

信用等级公告

联合[2018] 2622 号

联合资信评估有限公司通过对岚桥集团有限公司主体长期信用状况及拟发行的岚桥集团有限公司 2018 年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定岚桥集团有限公司主体长期信用等级为 AA，岚桥集团有限公司 2018 年度第一期中期票据信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年九月三十日



岚桥集团有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 5 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 归还银行借款和补充营运资金

评级时间: 2018 年 9 月 20 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 6 月
现金类资产(亿元)	41.88	51.51	53.66	88.99
资产总额(亿元)	261.66	321.40	370.39	383.00
所有者权益(亿元)	87.17	112.18	131.64	137.32
短期债务(亿元)	81.42	113.81	126.40	132.75
长期债务(亿元)	72.40	70.78	78.20	76.49
全部债务(亿元)	153.82	184.59	204.60	209.24
营业收入(亿元)	223.39	245.86	313.25	191.54
利润总额(亿元)	12.45	17.49	23.17	13.15
EBITDA(亿元)	21.04	30.78	38.21	--
经营性净现金流(亿元)	7.98	19.30	34.30	31.00
营业利润率(%)	9.03	11.34	11.46	9.97
净资产收益率(%)	10.56	11.62	13.16	--
资产负债率(%)	66.69	65.09	64.46	64.15
全部债务资本化比率(%)	63.83	62.20	60.85	60.38
流动比率(%)	137.02	119.15	111.72	115.29
全部债务/EBITDA(倍)	7.31	6.00	5.35	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.72	4.33	4.75	--
经营现金流动负债比(%)	7.85	14.07	21.66	--

注: 1. 2018 年上半年财务数据未经审计; 2. 其他流动负债及长期应付款中的有息部分金额计入债务。

分析师

张博 常启睿

邮箱: 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)

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对岚桥集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为多元化经营的大型民营企业,在成品油储运销售、石油炼化生产规模及自营港口资源等方面具备的竞争优势;同时,联合资信也关注到近年来国际原油价格波动幅度大、公司海外港口投资规模较大且具有一定投资风险、债务规模增长较快等因素对公司经营状况带来的不利影响。

公司未来将立足岚桥港的港口资源优势,开拓港口物流贸易,延伸产业链。未来随着在建项目的投产,公司盈利能力有望得到提升,整体竞争实力将进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿债能力的综合分析,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险低,安全性高。

优势

1. 公司已形成了以石油化工和港口物流为主体,以及贸易与深加工和其他业务等多元化经营发展的业务格局。
2. 公司以岚桥港区为重要核心,形成与达尔文港、玛格丽特岛港的三港全球互联,进一步提升了公司的核心竞争力。
3. 港口物流业务营业收入规模不断增长,同时也对公司传统业务形成了较有利的支持。
4. 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度较高。

关注

1. 国际原油价格波动以及消费税相关政策,对石油化工行业影响较大。
2. 公司海外港口投资规模较大,具有一定投

资风险。

3. 公司受限资产规模较大且占比较高。
4. 公司负债规模增长较快，有息债务以短期为主，整体负债水平较高。

声 明

一、本报告引用的资料主要由岚桥集团有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

岚桥集团有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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，原注册资本 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 2018 年 6 月底，公司注册资本 10.80 亿元，股东为岚桥国际商业有限公司（持股 93.89%）和自然人叶芳（持股 6.11%），岚桥国际商业有限公司的实际控制人为叶成，故公司实际控制人为叶成。

公司目前已成为以石油化工和港口物流产业为主体，以及贸易与深加工和其他业务等多元化经营发展的综合性企业集团。

截至 2018 年 6 月底，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共 5 个职能部门，公司拥有 14 家全资及控股子公司。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 370.39 亿元，所有者权益 131.64 亿元（含少数股东权益 9.52 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 313.25 亿元，利润总额 23.17 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 383.00 亿元，所有者权益 137.32 亿元（含少数股东权益 9.82 亿元）。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 191.54 亿元，利润总额 13.15 亿元。

公司注册地址：山东省日照市北京路 266 号；法定代表人：叶成。

二、本期中期票据概况

公司于 2018 年计划注册额度 10 亿元的中期票据，2018 年第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）计划发行 5 亿元，期限 3

年。本期中期票据募集资金中 3 亿元用于偿还银行借款，2 亿元将用于补充公司营运资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、

M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，

居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加

上政府性债务风险管控的加强,2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱,基础设施建设投资增速或将小幅回落;在高端领域制造业投资的拉动下,制造业投资仍将保持较快增长;当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续,房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下,居民消费将保持平稳较快增长;对外贸易有望保持较好增长态势,调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容,全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外,物价水平或将出现小幅上升,失业率总体将保持稳定,预计全年经济增速在 6.5%左右。

四、行业及区域经济环境

(一) 行业分析

1. 石油化工行业

(1) 行业概况

石油产品是重要的战略资源,是仅次于煤炭的第二大能源消费品,目前已经成为影响中国经济增长的重要因素之一。石油化工产业链条包括原油开采、炼化、成品油销售和石化产品再加工,以及天然气工业,在国民经济中占有举足轻重的地位。根据国家统计局 2018 年 3 月公布数据显示,截至 2017 年末,石油和化工行业规模以上企业 29307 家,累计主营业务收入 13.8 万亿元,比上年增长 15.7%;利润总额 8462.0 亿元,同比增长 51.9%,分别占全国规模工业主营业务收入和利润总额的 11.8%和 11.3%,2017 年行业整体运行情况较好。

石油产品种类繁多,并与其他化工链条存在交叉。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,且行业发展受国家多方位管控,进入壁垒

较高。

原油生产和进口供应方面,受国际原油市场和中国石油生产开采条件变化等多种因素影响,国内原油和天然气产量变化出现分化。2017 年全年原油天然气总产量 3.24 亿吨(油气当量),同比增长 0.8%。其中,原油产量 1.92 亿吨,下降 4.0%,产量创 2010 年以来新低;天然气产量(含煤层气,下同)1474.2 亿立方米,增长 8.5%;液化天然气产量 829.0 万吨,增长 14.4%。中国巨大的能源缺口主要依靠进口弥补,根据美国能源信息管理局的报告,中国已超越美国成为全球第一大原油进口国,原油进口主要来自沙特、俄罗斯、安哥拉、伊拉克等国。2017 年全年进口原油 4.20 亿吨,同比增长 10.2%,对外依存度达到 68.4%的新高;进口天然气 955.2 亿立方米,增长 27.0%,对外依存度 38.4%。原油和天然气开采业景气度有所回升,截至 2017 年末,石油和天然气开采业规模以上企业 293 家,2017 年全年累计主营业务收入 9201.5 亿元,同比增长 17.6%;利润总额 329.8 亿元,去年同期为亏损 550.8 亿元。尽管行业效益总体上明显改善,但利好主要来自于天然气开采方面,受中国石油开采成本偏高影响,原油开采业仍有近六成企业亏损;效益继续恶化,原油开采业净亏损 11.5 亿元,连续第二年亏损。原油开采业面临的形势依然十分严峻。

石油加工业是石油化工行业中游,主要产品为成品油和化工原料等。截至 2017 年末,石油加工业规模以上企业 1366 家,累计主营业务收入 3.42 万亿元,同比增长 21.5%;利润总额 1911.5 亿元,增长 14.4%;完成固定资产投资 2228.2 亿元,增长 5.6%;资产总计 2.05 万亿元,增长 12.3%;资产负债率 57.35%。全年石油加工行业呈现了盈利继续向好、大型企业顶部优势显著和行业格局逐渐清晰的整体态势,已形成以中石油等为代表的国有综合性能源公司和地方炼油企业为主体的加剧竞争格局。

2017 年全国原油加工能力 7.72 亿吨/年,

经 2015 年和 2016 年的徘徊后重回增长轨道。其中，2017 年新增能力 4000 万吨/年，仍以国有企业为主，而地方炼油企业为取得“两权”淘汰落后能力 2240 万吨/年，行业同比净增 1760 万吨/年。截至 2017 年底，三大国有石油公司炼油能力占全国炼油能力的 66.14%，地方炼油企业占 31.40%，其他为煤基油品及外资企业产能。虽然近几年大量落后产能遭到淘汰，但随着国内炼油能力重拾增长，过剩形势还将持续加剧，初步估计目前中国炼油能力在计入必要的出口后仍至少过剩约 8000 万吨/年。随着近年来国家不断推进行业改革和转型升级，小型、单位能耗偏高的一次落后产能淘汰加速，千万吨级项目不断落地，炼厂平均规模逐年提升，截至 2017 年底，全国千万吨级炼厂共 25 家，较上年底增加 1 家，合计炼油能力 3.37 亿吨/年，占全国的 43.7%，较上年提高 1.7 个百分点，显示出行业规模化发展态势。惠州炼厂成为中国第四家 2000 万吨/年级世界级炼厂。虽然中石化、中石油的炼厂平均规模已基本达到世界炼厂平均规模，分别为 743 万吨/年和 746 万吨/年，但由于国内其他炼油企业规模较小，国内炼厂平均规模仅 413 万吨/年，与世界炼厂平均规模 754 万吨/年仍有较大差距。地区分布上，山东、辽宁、广东是中国炼油能力的主要大省，三省合计炼油能力 3.52 亿吨/年，占全国总能力的 45.64%。环渤海湾、长江三角洲和珠江三角洲是国内三大炼化产业集群区，集中了全国约七成的炼油能力。

原油加工量方面，2017 年，原油加工量继续保持增长，加工量 5.68 亿吨，同比增长 5.0%；全国炼厂开工率同比上升 1.9 个百分点至 73.7%的近年来最高水平，同时呈现出地方炼油企业开工率提高、大型国有石油公司炼油开工率下降的分化，以往二者巨大的产能利用率差距得以收窄。2017 年全国成品油产量（汽、煤、柴油合计，下同）3.58 亿吨，增长 3.0%，其中，柴油产量 1.83 亿吨，增长 2.4%；汽油

产量 1.33 亿吨，增长 3.0%。汽煤柴油收率受部分馏分油转而生产化工用油影响，略微下降，炼厂生产柴汽比与上年基本持平。汽煤柴油净出口量经过两年的高速增长后大大放缓，同比仅增长 6.8%，吨油利润连续 3 年实现增长。

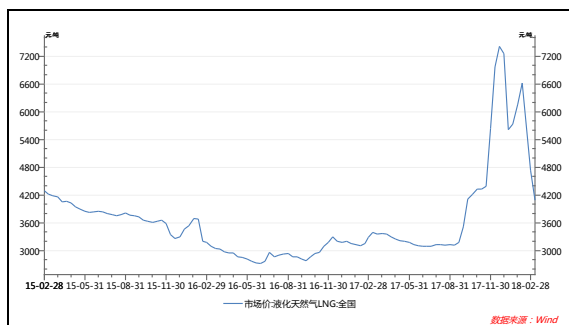
炼油产能结构方面，2017 年全国二次加工能力达到 8.04 亿吨/年，同比增长 5920 万吨/年，使中国二次加工能力首次超过一次加工能力。在环保法规要求日趋严格的大背景下，行业整体深加工能力得到强化，以满足不断提升的国家油品质量标准。实力较强的地方炼厂纷纷加大产品升级力度，上马催化重整、加氢处理、加氢裂化等装置，部分地方炼厂甚至能够将满足第六阶段标准产品供应北京。加氢类装置运行条件较为复杂，配套投入和运营成本高，未来随着行业装备水平差距进一步加大，行业内部或将出现分化。

