

信用等级公告

联合[2014] 299 号

联合资信评估有限公司通过对岚桥集团有限公司信用状况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

特此公告。



岚桥集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级时间: 2014 年 9 月 26 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 6 月
资产总额(亿元)	103.89	145.66	179.41	216.36
所有者权益合计(亿元)	39.55	54.83	68.12	76.77
长期债务(亿元)	11.24	14.28	21.57	34.66
全部债务(亿元)	40.33	47.78	62.07	88.73
营业收入 (亿元)	110.71	181.90	193.42	107.94
利润总额 (亿元)	15.33	20.57	17.71	7.55
EBITDA(亿元)	17.48	23.18	21.20	--
营业利润率(%)	16.28	13.44	11.55	9.99
净资产收益率(%)	29.34	28.17	19.50	--
资产负债率(%)	61.93	62.36	62.03	64.52
全部债务资本化比率(%)	50.49	46.56	47.68	53.61
流动比率(%)	127.35	125.25	124.06	132.39
全部债务/EBITDA(倍)	2.31	2.06	2.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.84	11.85	9.29	--

注: 公司 2014 年上半年财务数据未经审计; 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; 长期应付款已调整至长期债务。

分析师

姬宝龙 李祥源

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

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,在成品油储运销售规模、木材产业链、港口资源等方面具备的优势。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对公司经营及盈利状况带来的负面影响和潜在风险。

2011 年石油深加工项目投入运营以来,公司油品产销量不断增加,带动收入快速增长。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。随着公司 30 万吨级矿石码头项目的逐步建成以及公司 2014 年收购澳洲 WestSide Corporation Limited,公司石油化工业务板块进一步拓展至天然气开采领域,公司经营规模将进一步扩大,盈利能力有望进一步改善。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 国家对石油石化行业高度重视,为行业发展提供了良好的外部环境。
2. 公司获得商务部批准拥有成品油(燃料油)进口经营资格,并在成品油储运、销售方面具备一定的区域优势。
3. 2011年公司石油深加工项目投入运营,产销量不断增加,带动收入快速增长。
4. 公司已初步建立集木材进口贸易、木制品加工、配套卫浴洁具产品生产与销售的木业产业链,成为山东省重要的木制品制造出口基地。
5. 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，公司未来收入有望得到持续增长。

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上涨，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. 公司债务规模持续上升。
4. 公司担保比率偏高，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、岚桥集团有限公司主体长期信用等级自 2014 年 9 月 26 日至 2015 年 9 月 25 日有效；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。

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，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6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6月底，公司拥有8家控股子公司，4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6月底，公司合并资产总额216.36亿元，所有者权益合计76.77亿元（其中少数股东权益13.36亿元）；2014年1~6月，公司实现营业收入107.94亿元，实现利润总额

7.55亿元。

公司注册地址：日照市北京路266号；法定代表人：叶成。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年全年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长

10.1%，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全年社会融资规模为17.29万亿，比上年多1.53万亿；其中人民币贷款增加8.89万亿，同比多增6879；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，分别增加2.55亿元和1.84亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，

房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

三、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%。国际能源署于 2014 年 2 月发布的月度石油市场报告显示，由于发达经济体复苏加速，带动全球经济增长，预计 2014 年国际原油需求增速将上升至 1.2%。

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。

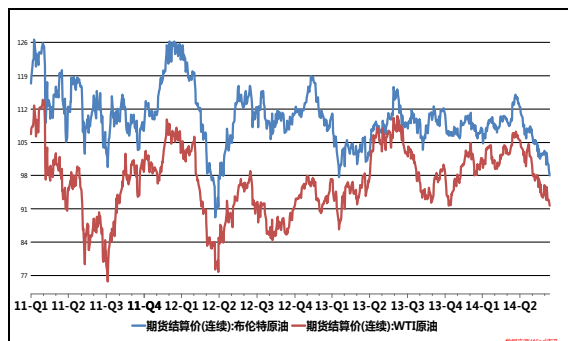
石油炼制与油品销售方面，从 2003 年开始，国营贸易企业从事原油进口取消了配额限制，可根据市场的需求来组织进口，但非国营贸易进口原油则有一定配额。目前国内原油进口主要由国有石油企业承担，仅有部分非国营贸易配额，拥有原油非国营贸易进口资质的企业有 22 家，但其中有国营背景的企业占据了三分之二。2012 和 2013 年原油非国营贸易进口配额均为 2910 万吨，仅占当年全国实际原油进口额的 10.74%和 10.31%。目前共有 5 家国有石油企业从事国营贸易进口，但成品油生产和销售主要由中石化集团和中石油集团控制，中海油、中化和延长石油成品油生产规模较小，在产品规模、销售终端和品牌知名度方面均无法与其相比，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）、杜里原油现货价格等，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。

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，主要包括：将成品油调价周期从22个工作日缩短为10个工作日；取消平均价格波动4%的幅度限制并调整挂靠油种，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年中国政府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。

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油柴油标准，过渡期至2014年底；2013年6月底前发布的国五柴油标准和2013年底发布国五汽油标准，过渡期均至2017年底，即2015年将全面实施国四汽、柴油标准；2018年将全面实施国五汽、柴油标准。据卓创资讯测算，中石油、中石化和中海油将汽柴油标准全部由国三升级为国四，预计要增加500亿元以上的投入，届时国内炼油企业产

品成本将有一定程度增加。

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。

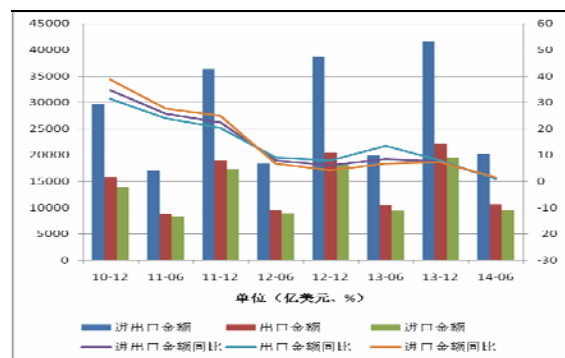
总体来看，石油石化行业是中国国民经济的战略性支柱产业，中国经济的高速发展将使该行业的市场需求继续保持快速增长态势，并且在整个国民经济中的重要性及战略地位日益突出。行业整体竞争程度不高，获利能力较强。随着中国石油进口量的不断增加，进口石油对中国石化行业的影响越来越大，其特殊的行业地位决定了国家对石油石化行业重视程度会日益提高，这为石油石化行业提供了稳定良好的发展环境。

