

信用等级公告

联合〔2019〕1828号

联合资信评估有限公司通过对岚桥集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持岚桥集团有限公司主体长期信用等级为 AA，并维持“18 岚桥 CP001”的信用等级为 A-1，“18 岚桥 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月十二日



岚桥集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 岚桥 CP001	5 亿元	2019/9/27	A-1	A-1
18 岚桥 MTN001	5 亿元	2021/11/6	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 12 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	51.51	53.66	63.93	65.17
资产总额(亿元)	321.40	370.39	407.27	402.93
所有者权益(亿元)	112.18	131.64	141.90	148.44
短期债务(亿元)	113.81	131.40	129.70	129.03
长期债务(亿元)	70.78	78.20	85.73	83.08
全部债务(亿元)	184.59	209.60	215.42	212.11
营业收入(亿元)	245.86	313.25	338.54	71.50
利润总额(亿元)	17.49	23.17	24.56	4.99
EBITDA(亿元)	30.78	38.21	39.62	--
经营性净现金流(亿元)	19.30	34.30	46.05	5.03
营业利润率(%)	11.34	11.46	10.93	11.12
净资产收益率(%)	11.62	13.16	13.04	--
资产负债率(%)	65.09	64.46	65.16	63.16
全部债务资本化比率(%)	62.20	61.42	60.29	58.83
流动比率(%)	119.15	111.72	117.47	119.82
全部债务/EBITDA(倍)	6.00	5.49	5.44	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.33	4.75	4.97	--
经营现金流动负债比(%)	14.07	21.66	25.70	--

注：1. 2019 年 1—3 月财务数据未经审计；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 王皓

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，联合资信也关注到跟踪期内公司受限资产规模较大、短期债务负担较重、海外港口投资规模较大等因素对公司经营状况带来的不利影响。

公司经营活动现金流量和EBITDA对存续债券保障能力较强

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。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，并维持“18 岚桥 CP001”的信用等级为 A-1，“18 岚桥 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

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. 跟踪期内，港口物流业务营业收入规模不断增长，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量和EBITDA对存续债券保障能力较强。

关注

1. 中国地炼行业产能过剩逐渐显现，行业竞争或将加剧；原油价格波动及税收政策变化对地炼企业盈利造成挑战。

2. 公司海外港口投资规模较大，具有一定投资风险和资本支出压力。
3. 跟踪期内，公司受限资产规模较大，有息债务以短期为主，债务负担较重。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效;根据后续跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

岚桥集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于岚桥集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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，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2019年3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2019年3月底，公司内设资金财务部、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，拥有14家全资及控股子公司。

截至2018年底，公司合并资产总额407.27亿元，所有者权益141.90亿元（含少数股东权益10.57亿元）。2018年，公司实现营业收入338.54亿元，利润总额24.56亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额402.93亿元，所有者权益148.44亿元（含少数股东权益10.71亿元）。2019年1—3月，公司实现营业收入71.50亿元，利润总额4.99亿元。

公司注册地址：山东省日照市北京路266号；法定代表人：叶成。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2018年9月发行5亿元的“18岚桥CP001”，募集资金用于归还银行借款、补充公司生产经营活动所需营运资金；公司于2018年11月发行5亿元的“18岚桥MTN001”，募集资金用于归还银行借款、补充公司生产经营活动所需营运资金。跟踪期内，公司已按期偿付利息。

表1 公司经联合资信评定的存续债券概况
(单位：亿元)

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18 岚桥 CP001	5	5	2018/9/27	2019/9/27
18 岚桥 MTN001	5	5	2018/11/6	2021/11/6

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增

速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主

要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下

降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将持续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外

贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

五、行业分析

1. 石油化工行业

（1）行业概况

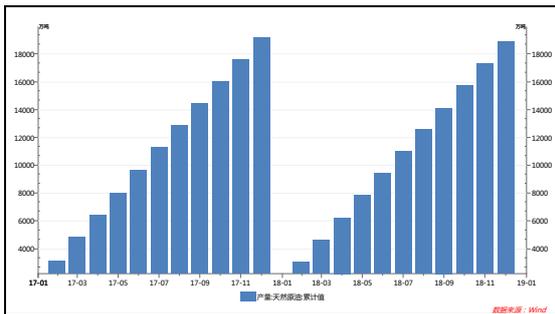
石油产品是重要的战略资源，是仅次于煤炭的第二大能源消费品，目前已经成为影响中国经济增长的重要因素之一。石油化工产业链条包括原油开采、炼制、成品油销售和石化产

品再加工，在国民经济中占有举足轻重的地位。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。

原油生产及供应

原油生产和进口供应方面，2018年全年原油产量1.89亿吨，同比下降1.3%，产量已连续多年下降且已下降到2009年的原油产出水平；2018年全年进口原油4.62亿吨，同比增长10.00%，对外依存度达到70.97%的新高，同比依存度大幅上升近5个百分点。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。

图1 近年来中国原油产量情况



资料来源: Wind

石油加工

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。2018年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。

截至2018年底中国总炼化能力8.31亿吨/年，较2017年净增长2225万吨/年。2018年新增产能3390万吨/年，国内三大石油公司新增能力1240万吨/年，余下新增产能均来自于民营企业和地方炼厂，其中民营炼化巨头恒力石化新增2000万吨/年。2018年，中国总共淘汰落后产能1165万吨/年，淘汰的产能主要集

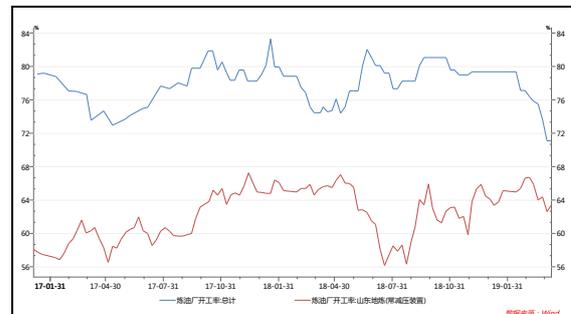
中于山东地炼。

原油加工量方面，2018年国内炼油企业运行持续向好，原油加工量、炼厂开工率、吨油利润连续三年增长：原油加工量达6.06亿吨，同比增长6.7%；2018年炼厂开工率达到了72.9%，持续小幅增长；吨油利润达到383元/吨，同比增长46.3%，行业盈利情况得到改善。

地方炼厂方面，2018年全国地方炼厂的炼油能力2.1亿吨/年，占全国炼油总产能的25.30%，较之于2017年有着显著上升。主要是由于恒力石化在大连长兴岛建成中国首家2000万吨级别炼油企业，打破了过去国企主导、民营紧跟的炼油格局。