成品油、天然气和化工产品销售为石油化工行业下游，其中又以成品油和天然气销售为主。2017 年，中国石油天然气表观消费量 7.99 亿吨（油当量），同比增长 7.4%，增速比上年加快 3.1 个百分点。其中，原油表观消费量 6.07 亿吨，增长 5.0%；天然气表观消费量 2393.90 亿立方米，增长 15.3%，占石油天然气比重为 27.0%，同比提高 1.8 个百分点。随着工业、交通、房地产等领域出现短期回暖，拉动成品油消费重归增长区间，2017 年全国成品油消费量约为 3.25 亿吨，同比增长 3.2%，回升 3.7 个百分点，其中汽油消费量在乘用车销量下滑、限行限售、新能源汽车与共享出行等因素冲击下，全年表观消费量 1.23 亿吨，增速仅为 3.0%；中国工业生产回升、煤炭运输回暖、快递物流高速增长，拉动柴油消费重归正增长。全年柴油消费量 1.68 亿吨，同比增长 2.0%，增速较上年回升 7.0 个百分点；受航空、货运周转量持续高增长影响，煤油需求强劲，表观消费量为 0.33 亿吨，同比增长 10.5%，增速回升 1.3 个百分点，同时净出口有所减少，反映出航空

业内需求仍在扩张。

天然气方面，受近年来居民、采暖和工业煤改气工程推进明显加快和国家战略储气库的逐步建设影响，2017 年全国天然气消费量保持高速增长，全年天然气(含页岩气、煤层气)表观消费量约为 2352 亿立方米左右，同比增长 17.0%，占一次能源总消费量比重已达到 7.0%，消费增量创历史新高。中国天然气产量与消费量缺口巨大，对进口依赖增加，且季节性供求矛盾明显，河北、山东、山西、陕西和河南等省份部分地区 2017 年冬季甚至出现供应紧张和限量、断供情况，尽管政府部门通过推动上游供气企业加大气田产量与采购 LNG 现货、压减非居民用户等方式保障居民生活和采暖用气，但市场仍存在较大供需缺口。

图 1 液化天然气 LNG 市场价格情况



资料来源：Wind

(2) 行业政策

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

总体政策导向方面，国家能源局发布《2018 年能源工作指导意见》，政策取向强调注重绿色低碳发展、注重提高能源供给体系质量、注重提高能源系统效率、注重依靠创新驱

动发展、注重保障和改善民生、注重开放合作共赢发展和深化能源依法治理实践。重点目标包括全国能源消费总量控制在 45.50 亿吨标准煤左右、非化石能源消费比重提高到 14.3%左右、天然气消费比重提高到 7.5%左右和煤炭消费比重下降到 59.0%左右。该政策表明 2017 年国内原油开采水平将维持 1.90 亿吨左右水平，原油对外依存度可能进一步加大，同时天然气及下游相关化工产业将持续利好。从近年来多个行业政策文件解读来看，环保和油品质量升级仍是行业政策重心，国六标准油品炼油装置改造方案和时间表得以明确，并对加快淘汰炼油行业落后产能、提高炼厂能效和研究实施炼油行业能效领跑者计划加以了强调。

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

420 元/吨。

天然气价格方面,2017 年 6 月国家发改委引发《关于加强配气价格监管的指导意见》,建立成本约束机制及配气价格制定方法,规定供销差率不超过 5%,3 年内降至不超过 4%;管网折旧年限不低于 30 年,准许收益率不超过 7%,充分体现了燃气行业属于公用事业的特点。2017 年 11 月,国家发改委出台《关于全面深化价格机制改革的意见》,以供给侧结构性改革为主线,按照“管住中间、放开两头”的总体思路要求深化非居民用天然气价格市场化改革,适时放开气源价格和销售价格,完善居民用气价格机制。

原油进口权与进口原油使用权方面,中国近年来一直实行非国营原油进口权和使用权发放制度,其中进口权(原油非国营贸易进口配额)由商务部下发,进口原油使用权则由发改委审批下发。2017 年 12 月,商务部公布 2018 年原油非国营贸易进口允许量 1.42 亿吨,同比大增 62.6%。新增配额主要来自 2017 年新获配额的地方炼油企业及恒力石化。在增加允许量的同时,注重提高使用效率,沿用 2017 年首次采用的分批下达、追加调整、严格考核的分配原则,对于实际进口原油使用率较低的企业,相应获得的允许量也较低;连续两年无进口的不再安排允许量。2018 年首批原油非国营贸易进口配额总计 1.21 亿吨,32 家地方炼油企业占据其中 9000 万吨配额。另一方面,由于部分民营企业存在未拆除落后装置、私下转卖进口配额等失信或违法违规行为,国家发改委于 2017 年 4 月发布《关于有关原油加工企业申报使用进口原油问题的通知》,明确自 2017 年 5 月 5 日起停止接收有关原油加工企业使用进口原油的申报材料。随着原油进口配额的大幅增长和加工企业进口原油使用权的停止审批,已经完成落后产能置换的炼油行业顶部企业的原料来源得以大幅放开,同时落后产能从原料来源受到压缩,有利于行业整理和产业升级。

税收政策方面,中国成品油税种主要包含增值税、消费税、城建税、教育附加税,还包含一些地方性的教育费附加税。除消费税外,其他税种均按照油价比例征收。成品油是消费税 15 个应税消费品大项中的一项,税目项下还包括七个子目,即汽油、柴油、石脑油、溶剂油、航空煤油、润滑油、燃料油。2015 年以来,成品油消费税为汽油 1.52 元/升,柴油 1.2 元/升,对应的消费税约合汽油 2082 元/吨和柴油 1404 元/吨。2018 年 1 月国家税务总局发布了 2018 年 1 号公告《关于成品油消费税征收管理有关问题的公告》和关于该公告的解读,宣布对消费税征收管理方法实施改革,对成品油经销企业的开票方式,开票金额及开票限额均作出规定,并且要求成品油经销企业在 2018 年 3 月 10 日前(包括 3 月 10 日),将截至 2018 年 2 月 28 日的成品油库存情况录入已完税的成品油库存。该公告对通过调油等方式倒票、变票等避税逃税行为进行遏制,并为成品油价格市场化做好准备。

环保政策方面,2017 年 2 月 28 日,京津冀及周边地区大气污染防治协作小组第九次会议在京召开,印发实施《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》,明确要求包括北京、天津、河北、山东、山西和河南省内的“2+26”个城市全面开展新一轮的大气污染防治工作,并明确要求于 2017 年 9 月底前完成国六燃油全面置换,并禁止销售普通柴油。同时,2020 年起,全国范围将实施符合《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》(简称“国六”标准)的燃油替换。国六标准的加速推进体现了国家对燃油环保管控的决心。为生产达到国六标准要求的汽柴油产品,部分炼油企业需进行油品加工装置和工艺升级,对行业落后产能将产生较大的淘汰压力。2017 年 12 月国家发改委、工业和信息化部联合发布《关于促进石化产业绿色发展的指导意见》,提出打造一批化工类国家新型工业化产业示范基地,形成若干个世界一流水平的

石化产业基地、现代煤化工产业示范区；城镇人口密集区 and 环境敏感区域的危险化学品生产企业搬迁入园全面启动，新建化工项目全部进入合规设立的化工园区。这一文件强调了降低能耗和集中减排，有利于推进石油化工业绿色集群化发展。

（3）行业发展

炼油行业将向集群化发展

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

成品油市场竞争将进一步加剧

地方炼油企业在原油进口和使用权放开、企业装备水平大幅提升的背景下，2017 年开始全国范围成品油价格战愈演愈烈。据中国石油集团经济技术研究院估测，2018 年，地方民营炼油企业汽柴油产量的市场份额将由 2017 年的 21.5% 增至 23.6%。随着中国炼油能力连增两年且增速扩大，2018 年炼油能力将过剩近 1 亿吨。即使在开工率较低的情景下，国内成品油资源仍将过剩 4500 万吨以上，出口压力较大，国内市场竞争形势将更为严峻。2018 年下半年，随着新建成炼厂的先后投产运行，国内成品油市场的竞争将更为激烈。

市场化改革将不断推进

上海国际能源交易中心于 2018 年 3 月 12 日宣布，中国原油期货将于 2018 年 3 月 26 日开始上市交易，正式为中国原油定价与交易放开提供市场运作平台，这是中国石油化工行业市场化的里程碑。同时，根据《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》的要求，2018 年中国成品油价格改革还将进一步推进并完善。随着产业链上下游逐渐放开和定价机制改革推进，预期原油及成品油市场价格与供需市场化将不断深入，行业格局或将在未来几年内发生大幅调整。

2. 港口物流行业

（1）港口

2017 年全国规模以上港口货物吞吐量 1264.42 亿吨，同比增长 6.40%，增幅明显高于去年同期 3.20 个百分点；中国规模以上港口集装箱吞吐量 23680 万 TEU，同比增长 8.30%，较 2016 年同期的 3.60% 大幅改善。同时，受南方产业结构偏向于外向型和贸易型以及集运航线迁移影响，南方港口吞吐量明显高于北方港口，集装箱吞吐量呈现“南强北弱”的区域特征。

2017 年下游行业煤炭使用量保持增长，推动北方煤炭下水港吞吐量整体上升。同时，受环保政策公路禁运煤炭影响，煤炭运量大幅回流铁路，各煤炭下水港分化明显。其中，大秦铁路作为“西煤东运”传统主线，2017 年煤炭运量大幅增长，秦皇岛港、唐山港、曹妃甸港受益明显；受黄骅港吞吐能力趋近饱和影响，神黄铁路运量增速低于上年，但仍保持高位；天津港汽车调运煤炭运量占比高，2017 年煤炭吞吐量整体下降。

2017 年，中国铁矿石进口量 10.75 亿吨，同比增长 5.01%，增幅低于 2016 年同期的 7.49%。受港口库存量整体保持高位影响，2017 年铁矿石进口量增幅放缓，对铁矿石进口港吞吐量贡献程度有限，随着错峰限产等政策的提出，北方铁矿石港口存在较大去库存压力。

2018 年，港口资源整合加速推进，结合目前各省推出的港口资源整合方案，预计港口资源整合方式或将多元发展：跨区域整合将逐渐增多，港口之间的协同合作将超越省的行政区划；跨行业的上、下游整合将逐渐增多。港口整合之后，内部的改革和运营机制重构将赋予港口新的发展动能。

从外部需求看，美国市场和欧洲市场回暖，商品贸易的需求量较大。外贸出口是支撑 2018 年集装箱吞吐量增长的核心因素，但是也将受到国内经济基本面、中美汇率等因素影响。散杂货方面，2018 年，主要工业原材料价格近期高位企稳，煤炭将维持增长需求，但增幅预计较 2017 年有所下降；其中供给侧改革、环保政策、错峰生产等因素或将成为工业经济的主要扰动因素。公路煤炭禁运使铁路煤下水港继续受益。目前铁矿石港口库存量较高，预计 2018 年铁矿石进口量增速或将回落。我国原油市场保持较高的对外依存度，原油进口量保持较快增速，到 2018 年下半年将有较多新增炼化产能，原油需求量较大。