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。

图 2 近年中国对外贸易进出口总额情况



资料来源：wind 资讯

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。

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1~6月，根据中国海关统计的数据，中国进出口总值20208.61亿美元，扣除汇率因素同比增长1.20%；其中出口10618.63亿美元，同比增长0.90%；进口9589.98亿美元，同比增长1.50%；出现贸易顺差1028.65亿美元。

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

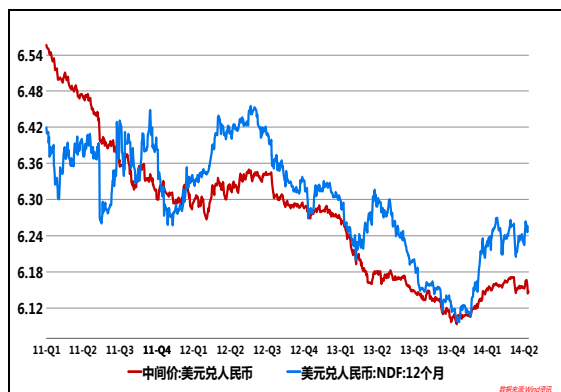
贸易的持续稳定发展是实现国民经济的外均衡和经济增长的重要保证，汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。在贸易顺差持续高位运行，人民币升值压力不断加大的背景下，中国人民银行于2010年6月19日宣布允许人民币汇率更具弹性，人民币汇率每日正负0.5%的浮动区间将维持不变，意味中国逐步开始允许人民币升值。政策实施后，人民币汇率进入升值通道。人民币对美元的升值造成以美元为结算单位商品的出口减少，尤其给中国大部分依靠价格优势而缺乏科技含量的低附加值外贸企业的经营带来了很大的负面影响。

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%，人民币汇率波动幅度再增一倍，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6月中小幅波动态势。

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。

四、基础素质分析

1. 产权状况

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、房产旅游等业务，拥有8家控股子公司及4家参股企业，是山东省大型民营企业集团。公司本部及子公司日照市港口石油有限公司（以下简称“港口石油”，公司持股 67.63%）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。

公司与中国石油天然气集团公司（CNPC）、中国国际技术智力合作公司（CIIC）、锦江国际集团、山东鲁信控股集团、巴西淡水河谷集团（CVRD）、美国富凯集团、澳大利亚海纳斯集团、马来西亚常青集团等国内外知名企业建立了良好的合资、合作关系。

公司石油化工产业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）进口经营资格。从事石油化工产业的子公司主要有港口石油、日照中油油品销售有限公司（以下简称“中油油品”，公司参股30%）、日照岚桥港口石化有限公司（以下简称“港口石化”，公司合并持股 85.71%）。公司自有13座加油站，并另与70座加油站建立了合作销售关系；2处液体化工储备库，总储量60万 m^3 ；石化方面，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，主要产品为沥青、成品油、液化气、焦炭等。深加工项目一期由中国石油化工

集团公司直属的大型综合性施工企业—中石化第十建设公司承建安装。项目一期已于2011年4月底完工并投入试运营。

木材贸易板块，公司木材贸易与加工产业主要依托日照市盛业木制品有限公司、日照岚桥长青木业有限公司和日照玉石洁具有限公司，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。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，成为中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。

港口物流板块，公司于 2005 年上半年设立日照岚桥港务有限公司（以下简称“港务公司”，公司合并持股 83.01%），投资兴建岚桥港，构建港口物流产业的战略发展布局。岚桥港位于黄海海州湾北岸，居山东沿海最南端，其地质、自然条件是最难得的建设深水大港良址；水路、公路、铁路交通四通八达。依照国务院批准的《日照港总体规划》，岚桥港区将建成以原油、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 万吨级液体化工泊位 8 个；中部作业区建设 5 万至 10 万吨级成品油、原油泊位 7 个；深水泊位作业区建设 10 万吨级至 30 万吨级通用及大宗散货泊位 5 个。海域回填可形成陆域面积 2000 亩，具备建设 600 万 m^3 以上储运能力的液体化工储运罐区基础。截至 2014 年 6 月底岚桥港已形成一定规模，1#（3 万吨级）、2#（5 万吨级）液体化工泊位已于 2009 年 7 月开港运营，并建有罐区 40 万立方米；1#（7 万吨级）、2#（10 万吨级）通用泊位已分别于 2012 年 7 月和 2013 年 4 月试运营。3#（2 万吨级）、4#（3 万吨级）液体散货泊位和 30 万吨级矿石码头预计 2014 年底试运营。

3. 人员素质

公司法人代表叶成先生，现年52岁，大专文化，经济师。叶成先生曾任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，现任岚桥集团有限公司执行董事。叶成先生被山东省人民政府评为“山东省优秀民营企业企业家”，并兼任日照市政协常委、日照市商业银行监事、日照市慈善总会荣誉会长等多个重要职务。

截至2014年6月底，公司员工总数3562人，按学历划分，初中及以下占6.45%，高中及中专占83.95%，大专以上占9.60%；按岗位构成划分，管理人员占17.55%，生产人员占80.71%，销售人员占1.74%；按年龄划分，30岁以下占70.80%，30~50岁占26.284%，50岁以上占2.92%。

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；公司员工以中青年员工为主，文化素质能满足公司发展要求。

五、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。公司不设董事会，只设执行董事1名，为公司法定代表人，执行董事由股东会选举产生。公司设监事1名，行使监督职能，由股东会选举产生，为公司股东（监事为叶芳）。

截至2014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

公司严格按照《公司法》以及相关法律法规的规定，不断完善法人治理结构，建立现代化的

企业管理制度，严格各项规章制度，规范公司运作，在内部管理上该公司采用企业计划资源管理系统ERP，将公司财务、采购、库存、销售、生产、设备、质量及综合查询、领导决策等全部纳入系统管理，建立了以财务为中心的企业管理新机制，加强了集团内部资金使用的监管力度，提高了资金使用效率和效益，实现了以企业的人、财、物、产、供、销的一体化管理。