虽然中国炼油能力持续上升，但整体上中国当前的炼油产能过剩，主要表现在结构性产能的过剩，即具有一次加工能力过剩、炼能区域分布不均、炼厂平均规模较小等特点：2018年中国原油一次加工能力8.3亿吨/年，但全年原油加工量仅6.06亿吨，产能过剩现象较为严重；2018年中国炼厂平均炼能仅412万吨/年，远低于世界炼厂759万吨/年的平均规模。

图2 炼油厂开工率情况



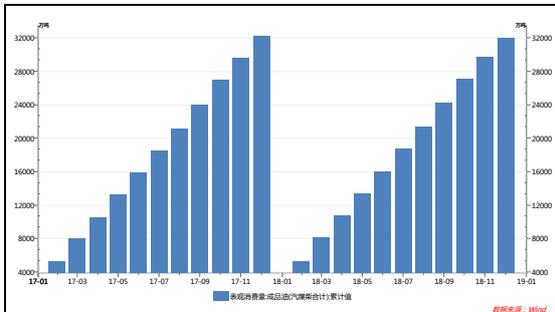
资料来源: Wind

成品油销售

成品油为石油化工行业下游，2018年全国成品油表观消费量约为3.20亿吨，同比减少0.62%，成品油消费量由同比增长转为下降，2018年消费量基本同2015年消费水平持平。分品种来看，受乘用车销售疲软、可替代出行方式兴起等因素影响，2018年全年汽油表观消费量1.26亿吨，增速仅为3.28%，维持低增速水平；全年柴油消费量1.56亿吨，同比减少

7.14%；煤油需求强劲，表观消费量为 0.37 亿吨，同比增长 12.12%。整体汽柴煤油增速分化，表现出汽柴油消费下降，煤油上升的趋势。

图 3 成品油消费量情况



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。

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，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。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。2018 年全年中国成品油经历 26 轮调价周期：13 次上调、12 次下调，因调幅不足 50 元/吨而搁浅仅有 1 次。截至 11 月 16 日，汽油累计上调 1060 元/吨，柴油累计上调 1025 元/吨。随后国际油价大幅回落，国内零售价连续 5 次下调，截至 12 月 31 日，年内汽油累计下调 485 元/吨、柴油累计下调 460

元/吨。

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。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；2019 年首批原油非国营贸易进口配额总计 8984 万吨，受国内需求放缓，原油库存量高影响，首批配额总量远低于 2018 年首批 1.23 亿吨的水平。

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、教育附加税等。成品油消费税是 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出准备。

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；城镇人口密集区和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行业绿色集群化发展。

（3）行业关注

炼油行业集群化及整合升级

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。

2018年11月，山东省出台《关于加快启动高耗能行业高质量发展的实施方案》，提出至2025年，将500万吨以下的炼厂分批分期整合转移，山东地方炼厂的原油加工能力由目前的1.3亿吨/年压减至9000万吨/年。

成品油市场竞争将进一步加剧

在原油进口和使用权放开、地炼企业企业装备水平提升的背景下，成品油价格战愈演愈烈。

进入“十三五”后，新规划的炼化产能被

化工产品需求驱动，石油需求从燃料向材料转变。特别是化纤企业，在发展过程中逐步希望摆脱原料制约，开始拓展上游炼油业务。恒力石化、浙江石化和盛虹石化即将投产或新建大型炼化一体化项目，这也将进一步加剧炼油行业竞争。

油品升级

2018年12月29日，国家发改委联合公安部、生态环境部、商务部、国资委、市场监管总局、国家能源局发布公告称，2019年1月1日起，全国全面供应符合第六阶段强制性国家标准VIA车用汽油（含E10乙醇汽油）、VI车用柴油（含B5生物柴油），同时停止国内销售低于国VIA标准车用汽油（含E10乙醇汽油）、低于国VI标准车用柴油（含B5生物柴油）。油品质量升级将直接带来炼油成本的提升，从而削弱地方炼厂的成本优势。

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。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。

产业链向深加工延伸

相较于中石油、中石化下属国营炼厂，地方炼油企业主产品仅是成品油，化工产品占比小，炼化一体化水平低，产业链条短，严重制约了行业的转型升级。而中国乙烯、芳烃（PX）等为代表的大宗基础原料进口量较大，化工新材料、工程塑料、高端聚烯烃及特种橡胶等高端产品的自给率偏低，严重依赖于进口。国内成品油过剩的局势驱使炼油企业加速转型升级、产品从油品向高附加值化学品转变。

2. 港口行业

港口行业与宏观经济发展状况相关程度极高。根据交通运输部网站公布的港口营运数据，2018年中国港口吞吐量保持增长，但增速明显回落，全国港口完成货物吞吐量143.51亿吨，比上年增长2.5%，其中沿海港口完成94.63亿吨，增长4.5%，增幅均低于上年同期水平。2018年，全国港口完成集装箱吞吐量2.51亿TEU，比上年增长5.3%，其中沿海港口完成2.22亿TEU，增长5.2%。美国在全球范围内挑起的贸易摩擦对中国乃至全球的加工制造业和商品贸易形成较大影响，全球制造业PMI指数呈现下行趋势，对中国港口集装箱吞吐量增长形成一定冲击。

散杂货方面，2018年以来，中国煤炭需求量保持整体平稳，2018年全国煤炭总消费量同比增长1%；全国规模以上港口完成煤炭及制品吞吐量24.50亿吨，增长3.4%。受环保禁汽运煤政策影响，天津港煤炭吞吐量不断下降，导致全港货物吞吐量出现负增长。秦皇岛港、唐山港、黄骅港依托“大-秦铁路”、“神-黄铁路”的铁路运输线路优势，仍扮演了中国“北煤南运”核心下水港角色。

2018年，中国铁矿石进口量10.64亿吨，同比下降1%，其中秦皇岛港、唐山港铁矿石吞吐量受影响较大，外贸货物吞吐量同比有所下降。2019年以来，铁矿石价格呈上升趋势，港口铁矿石库存量呈现下降趋势，但由于上游矿山受到自然灾害等因素影响发运量缩减，铁矿石供给压力仍难放松。

区域间的港口整合有助于岸线资源合理分配、港区之间合理分工、避免重复建设和消除恶性竞争。2018年以来，环渤海区域港口整合取得进一步进展。辽宁港口方面，2018年11月招商局正式发布通告，将通过增资方式入股辽宁东北亚港航发展有限公司（以下简称“辽宁港航发展”），并取得其49.9%的股权，而辽宁省国资委则继续保留辽宁港航发展50.1%的控股权。由此辽宁省港口整合的股权