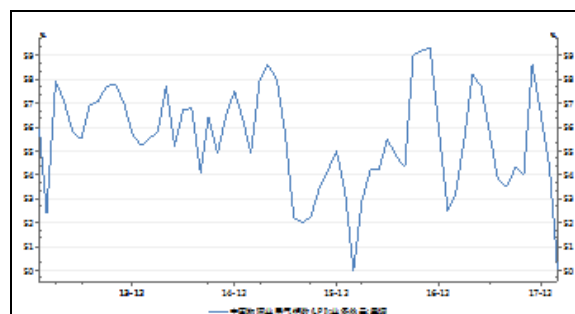
（2）物流

近年来，中国经济保持平稳快速增长，为现代物流及供应链管理快速发展提供了良好的宏观环境。据国家统计局《2017 年国民经济和社会发展统计公报》，公报称，全年货物运输总量 479.00 亿吨，比上年增长 9.30%。货物运输周转量 196130.00 亿吨公里，增长 5.10%。全年规模以上港口完成货物吞吐量 126.00 亿吨，比上年增长 6.40%，其中外贸货物吞吐量 40.00 亿吨，增长 5.70%。规模以上港口集装箱吞吐量 23680.00 万标准箱，增长 8.30%。全国货运总规模实现连续四年增长，市场规模巨大，前景广阔。

物流业景气指数反映物流业经济发展的总体变化情况，以 50.00% 作为经济强弱分界点，高于 50.00% 时，反映物流业经济扩张；低于 50.00%，则反映物流业经济收缩。中国物流

业景气指数（LPI）从 2014 年 1 月份至 2018 年 2 月份均保持在 50% 以上，反映出中国物流业总体仍处在平稳较快的发展周期。

图 2 中国物流业景气指数



资料来源：Wind

随着供给侧结构性改革的深入推进，为进一步推进物流降本增效，国务院连续两年出台推进物流业降本增效的文件，物流领域“降成本”取得成效。2017 年社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.60%，比上年下降 0.30 个百分点。即每万元 GDP 所消耗的社会物流总费用为 1460.00 元，比上年下降 2.00%，社会物流总费用占 GDP 的比率进入连续回落阶段。从构成看，物流降本增效、货畅其流取得初步成效，物流各环节的协同性不断增强。在社会物流总费用中，运输费用 6.60 万亿元，占 54.70%，同比提高 0.90 个百分点；保管费用 3.90 万亿元，占 32.40%，下降 0.80 个百分点；管理费用 1.60 万亿元，占 12.90%，下降 0.10 个百分点。从变化情况看，运输环节在社会物流总费用中的比重持续提高，保管环节则连续下降，表明当前物流流转速度提升，库存、资金占用时间及成本有所下降。

近年来，中国物流业发展环境进一步改善，与各行业特别是制造业的融合进程加快。现代物流业发展开始由珠三角、长江三角地区，迅速向渤海和中西部地区延伸。物流服务体系正在逐步形成，物流业发展对于提高国民经济增长的质量和效益的作用越来越明显。

虽然中国物流行业已取得一定发展，但是还存在不足，主要表现在：总体创新水平较低、产业机构升级缓慢、体制机制建设不完善等方

面。总体看，物流行业发展环境较好，但是仍存在诸多问题。

行业政策

2017年8月7日，国务院办公厅发出《关于进一步推进物流降本增效，促进实体经济发展的意见》（国办发〔2017〕73号），提出27条具体政策措施。国务院办公厅另发出《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》，对发展现代供应链做出总体部署。国家发改委等20个部门签署对严重违法失信主体联合惩戒备忘录，首批270家“黑名单”公布。工业和信息化部开展服务型制造试点，提升工业物流发展水平。国家税务总局、交通运输部连续发文，破解道路运输企业“营改增”后税负增加问题。国家质检总局联合11部门出台《关于推动物流服务质量提升工作的指导意见》，扩大高质量物流服务供给等。随着“放管服”改革深入推进，制约行业发展的制度环境逐步好转。

行业发展

山东省将提高物流业与工商商贸企业联动发展水平，提升一体化运作、网络化经营、信息技术服务和供应链管理水平，形成一批具有国际、国内竞争力的大型综合物流企业和一批专业化物流企业，培育一批物流品牌企业；合理布局物流园区（中心）等网络体系，发展多式联运、甩挂运输、共同配送等现代物流运作方式；推广应用先进物流技术、装备，推进物联网、云计算等现代信息技术和电子商务物流、物流信息平台建设。

2018年，供给侧结构性改革仍将进一步深化，去产能、去杠杆和降成本效果有望持续显现，优质增量供给将逐步提升。预计2018年社会物流运行将继续保持稳中有进，全国社会物流总额增速在6.50%左右，社会物流总费用与GDP的比率则延续稳步回落的走势。

总体看，全国物流业近年加紧与制造业联动，延续了稳中有进、稳中向好的发展态势，物流发展的质量和效益稳步提升，政策环境持

续改善，为2018年继续保持稳中向好奠定较好基础。但短期内，物流行业整体产业结构调整、资源整合及技术更新仍是主要任务。

（二）区域经济

目前公司经营与投资的项目主要集中在山东省日照市。

日照市是鲁南经济带唯一的出海口，是北方地区煤炭、化工、矿产品、粮油和原材料进口的重要运输口岸，发展临港经济得天独厚。按照省委、省政府建设山东半岛蓝色经济区“一区三带”的发展战略，日照市作为重要的“一带”，以建设日照精品钢基地为重点，突出发挥深水大港、腹地广阔的优势，大力发展临港产业带，重点打造了钢铁及配套产业、石油化工和精细化工产业、粮油加工、水产及食品产业、汽车发动机及关键零部件、物流仓储加工产业等“十大功能板块”。

根据《2017年日照市国民经济和社会发展统计公报》显示，2017年，日照市全市实现地区生产总值（GDP）2002.65亿元，按可比价格计算，比上年增长9.0%。分产业看，第一产业增加值150.23亿元，增长3.8%；第二产业增加值963.48亿元，增长9.4%；第三产业增加值888.94亿元，增长9.4%。人均地区生产总值68848元，增长8.3%。2017年，日照市完成固定资产投资1691.19亿元，增长9.5%。三次产业投资之比为2.1:41.4:56.5。2017年完成基础设施投资387.85亿元，增长14.8%，拉动投资增长3.2个百分点。

货物进出口稳中有升。2017年完成货物进出口总值909.57亿元，占全省的5.1%；增长10.7%，增速比上年提高23.4个百分点，扭转了连续两年下降局面。其中，货物出口349.95亿元，增长25.4%，增速居全省首位。货物贸易结构趋向均衡，出口比重比上年提高4.5个百分点。骨干企业带动作用明显，年进出口额过亿元企业达到70家。境外市场开拓成效明显，对非洲、东盟、拉美和“一带一路”等国家出口

分别增长32%、30.1%、118%和25.5%。

整体看，2017年日照市经济发展稳定，货物贸易增速较快。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年6月底，公司股东为岚桥国际商业有限公司（持股93.89%）和自然人叶芳（持股6.11%），岚桥国际商业有限公司的实际控制人为叶成，故公司实际控制人为叶成。

2. 企业规模及竞争力

公司经营业务涵盖石油化工、贸易与加工及港口物流等业务，是山东省大型民营企业集团。

成品油销售方面，公司及子公司日照市港口石油有限公司（以下简称“港口石油”）在山东地区成品油储运、销售方面具有竞争优势；子公司山东省岚桥石化有限公司（以下简称“岚桥石化”）拥有180万吨原油进口配额；公司在岚山港、日照港分别建有液体化工储备库2处，总储量60万m³；自主经营加油站13座，并另与70座加油站建立合作销售关系，公司与中石油、中石化建立了长期稳定的油品供应渠道和良好的合作关系。依托港口优势，成品油批发的经营范围辐射到苏北、鲁南、豫北等内陆腹地。

石油化工方面，公司规划设计能力为年加工原油1000万吨的大型石化项目，利用市场开放的重质原料油、180#燃料油进行深加工，主要产品为成品油、液化气及焦炭等。项目一期为年加工重油200万吨，总投资为15.60亿元，建设包括160万吨/年焦化装置、140万吨/年加氢精制装置、2.5×10⁴Nm³/h制氢装置及2.5万吨/年硫磺回收装置，共4套工艺装置，以及与其配套的其它辅助设施、公用工程、储运系统。2011年4月份项目一期已完工并投入试运营。2012年新增一套常减压设备，总投资额2.50

亿元，2015年10月份试运行，一次加工（将原料油加入常减压装置，用蒸馏的方法分离成轻重不同馏分，以拔出原料中所含的化工汽油和柴油，包括原油预处理、常压蒸馏和减压蒸馏）产能提升为350万吨/年，综合加工能力（包括一次加工能力、二次加工能力和三次加工能力）为500万吨/年。

贸易与深加工方面，该业务主要依托公司及日照岚桥国际贸易有限公司（以下简称“岚桥国贸”）、日照岚桥长青木业有限公司（以下简称“长青木业”）和日照玉石洁具有限公司（以下简称“玉石洁具”），已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产业链，发展成为我国最大的进口木材经营企业之一，其规模位居全省首位，是同行业的龙头企业。长青木业主要生产家庭、办公、酒店系列中高档实木家具。长青木业占地10万平方米，拥有喷漆生产线和代表国际先进水准的成套设备400多台（套），月生产能力达400个集装箱。已通过ISO9001国际质量体系认证和ISO14001国际环境体系认证，产品主要销往美国、俄罗斯、西欧等国家和地区。玉石洁具成立于2000年，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。玉石洁具全套引进国外先进数控设备和软件技术，通过了ISO9001国际质量认证，获得美国国际管道暖通器械认证协会（简称IAPMO认证协会）认证，并由中国人民保险公司质量承保，产品主要外销美国、欧洲及中东等国家和地区。

港口物流板块，岚桥港是除日照港集团有限公司外当地第二大港口。岚桥港坐落在鲁东南，作为新亚欧大陆桥的东方桥头堡，经坪岚铁路、兖石铁路汇入陇海线，内陆腹地开阔，能够有效发挥岚桥港港口优势。截至2018年6月底，岚桥港已启用的泊位共8个，含液体化工泊位4个、通用泊位3个及矿石泊位1个，2017年岚桥港吞吐量为6534万吨。同时，公司获得达尔文港租赁权以及收购玛格丽特岛港，进一

步提升了公司的核心竞争力。

3. 人员素质

公司法定代表人、董事长、总经理叶成先生，大专学历，经济师。叶成先生历任日照市商业开发总公司副总经理、东港实业总公司副总经理、日照市港口石油有限公司总经理、日照市港口石油有限公司执行董事等。叶成先生于2013年被选为全国政协委员、山东省人大代表、兼任日照市政协常委、日照银行股份有限公司监事、日照市第三届台属联谊会会长等多个重要职务。

截至2018年6月底，公司员工总数4350人，按学历划分，专科及以下占8.02%，专科占82.30%，本科占8.85%，硕士及以上占0.83%；按岗位构成划分，管理人员占16.55%，生产人员占79.31%，销售人员占4.14%。按年龄划分，30岁以下占74.78%，30岁~50岁占24.18%，50岁以上占1.03%。

总体来看，公司高管人员业务管理能力较强，专业技术人员整体素质较高；公司员工以中青年为主，文化素质能满足公司发展要求。

六、管理分析

1. 法人治理结构

根据公司章程，公司建立股东会，由全体股东组成，决定公司的经营方针和投资计划，是公司最高权利机构。公司设董事会，由5名董事组成，设董事长1名，为公司法定代表人，董事由股东会选举产生。公司设监事会，由3名监事组成，设监事会主席1名，监事会行使检查公司财务等监督职能。公司设总经理，由董事长兼任，负责公司日常经营管理工作。