人事管理方面，公司制定《人力资源管理制》，在综合管理部下设人力资源中心，作为公司人力资源管理的职能部门，并在公司内建立相应的人力资源管理网络。

财务管理方面，集团公司设立财务结算中心，对集团母公司及下属子公司资金进行统一管理，统一调配，统一办理对外支付业务。

公司在人事控制、业务授权和财务管理政策等方面建立了有效地制约机制，内部财务控制建立了财务决策机制、业务权限设置、业绩考核与评价、责任划分、责任追究等制度，并设立了独立的内部审计机构，有力保证了公司内部管理工作正常、有序和高效展开，为公司取得良好经济效益奠定了坚实的基础，并有效防范了因管理信息不畅导致的经营风险。

总体看，公司的各项规章制度较为健全，公司治理结构有待进一步改善。

六、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”），西部能源计划将于2014年第三季度纳入公司合并范围，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 万吨级矿石码头预计将于 2014 年底开港,未来港口物流板块将扮演更加重要的角色。2011~2013 年,公司营业收入在石油化工产业的推动下保持了较快的增长势头,近三年年复合增长 32.22%,其中 2013 年公司实现主营业务收入 193.30 亿元,同比增长 6.34%;2014 年 1~6 月实现营业收入 107.94 亿元,占 2013 年主营业务收入的 55.84%。

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。

毛利率方面,2011~2013 年,公司毛利率呈下降趋势,三年平均为 13.99%,其中 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 1~6 月,公司毛利率为 10.09%,较 2013 年略有下降,受部分油品、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 近年公司主营业务收入及毛利率情况(单位:亿元;%)

业务种类	2011 年			2012 年			2013 年			2014 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	62.62	56.63	13.35	119.87	65.95	11.58	119.95	62.05	9.59	71.33	66.09	7.85
贸易及深加工	39.98	36.16	17.53	56.55	31.11	15.19	67.05	34.69	12.29	32.28	29.91	9.65
房产旅游	4.47	4.04	33.58	1.54	0.85	40.87	1.04	0.54	68.55	0.46	0.43	57.30
港口物流	3.50	3.17	44.75	3.82	2.10	44.58	5.26	2.72	38.98	3.87	3.58	49.63
合 计	110.57	100.00	16.68	181.78	100.00	13.64	193.30	100.00	11.65	107.94	100.00	10.09

资料来源:公司提供

1. 石油化工板块

表 3 公司近年石油化工业务收入情况

(单位:万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~6 月
成品油销售	311973.22	421611.01	449324.12	325196.82
石油炼制	314258.55	777098.80	750181.29	388156.08
合计	626231.77	1198709.81	1199505.41	713352.90

资料来源:公司提供

公司石油化工板块是公司近年来重点发展的主导产业,主要包括成品油销售和石油炼制两个业务子板块;目前公司已形成集油品采购与销售、港口转运、仓储物流和炼化化工于

一体的石油化工产业链。板块运营主体为公司集团本部、日照市港口石油有限公司和岚桥港口石化有限公司。

(1) 成品油销售业务

采购

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。

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。

表 4 公司近年成品油采购情况
(单位: 万吨、元/吨)

		2011	2012	2013	14 年 1-6 月
汽油	采购量	11.68	13.55	9.90	5.71
	采购价	6796.69	8080.00	8800.00	8310.00
柴油	采购量	18.06	18.51	15.63	8.52
	采购价	6555.66	7230.00	7568.00	7094.10
燃料油	采购量	17.32	30.06	35.77	33.94
	采购价	4572.47	4607.55	5201.34	4856.95

资料来源: 公司提供

表 5 公司 2013 年前 5 名成品油供应商

供应商	金额 (万元)	占比 (%)
中国石油化工股份有限公司山东销售分公司	59685.46	15.25%
中石油山东日照销售分公司	44956.34	11.48%

表 6 公司油品销量、价格和收入情况 (单位: 万吨、元/吨、亿元)

品种	2011 年			2012 年			2013 年			2014 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	16.47	7935.83	13.07	17.52	8560.03	15.00	14.61	8920.67	13.03	8.23	8226.00	6.77
汽油	10.80	7981.16	8.62	11.06	9532.54	10.54	11.62	9743.81	11.32	5.22	9712.64	5.07
燃料油	17.23	5516.07	9.51	31.19	5327.00	16.61	35.57	5787.32	20.59	38.26	5402.51	20.67
合 计	115.45	--	62.62	228.82	--	119.87	221.48	--	119.95	132.85	--	71.33

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。

(2) 石油炼制业务

采购

公司石油炼制业务的原材料主要为燃料油、渣油和沥青料。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。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		
江苏新海石化有限公司	40253.69	10.28%
大连恒威石油化工有限公司	32226.83	8.23%
上海蓝亿德石油化工有限公司	20900.00	5.34%
合 计	198022.32	50.59%

资料来源: 公司提供

销售

公司目前的销售模式是一方面通过建设或购买加油站进行批发零售, 另一方面利用港口优势, 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。

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, 支付方式有远期信用证和现金付款两种, 占比分别为 70%和 30%。

表 7 公司近年石油炼制原料采购情况
(单位: 万吨、元/吨)

项目	2011	2012	2013	14 年 1-6 月
燃料油	采购量	25.24	80.15	114.20
	采购价	4572.47	4441.24	4472.75
渣油	采购量	20.99	43.52	46.11
	采购价	3669.34	3759.00	4230.77
沥青料	采购量	25.43	50.23	--
	采购价	3568.60	3659.43	--

资料来源: 公司提供

支付方式主要有远期信用证和现金付款两种, 其占比大概为 70%和 30%。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%的定金，待收到货物后，再将余款结清。

表 8 公司石油炼制板块产能和产量

(单位: 万吨、%)