结构基本完成，区域港口一体化运作取得实质进展，未来或将继续对区域内其他港口进行整合。山东港口方面，2019年初山东省政府明确港口整合“三步走”计划：首先由山东高速集团有限公司整合东营港、潍坊港、滨州港，于2018年组建山东渤海湾港口集团有限公司。第二步以青岛港为平台整合威海港，形成青岛港、日照港、烟台港、渤海湾港四大集团的格局。第三步适时组建山东港口投资控股集团有限公司，统筹全省港口发展。港口整合是行业的发展方向，在供给侧改革和国企改革的大背景下，整合有望加速。

六、基础素质分析

截至2019年3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。

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、 $2.5 \times 10^4 \text{Nm}^3/\text{h}$ 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，国际市场覆盖美国、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，国际市场覆盖美国、俄罗斯、西欧等国家和地区。

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2019年3月底，岚桥港已启用的泊位共9个，含液体化工泊位4个、通用泊位3个、矿石泊位1个和大宗散货泊位1个，2018年岚桥港吞吐量为7190.13万吨。同时，公司获得达尔文港租赁权以及收购玛格丽特岛港。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。

七、管理分析

2018年5月，公司新任执行总裁姚伟新先生，生于1954年1月，研究生学历，高级经济师，现任岚桥集团执行总裁、山东岚桥民间资本管理股份有限公司董事长兼总经理、山东省民间融资机构协会会长。姚伟新先生曾任山东省工商银行科技处处长，淄博市工商银行副行长，山东省工商银行国际业务、公司、投行、小企业部总经理，以及山东省工行副行长等职务。

跟踪期内，公司管理制度等未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

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。2016—2018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251.69亿元、317.51亿元和347.43亿元。

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，2016—2018年，石油化工业务分别实现收入198.16亿元、262.51亿元和304.22亿元，其在主营业务收入中占比也不断增长，2018年该板块收入占比为87.56%；石油化工业务板块分为成品油

销售、石油炼制和气田三个子板块，其中成品油销售及石油炼制子板块为石油化工板块的主要组成部分，2018年分别实现收入125.57亿元和169.17亿元，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，2018年气田业务实现收入9.47亿元，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，2018年港口物流板块实现收入25.51亿元，在主营业务收入中占比为7.34%。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13.13%、6.86%和4.94%。2018年公司房地产板块收入同比大幅下滑，2018年该板块收入来源为物业收入，无房地产销售收入。

毛利率方面，2016—2018年，公司综合毛利率分别为13.92%、13.68%和12.42%。2018

年石油化工板块毛利率为9.94%。其中成品油销售毛利率为8.98%，公司拥有输油管道与中石油等供应商直接联通，采购成本较低，毛利率较高；石油炼制毛利率为9.33%，毛利率同比下降2.65个百分点，系柴油等产品价格涨幅小于原油价格涨幅所致；气田毛利率为33.54%，同比增长10.85个百分点，系产量提升所致。2016—2018年港口物流业务毛利率有所下降，主要系在建工程转固，固定资产折旧增长所致，2018年该板块毛利率为40.20%。近年来贸易及深加工板块毛利率基本保持稳定，2018年该板块毛利率为12.56%。2018年房地产板块收入为物业收入，故毛利率高。

2019年1—3月，公司实现主营业务收入71.56亿元，其中石油化工板块实现收入60.14亿元，港口物流板块实现收入6.52亿元，贸易及深加工板块实现收入4.81亿元，房地产板块实现收入0.02亿元。2019年1—3月，公司综合毛利率为13.48%。

总体看，跟踪期内，公司各板块业务保持稳定发展，石油炼制板块和港口物流板块毛利率有所下滑。

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	2016年			2017年			2018年			2019年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
石油化工	198.16	78.73	11.45	262.51	82.68	10.90	304.22	87.56	9.94	60.14	84.05	10.58
其中：成品油销售	99.54	39.55	7.98	118.75	37.40	8.83	125.57	36.14	8.98	27.70	38.71	9.26
石油炼制	94.40	37.51	14.44	135.22	42.59	11.98	169.17	48.69	9.33	30.39	42.47	9.43
气田	4.22	1.67	26.35	8.55	2.69	22.69	9.47	2.73	33.54	2.05	2.86	45.68
港口物流	18.82	7.48	40.82	24.88	7.85	40.76	25.51	7.34	40.20	6.52	9.11	40.17
贸易及深加工	33.05	13.13	11.87	21.79	6.86	11.23	17.15	4.94	12.56	4.81	6.72	11.98
房地产	1.27	0.50	27.00	7.83	2.47	22.47	0.05	0.01	67.87	0.02	0.02	83.16
金融	0.40	0.16	100.00	0.44	0.14	94.95	0.44	0.13	92.17	0.08	0.11	99.94
合计	251.69	100.00	13.92	317.51	100.00	13.68	347.43	100.00	12.42	71.56	100.00	13.48

注：1.因公司子公司存在内部交易的情况，因此在合并报表时将该部分营业收入抵消，因此公司合并财务报表中的营业收入与表2中合计数据不一致。2016年石油化工板块内部调整抵消收入5.83亿元，2017年度石油化工板块内部调整抵消收入4.26亿元，2018年度石油化工板块内部应调整抵消收入8.89亿元，2019年一季度石油化工板块应调整抵消收入0.06亿元；2.因四舍五入影响，部分分项数加总与合计数不一致

资料来源：公司提供

2. 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，该业务主要由公司本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，2016—2018年柴油采购量有所波动，汽油采购量逐年下降；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，2018年燃料油及沥青料采购量分别为18.27万吨和298.23万吨。2019年1—3月，汽油、柴油和沥青料采购量分别为3.53万吨、6.20万吨和65.04万吨。

表3 公司近年成品油采购情况

(单位：万吨、元/吨)

项目		2016年	2017年	2018年	2019年1—3月
汽油	采购量	27.99	14.67	12.37	3.53
	采购价	5997.16	6270.35	6514.26	5780.25
柴油	采购量	17.96	24.95	22.36	6.20
	采购价	5107.55	5580.61	5733.03	4842.51
燃料油	采购量	47.80	32.90	18.27	0.00
	采购价	2087.45	3124.00	3286.32	-
沥青料	采购量	248.65	277.00	298.23	65.04
	采购价	2184.75	2995.00	3001.57	2981.62

资料来源：公司提供

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。2016年以来，汽油、柴油等采购价格呈上升趋势，2019年1—3月采购价格有所下降。

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。2018年和2019年1—3月，公司成品油采购前五大供应商占比分别为61.40%和60.73%，供应商集中度较高。