截至2018年6月底，公司下设总裁办、资金财务部、审计监察部、规划建设部和安全环保部5个职能部门。

2. 管理水平

公司根据《公司法》、《会计法》、《企业内

部控制基本规范》等有关法律法规的要求已经建立了一套较为规范的内部控制管理体系。

预算管理方面，公司实行全面预算管理，对经营预算、资本预算、财务预算实行统筹管理，制定了《岚桥集团有限公司预算管理制度》。预算涉及所有子公司和部门的各项经营活动，其有效量化为各子公司和部门具体可行的努力目标，同时也建立了共同遵守的行为规范。通过预算的编制下达、执行调整和分析考核，实现企业对生产经营活动的有效控制。

财务管理方面，公司在财务管理方面制定了《岚桥集团有限公司财务管理制度》以加强公司的财务管理，规范会计核算，提高经济效益，确保公司资产保值增值。该制度是公司经营活动、财务管理和会计核算必须遵循的基本原则和工作规范。从制度上完善和加强了会计核算、财务管理的职能和权限，财务管理的主要内容是：公司及其子公司财务管理体系的建立、筹资管理、投资管理、资产管理、收入管理、成本费用管理、财务会计基础工作规范等。公司财务管理的基本任务是：做好各项财务预算、资金筹划、成本控制、会计核算、财务分析和考核，依法合理筹集、使用资金，优化资源配置，努力以最小的成本取得最大的效益，保证公司持续、稳定、健康发展的目标。

对外担保方面，公司制定了《岚桥集团有限公司对外担保管理办法》，该制度规定公司的对外担保事项必须经过董事会批准，公司不得以公司资产为公司的股东、股东的其他控股子公司、股东的其他附属企业或个人债务提供担保，公司为他人提供担保时，应当采用反担保等必要措施防范风险。公司对外提供担保必须经董事会或股东会的批准。

安全生产方面，为加强安全生产管理、环境保护管理，依照国家《安全生产法》和《环境保护法》的相关规定，结合公司安全生产的性质、特点及状况，公司制定《岚桥集团有限公司安全生产及环保制度》就人身伤亡事故管理、设备事故管理、安全生产检查、安全环保

标准方面作出了明确的解释与规定。公司依照国家相关安全生产标准，每月定期组织安全生产自查工作，检查各项安全生产指标、排污排气等环保指标。

总体看，公司的各项规章制度较为健全，制度执行情况较好；法人治理结构有待完善。

七、经营分析

公司目前已成为以石油化工和港口物流为主体，以及贸易与深加工和其他业务等多元化经营发展的综合性企业集团。2015 年~2017 年，公司主营业务收入持续增长，三年分别实现主营业务收入 223.39 亿元、251.69 亿元和 317.51 亿元。

从收入构成看，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大，2015 年~2017 年，石油化工业务分别实现收入 170.91 亿元、198.16 亿元和 262.51 亿元，其在主营业务收入中占比也不断增长，2017 年该板块收入占比为 82.68%；石油化工业务板块分为成品油销售、石油炼化和气田三个子板块，其中成品油销售及石油炼化子板块为石油化工板块的主要组成部分，2017 年分别实现收入 118.75 亿元和 135.22 亿元，同比均有所增长，且在主营业务收入中占比均超过 35.00%；2014 年 8 月公司收购澳大利亚西部能源有限公司（以下简称“西部能源”），西部能源系气田业务运营主体，2017 年气田业务实现收入 8.55 亿元，在主营业务收入中占比小。随着公司港口在建泊位逐步投入运营、港口服务业务的不断完善及海外港口的收购，公司港口物流收入

也持续增长，2017 年港口物流板块实现收入 24.88 亿元，在主营业务收入中占比为 7.85%。贸易及深加工业务是公司的传统业务，2014 年以来公司为防范贸易风险，逐步收缩了贸易业务的规模，贸易及深加工业务收入在主营业务收入中的占比也不断下降，三年占比分别为 17.59%、13.13%和 6.86%。公司其他业务主要为房地产和金融业务，2017 年随着观澜天地房地产项目结转收入，房地产板块收入大幅增长，为 7.83 亿元。

毛利率方面，2015 年~2017 年，公司综合毛利率呈上升趋势，主要系作为公司主要收入来源的石油化工业务毛利率提升所致，2017 年公司综合毛利率为 13.68%。随着 2017 年原油价格上涨，石油化工板块毛利率同比下降，2017 年该板块实现毛利率 10.90%；其中石油炼化子板块的石油炼化业务毛利率为 11.98%。2015 年~2017 年港口物流业务毛利率不断下降，主要系在建工程转固，固定资产折旧增长所致，2017 年该板块毛利率为 40.76%。近年来贸易及深加工板块毛利率基本保持稳定，2017 年该板块毛利率为 11.23%。

2018 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 196.08 亿元，其中石油化工板块实现收入 173.26 亿元，港口物流板块实现收入 12.18 亿元，房地产板块收入 0.02 亿元，为物业收入，因物业管理已经进入成熟期间，本期间发生的日常维修大幅减少，所以毛利率很高。2018 年 1~6 月，公司综合毛利率为 12.42%，较 2017 年下降 1.26 个百分点，主要系石油化工板块毛利率下降所致。

表 1 近年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务种类	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
石油化工	170.91	76.51	8.20	198.16	78.73	11.45	262.51	82.68	10.90	173.26	88.36	10.32
其中：成品油销售	91.68	41.04	7.13	99.54	39.55	7.98	118.75	37.40	8.83	57.75	29.45	9.13
石油炼化	77.80	34.83	9.31	94.40	37.51	14.44	135.22	42.59	11.98	111.02	56.62	10.20
气田	1.43	0.64	16.46	4.22	1.67	26.35	8.55	2.69	22.69	4.49	2.29	28.35
港口物流	11.73	5.25	45.62	18.82	7.48	40.82	24.88	7.85	40.76	12.18	6.21	41.17

贸易及深加工	39.29	17.59	10.74	33.05	13.13	11.87	21.79	6.86	11.23	10.39	5.30	11.86
房地产	1.19	0.54	26.60	1.27	0.50	27.00	7.83	2.47	22.47	0.02	0.01	77.18
金融	0.25	0.11	100.00	0.40	0.16	100.00	0.44	0.14	94.95	0.23	0.12	92.93
合 计	223.39	100.00	10.81	251.69	100.00	13.92	317.51	100.00	13.68	196.08	100.00	12.42

资料来源：公司提供

注：1. 2016 年石油化工板块内部应调整抵消收入 5.83 亿元，2017 年度石油化工板块内部应调整抵消收入 4.26 亿元。2018 年 1~6 月石油化工板块内部应调整抵消收入 4.55 亿元。2. 因四舍五入，部分分项数加总与合计数不一致。

1. 石油化工板块

石油化工板块是公司传统业务之一，经营历史较长，是公司主要的收入来源。该业务板块主要包括油品销售、石油炼制和气田三个业务子板块；目前公司已形成集油品采购与销售、港口转运、仓储物流和炼油化工于一体的石油化工产业链。

(1) 成品油销售业务

成品油销售板块主要从事成品油的采购、销售及储运等业务，该业务主要由集团总部及港口石油负责运营。

采购

采购种类方面，公司主要采购汽油、柴油、燃料油和沥青料；采购量方面，2015 年~2017 年柴油采购量逐年增长，汽油采购量有所波动；受燃料油消费税上调影响，公司调整采购结构，近年来持续缩减燃料油采购量，并相应地大幅增加沥青料的采购量，2017 年燃料油及沥青料采购量分别为 32.90 万吨和 277.00 万吨。

采购渠道方面，主要是向中国石化、中国石油以及山东附近的地炼厂商进行采购。公司从中国石化和中国石油采购的成品油价格相当，而向周边的地炼厂商的成品油采购价格较为低廉。结算方式主要为银行承兑、电汇、信用证等，公司先预付部分货款后，对方发货，货到后结清余款。运输方式为汽运，公司自行备车前往供应商处采购成品油。2017 年公司成品油采购前五大供应商占比为 60.48%，供应商集中度较高。

采购价格方面，以国家规定的成品油批发价格为基础，通过询价方式进行采购。结算方式主要为银行承兑、电汇、信用证等，公司先

预付部分货款后，对方发货，货到后结清余款。2017 年，汽油、柴油等采购价格同比上升，公司采购成本支出加大。

表 2 公司近年成品油采购情况

(单位：万吨、元/吨)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
汽油	采购量	19.86	27.99	14.67
	采购价	5946.19	5997.16	6270.35
柴油	采购量	16.52	17.96	24.95
	采购价	4674.78	5107.55	5580.61
燃料油	采购量	63.85	47.80	32.90
	采购价	2798.81	2087.45	3124.00
沥青料	采购量	165.03	248.65	277.00
	采购价	2751.76	2184.75	2995.00

资料来源：公司提供

表 3 公司 2017 年前 5 名成品油供应商

供应商	2017 年	
	金额(万元)	占比(%)
上海蓝亿德石油化工有限公司	213481.62	18.34
中国石油天然气股份有限公司山东日照销售分公司	176492.81	15.17
山东汇丰石化集团有限公司	145197.33	12.48
河南省中油能源有限公司	93751.52	8.06
宁波腾日石油化工有限公司	74921.52	6.44
合 计	703844.80	60.48
供应商	2018 年 6 月	
	金额(万元)	占比(%)
中国石油天然气股份有限公司山东日照销售分公司	79415.21	14.52
河南省中油能源有限公司	73156.82	13.38
临沂市石油供销售有限公司	64151.67	11.73
山东中油胜利石油销售有限公司	57619.53	10.54
日照中油油品销售有限公司	44194.61	8.08
合 计	318537.84	58.24

资料来源：公司提供

销售

公司成品油销售模式为零售和批发，其中汽油和柴油主要用于零售，燃料油、沥青

料等主要用于批发。价格方面，受需求影响，2017 年汽柴油、燃料油、沥青料销售均价同比上涨。销售量方面，燃料油销量呈逐年下降趋势；2017 年公司加大柴油销量，减少汽油销量。

零售方面，公司主要通过 13 个自主经营的加油站销售汽油和柴油，均分布在日照

市及周边地区，公司加油站在 2010 年以前使用“中国石油”品牌进行经营，而后逐步打造自有品牌“岚桥石化”，在当地树立了较好的品牌形象，同时也与周边 70 余座加油站保持合作销售关系；定价主要参照国家成品油零售价格。

表 4 公司油品销量、价格和收入情况（单位：万吨、元/吨、万元）

品种	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~6 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
汽油	25.31	6328.67	160178.65	39.23	6278.75	246315.36	13.17	6600.00	86922.00	6.87	7116.46	48890.08
柴油	17.18	5074.79	87184.89	18.05	5381.54	97136.80	23.97	6243.30	149651.80	9.80	6267.86	61425.02
燃料油	78.65	2987.80	234990.48	43.15	2986.56	128870.04	29.86	3469.00	103584.34	12.74	3467.84	44180.28
沥青料	145.92	2977.28	434444.70	225.50	2319.48	523042.74	262.57	3227.00	847313.39	134.83	3137.55	423035.87
合计	267.06	--	916798.72	325.93	--	995364.94	329.57	--	1187471.53	164.24	--	577531.25

资料来源：公司提供

注：部分分项数因四舍五入加总与合计数不一致。

批发方面，因周边诸多中小客户采购成品油规模较小、渠道不畅且运输条件不便利，故公司可通过 2 个自有储罐进行成品油批发，销售主要面向山东省内的日照市、临沂市等及周边江苏及河南等省份，成品油批发客户一般通过油罐车自提的方式前来购买成品油；定价参照国家成品油批发价格，并在一定范围内浮动；收款政策原则上为现汇，但对于长期合作的客户，公司给予一定比例的赊销，账期控制在一年以内且对单个客户的赊销比例不超过 15%。公司与临沂市供销石油公司、东营市汇东商贸有限公司、淄博泽宇燃料有限公司等下游客户长期合作，有助于形成稳定的客户资源；2017 年前五大成品油销售客户占比为 61.55%，集中程度较高。

