 年 4 月 29 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 8 笔贷款和 1 笔贸易融资被列为不良和关注类，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。

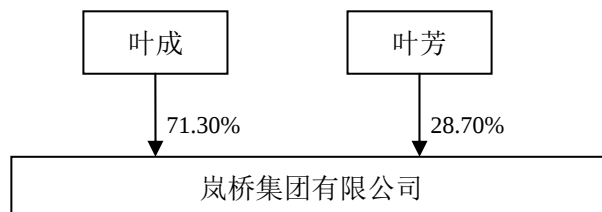
7. 抗风险能力

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。

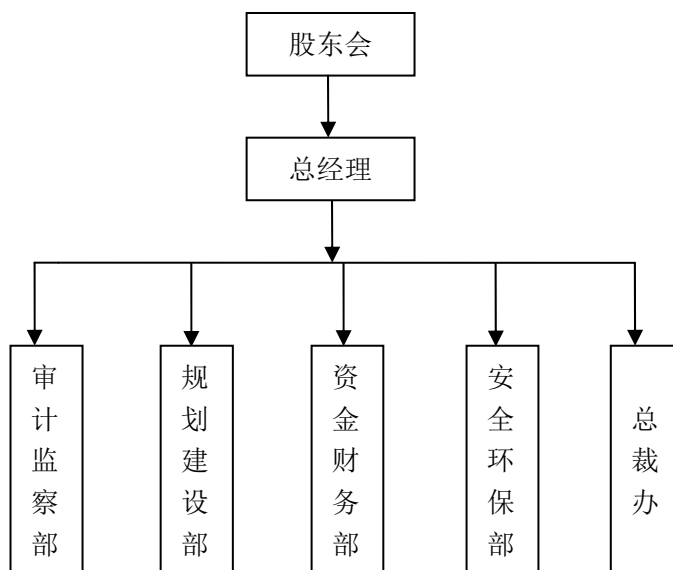
十、结论

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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.49	9.24	9.11	14.10
资产总额(亿元)	103.89	145.66	179.41	228.90
所有者权益(亿元)	39.55	54.83	68.12	80.22
短期债务(亿元)	29.09	33.51	40.51	49.68
长期债务(亿元)	11.24	14.28	21.57	49.12
全部债务(亿元)	40.33	47.78	62.07	98.80
营业收入(亿元)	110.71	181.90	193.42	160.08
利润总额(亿元)	15.33	20.57	17.71	11.76
EBITDA(亿元)	17.48	23.18	21.20	--
经营性净现金流(亿元)	12.21	10.23	13.10	14.06
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.35	15.05	12.95	--
存货周转次数(次)	5.58	5.11	4.42	--
总资产周转次数(次)	1.34	1.46	1.19	--
现金收入比(%)	111.31	113.19	113.82	110.17
营业利润率(%)	16.28	13.44	11.55	10.40
总资本收益率(%)	15.88	16.48	11.36	--
净资产收益率(%)	29.34	28.17	19.50	--
长期债务资本化比率(%)	22.13	20.66	24.05	37.98
全部债务资本化比率(%)	50.49	46.56	47.68	55.19
资产负债率(%)	61.93	62.36	62.03	64.95
流动比率(%)	127.35	125.25	124.06	137.82
速动比率(%)	78.15	79.06	77.44	95.37
经营现金流动负债比(%)	22.99	13.37	14.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.84	11.85	9.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.31	2.06	2.93	--

注：1. 公司 2014 年 3 季度财务数据未经审计；

2. 短期债务及相关指标计算时已包含计入其他流动负债的短期融资券及计入其他应付款的有息债务；现金类资产及相关指标计算时已剔除受限资金。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	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+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