品种	2011 年			2012 年			2013 年			2014 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	30.03	92.25	32.55	73.44	92.25	79.61	75.12	92.25	81.43%	43.01	92.25	93.25%
石脑焦	28.81	86.75	33.21	57.72	86.75	66.54	46.33	86.75	53.41%	23.81	86.75	54.89%
蜡油	9.64	29.00	33.26	23.12	29.00	79.72	21.69	29.00	74.79%	7.85	29.00	54.14%
石油脑	4.96	18.25	27.16	11.38	18.25	62.36	9.86	18.25	54.03%	3.55	18.25	38.90%
硫磺	1.42	4.25	33.40	3.31	4.25	77.88	3.76	4.25	88.47%	1.56	4.25	73.41%
液化气	1.43	4.25	33.64	3.28	4.25	77.18	2.91	4.25	68.47%	1.35	4.25	63.53%
合 计	79.29	234.75	33.78	172.25	234.75	73.38	159.67	234.75	68.02	81.13	234.75	--

资料来源: 公司提供

石油炼制项目一期的设计产能是年生产能力为 250 万吨/年，其中柴油 92.25 万吨、石脑焦 86.75 万吨、蜡油 29 万吨、石脑油 18.25 万吨、硫磺和液化气 4.25 万吨。公司从 2011 年 4 月份开始试运营，2011 年产能利用率较低。2013 年的产能利用率为 68.02%左右。

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、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、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。运输方式主要为汽车运输，由客户自己备车前来提货。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%的预付货款后准许提货，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。

表 9 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 1-6 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	27.88	7105.34	19.81	71.41	6866.46	49.03	75.12	6649.74	49.95	43.01	6549.67	28.17
石脑油	4.73	4349.85	2.06	23.06	5426.11	12.51	9.86	5289.98	5.22	3.55	6349.91	4.12
石油焦	26.73	1349.52	3.61	59.53	1408.94	8.39	46.33	1408.07	6.53	23.81	1407.07	3.35
蜡油	8.95	5653.41	5.06	11.26	5058.53	5.70	21.69	5202.69	11.28	7.85	5242.04	4.12
硫磺	1.32	1554.95	0.21	3.33	1427.33	0.48	3.76	1422.35	0.53	1.56	1408.40	0.22
液化气	1.33	5160.62	0.69	3.35	4791.94	1.61	2.91	5176.70	1.51	1.35	5232.59	0.71
合 计	70.94	5576.24	31.43	171.93	4519.86	77.71	159.67	4698.44	75.02	81.13	4784.91	38.82

资料来源: 公司提供

表 10 2013 年公司石油炼化板块前 5 名销售商情况

销售商	金额(万元)	占比
洛阳炼化宏达实业有限公司	62415.24	8.32%
南方石化集团有限公司	58942.11	7.86%
淄博绘特经贸有限公司	46521.03	6.20%
中国石油化工股份有限公司 上海沥青销售公司	41542.25	5.54%
上海市鲁苏石油化工有限公司	35864.19	4.78%
合 计	245284.82	32.70%

资料来源：公司提供

(3) 天然气业务收购

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 2013 年 6 月底，西部能源总资产 11523.20 万澳元，总负债 2474.90 万澳元，净资产 9048.30 万澳元；2013 会计年度（澳大利亚会计年度为次年 7 月至当年 6 月）实现营业收入 1015.50 万澳元，利润总额 -2188.50 万澳元。

目前西部能源处于亏损状态主要由于其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 35TJ⁷/天，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 11 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 1~6 月
贸易	299446.20	473953.55	578470.99	284813.17
深加工	100393.44	91510.75	92049.49	37993.97
合计	399839.64	565464.30	670520.48	322807.14

资料来源：公司提供

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

⁷ TJ 能源单位，表示万亿焦耳

¹ 3P 级别表示初步探明储量

² 2P 级别表示已探明储量

(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 1~6 月，几内亚占比上升至 43.53%，仍为公司木材产品第一大进口国。

表 12 公司木材进口情况（单位：万美元；万 m³）

国家	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~6 月	
	进口额	进口量	进口额	进口量	进口额	进口量	进口额	进口量
奥古曼	8977.78	16.25	5248.15	9.09	6330.10	10.7	6920.24	12.34
辐射松	2156.11	11.29	3764.41	17.60	2524.44	12.1	--	--
杂木	1428.83	2.74	2421.14	4.50	1982.93	3.6	--	--
板材	4281.07	4.93	3584.61	4.33	4361.98	4.9	2525.40	2.97
合计	16843.79	35.20	15018.31	35.52	15199.45	31.30	9445.64	15.31

资料来源：公司提供

表 13 公司木材进口市场分布情况（单位：万美元）

国家	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~6 月	
	进口额	占比	进口额	占比	进口额	占比	进口额	占比
几内亚	7374.06	43.78%	5894.69	39.25%	5424.68	35.69%	4334.61	43.53%
刚果	3130.45	18.59%	3671.98	24.45%	2299.68	15.13%	1188.26	11.93%
俄罗斯	4902.10	29.10%	3021.68	20.12%	3871.30	25.47%	3375.87	33.90%
新西兰	1437.18	8.53%	2429.96	16.18%	3603.79	23.71%	546.90	5.49%
合计	16843.79	100.00%	15018.31	100.00%	15199.45	100%	9445.64	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橱柜、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 1~6 月，美国占比上升至 55.29%，仍为公司产品第一大出口国。

表 14 公司出口市场分布情况（单位：万美元）

国家	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~6 月	
	出口额	占比	出口额	占比	出口额	占比	出口额	占比
美国	4268.92	31.69%	4614.85	30.42%	5623.60	46.03%	2713.79	55.29%
英国	2387.85	17.72%	2019.67	15.17%	1024.60	8.39%	402.63	8.20%
丹麦	1372.42	10.19%	1141.03	10.23%	533.10	4.36%	366.74	7.48%
意大利	2578.35	19.14%	1747.56	18.59%	846.04	6.92%	501.02	10.21%
合计	10607.54	78.74%	9523.11	74.41%	8027.34	65.70%	4002.18	81.18%