表4 公司2018年和2019年1—3月成品油采购前五大供应商

供应商	2018年	
	采购额(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	161126.34	13.84
河南省中油能源有限公司	153008.92	13.15
临沂市中油供销石油销售有限公司	141934.81	12.19
山东中油胜利石油销售有限公司	130091.18	11.18
日照中油油品销售有限公司	128481.47	11.04
合计	714642.72	61.40
供应商	2019年1—3月	
	采购额(万元)	占比(%)
四川祥泰兴德石油化工有限公司	38161.45	15.62
河南省中油能源有限公司	32641.28	13.36
江苏新海石化有限公司	30194.87	12.36
中国石油天然气股份有限公司山东日照销售分公司	27195.34	11.13
日照中油油品销售有限公司	20198.63	8.27
合计	148391.57	60.73

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，2018年汽油、燃料油、沥青料销售均价同比上涨，柴油销售均价同比下降。销售量方面，汽油、柴油、燃料油销量呈逐年下降趋势，公司加大沥青料的销量。2018年，公司汽油、柴油、燃料油、沥青销量分别为12.56万吨、22.49万吨、18.63万吨和289.36万吨。

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

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 5 公司油品销量、价格和收入情况（单位：万吨、元/吨、万元）

品种	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—3 月		
	销售量	平均价	销售收入	销售量	平均价	销售收入	销售量	平均价	销售收入	销售量	平均价	销售收入
汽油	39.23	6278.75	246315.36	13.17	6600.00	86922.00	12.56	6927.91	87014.55	3.06	6877.41	21044.89
柴油	18.05	5381.54	97136.80	23.97	6243.30	149651.80	22.49	6076.47	136659.74	5.82	5778.82	33632.70
燃料油	43.15	2986.56	128870.04	29.86	3469.00	103584.34	18.63	3638.52	67785.69	0.00	--	0.00
沥青料	225.50	2319.48	523042.74	262.57	3227.00	847313.39	289.36	3332.43	964273.10	66.86	3325.08	222314.80
合计	325.93	--	995364.94	329.57	--	1187471.53	343.04	--	1255733.08	75.74	--	276992.39

注：部分分项数因四舍五入加总与合计数不一致
资料来源：公司提供

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；2018 年和 2019 年 1—3 月前五大成品油销售客户占比分别为 60.53% 和 55.17%，集中程度较高。

表 6 2018 年及 2019 年 1—3 月公司成品油销售前五大客户

客户	2018 年	
	销售额(万元)	占比(%)
临沂市供销石油公司	181091.36	14.42
东营市汇东商贸有限公司	156294.08	12.45
淄博泽宇燃料有限公司	149188.51	11.88
日照中燃船舶燃料供应有限公司	137198.31	10.93
中海油销售江苏有限公司	136264.87	10.85
合计	760037.13	60.53
客户	2019 年 1—3 月	
	销售额(万元)	占比(%)
临沂市供销石油公司	37241.69	13.45

东营市汇东商贸有限公司	35016.81	12.64
淄博泽宇燃料有限公司	30194.21	10.90
日照中燃船舶燃料供应有限公司	28164.15	10.17
中海油销售江苏有限公司	22196.59	8.01
合计	152813.45	55.17

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。

从采购价格来看，2018 年，公司燃料油和沥青料价格同比上涨，采购价分别为 3485.70

元/吨和 3048.00 元/吨；原油价格同比小幅下降。从采购量来看，2018 年，燃料油和沥青料采购量有所下降，原油采购量上升，主要系随着原油进口权下发，公司常减压装置全面投产，增加一次加工能力的生产，减少了二次加工的原料油（燃料油、沥青料）的采购。2018 年及 2019 年 1—3 月石油炼制采购前五大供应商总占比分别为 61.40% 和 73.87%，占比较为稳定。

表 7 公司近年石油炼化原料采购情况

(单位：万吨、元/吨)

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
燃料油	采购量	152.34	176.75	152.08	29.32

(生产)	采购价	2703.00	3189.00	3485.70	3131.36
沥青料	采购量	141.41	108.41	31.47	0.00
(生产)	采购价	2615.00	2949.00	3048.00	0.00
原油	采购量	--	76.38	138.07	21.45
(生产)	采购价	--	3478.00	3415.31	2732.96
原料油	采购量	--	--	180.52	12.20
(转销)	采购价	--	--	3046.93	3003.53

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 8 公司石油炼制板块产能和产量

(单位：万吨、%)

品种	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—3 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	161.75	162.25	99.69	190.21	202.25	94.05	103.81	122.25	84.92	28.04	122.25	22.94
石油焦	60.12	86.75	68.76	52.41	60.15	92.28	42.08	50.15	83.92	5.13	50.15	10.23
蜡油	40.31	116.50	34.60	61.17	94.50	54.15	27.82	35.50	78.38	4.94	35.5	13.92
石脑油	24.98	35.75	69.87	37.06	40.16	87.13	20.77	25.75	80.67	3.2	25.75	12.43
硫磺	1.98	4.25	46.59	3.22	3.98	80.90	1.79	2.25	79.50	0.47	2.25	20.89
液化气	1.71	4.25	40.24	6.34	8.71	72.79	2.83	4.25	66.66	0.02	4.25	0.47
石油沥青							134.77	169.60	79.46	19.92	169.6	11.75
计	290.85	409.75	--	350.41	409.75	--	333.87	409.75		61.72	409.75	

资料来源：公司提供

2016 年以来，柴油产能利用率逐年下降，石油焦产能利用率有所波动，蜡油和石脑油产能利用率上升较快。截至 2019 年 3 月底，公司拥有 1 套 350 万吨/年常减压装置和 1 套 160 万吨/年延迟焦化装置，装备先进水平一般；同时拥有 6 个 5 万立方米、2 个 2 万立方米、6 个 1 万立方米的储罐用于储存燃料油、原油等，4 个 2 万立方米、8 个 5000 立方米的储罐用于储存罐油（轻质燃料油）和柴油等，6 个 3000 立方米的储罐用于储存石脑油等。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，公司调整产品产能结构，增加石油沥青等一次加工产品的生产，二次加工产品产量下降，总体产量有所下降。

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。

从销售量来看，2016—2018 年公司石油炼化产品销售不断上升，2018 年总销售量达 494.37 万吨，其中销售柴油 98.77 万吨、石脑油 20.59 万吨、石油焦 39.28 万吨、蜡油 27.89 万吨，销量均同比下降；2018 年开始销售石油沥青和转销原料油，销量分别为 122.72 万吨和 180.52 万吨。从销售均价来看，2018 年公司产品的销售均价均同比上升。2018 年和 2019 年 1—3 月公司石油炼制销售前五大客户占比分别为 64.01%和 56.92%，集中程度较高。