表 5 2017 年及 2018 年 1~6 月公司前 5 名成品油销售客户

客户	2017 年	
	金额（万元）	占比（%）
临沂市供销石油公司	213812.16	18.01
东营市汇东商贸有限公司	167115.28	14.07

淄博泽宇燃料有限公司	134852.16	11.36
日照中燃船舶燃料供应有限公司	117915.67	9.93
日照岚丰国际贸易有限公司	97168.34	8.18
合计	730863.61	61.55
客户	2018 年 6 月	
	金额（万元）	占比（%）
临沂市供销石油公司	91642.31	15.87
东营市汇东商贸有限公司	87164.59	15.09
淄博泽宇燃料有限公司	64918.72	11.24
日照中燃船舶燃料供应有限公司	50142.18	8.68
中海油销售江苏有限公司	34918.62	6.05
合计	328786.42	56.93

资料来源：公司提供

（2）石油炼制业务

公司的石油炼化主要依托下属子公司岚桥石化，石油炼化生产线一期于 2011 年 4 月份正式投产运营；2012 年新增一套常减压设备，2015 年 10 月份试运行，一次加工产能提升为 350 万吨/年，综合加工能力为 500 万吨/年。

采购

公司石油炼化业务的原材料主要为燃料油、渣油、原油等，公司原材料主要通过海路运输，运抵公司港口的液体化工泊位后直接通过公司自建的油品运输管道输送到加工基地，依靠公司自身的港口及运输管道，有效地降低了公司的运输成本。公司石油炼化原材料最终供应商主要为三大石油公司，公司主要通过中间贸易商与三大石油公司进行合作，2017年6月27日，国家发展和改革委员会批复岚桥石化进口原油使用配额180万吨/年，有利于保障公司原材料的稳定供应。

从采购量来看，近年来随着公司石油业务产能的释放，燃料油采购量不断上升，2017年燃料油和渣油采购量分别为176.75万吨及108.41万吨。公司从2017年开始采购原油，当年采购量为76.38万吨。从采购价格来看，随着国际原油价格回升，2017年，公司燃料油及渣油价格同比上涨，采购价分别为3189.00

元/吨和2949.00元/吨。

表6 公司近年石油炼化原料采购情况

(单位: 万吨、元/吨)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~6月
燃料油	采购量	138.25	152.34	176.75
	采购价	2738.00	2703.00	3189.00
渣油	采购量	115.84	141.41	108.41
	采购价	2659.00	2615.00	2949.00
原油	采购量	—	76.38	88.89
	采购价		3478.00	3394.60

资料来源: 公司提供

采购结算方式有远期信用证和现金付款两种，占比分别大概为70.00%和30.00%。公司开具的远期信用证多为180天远期信用证，在供货方油轮抵达指定港口之前，公司向供货方开具信用证。在采用现金支付时，公司先付给供应商20%至30%的订金，待收到货物后，再将余款结清。

表7 公司石油炼制板块产能和产量

(单位: 万吨、%)

品种	2015年			2016年			2017年			2018年1~6月		
	产量	产能	产能利用率	产量	产能	产能利用率	产量	产能	产能利用率	产量	产能	产能利用率
柴油	131.09	162.25	80.80	161.75	162.25	99.69	190.21	202.25	94.05	65.10	165	39.46
石油焦	67.15	86.75	77.41	60.12	86.75	68.76	37.06	60.15	92.28	26.08	75	34.77
蜡油	29.28	116.50	25.13	40.31	116.50	34.60	51.17	94.5	54.15	20.46	40.75	50.21
石脑油	14.41	35.75	40.31	24.98	35.75	69.87	52.41	40.16	87.13	16.08	32	50.24
硫磺	4.32	4.25	101.65	1.98	4.25	46.59	3.22	3.98	80.90	1.53	4.5	34.10
液化气	3.38	4.25	79.53	1.71	4.25	40.24	6.34	8.71	72.79	2.31	4.5	51.28
石油沥青										75.85	88	86.19
计	249.63	409.75	--	290.85	409.75	--	340.41	409.75	--	207.41	409.75	--

资料来源: 公司提供

2015年以来，柴油产能利用率一直处于业内较高水平；石油焦产能利用率在波动中有所上升；蜡油和石脑油产能利用率上升较快。截至2018年6月底，公司石油炼化板块一次加工能力为350万吨/年，综合加工能力为500万吨/年。2017年由于原材料采购变化导致各产品产能有所变化，2018年1~6月，公司对各产品产能结构进行调整。

销售

公司石油炼制业务的产品主要为柴油、石脑油、石油焦、蜡油、硫磺和液化气。

公司部分柴油通过公司下属加油站自主进行销售，其余的产成品则主要批发给国内中小油品收购厂商，客户数目众多且地域分散，销售区域主要包括山东、江苏、浙江、上海、黑龙江、吉林及内蒙等地。公司的销售策略主

要是发挥自有港口的仓储和物流优势，利用沿海运输的价格优势，主要针对华东、华中及川黔等石油资源贫乏且经济活跃的地区。公司和中国石油化工股份有限公司上海沥青销售公司签订了硫磺、石油焦等销售协议。销售运输方式主要为汽运和海运，提货方式多采用客户自提。结算方式主要为电汇，对于信誉度较高的客户，公司收到 10%~15%的预付款后准许提货，货到后结清余款；对于新客户，公司要求其全额支付货款后提货。2017 年石油炼制前五大销售客户的占比为 51.68%，客户集中程

度较高。

从销售量来看，2015 年~2017 年公司石油炼化产品销售不断上升，2017 年总销售量达 350.06 万吨，其中销售柴油 189.47 万吨、石油焦 35.63 万吨、石油焦 53.32 万吨、蜡油 61.04 万吨。从销售均价来看，2017 年公司主要产品的销售均价随着原材料采购价格上涨而同比上涨，2017 年柴油、石脑油、石油焦及蜡油的销售均价分别为 4792.00 元/吨、4257.00 元/吨、1029.00 元/吨及 3598.00 元/吨。

表 8 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	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-6 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	129.10	4283.62	55.30	160.75	4096.95	65.86	189.47	4792.00	90.79	59.69	4904.37	29.27
石脑油	14.14	4615.00	6.53	25.11	4275.00	10.73	35.63	4257.00	15.17	16.70	5074.22	8.48
石油焦	66.81	770.01	5.14	61.91	770.00	4.77	53.32	1029.00	5.49	25.87	1370.17	3.54
蜡油	29.35	3075.02	9.03	39.52	3075.00	12.15	61.04	3598.00	21.96	22.32	4293.05	9.58
硫磺	4.18	1124.90	0.47	2.04	1125.00	0.23	7.32	859.00	0.63	1.50	1440.84	0.22
液化气	3.20	4168.87	1.34	1.62	4042.00	0.65	3.28	3591.00	1.18	2.53	3403.82	0.86
石油沥青	-	-	-	-	-	-	-	-	-	75.28	2520.23	18.97
原料油转销	-	-	-	-	-	-	-	-	-	139.53	2873.18	40.09
合计	246.78	--	77.80	290.95	--	94.40	350.06	-	135.22	343.43	-	111.02

资料来源: 公司提供

表 9 2017 年和 2018 年 1~6 月公司石油炼制板块前 5 名销售商情况

客户	2017 年	
	金额 (万元)	占比 (%)
宁波中燃船舶燃料有限公司	197941.23	14.64
中国石化销售有限公司山东石油分公司	176492.17	13.05
淄博聚洋燃料销售有限公司	136741.38	10.11
中国石化销售有限公司江苏石油分公司	94167.15	6.96
江苏兴广阔石化有限公司	93487.16	6.91
合计	698829.09	51.68
客户	2018 年 6 月	
	金额 (万元)	占比 (%)
中海油华东销售有限公司	153025.16	13.78
东营益洲化工有限公司	132251.41	11.91
中国石化山东泰山石油股份有限公司	118145.24	10.64

中国石化销售有限公司山东石油分公司	89589.06	8.07
东营国安化工有限公司	79145.28	7.13
合计	572156.15	51.54

资料来源: 公司提供

(3) 气田

2014 年 2 月，澳大利亚政府提出了庞大的国资私有化计划，旨在出价值约 1100 亿美元的国有资产，以弥补预算赤字，投资建设新的基础设施，提振经济并促进就业。这批国有资产主要包括交通基础设施、国有健康医疗保险公司、电力公司等。以此为契机，公司向国际市场拓展，子公司 Landbridge Holdings Ltd 于 2014 年 8 月以每股 0.40 澳元的价格要

约收购了西部能源 93.75%的股权，收购金额为 95450 万元人民币，其中中国工商银行山东省分行提供并购贷款 7400 万美元（折合 8200 万澳元），其余资金均为岚桥集团自有资金。西部能源成立于 2005 年，收购前为澳大利亚的一家以天然气开采为主业的上市公司¹。截至 2018 年 6 月底，公司通过子公司 Landbridge Holdings Ltd 持有西部能源 100.00%股权。

西部能源目前名下共有 5 个气田项目：1 个在产、4 个正在勘探建设中。在现有已建成矿井的前提下，按照目前的生产率，现有的已探明储量及潜在储量足够持续生产 100 年左右。西部能源公司在产的天然气气田—美丽登气田，通过专用管道可以直接供应下游 LNG 生产企业，2014 年初，西部能源公司与 GLNG 公司（澳大利亚超大型天然气公司签订了 20 年的供气合同，GLNG 公司股东包括法国道达尔、马来西亚国家石油公司、韩国天然气公司以及澳大利亚桑托斯公司）签订长期供气合同，并于 2016 年 1 月 1 日已经开始正式供气，目前西部能源公司各项采气、供气设施运行稳定、安全、高效。气田板块 2017 年和 2018 年 1~6 月分别实现营业收入 8.55 亿元和 4.49 亿元，供气量分别为 25822.05 千焦耳和 14202.05 千焦耳。

2. 港口物流板块

（1）岚桥港

岚桥港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。港口接卸的主要货种为原油、燃料油、蜡油、柴油、汽油、沥青、丙烯、苯乙烯、硫酸等各类化工品，以及大宗散货、煤炭和矿石等。港口业务对公司整体收入贡献力度逐年上升，盈利能力较好；同时岚桥港对石油化工及贸易业务支持力度较大，有利于降低公司整体经营成本。

岚桥港位于黄海海州湾北岸，居山东沿海最南端，其地质、自然条件是建设深水大港的

良址；水路、公路、铁路交通四通八达。依照《日照港总体规划》，将岚桥港建设成为集原油、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 吨至 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。

截至 2018 年 6 月底，公司已启用的泊位共 8 个，2010 年投入运营设计可停靠 3 万吨级和 5 万吨级液体化工泊位各一个，配备罐区 40 万立方米；2012 年投入运营 7 万吨级通用泊位一个；2013 年建成 10 万吨和 15 万吨通用泊位各一个，投入运营设计可停靠 3 万吨和 5 万吨液体化工泊位各一个；2015 年投入运营 30 万吨级（码头水工结构按靠泊 40 万吨散货船舶设计）矿石码头配套专用泊位一个，是目前国内最大的矿石泊位之一，单船卸率最高达 1 万吨/小时，卸船效率居世界前列。目前公司仍有 3 个液体化工码头在建中。