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 15 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 1~6 月, 货物吞吐量为 347.00 万吨, 是 2013 年全年的 88.32%。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 2014 年年底开港。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, 截至 2014 年 6 月底共完成吞吐量 500.00 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 6 月底已投资 20.83 亿元, 预计 2014 年 12 月份开港。现在的港口物流业务正处于起步发展阶段, 经营模式主要采取传统物流运作模式运输+转运+储存; 随着

港口的建设和发展, 运输、仓储、装卸搬运、配送、流通加工、包装、信息处理等现代物流的功能逐渐体现完善, 港口物流业务将建立现代物流业务运作模式。目前, 公司主要从事港口货物装卸、驳运、仓储经营及相关物流业务, 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 万立方米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 万平米。截至 2014 年 6 月底，该项目已投资 6.30 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 1~6 月分别实现收入 9023.11 万元和 3232.83 万元；酒店入住率在 85% 左右。

5. 经营效率

2011~2013 年，公司销售债权周转次数分别为 16.35 次、15.05 次和 12.95 次，虽然周转次数有所下降，但仍处于较好水平；公司存货

周转水平也有所下降，受存货规模上升影响，2011~2013 年存货周转次数分别为 5.58 次、5.11 次和 4.42 次；2011~2013 年，公司总资产周转次数波动下降，三年分别为 1.34 次、1.46 次和 1.19 次，受 2013 年公司资产规模大幅增长影响较大。整体看，公司管理效率较高，经营效率正常。

6. 未来发展

在未来 2~3 年，公司确定明晰的发展战略：继续稳步发展成品油储运与销售、木材贸易及深加工、房地产开发三大基础产业，实现稳定的现金流；同时，依托已建成的两个 3-5 万吨的液体化工泊位，充分利用已经建成的 40 万立方米罐区技改项目，形成油品的运输、装卸、储运、深加工和销售等一条龙产业链，进一步充盈现金流量；充分发挥港口优势，加大港区 10 万吨、30 万吨散装货码头的建设，积极开拓港口物流贸易；房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 年下半年计划投资 8.55 亿元，2015 年计划投资 2.58 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 16 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 6 月底已投资	2014 年下半年	2015 年
		贷款	自筹				
1#、2#通用泊位	10.09	6.45	3.48	2 年	10.09	--	--
3#泊位	10.40	6.76	3.64	2 年	6.82	3.58	--
30 万吨矿石码头	25.15	16.35	8.80	2 年	20.83	4.32	--
天诚·观澜天地	9.53	6.19	3.34	3 年	6.30	0.65	2.58
合 计	55.17	35.75	19.26	--	44.04	8.55	2.58

资料来源：公司提供

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2013 年三年连审财务报表已经中准会计师事务所（特殊普通合伙）

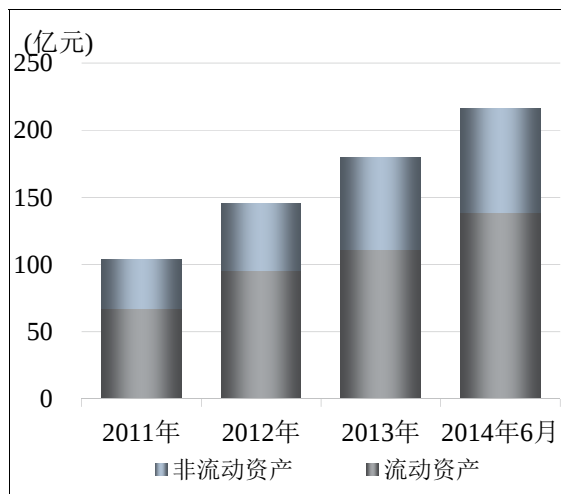
审计，并出具了标准无保留审计结论。公司 2014 年上半年财务数据未经审计。2011~2013 年公司合并报表范围未发生变化，数据连续性和可比性强。

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6月底，公司合并资产总额216.36亿元，所有者权益合计76.77亿元（其中少数股东权益13.36亿元）；2014年1~6月，公司实现营业收入107.94亿元，实现利润总额7.55亿元。

2. 资产质量

图4 2011~2014年6月底公司资产情况

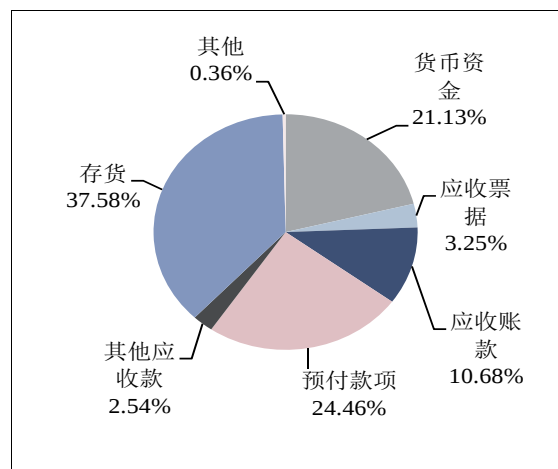


资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司资产规模快速增长，年复合增长率为31.41%，主要由于公司近年来固定资产、在建工程、存货、预付款项、应收账款等项目快速增长所致。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%，近年来公司资产结构比较稳定。

2011~2013年，公司流动资产规模快速增长，年均复合增长28.31%，主要系存货、预付款项、应收账款、货币资金等项目增加所致。截至2013年底，公司流动资产111.32亿元，较上年增长16.10%，构成以货币资金（占比21.13%）、应收账款（占比10.68%）、预付款项（占比24.46%）和存货（占比37.58%）为主。

图5 2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司货币资金增长较快，三年复合增长23.52%。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。

2011~2013年，公司应收账款账面净值快速增长，年均复合增长35.03%。截至2013年底，公司应收账款余额11.95亿元，账面净值为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、中粮东海粮油工业（张家港）有限公司、益海粮油工业有限公司和嘉里粮油（青岛）有限公司的款项，前五名占比29.47%，集中度较低；从账龄看，公司应收账款账龄全部在1年以内，账龄短；2013年底，公司对应收账款累计计提597.16万元的坏账准备，计提比例为0.50%。整体看，公司应收账款账龄短，计提较为充分，集中度较低，回收风险较低。

2011~2013年，公司预付款项大幅增长，年均复合增长38.04%。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，前五名合计占比为27.68%，集中度不高。