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	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	销售量	平均价	销售收入	销售量	平均价	销售收入	销售量	平均价	销售收入	销售量	平均价	销售收入
柴油	160.75	4096.95	65.86	189.47	4792.00	90.79	98.77	5245.44	51.81	27.54	5185.00	14.28
石脑油	25.11	4275.00	10.73	35.63	4257.00	15.17	20.59	5189.97	10.69	2.96	4852.17	1.43
石油焦	61.91	770.00	4.77	53.32	1029.00	5.49	39.28	1354.18	5.32	10.70	1248.03	1.34
蜡油	39.52	3075.00	12.15	61.04	3598.00	21.96	27.89	4341.63	12.11	3.86	3551.66	1.37
硫磺	2.04	1125.00	0.23	7.32	859.00	0.63	1.70	1395.72	0.24	0.18	1023.00	0.02
液化气	1.62	4042.00	0.65	3.28	3591.00	1.18	2.90	3536.35	1.03	0.01	3760.17	0.004
石油沥青	-	-	-	-	-	-	122.72	2606.20	31.98	13.09	3248.27	4.25
原料油转销	-	-	-	-	-	-	180.52	3091.95	55.82	25.34	3039.39	7.70
其他	-	-	-	-	-	-	-	-	0.18	-	-	0.001
合计	290.95	--	94.40	350.06	-	135.22	494.37	-	169.17	83.66	-	30.39

资料来源：公司提供

表 10 2018 年和 2019 年 1—3 月公司石油炼制销售前五大客户

客户	2018 年	
	金额 (万元)	占比 (%)
中海油销售江苏有限公司	289264.31	17.10
东营益州化工有限公司	259861.68	15.36
中国石化山东泰山石油股份有限公司	191419.26	11.32
中国石化销售有限公司山东石油分公司	174351.83	10.31
东营国安化工有限公司	167971.19	9.93
合计	1082868.27	64.01
客户	2019 年 1—3 月	
	金额 (万元)	占比 (%)
中海油销售江苏有限公司	47191.23	15.53
东营益州化工有限公司	30134.15	9.91
中国石化山东泰山石油股份有限公司	34918.60	11.49
中国石化销售有限公司山东石	30943.51	10.18

油分公司		
东营国安化工有限公司	29812.35	9.81
合计	172999.84	56.92

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，旨在出售价值约合 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。截至 2019 年 3 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 2018 年和 2019 年 1—3 月分别实现营业收入 9.47 亿元和 2.05 亿元，供气量分别为 30207.85 千焦耳和 6613.63 千焦耳。

3. 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罐区基础。

截至 2019 年 3 月底，公司已启用的泊位共 9 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；2018 年 12 月投入运营 20 万吨大宗散货泊位。目前公司仍有 3 个液体化工码头在建。

表 11 公司岚桥港泊位情况

序号	项目名称	规模	投产时间	配套设备
1	1#液体化工码头（液 1#）	2 万吨（设计可停靠 3 万吨）	2010 年 7 月投入运营	2 台 DN300 石油臂（最大时效 700 吨），罐区 40 万立方，其中油罐 30 万立方（汽油 2 万立方米，柴油 8 万立方，石脑油 2 万立方，原料油 18 万立方），化工罐区 10 万立方（硫酸等）；原料油罐区 30 万立方米；石油臂（DN300）6 台；输油管道 1.8 公里
2	2#液体化工码头（液 2#）	3 万吨（设计可停靠 5 万吨）		
3	3#液体化工码头（液 3#）	2 万吨（设计可停靠 3 万吨）		
4	4#液体化工码头（液 4#）	3 万吨（设计可停靠 5 万吨）	2013 年 12 月投入运营	

序号	项目名称	规模	投产时间	配套设备
5	1#通用码头（通 1#）	7 万吨	2012 年 6 月投入运营	12 台 40 吨门座式起重机
6	2#通用码头（通 2#）	10 万吨	2013 年 4 月投入运营	
7	3#通用码头（通 3#）	15 万吨	2013 年 10 月投入运营	
8	30 万吨矿石码头	30 万吨	2015 年 6 月投入运营	3 台设计能力为 3200t/h 桥式卸船机，2 台 9600t/h 的堆料机，2 台 9600t/h 的取料机，1 台 3600t/h 的火车装车机；并配套 30 万吨堆场
9	6#大宗散货泊位	20 万吨	2018 年 12 月投入运营	9 台 40 吨门座式起重机
10	5#液体化工码头（液 5#）	5000 吨	项目已审批，开始建设	—
11	6#液体化工码头（液 6#）	5000 吨		
12	7#液体化工码头（液 7#）	5000 吨		

资料来源：公司提供

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。2016—2018 年及 2019 年 1—3 月货物吞吐量分别为 5893.98 万吨、6534 万吨、7190.13 万吨和 1752.85 万吨。2018 年岚桥港实现收入 17.83 亿元，同比增长 1.25%；2019 年 1—3 月岚桥港实现收入 4.69 亿元。

（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区达尔文港 99 年的租赁权，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。

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。2018年，达尔文港实现收入45942.12万元，吞吐量情况如下：油气类1581092千公升、集装箱52618标箱（20尺标准货柜）、普通货物279054吨、铁矿和猛矿1350257吨、活畜1474137头和汽车204471立方米。

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，玛岛港的项目公司为巴拿马科隆集装箱港口有限公司（PANAMA COLON CONTAINER PORT INC，以下简称“巴拿马PCCP公司”），巴拿马PCCP公司的股权转让方为巴拿马运河科隆港口公司等四家公司，股权收购总额2.80亿美元，截至2019年3月底，公司已支付1.77亿美元，其余投资款由合作方支付。

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。玛岛港项目规划工程岸线长度为1050米，可以满足2艘15万吨级新巴拿马型船舶和1艘2万吨级集装箱船舶同时停靠。码头设计年吞吐量为年通过200万标准集装箱，填海造地54万平方米，回填形成陆域将作为港区后续堆场、物流配套用地。该项目建设期三年，预计2020年完工投入试运营，建设工程总包合同金额为8.94亿美元。该部分资金由国家开发银行天津分行提供出口买方信贷资金支持，并由中国出口信用保险公司提供政治和商业“双95”信用保险，买方信贷主体为海外项目公司，即巴拿马PCCP公司。

玛岛港项目总承包商为中交疏浚（集团）股份有限公司，除了在目前提供阶段性建设资金支持以外，亦有意在工程建设完工后适当参与该项目的股权投资，有关具体投资安排需经双方进一步协商确定，巴拿马PCCP公司暂未纳入公司合并范围。