岚桥港位于山东省日照地区，周边钢铁企业众多，以济南钢铁、莱芜钢铁、泰山钢铁和日照钢铁为代表的山东省钢铁企业带来了巨大的铁矿石需求，对岚桥港的铁矿石吞吐业务形成了有力支撑。液体化工码头主要装卸品种有燃料油、柴油等，泊位配套了较大规模罐区，在装卸效率、油品损失率低等方面优势明显。通用码头主要装卸品种有木材、煤炭、木薯干、镍铁矿、铁矿石、铝矾土等。2015 年-2017 年及 2018 年 1-6 月货物吞吐量分别为 4418.33 万吨、5893.98 万吨、6534 万吨和 3314 万吨。

（2）海外港口

达尔文港

2015 年 10 月，公司以 5.06 亿澳元竞标获得澳大利亚北领地地区达尔文港 99 年的租赁

¹ 截至本期报告出具日，西部能源已从澳洲证券交易所退市。

权，包括达尔文港土地、附属 East Arm 码头设施（含达尔文海事供应基地），以及 Fort Hill 码头，该事项取得国家发改委备案（发改办外资备【2015】329 号）和山东省商务厅备案（对外投资证书编号：境外投资证第 N3700201500389 号）。公司已于 2015 年 12 月 16 日一次性支付资金 5.06 亿澳元，按照事前锁定的澳元汇率，实际交割人民币 22.99 亿元，资金来源包括公司自有资金 7.00 亿元和保证借款 16.00 亿元。

达尔文港是距离亚洲也是距离中国最近的澳大利亚港口，是澳大利亚西北部石油化工产品、农畜产品和矿产品输出的必经之路，其附近油气资源丰富，包括北领地区在内的澳北地区液化天然气储量占全澳的 90.00%，液化天然气未来将成为达尔文港输出的主要产品之一。从澳大利亚北部的汤斯维尔到丹皮尔，达尔文港是唯一有能力接纳巴拿马型船舶的港口，是中国政府“一带一路”的一个重要支点。目前日照市正以岚桥港-达尔文港双港合作为着力点，建设中澳/澳中产业园，积极开发港口物流、临港工业、牛羊肉、葡萄酒等农牧产品及海产品加工制造等产业。未来公司将充分发挥达尔文港的区位优势，加强与西部能源、岚桥港的联动作用，大力发展集装箱内外贸运输，打造区域物流集散中心，有效提升航线数量和覆盖面，形成高效的内外贸集装箱运输网络，进一步提升公司综合竞争力。同时，目前中国已成为澳大利亚的第一大贸易伙伴，第一大出口市场和第一大进口来源地，双方经贸合作较为密切，中澳自贸协定于 2015 年 12 月 20 日正式生效，双方已各有占出口贸易额 85.4% 的产品实现零关税；此外，随着我国“一带一路”建设的进一步推进，达尔文港未来发展前景良好。

玛格丽特岛港

公司于 2016 年 9 月 10 日对收购巴拿马玛格丽特岛港口（以下简称“玛岛港”）达成收购意向书，并于 2016 年 9 月 19 日向商务厅及发改委办理备案手续，2017 年 1 月该项目与中交疏浚集团股份有限公司签订总包合同，并于巴拿马当地时间 2017 年 6 月 7 日上午，正式启动开工奠基仪式，项目建设工期预计 28 个月。该项目境外投资总额 2.80 亿美元，截至 2018 年 6 月底公司已支付 1.77 亿美元，资金用于收购股权。

收购玛岛港是公司港口发展战略的又一部署，也是推进“产业在国内、资源在国外”全球化构想的新成果。公司将以岚桥港区为重要核心，形成与达尔文港、巴拿马玛岛港的三港全球互联，进一步提升了集团的核心竞争力，从而实现了岚桥集团成为“国际化港口物流集团+国际化油气资源集团”的战略目标。

3. 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，依托公司集团本部、岚桥国贸、长青木业和玉石洁具，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已经成为我国大型的木材进口企业之一和山东省重要的木制品制造出口基地。

（1）贸易

由于近几年大宗商品市场不景气，公司主动控制贸易规模，2015~2017 年公司贸易板块收入持续下降，大豆粮油贸易由 2015 年 21.41 亿元下降至 2017 年 8.20 亿元；木材贸易由 2015 年的 7.36 亿元下降至 2017 年 6.22 亿元，公司在 2016 年下半年全面停止了煤炭贸易。

表 10 近年公司贸易业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
大豆粮油贸易												

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
大豆内贸	7.88	24.57	8.03	6.87	26.68	9.90	5.00	34.67	9.05	1.85	28.06	8.33
棕榈油内贸	4.36	13.59	11.22	3.27	12.71	9.73	1.39	9.67	8.91	1.06	16.06	9.69
大豆油内贸	6.51	20.32	9.39	5.59	21.69	9.34	1.81	12.54	9.00	0.94	14.22	9.68
玉米内贸	-	-	-	0.46	1.77	6.17	-	-	-	-	-	-
豆粕内贸	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
高粱	2.66	8.30	21.13	-	-	-	-	-	-	-	-	-
小计	21.41	66.79	10.26	16.19	62.86	9.56	8.20	56.88	9.02	3.84	58.34	9.03
木材业务												
木材	6.21	19.39	12.93	7.29	28.32	15.75	5.66	39.22	7.14	2.13	32.30	8.31
建材内贸	1.15	3.57	6.32	1.18	4.58	8.70	0.56	3.89	8.90	0.62	9.35	9.08
小计	7.36	22.96	12.06	8.47	32.89	14.77	6.22	43.12	7.30	2.74	41.66	8.49
煤炭矿石业务												
煤炭内贸	1.54	4.81	10.62	0.54	2.10	4.89	-	-	-	-	-	-
铁矿粉	1.75	5.45	3.40	0.55	2.15	0.31	-	-	-	-	-	-
小计	3.29	10.25	6.78	1.09	4.25	2.57	-	-	-	-	-	-
总计	32.05	100.00	10.39	25.76	100.00	10.98	14.42	100.00	8.28	6.58	100.00	8.81

资料来源：公司提供

大豆粮油类贸易

山东省是我国粮油生产大省，大豆需求旺盛，同时公司凭借自营港口优势，于 2011 年 8 月开始发展大豆贸易业务，大豆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；交货方式主要为装运港船上交货（FOB）和以货物在装运港越过船舷为准完成交货（CFR）。

大豆的销售的结算方式主要以电汇为主，对于大客户，货物直接海运至客户指定的港口，客户在货物到港后的 10 天内结清货款；对于一般客户，由客户自备车辆前来公司提货，结算周期一般在 15 天左右。大豆贸易的主要销售客户有北京智诚永盛贸易有限公司和中粮东海粮油工业有限公司。

2015 年~2018 年 6 月，公司大豆粮油类贸易业务分别实现收入 21.41 亿元、16.19 亿元、8.20 亿元及 3.84 亿元，毛利率逐年下降。

木材贸易

公司下属子公司日照岚桥国际贸易有限公司主要从事木材的进口与销售等业务，拥有 2 处占地面积为 5 万平方米的货场，木

材储存量达 3.6 万立方米；公司主要从赤道几内亚、刚果等中非国家进口原木，经营品种有奥古曼原木、各类杂木以及其他名贵木材等品种，年进口原木 30 多万方。除从国外进口外，也同时从国内的东北地区采购杂木和板材，主要供应商有黑龙江清河林业局、绥芬河福森贸易公司等。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；交货方式主要为装运港船上交货（FOB）和以货物在装运港越过船舷为准完成交货（CFR）。木材的国内采购一般先支付 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。

公司以销售原木为主，也会根据最终国内客户的需求对原木进行简单的旋切加工后予以销售。销售的客户主要是国内的木材加工厂。木材销售结算方式主要以电汇为主，对方客户先预付 10%-15% 的货款，等到发货后在 2-3 个月内结清尾款。运输方式是汽运。

2015 年~2018 年 6 月，公司木材贸易业务分别实现收入 7.36 亿元、8.47 亿元、6.22 亿元及 2.74 亿元。

（2）深加工

公司下属子公司玉石洁具、长青木业主要负责该业务的生产经营。

洁具加工的原材料包括树脂、胶衣、大理石粉、固化剂和促化剂。主要供应商有常州市华安精杰化工有限公司、南京亚什兰聚酯（昆山）有限公司、莒南大理石粉有限公司、莒县第二橡胶厂、临沂市长成木业有限公司、马来西亚长青集团有限公司及黑龙江省清河林业局。

家具加工原材料主要是木材及辅料，辅料系五金类、胶、油漆和纸箱。生产家具的木材主要是向国内木材厂商进行采购，主要供应商有天津宇泽木制品有限公司、高密市枫林木业有限公司、牡丹江德瀚木业有限公司、黑龙江省通河县林涛木业有限公司及五常市山河林业兴林木业有限公司等。

公司经营模式为以销定产，根据生产订单安排原材料采购。公司的生产主要是根据客户提供的图纸，进行试单生产，之后签订合同，安排大批量的加工生产。

洁具的产品主要有卫生洁具、内墙装饰板和台面板三类，其中卫生洁具占比最大。木制家具的产品主要是柜子、椅子、桌子等。2015-2017年及2018年1-6月洁具家具的总体毛利率略有下降，主要是由于原材料价格的提高、人工成本的提高和市场竞争加剧所致。洁具家具都是以销定产，玉石洁具2017年及2018年1~6月分别收到订单27笔和15笔，订单金额分别为51678.16万元和28000.00万元；岚桥长青木业2017年及2018年1~6月分别收到订单17笔和5笔，订单金额分别为27597.00万元和13600.86万元。

5. 经营效率

2015~2017年，公司销售债权周转次数波动增长，均值为10.28次，2017年为10.97次；近三年公司存货周转次数波动增长、总资产周转次数呈增长趋势，2017年分别为7.09次和

0.91次。总体看，公司经营效率尚可。

6. 在建项目及未来发展

在建项目

从在建项目来看，公司围绕港口物流业务，继续拓展在该板块的竞争优势。截至2018年6月底，公司主要在建项目8个，概算总投资52.67亿元（不包含沉箱预制项目），截至2018年6月底已完成投资39.65亿元，目前在建项目主要为储备罐区、1#2#多用途泊位和6#大宗散货泊位项目等。

储备罐区：公司依托中石油燃料油有限责任公司在原油仓储领域的优势资源和丰富运营经验，双方愿意开展合作，争取将公司原油储备库纳入国家原油储备体系和保税库区，共同开展原油贸易、存储、中转业务。工程建设地位于鲁苏两省交界处日照市岚山临港石化产业园区，主要包含18台10万立方的外浮顶储罐，罐区的输油泵棚、储运操作室带休息室、配电间带阴极保护间，泡沫站等相关设备设施。项目总投资为12.66亿元，截至2018年6月底已完成投资额7.33亿元。

1#2#多用途泊位：该工程位于日照港岚山港区北作业区，总投资11.07亿元，建设工期为24个月。主要建设内容包括5万、7万吨级多用途泊位各1个及相应配套设施，设计年通过能力483万吨。项目的建设目标主要是提高岚山港区的集装箱、杂货通过能力，以装卸水泥、钢材、木材和集装箱等货种为主，推进岚山港区、临港产业基地建设，满足岚山临港工业和腹地经济社会发展要求。截至2018年6月底已完成投资3.48亿元。

6#大宗散货泊位：主要建设内容为20万吨级散货泊位1个及相应配套设施（码头结构按靠泊30万吨级散货船设计），设计年通过能力900万吨，主要货种为煤炭、铁矿石、镍矿。截至2018年6月底已完成投资额9.69亿元。