表 17 2013 年公司预付款项前 5 名情况

债务人	金额 (万元)	占比
日照筑港建设工程有限公司	22000.00	8.08%
上海蓝亿德石油化工有限公司	21255.76	7.80%
上海中艺励安进出口有限公司	11731.14	4.31%
中建八局第四建设有限公司	10291.85	3.78%
绥芬河盛大经贸有限公司	10112.01	3.71%
合 计	75390.76	27.68%

资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，由于深加工项目的投产运营和贸易业务规模的扩大，公司存货规模快速增长，年复合增长 26.54%。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%。截至 2013 年底，公司未计提存货跌价准备，考虑到部分原料油和成品油市价走低及宏观经济的不确定性，存货存在一定跌价风险。

2011~2013 年，公司其他应收款快速增长，年复合增长率为 85.33%。截至 2013 年底，公司其他应收款账面净额为 2.83 亿元，较 2012 年底变化不大，公司主要为应收临沂临港物流工业园区的暂借款 0.90 亿元、日照岚山区兴岚建设发展有限公司的暂借款 0.70 亿元、烟台铭海投资有限公司的暂借款 0.30 亿元、日照东港区奎山街道牟家小庄的暂借款 0.17 亿元、日照市东港区昌融酒店管理有限公司的暂借款 0.13 亿元等，前五名合计占比为 77.78%；从账龄看，公司其他应收款账龄均在 1 年以内；从坏账计提看，公司未对其他应收款计提坏账准备。整体看，公司其他应收款账龄短，集中度高，考虑到暂借款占比较高，且债务人主要为合作企业，未来回款风险不大。

2011~2013 年，公司非流动资产规模持续快速增长，年均复合增长 37.01%。截至 2013 年底，公司非流动资产 68.09 亿元，其中由于港口和石化装置建设使得固定资产和在建工程占比较高，占比分别为 30.73%和 63.50%

2011~2013 年，公司长期股权投资规模快

速增长，年均增长 55.96%。截至 2013 年底，公司长期股权投资净额 1.43 亿元，主要是对日照岚桥富凯木业有限公司（持股 35.00%）、日照中油油品销售有限公司（持股 30.00%）、日照市商业银行（持股 3.21%）和岚山农信社（持股 0.07%）的股权投资。

2011~2013 年，公司固定资产快速增长，三年复合增长 35.40%，其中 2012 年同比增长幅度较大（同比增长 68.19%），主要是由于 1#2#液化码头转固、新增房屋建筑物（自用办公楼、公寓楼和石化装置等）及大量机械设备的引进。截至 2013 年底，公司固定资产原值 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。

2011~2013 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 38.20%，目前主要为岚桥港港口工程、岚桥酒店、岚桥沥青石化项目等项目的建设。截至 2013 年底，公司在建工程 43.24 亿元。2013 年在建工程中资本化利息支出为 0.78 亿元。

2011~2013 年，公司无形资产波动中有所增长，2013 年底无形资产原价 2.44 亿元，其中土地使用权占 80.74%，海域使用权占 18.85%，截至 2013 年底，累计摊销 0.69 亿元，未计提减值准备，无形资产账面净值为 1.75 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司资产总额 216.36 亿元，较 2013 年底增长 20.59%，主要系货币资金、应收账款、固定资产和在建工程的大幅增长所致，其中货币资金的大幅增长主要来自 2014 年上半年公司借款金额的大幅增加；从构成看，流动资产占 64.20%，非流动资产占 35.80%，公司资产结构较 2013 年底变化不大。

总体看，近年来公司资产规模快速扩张，流动资产中货币资金较为充足，但受限比例较

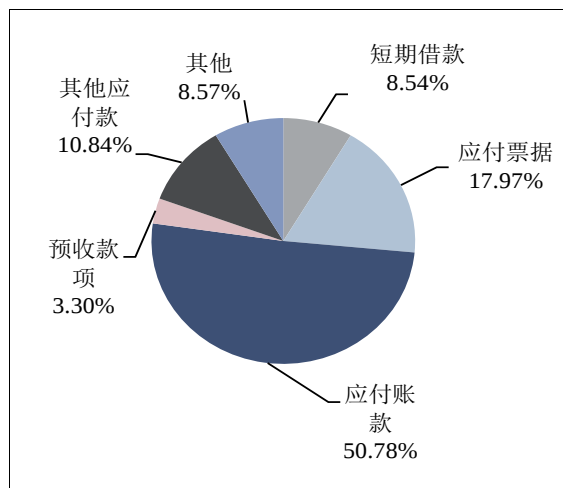
高，预付款项和存货占比较大，对公司资金使用效率产生一定影响；非流动资产中，固定资产和在建工程占大，主要为港口码头和石化等项目工程。总体看，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2011~2013 年，受益于未分配利润的持续增长，公司所有者权益持续增长，年复合增长率为 31.23%。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%；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 6 月底，公司所有者权益合计 76.77 亿元，较 2013 年底增长 12.71%，其中归属于母公司所有者权益合计 63.41 亿元，与 2013 年底相比，其构成变化不大，增加主要来自未分配利润的增长。总体看，公司所有者权益稳定性偏弱。

2011~2013 年，公司负债快速增长，年复合增长率为 31.52%。截至 2013 年底，公司负债合计 111.30 亿元，较 2012 年底增长 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。

图 6 2013 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司流动负债快速增长，年复合增长 30.00%。截至 2013 年底，公司流动负债合计 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%。

2011~2013 年，公司短期借款波动下降，年均降幅为 17.57%。截至 2013 年底，公司短期借款 7.66 亿元，较上年下降 36.90%，主要由于信用借款和抵押借款减少所致。短期借款中，信用借款、抵押借款和保证借款分别占 46.45%、17.06%和 36.49%。

2011~2013 年，公司应付票据波动增长，年复合增长率为 7.76%。截至 2013 年底，公司应付票据 16.12 亿元，较上年增长 37.62%，主要是应付进口企业货款，全部为银行承兑汇票。

2011~2013 年，公司应付账款快速增长，年复合增长率为 52.34%。截至 2013 年底，公司应付账款 45.57 亿元，主要为应付采购款，账龄全部在 1 年以内，账龄短。