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。

4. 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，2016—2018年公司贸易板块收入持续下降，大豆粮油贸易由2016年16.19亿元下降至2018年5.64亿元；木材贸易由2016年的8.47亿元下降至2018年4.11亿元，公司在2016年下半年全面停止了煤炭贸易。2019年1—3月，大豆粮油贸易和木材贸易实现收入分别为1.65亿元和1.40亿元。

表12 近年公司贸易业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年			2019年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
大豆粮油贸易												
大豆内贸	6.87	26.68	9.90	5.00	34.67	9.05	2.40	24.58	8.38	0.84	27.45	8.82
棕榈油内贸	3.27	12.71	9.73	1.39	9.67	8.91	1.63	16.74	9.74	0.47	15.27	9.55
大豆油内贸	5.59	21.69	9.34	1.81	12.54	9.00	1.61	16.50	9.72	0.35	11.32	9.51
玉米内贸	0.46	1.77	6.17	-	-	-	-	-	-	-	-	-

项目	2016年			2017年			2018年			2019年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
豆粕内贸	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
高粱	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
小计	16.19	62.86	9.56	8.20	56.88	9.02	5.64	57.82	9.16	1.65	54.05	9.17
木材业务												
木材	7.29	28.32	15.75	5.66	39.22	7.14	3.05	31.27	8.35	0.98	32.00	8.58
建材内贸	1.18	4.58	8.70	0.56	3.89	8.90	1.06	10.91	10.56	0.43	13.95	9.80
小计	8.47	32.89	14.77	6.22	43.12	7.30	4.11	42.18	8.92	1.40	45.95	8.95
煤炭矿石业务												
煤炭内贸	0.54	2.10	4.89	-	-	-	-	-	-	-	-	-
铁矿粉	0.55	2.15	0.31	-	-	-	-	-	-	-	-	-
小计	1.09	4.25	2.57	-	-	-	-	-	-	-	-	-
总计	25.76	100.00	10.98	14.42	100.00	8.28	9.75	100	9.06	3.05	100	9.07

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）。自2015年起大豆的采购均为内贸，结算方式为电汇、银行承兑等。

大豆销售的结算主要采取电汇方式，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。

2016—2018年以及2019年1—3月，公司大豆粮油类贸易业务分别实现收入16.19亿元、8.20亿元、5.64亿元和1.65亿元，2018年毛利率为9.16%。

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采购与销售等业务，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；公司国外采购主要从赤道几内亚、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。

2016—2018年以及2019年1—3月，公司木材贸易业务分别实现收入8.47亿元、6.22亿元、4.11亿元和1.40亿元，2018年毛利率为8.92%。

（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。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，国际市场覆盖美国、俄罗斯、西欧等国家和地区。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，国际市场覆盖美国、俄罗斯、西欧等国家和地区。

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。

洁具家具都是以销定产，玉石洁具 2018 年及 2019 年 1—3 月分别收到订单 23 笔和 5 笔，订单金额分别为 51,888.78 万元和 13100.00 万元；岚桥长青木业 2018 年及 2019 年 1—3 月分别收到订单 12 笔和 2 笔，订单金额分别为 28365.00 万元和 6600.00 万元。

在定价方面，洁具销售根据产品重量及工艺难易度来定价；家具根据订单及市场价格来定价。结算方式方面，国外客户主要通过国际信用证的方式结算，结算周期以 3 个月和 6 个月为主；对于国内客户则主要通过银行承兑汇票和电汇的方式进行结算，结算周期约为 15 天。

5. 经营效率

2016—2018 年，公司销售债权周转次数波动增长，三年加权平均值为 10.36 次，2018

年为 10.66 次；同期，存货周转次数和总资产周转次数波动增长，2018 年上述指标分别为 7.04 次和 0.87 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 2019 年 3 月底，公司主要在建项目 8 个，概算总投资 53.10 亿元（不包含沉箱预制项目），已完成投资 35.66 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。2019 年公司预计投资 4.92 亿元，有一定资本支出压力。

表 13 截至 2019 年 3 月底公司在建项目情况
(单位: 亿元)

项目名称	总投资金额	截至 2019 年 3 月底投资金额
怡海宜家	3.37	3.59
桂花园项目	7.14	2.36
储备罐区	12.66	8.87
5#6#7#液体散货泊位工程	1.75	1.38
1#2#多用途泊位	11.07	3.52
围堰（北作业区南防波堤）	5.55	2.49
6#大宗散货泊位	11.56	9.72
沉箱预制（30 万吨原油泊位）	--	3.73
合计	53.10	35.66

注：1.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；2.6#大宗散货泊位已经投入运营，但工程款尚未结算完毕，未进行转固；3.部分项目投资额已超过预算的总投资额

资料来源：公司提供

怡海宜家项目，建设地址位于日照市海天二路东侧、太公二路南侧，建设内容：总用地 32167.2 平方米，可入住总户数 230 户，该项目由 4 栋小高层，1 栋宾馆，1 栋多层，8 栋低层建筑组成。项目总投资 3.37 亿元，其中土地投资 2.70 万元。截至 2019 年 3 月底，公司已完成投资额 3.59 亿元。

岚桥·桂花园项目，建设地址位于日照市深圳路南侧、现代路西侧。该项目总占地面积 176 亩，总建筑面积 27 万 m²，总户数约 1800

户，由 10 栋 6 层住宅、4 栋 8 层住宅、4 栋 11 层住宅、8 栋 17 层住宅、4 栋 22 层住宅组成，共计 30 栋住宅楼座及沿街商业、社区幼儿园组成。项目总投资 7.14 亿元，截至 2019 年 3 月底，公司已完成投资额 2.36 亿元。

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 2019 年 3 月底公司已完成投资额 8.87 亿元。

#5#6#7 液体散货泊位工程建设规模为：3 个 5000DWT 液体散货泊位及相应配套设施，建设期 24 个月，设计年通过能力 195 万吨。泊位总长 492m，该项目截至 2019 年 3 月底已完成投资额 1.38 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 2019 年 3 月底已完成投资 3.52 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 2019 年 3 月底已完成投资额 9.72 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。

未来发展

公司的战略规划是“国际化港口物流集团

+国际化油气资源集团”，目前两个板块的架构已经搭建完成，公司将充分发挥港口优势，加大港区建设，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，并充分利用已经建成的液体化工罐区，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；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，加强与岚桥港的联动作用，实现港口满负荷运转；在收购了巴拿马玛格丽特岛港之后，以岚桥港为核心形成了岚桥港、达尔文港、巴拿马玛岛港的三港全球互联。

公司与中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）投资银行部签署《合作协议》，正推动旗下的岚桥港改制上市。未来随着岚桥港上市和在建港口泊位的投产，公司港口物流业务收入和影响力有望进一步提升。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016—2018 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 2019 年 1—3 月财务数据未经审计，财务政策未发生变化。