总体来看，未来随着港口物流相关在建项目的投产，公司盈利能力有望进一步提升。

表 11 截至 2018 年 6 月底公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	投资规模	截至 2018 年 6 月底 已投资	2018 年 6~12 月投资
储备罐区	12.66	7.33	2.71
1#2#多用途泊位	11.07	3.48	0.99
5#6#7#液化泊位工程	1.75	1.64	-
围堰（北作业区南防波堤）	5.55	2.40	0.72
堆场扩建	6.03	5.91	0.12
铁路工程	4.05	4.00	0.05
6#大宗散货泊位	11.56	9.69	0.47
沉箱预制（30 万吨原油泊位）	--	3.69	-
合计	52.67	39.65	5.06

注：上表中沉箱预制（30 万吨原油泊位）项目因暂未立项，故无总投资规模项。

资料来源：公司提供

未来发展

公司根据现有经营情况，制定了较为详细的未来发展战略：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，积极开拓港口物流服务和大宗商品贸易；同时，依托岚桥港散货码头，充分利用已经建成的 40 万立方米液体化工罐区和前港后厂的便利条件，形成液体化工品的装卸运输、储存加工、和市场销售一条龙产业链。继续稳步发展石油化工的生产与销售、港口物流服务、贸易及深加工、旅游地产四大基础产业，实现公司健康、快速的发展。

公司在成功收购达尔文港后，将充分发挥其区位优势，利用达尔文港现有设施设备，加强与了岚桥港的联动作用，实现港口满负荷运转。同时，充分发挥公司在中国，乃至亚洲广泛的商业网络促进北领地石油化工产品、矿产品和农牧产品出口，在实现达尔文港收益最大化的同时，拓宽岚桥港的业务品种，进一步提升岚桥港口的竞争能力。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 年合并财务报表，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论；公司提供的 2018 年上半年财务

数据未经审计。

从合并范围来看，2015 年共计 11 家子公司纳入合并范围；2016 年共计 13 家子公司纳入合并范围；截至 2017 年底，公司纳入合并范围内的二级子公司 15 家，2017 年公司新设立岚桥国际航运有限公司和济南岚桥置业有限公司；2018 年 6 月财务报告合并范围与 2017 年相比无变化。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 370.39 亿元，所有者权益 131.64 亿元（含少数股东权益 9.52 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 313.25 亿元，利润总额 23.17 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 383.00 亿元，所有者权益 137.32 亿元（含少数股东权益 9.82 亿元）。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 191.54 亿元，利润总额 13.15 亿元。

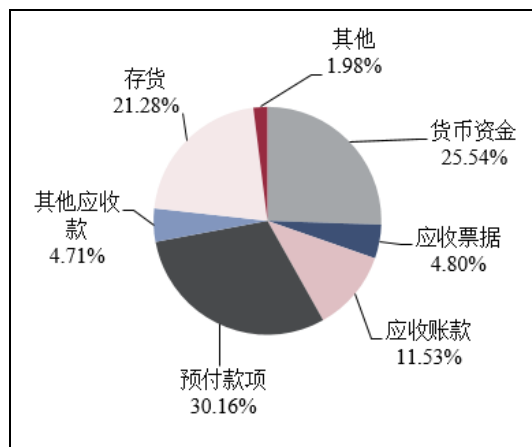
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率为 18.98%。截至 2017 年底，公司资产总额 370.39 亿元，同比增长 15.24%，公司流动资产占比 47.75%，非流动资产占比 52.25%。

2015~2017 年，公司流动资产不断增长，年均复合增长率为 12.64%。截至 2017 年底，公司流动资产 176.87 亿元，同比增长 8.21%，主

要来自预付款项增长。公司流动资产主要由货币资金（占25.54%）、应收账款（占11.53%）、预付款项（占30.16%）和存货（占21.28%）构成。

图3 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2015~2017年，公司货币资金不断增长，年均复合增长率为13.43%。截至2017年底，公司货币资金为45.17亿元，同比增长6.87%。货币资金中银行承兑汇票保证金24.37亿元，信用证保证金8.94亿元，受限比例较高。

2015~2017年，公司应收账款不断增长，年均复合增长率为11.49%，截至2017年底，公司应收账款为20.39亿元，同比增长7.44%，主要系公司为促进销售，采取了小部分赊销导致应收账款增加。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄全部在一年之内；应收账款欠款前五名合计占比41.55%，集中度一般，主要为对上海蓝亿德石油化工有限公司、日照淞川贸易有限公司及临沂市中油供销石油销售有限公司应收款。

2015~2017年，公司预付款项快速增长，年均复合增长率为32.91%。截至2017年底，公司预付款项为53.34亿元，同比增长17.46%，主要系预付供应商的材料采购款增加所致，其中预付关联方岚桥港业（香港）有限公司12.11亿元、预付陕西延长石油国际事业有限公司7.03亿元。

2015~2017年，公司存货有所下降，年均复合下降6.40%。截至2017年底，公司存货为

37.64亿元，同比下降2.06%。原材料主要包括木材、石化炼制材料、建材等，在产品主要包括长青再生产的家具、玉石在生产的洁具和石油炼制再生产的油品等，库存产品主要包括大豆、煤、铁矿粉、高粱、棕榈油、大豆原油等农副产品和成品油等。公司未计提跌价准备，存货存在一定跌价风险。

2015~2017年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长率为25.81%。截至2017年底，公司非流动资产主要由持有至到期投资（占12.27%）、固定资产（占59.07%）、在建工程（占19.07%）构成。

2015~2017年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长率为286.15%。截至2017年底，公司可供出售金融资产为23.75亿元，同比增长71.97%，其中按照成本计量的可供出售金融资产8.87亿元，为对日照银行股份有限公司、山东临邑海奥生物科技有限公司及岚山农村信用合作社的投资，按公允价值计量的可供出售金融资产14.89亿元，主要为对安信信托股份有限公司投资。

2015~2017年，公司固定资产有所增长，年均复合增长率为6.31%。截至2017年底，公司固定资产账面价值合计114.31亿元，同比增长1.39%。公司固定资产主要为港口码头、机器设备和船舶，累计折旧合计26.62亿元。

2015~2017年，公司在建工程快速增长，年均复合增长195.11%。截至2017年底，公司在建工程为36.90亿元，主要为罐区工程及泊位工程。

截至2018年6月底，公司资产合计383.00亿元，较2017年底增长3.40%；从资产结构来看，流动资产占50.62%，非流动资产占49.38%，流动资产占比较2017年底有所上升。

总体看，公司资产中固定资产占比较大，随着港口码头的修建，资产增长较快。公司流动资产中货币资金、预付款项及存货占比较大，受限货币资金占比高，资产流动性一般；非流动资产中固定资产占比较大，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长率为 22.89%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 131.64 亿元，同比增长 17.34%，主要来自于未分配利润增长；2015~2017 年，公司未分配利润快速增长，年均复合增长 17.46%，截至 2017 年底为 104.72 亿元。从归属于母公司所有者权益结构来看，实收资本占 8.84%、盈余公积占 2.11%、未分配利润占 85.76%。

截至 2018 年 6 月底，公司归属于母公司所有者权益 127.50 亿元，较 2017 年底增长 4.41%，所有者权益结构较 2017 年底变化不大。

总体看，近年来随着未分配利润不断增长，公司所有者权益快速增长，但未分配利润占比大，权益稳定性一般。

负债

2015~2017 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长率为 16.97%。截至 2017 年底，公司负债合计 238.75 亿元，同比增长 14.12%，其中流动负债占比 66.31%，非流动负债占比 33.69%。

2015~2017 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长率为 24.75%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 158.32 亿元，同比增长 15.42%，流动负债主要由短期借款（占 26.24%）、应付票据（占 38.16%）、应付账款（占 13.84%）和一年内到期的非流动负债（占 15.44%）构成。

2015~2017 年，公司短期借款波动中有所增长，复合增长率为 6.63%。截至 2017 年底，短期借款 41.54 亿元，主要为保证借款 33.29 亿元。

2015~2017 年，公司应付票据快速增长，复合增长率为 29.04%，主要系公司增加银行承兑结算所致。截至 2017 年底，应付票据 60.42 亿元，主要为银行承兑汇票 58.42 亿元。

2015~2017 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长率为 17.68%。截至 2017 年底，

应付账款 21.91 亿元，公司购买大额的原材料一般是通过国内信用证的方式支付，公司在银行存入 15%-30% 的保证金后，银行开立信用证给供应商，信用证到期后，公司将信用证金额扣除保证金后偿还给银行。因此 2017 年底应付账款前五大中有四个都是银行开立的信用证。账龄主要在 1 年以内。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长率为 240.86%。截至 2017 年底，一年内到期的非流动负债 24.45 亿元，其中一年内到期的应付债券 10.00 亿元、一年内到期的长期借款 8.96 亿元。

2015~2017 年，公司其他流动负债波动中有所下降，年均复合下降 12.29%，截至 2017 年底，公司其他流动负债 5.00 亿元，为“17 岚桥 CP001”，已纳入短期债务核算。

2015~2017 年，公司非流动负债波动中有所增长，年均复合增长率为 5.14%。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 80.43 亿元，同比增长 11.65%，非流动负债主要由长期借款（占 64.59%）、应付债券（占 12.43%）和长期应付款（占 20.20%）。

2015~2017 年，公司长期借款有所波动，年均复合变化率为 -1.89%，截至 2017 年底长期借款 51.95 亿元，主要为抵押+保证借款 19.38 亿元、保证借款 19.24 亿元及抵押借款 11.88 亿元。

2015~2017 年，公司应付债券波动幅度较大，截至 2017 年底为 10.00 亿元，为中期票据“16 岚桥 MTN001”和“17 岚桥 MTN001”。

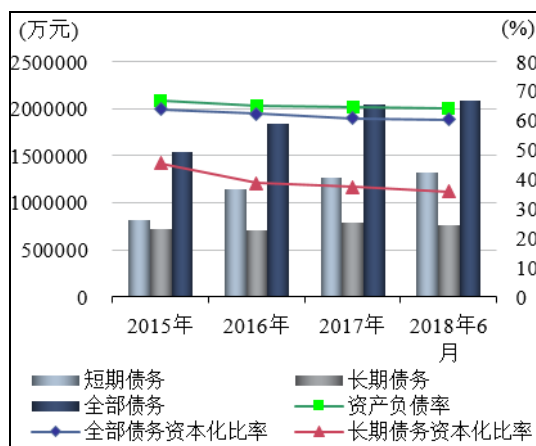
2015~2017 年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 38.81%，截至 2017 年底为 16.25 亿元，主要为融资租赁款，已纳入长期债务核算。

截至 2017 年底，公司其他非流动负债 0.29 亿元，为私募借款，已纳入长期债务核算。

2015~2017 年，公司调整后全部债务快速增长，年均复合增长率为 15.33%。截至 2017 年底，公司调整后全部债务为 204.60 亿元，同比增长 10.84%，其中短期债务占比 61.78%，

长期债务占比 38.22%。公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率近三年平均值分别为 65.10%、61.85%和 39.31%，截至 2017 年底分别为 64.46%、60.85%和 37.27%，同比分别下降 0.63 个百分点、1.35 个百分点和 1.42 个百分点。

图4 公司有息债务情况



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年 6 月底，公司负债合计为 245.68 亿元，较去年底增长 2.90%。公司全部债务为 209.24 亿元，其中短期债务占比 63.44%，长期债务占比 36.56%；公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 64.15%、60.38%和 35.78%。

总体看，公司负债规模增长较快，有息债务中短期债务占比相对较高，债务负担较重。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长率为 18.42%。2017 年公司实现营业收入 313.25 亿元，同比增长 27.41%。同期，公司营业成本复合增长率为 16.37%，小于营业收入增长幅度，公司主业利润空间有所扩大。2015~2017 年，公司营业利润率持续增长，近三年平均值为 10.94%，2017 年为 11.46%，同比上升 0.12 个百分点。