2011~2013 年，公司其他应付款年复合增长率为 57.30%。截至 2013 年底，公司其他应付款 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）及山东省国际信托有限公司（3.00 亿元）的暂借款。

截至 2013 年底，公司其他流动负债 7.00 亿元，为公司 2013 年 3 月公司发行的 2013 年第一期短期融资券（“13 岚桥 CP001”，4 亿元）和 2013 年 8 月发行的第二期短期融资券（“13 岚桥 CP002”，3 亿元）。

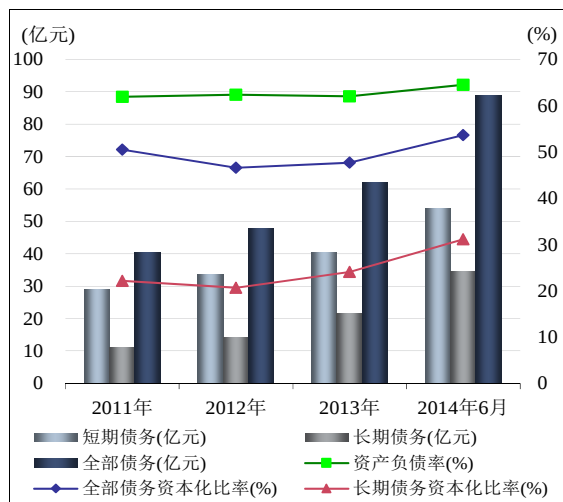
2011~2013 年，公司非流动负债快速增长，年复合增长率为 38.50%，主要系长期借款、应付债券和长期应付款的增长所致。截至 2013 年底，公司非流动负债 21.57 亿元，其中长期借款占 76.65%，应付债券占 13.91%，长期应付款占 9.44%。截至 2013 年底，公司长期应付款主要为应付民生金融租赁股份有限公司的以支航道建设为租赁物的融资租赁款项，同期

公司应付债券为 3 亿元，为公司 2013 年发行的 3 亿元私募债。

截至 2014 年 6 月底，公司负债合计为 139.59 亿元，较 2013 年底增长 25.42%，其中流动负债占 75.17%，非流动负债占 24.83%，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 6 月底，公司流动负债为 104.93 亿元，较年初增长 16.93%，主要系应付票据的大幅增长所致，公司 2014 年上半年采购量有所增加，大多以票据形式付款；同期，公司非流动负债 34.66 亿元，较年初增长 60.74%，主要系长期借款的增长所致。

2011~2013 年，公司有息债务规模不断增长，年复合增长率为 24.06%，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 65.26%和 34.74%。截至 2014 年 6 月底，公司全部债务 88.73 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 60.93%和 39.07%，短期债务占比有所下降。总体看，公司债务结构较为合理。

图 7 2011~2014 年 6 月底公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司资产负债率、长期债务资本化比率波动上升，全部债务资本化比率呈波动下降趋势，2013 年底分别为 62.03%、24.05%和 47.68%；截至 2014 年 6 月底，以上三项指标分别为 64.52%、31.11%和 53.61%，

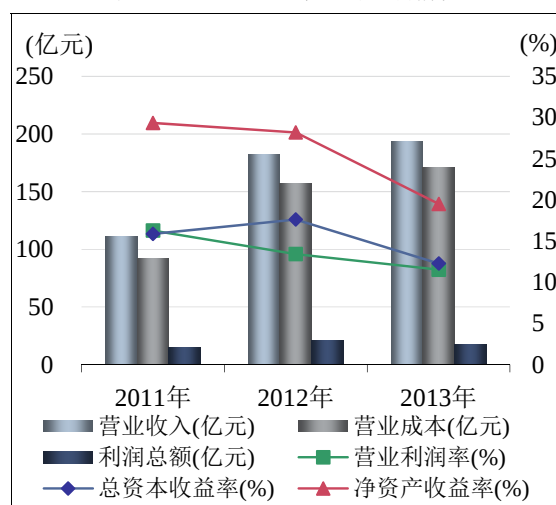
公司债务负担加重。总体看，公司债务构成以短期债务为主，债务水平有所加重，但仍处于较合理水平。

4. 盈利能力

2011~2013 年，公司营业收入年复合增长率为 32.17%，其中 2012 年较 2011 年增长 64.30%，主要是由于 2011 年公司深加工项目一期投产运营并且 2011 年下半年公司新增大豆进口贸易所致，2013 年实现营业收入 193.42 亿元，较 2012 年增长 6.33%。营业成本三年复合增长 36.14%。2011~2013 年，公司营业利润率逐年下降，主要是受宏观经济影响，部分成品油采购价格上涨，原材料和人工成本大幅上升，同时部分贸易和成品油销售价格下降所致，2013 年公司营业利润率为 11.55%，较 2012 年下降 1.89 个百分点。

2011~2013 年，公司期间费用持续增长，其中财务费用在有息债务增加的带动下增长较快（受利息收入的抵减，2013 年公司财务费用较 2012 年有所下降，但利息支出仍呈增长趋势），但期间费用占营业收入的比重波动下降。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。

图 8 2011~2013 年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，投资收益和营业外收入及支出对公司利润情况影响较小。同期，公司利

润总额和净利润均呈波动增长趋势，复合增长率分别为7.48%和6.98%，2013年分别为17.71亿元和13.28亿元，较2012年分别下降13.92%和14.02%，主要受石化板块原料价格上升，产品价格下降影响较大。

从盈利指标看，近三年公司总资本收益率呈波动下降趋势，净资产收益率持续下降，2013年分别为11.36%和19.50%，公司盈利能力良好。

2014年1~6月，公司实现营业收入107.94亿元，占2013年全年营业收入的55.81%，营业成本97.05亿元，占2013年全年的56.82%，公司利润总额和净利润分别为7.55亿元和5.66亿元，公司营业利润率进一步降至9.99%。