从合并范围来看，截至 2016 年底共计 13 家二级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 14 家；2018 年底，公司纳入合并范围内的二级子公司 14 家，增加 1 家二级子公司，为岚桥港业（香港）有限公司，减少 1 家二级子公司，为岚桥国际油轮有限公司，截至 2019 年 3 月底，财务报告合并范围与 2018 年底相比无变化。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 407.27 亿元，所有者权益 141.90 亿元（含少数股东权益 10.57 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 338.54 亿元，利润总额 24.56 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 402.93 亿元，所有者权益 148.44 亿元（含少数股东权益 10.71 亿元）。2019 年 1—3 月，公

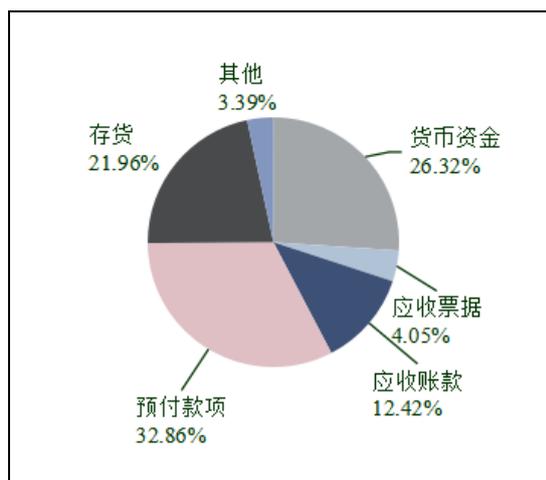
司实现营业收入 71.50 亿元，利润总额 4.99 亿元。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产总额不断增长，年均复合增长率为 12.57%。截至 2018 年底，公司资产总额 407.27 亿元，同比增长 9.96%，其中流动资产占比 51.69%，非流动资产占比 48.31%。

2016—2018 年，公司流动资产不断增长，年均复合增长率为 13.49%。截至 2018 年底，公司流动资产 210.51 亿元，同比增长 19.01%，主要来自货币资金和预付款项增长。公司流动资产主要由货币资金（占 26.32%）、应收账款（占 12.42%）、预付款项（占 32.86%）和存货（占 21.96%）构成。

图 4 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司货币资金不断增长，年均复合增长率为 14.48%。截至 2018 年底，公司货币资金为 55.40 亿元，同比增长 22.64%，随着公司业务规模的扩张，需要开立的信用证或银行承兑汇票增加，相应的保证金增加。受限制使用的货币资金余额为 41.99 亿元，系银行承兑汇票保证金和信用证保证金，受限比例大。

2016—2018 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长率为 17.35%，截至 2018 年底，公司应收账款为 26.14 亿元，同比增长 28.16%，主要系公司各业务板块销售收入逐年增加，同

时对部分重点客户采取了小部分赊销政策所致。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；应收账款计提坏账准备 1313.39 万元，计提比率为 0.50%；应收账款欠款前五名合计占比 44.96%，集中度一般。

表 14 2018 年底公司应收账款欠款前五名情况

公司名称	账面金额 (万元)	占比 (%)
上海蓝亿德石油化工有限公司	30928.08	11.77
宁波万泰向荣石化有限公司	29411.49	11.2
上海承光国际贸易有限公司	24308.80	9.25
日照岚丰国际贸易有限公司	22810.24	8.68
日照泓川贸易有限公司	10658.49	4.06
合计	118117.11	44.96

资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司预付款项快速增长，年均复合增长率为 23.41%。截至 2018 年底，公司预付款项为 69.17 亿元，同比增长 29.66%，系公司 2018 年合并范围新增岚桥港业（香港）有限公司，岚桥港业（香港）有限公司预付的投资款较大，从而公司整体的预付账款增加，预付款项前 5 家公司占预付款项总额的 44.57%。

表 15 2018 年底公司预付款项前五名情况

公司名称	期末金额 (万元)	占比 (%)	款项性质
Eternal Field Investment Ltd	121069.02	17.50	投资款
玛岛港项目工程	63328.62	9.16	投资款
中国石油（香港）有限公司	53277.49	7.70	贸易款
青岛中联油进出口有限公司	42773.17	6.18	贸易款
东营亨泽石油化工有限公司	27820.00	4.02	贸易款
合计	308268.29	44.57	--

资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司存货波动增长，年均复合增长率为 9.69%。截至 2018 年底，公司存货为 46.24 亿元，同比增长 22.84%，公司业务规模扩张，销售收入逐年上升，导致存货余额也逐年递增。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木业生产的家具、玉石洁具生产的洁具和石油炼制生产的油品等，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，开发成本主要指房产板块的怡海宜家项目和桂花园项目，公司未计提跌价准备。

2016—2018年，公司非流动资产不断增长，年均复合增长率为11.61%。截至2018年底，公司非流动资产196.76亿元，同比增长1.68%，非流动资产主要由可供出售金融资产（占8.73%）、固定资产（占63.09%）、在建工程（占18.35%）构成。

2016—2018年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长率为11.54%。截至2018年底，公司可供出售金融资产为17.18亿元，同比下降27.66%，系公司持有的安信信托股份有限公司的股票价下跌，从而按公允价值计量的可供出售金融资产较上年减少89176.90万元。按照成本计量的可供出售金融资产11.21亿元，为对日照银行股份有限公司和山东临邑海奥生物科技有限公司的投资，按公允价值计量的可供出售金融资产5.97亿元，为对安信信托股份有限公司的投资。

2016—2018年，公司固定资产有所增长，年均复合增长率为4.93%。截至2018年底，公司固定资产账面价值合计124.13亿元，同比增长8.59%，系在建工程转固所致。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33.85亿元，成新率为78.57%。

2016—2018年，公司在建工程波动增长，年均复合增长52.06%。截至2018年底，公司在建工程为36.11亿元，主要为罐区工程及泊位工程。

截至2019年3月底，公司资产合计402.93亿元，较2018年底下降1.07%；从资产结构来看，流动资产占50.76%，非流动资产占49.24%，流动资产占比较2018年底有所下降。截至2019年3月底，公司受限的货币资金39.64亿元，系开立银行承兑汇票和信用证所存入的保证金；受限的固定资产、无形资产、可供出售金融资产、在建工程分别为22.24亿元、1.20亿元、5.97亿元和7.07亿元，系公司借款进行抵押或质押，受限的长期股权投资（合并时抵消，对外质押的股权）9.56亿元。