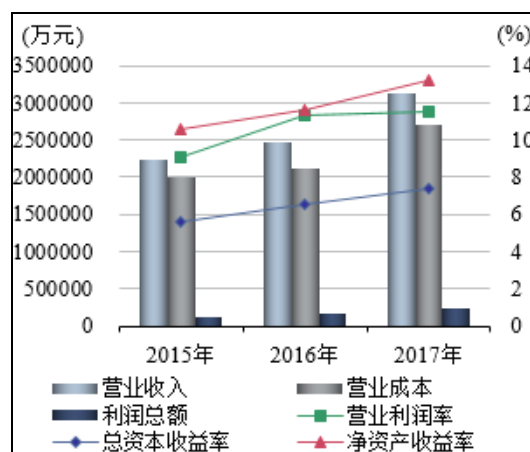
期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用快速增长，年均复合增长率为 26.76%。2017 年公司期间费用合计为 12.46 亿元，占营

业收入的比重为 3.98%，其中销售费用为 2.64 亿元，同比增长 9.77%，管理费用和财务费用分别为 2.44 亿元和 7.38 亿元，同比分别增长 36.02%和 18.63%。整体看，随着公司业务规模的扩大，公司期间费用快速增长，整体期间费用控制能力尚可。

非经常损益方面，2015~2017 年，公司的资产减值损失金额较小，主要为坏账损失，2017 年为 0.06 亿元。

2015~2017 年，公司利润总额快速增长，分别为 12.45 亿元、17.49 亿元和 23.17 亿元，缴纳所得税后，净利润分别为 9.21 亿元、13.04 亿元和 17.33 亿元。

图5 公司盈利能力情况



资料来源：公司财务报告

从盈利指标看，2015~2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率不断上升，三年平均值分别为 6.78%和 12.18%，2017 年分别为 7.38%和 13.16%。

2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 191.54 亿元，为 2017 年全年的 61.15%；营业利润率为 9.97%；实现利润总额 13.15 亿元。

总体看，随着公司业务规模的扩大，公司营业收入快速增长，盈利指标不断上升；公司期间费用快速增长，整体期间费用控制能力尚可。

5. 现金流

经营活动方面，2015~2017 年，公司经营

18.56%，2017 年公司经营活动现金流入量主要为销售商品、提供劳务收到的现金，为 356.62 亿元；同期，公司经营活动现金流出量不断增长，年均复合增长率为 14.61%，2017 年公司经营活动现金流出量主要为购买商品、接受劳务支付的现金，为 302.26 亿元。2015~2017 年，公司经营活动现金流净额分别为 7.98 亿元、19.30 亿元和 34.30 亿元，经营活动现金流不断增长。收入实现质量方面，2015~2017 年公司现金收入比平均值为 113.94%，2017 年为 113.84%，公司经营活动收现质量较好。

投资活动方面，2015~2017 年，公司投资活动现金流入量波动增长，年均复合变动率为 458.06%，2017 年公司投资活动现金流入量为 3.32 亿元，主要来自收回投资收到的现金。同期，公司投资活动现金流出量快速增长，年均复合增长率为 21.57%，2017 年公司投资活动现金流出量为 50.05 亿元。2015~2017 年，公司投资活动现金流量净额分别为-33.76 亿元、-36.29 亿元和-46.74 亿元，主要由于岚桥港等项目工程投入规模较大，公司投资性现金流保持净流出状态。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来自取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要用于偿还债务，2015~2017 年公司筹资活动现金流量净额分别为 35.62 亿元、15.51 亿元和 12.06 亿元，2016 年 30 万吨矿石码头项目竣工，筹资活动产生的现金净额明显下降。

2018 年 1~6 月，公司经营活动产生的现金流入和流出分别为 228.72 亿元和 197.72 亿元，经营活动现金流量净额为 31.00 亿元；公司投资活动现金流量净额为-4.34 亿元；公司筹资活动现金流量净额为-18.37 亿元。

总体看，近年来经营活动现金流不断增长，收入实现质量较好；近年来公司项目投入规模较大，对外部融资有一定依赖性。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年底公司流动比率和速动比率平均值分别为 119.01%和 90.27%，截至 2017 年底分别为 111.72%和 87.94%，截至 2018 年 6 月底，上述比率分别为 115.29%和 91.06%，公司流动比率和速动比率总体处于一般水平。近三年公司经营现金流动负债比有所提升，分别为 7.85%、14.07%和 21.66%。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年公司 EBITDA 快速增长，分别为 21.04 亿元、30.78 亿元和 38.21 亿元；同期，公司 EBITDA 利息倍数波动上升，分别为 3.72 倍、4.33 倍和 4.75 倍；全部债务/EBITDA 分别为 7.31 倍、6.00 倍和 5.35 倍。总体看，公司长期偿债指标有所波动，整体偿债能力尚可。

截至 2018 年 6 月底，公司对外担保 2.32 亿元，担保比率为 1.69%，或有负债风险较小。

表 12 截至 2018 年 6 月底公司对外担保明细

(单位：万元)

被担保方	担保金额
临沂市供销石油公司	12000.00
日照兴业集团有限公司	7650.00
临沂市中油供销石油有限公司	1550.00
日照淞川贸易有限公司	2000.00
合计	23200.00

资料来源：公司提供

公司与多家银行合作良好，截至 2018 年 6 月底，公司获得各银行授信额度 174.38 亿元，其中尚未使用 52.62 亿元。公司间接融资渠道畅通。

7. 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 2018 年 8 月 8 日，公司未结清的信贷信息中有 1 笔关注类贷款；已结清信贷信息中有 4 笔欠息、2 笔不良/违约类贷款、7 笔关注类贷款及 1 笔关注类贸易融资，系银行系统原因

所致，非公司主观原因造成。

8. 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、石油炼化生产规模及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。

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。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 5 亿元，占 2018 年 6 月底全部债务的 2.39%，长期债务的 6.54%，对公司现有债务规模及结构影响较小。

截至 2018 年 6 月底，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 64.15%、60.38%和 35.78%；以 2018 年 6 月底财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至 64.61%、60.94%和 37.24%，公司债务负担将略有加重。考虑到本期中期票据募集资金将部分用于偿还银行借款，公司实际债务指标或低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据拟发行额度的 51.73 倍、56.87 倍和 72.72 倍；公司经营活动现金流量净额分别为本期中期票据拟发行额度的 1.60 倍、3.86 倍和 6.86 倍；公司 EBITDA 分别为本期中期票据拟发行额度的 4.21 倍、6.16 倍和 7.64 倍。总体看，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据额度的保障程度较高。

十、结论

公司作为多元化经营的大型民营企业，经营业务涵盖石油化工、港口物流及贸易与加工等产业，公司以岚桥港区为重要核心，形成与达尔文港、玛格丽特岛港的三港全球互联，进一步提升了公司的核心竞争力。

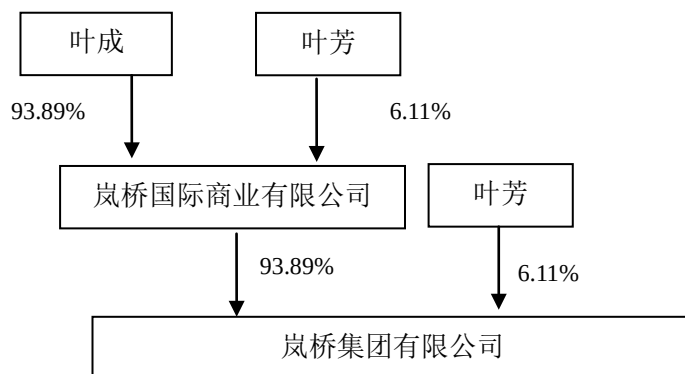
近年来公司经营状况良好，2015 年常减压装置投入使用，石油炼化生产能力进一步提升；伴随着在建港口陆续完工开港，运营泊位不断增加及海外港口的收购，公司整体营业收入稳步增长。未来随着在建项目的逐步投产，公司盈利能力有望得到提升，整体竞争实力将进一步增强。

公司固定资产占比较大，主要为港口码头，资产流动性一般；有息债务中短期债务占比相对较高，债务负担较重；公司盈利能力较强，收入实现质量较好；公司对外投资规模较大，对外部融资有一定依赖性；公司短期偿债能力一般，整体偿债能力尚可。

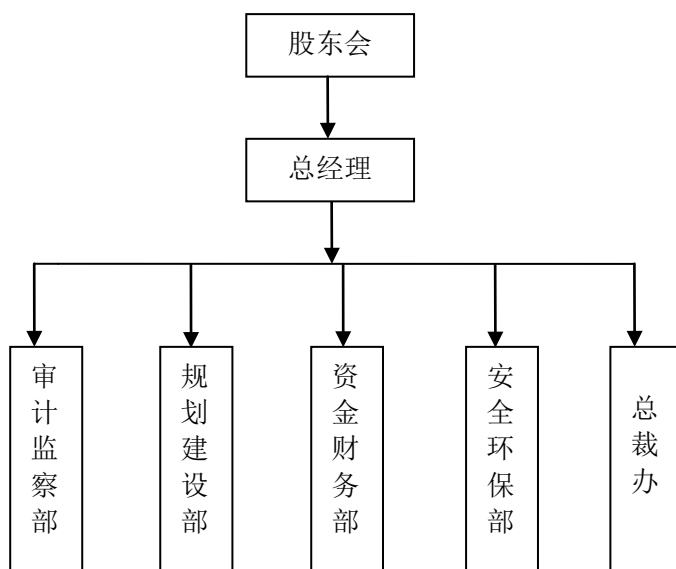
公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度较高。

综合来看，公司主体长期信用风险低，本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	41.88	51.51	53.66	88.99
资产总额(亿元)	261.66	321.40	370.39	383.00
所有者权益(亿元)	87.17	112.18	131.64	137.32
短期债务(亿元)	81.42	113.81	126.40	132.75
长期债务(亿元)	72.40	70.78	78.20	76.49
全部债务(亿元)	153.82	184.59	204.60	209.24
营业收入(亿元)	223.39	245.86	313.25	191.54
利润总额(亿元)	12.45	17.49	23.17	13.15
EBITDA(亿元)	21.04	30.78	38.21	--
经营性净现金流(亿元)	7.98	19.30	34.30	31.00
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.64	9.57	10.97	--
存货周转次数(次)	4.64	5.18	7.09	--
总资产周转次数(次)	0.85	0.84	0.91	--
现金收入比(%)	115.05	113.36	113.84	118.50
营业利润率(%)	9.03	11.34	11.46	9.97
总资本收益率(%)	5.61	6.75	7.38	--
净资产收益率(%)	10.56	11.62	13.16	--
长期债务资本化比率(%)	45.37	38.69	37.27	35.78
全部债务资本化比率(%)	63.83	62.20	60.85	60.38
资产负债率(%)	66.69	65.09	64.46	64.15
流动比率(%)	137.02	119.15	111.72	115.29
速动比率(%)	94.79	91.14	87.94	91.06
经营现金流动负债比(%)	7.85	14.07	21.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.72	4.33	4.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.31	6.00	5.35	--

注：1.2018 年上半年财务数据未经审计；2.其他流动负债及长期应付款已纳入债务核算。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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+一年内到期的非流动负债+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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 岚桥集团有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

岚桥集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

岚桥集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对岚桥集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，岚桥集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注岚桥集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现岚桥集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对岚桥集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如岚桥集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对岚桥集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与岚桥集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。