总体看，随着公司深加工项目的逐步运营以及大豆进口贸易板块的扩大，公司收入规模持续增加；但受宏观经济影响，成品油采购价格上涨，原材料和人工成本大幅上升，同时部分贸易和成品油销售价格下降，导致2013年以来公司整体盈利能力有所下滑，但仍处于较好水平。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013年，公司流动比率呈下降趋势，速动比率呈波动下降趋势，但两个指标三年降幅均较小，截至2013年底，公司流动比率和速动比率分别为124.06%和77.44%。截至2014年6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132.39%和92.24%。2011~2013年，公司经营现金流动负债比波动下降，2013年底为14.60%，较2012年有所上升，处于较好水平，同时考虑到公司经营现金流入规模较大，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2011~2013年，公司EBITDA波动中有所上升，2013年为21.20亿元，较2012年下降8.58%，2011~2013年公司EBITDA利息倍数分别为11.84倍、11.85倍和9.29倍；全部债务/EBITDA分别为

2.31倍、2.06倍和2.93倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至2014年6月底，公司共获得各家商业银行的贷款及贸易融资授信额度为151.02亿元，其中尚未使用的额度60.48亿元，间接融资渠道畅通。

截至2014年6月底，公司对外担保13.78亿元，担保比率为17.95%。目前被担保企业经营正常。公司担保比率偏高，存在一定的或有负债风险。

表18 2014年6月底公司对外担保情况

担保对象	担保金额 (万元)	担保期限
开发区国资经营公司	7500.00	10年
开发区国资经营公司	8360.00	10年
临沂市供销石油公司	8400.00	1年
阿掖山水产集团	3500.00	半年
阿掖山水产食品	6500.00	1年
广信科技化工公司	10125.00	6年
岚山城建开发投资公司	5000.00	8年
临沂市中油供销石油有限公司	2500.00	1年
日照凌海糖业有限公司	10000.00	1年
日照港基海运有限公司	1400.00	1年
日照立能能源有限公司	8900.00	半年
日照立能能源有限公司	13000.00	5年
日照立能能源有限公司	1000.00	1年
日照市新宇矿业有限公司	16096.00	1年
日照腾飞市政园林有限公司	1500.00	1年
日照天泰钢结构有限公司	10000.00	1年
日照兴业集团	13000.00	1年
日照兴业进出口贸易公司	5000.00	1年
郑州联钢有限公司	1000.00	半年
上海蓝亿德石油化工有限公司	5000.00	1年
合计	137781.00	--

资料来源：公司提供

6. 债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B201407230041079321），截至2014年7月23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。

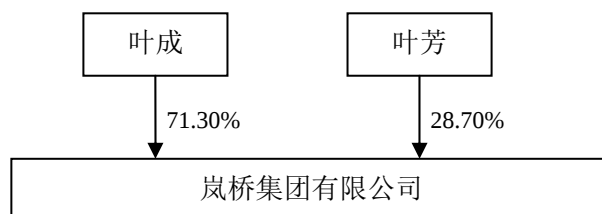
八、结论

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、贸易与加工、港口物流、房产旅游等产业。

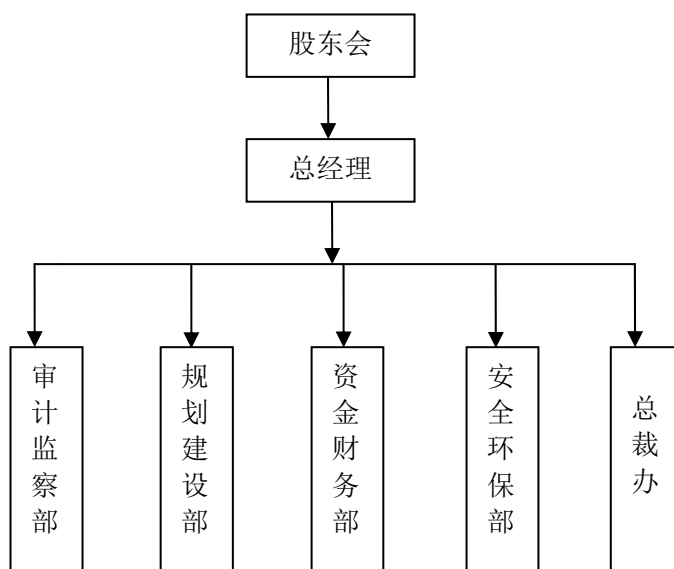
公司治理结构有待进一步完善；近年来公司经营状况良好，石油深加工项目投入运营带来收入大幅增加，贸易商品种类增多，在建港口陆续完工开港，公司整体营业收入稳步增长。未来随着公司 30 万吨级矿石码头项目的逐步建成以及公司 2014 年收购澳洲 WestSide Corporation Limited，公司石油化工业务板块进一步拓展至天然气开采领域，公司经营规模将进一步扩大，盈利能力有望改善。目前公司资产构成稳定，债务水平适宜；近年来整体盈利能力有所下滑；公司偿债能力较强。

总体看，公司主体信用风险低。

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	14 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.49	9.24	9.11	11.27
资产总额(亿元)	103.89	145.66	179.41	216.36
所有者权益(亿元)	39.55	54.83	68.12	76.77
短期债务(亿元)	29.09	33.51	40.51	54.07
长期债务(亿元)	11.24	14.28	21.57	34.66
全部债务(亿元)	40.33	47.78	62.07	88.73
营业收入(亿元)	110.71	181.90	193.42	107.94
利润总额(亿元)	15.33	20.57	17.71	7.55
EBITDA(亿元)	17.48	23.18	21.20	--
经营性净现金流(亿元)	12.21	10.23	13.10	14.12
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	104.35
营业利润率(%)	16.28	13.44	11.55	9.99
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	31.11
全部债务资本化比率(%)	50.49	46.56	47.68	53.61
资产负债率(%)	61.93	62.36	62.03	64.52
流动比率(%)	127.35	125.25	124.06	132.39
速动比率(%)	78.15	79.06	77.44	92.24
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 年上半年财务数据未经审计；

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，长期应付款已调整至长期债务；

3. 现金类资产已剔除受限资金。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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(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 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

联合资信评估有限公司关于 岚桥集团有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在岚桥集团有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。岚桥集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合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及相关信息，如发现岚桥集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如岚桥集团有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送岚桥集团有限公司主管部门、交易机构等。