总体看，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

2016—2018年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长率为12.47%。截至2018年底，公司所有者权益合计141.90亿元，同比增长7.80%，主要来自于未分配利润增长；少数股东权益为10.57亿元。截至2018年底，从归属于母公司所有者权益结构来看，实收资本占8.22%、盈余公积占2.09%、未分配利润占92.91%。截至2019年3月底，公司所有者权益合计148.44亿元，少数股东权益10.71亿元，所有者权益结构较2018年底变化不大。

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

负债

2016—2018年，公司负债规模不断增长，年均复合增长率为12.62%。截至2018年底，公司负债合计265.37亿元，同比增长11.15%，其中流动负债占比67.53%，非流动负债占比32.47%。

2016—2018年，公司流动负债不断增长，年均复合增长率为14.30%。截至2018年底，公司流动负债合计179.20亿元，同比增长13.19%，流动负债主要由短期借款（占13.96%）、应付票据（占43.01%）、应付账款（占17.30%）和一年内到期的非流动负债（占8.27%）构成。

2016—2018年，公司短期借款波动下降，复合变动率为-16.88%。截至2018年底，短期借款25.01亿元，同比下降39.79%，系短期借款到期还款。公司短期借款的主要担保方式为抵押及保证借款。

2016—2018年，公司应付票据快速增长，复合增长率为19.62%。截至2018年底，应付票

据77.08亿元，同比增长27.58%，系部分业务的结算方式由现金结算变更为票据结算造成，应付票据主要为银行承兑汇票71.52亿元。

2016—2018年，公司应付账款快速增长，年均复合增长率为32.55%。截至2018年底，应付账款31.01亿元，同比增长41.53%，随着业务规模的增长，公司议价能力逐渐增强，部分供应商接受较长期限的付款方式。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2018年底应付账款前五名中有四个是银行，未偿还原因都是未到期信用证货款。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动负债波动幅度较大，年均复合变动率为-3.00%。截至2018年底，一年内到期的非流动负债14.81亿元，其中一年内到期的应付债券5.00亿元、一年内到期的长期借款5.08亿元、一年内到期的长期应付款4.73亿元。

2016—2018年，公司其他流动负债波动增长，年均复合率为26.49%，截至2018年底，公司其他流动负债12.80亿元，其中短期应付债券12.50亿元，直接融资项目0.30亿元。

2016—2018年，公司非流动负债有所增长，年均复合增长率为9.37%。截至2018年底，公司非流动负债合计86.17亿元，同比增长7.13%，非流动负债主要由长期借款（占71.38%）、应付债券（占11.61%）和长期应付款（占16.50%）构成。

2016—2018年，公司长期借款不断增长，年均复合变动率为13.60%，截至2018年底，长期借款61.51亿元，以抵押和保证借款为主，其余为质押和信用借款，抵押物主要有岚桥集团济南鲁商国贸城房产、酒店、油轮等，质押物有安信信托股票，保证人有山东岚桥港有限公司、叶成等。

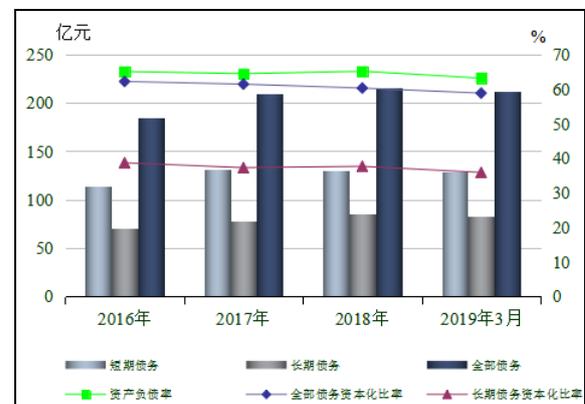
2016—2018年，公司应付债券快速下降，年均复合变化率为-18.35%，截至2018年底，应付债券10.00亿元，为中期票据“16岚桥

MTN001”“17岚桥MTN001”和“18岚桥MTN001”。

2016—2018年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长32.32%，截至2018年底，长期应付款14.22亿元，其中应付上海国之杰投资发展有限公司借款9.42亿元、应付北京智成永盛贸易有限公司借款2.13亿元，其余2.67亿元为应付租赁款项。

考虑将其他流动负债和长期应付款中的有息部分记入债务核算，2016—2018年，公司全部债务快速增长，年均复合增长率为8.03%。截至2018年底，公司全部债务为215.42亿元，同比增长2.78%，其中短期债务占比60.21%，长期债务占比39.79%。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近三年加权平均值分别为64.94%、61.01%和37.75%，截至2018年底分别为65.16%、60.29%和37.66%，同比分别增长0.70个百分点、下降1.14个百分点和增长0.40个百分点。

图5 公司有息债务情况



资料来源：公司财务报告

截至2019年3月底，公司负债合计为254.49亿元，负债结构较2018年底变化不大。公司全部债务为212.11亿元，其中短期债务占比60.83%，长期债务占比39.17%；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63.16%、58.83%和35.88%，债务负担较2018年底有所下降。

总体看，跟踪期内，公司有息债务中短期债务占比相对较高，债务负担较重。

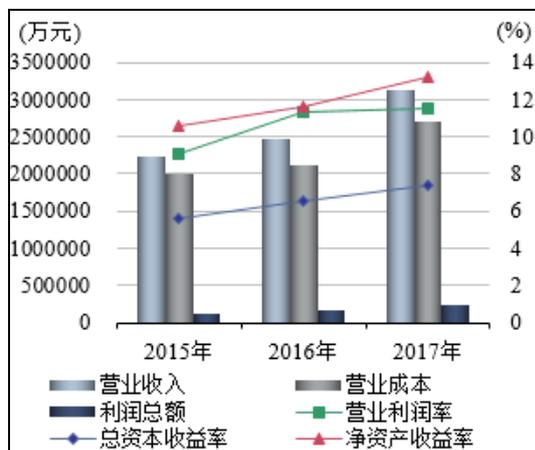
4. 盈利能力

2016—2018年，公司营业收入快速增长，年均复合增长率为17.34%。2018年公司实现营业收入338.54亿元，同比增长8.07%。同期，公司营业成本复合增长率为9.48%，大于营业收入增长幅度，公司主业利润空间有所缩小。2016—2018年，公司营业利润率波动下降，近三年平均值为11.17%，2018年为10.93%，同比下降0.53个百分点。

期间费用方面，2016—2018年，公司期间费用不断增长，年均复合增长率为12.63%。2018年公司期间费用合计为13.22亿元，占营业收入的比重为3.91%，其中销售费用为3.07亿元，同比增长15.93%，管理费用和财务费用分别为2.64亿元和7.52亿元，同比分别增长7.92%和1.95%。整体看，随着公司业务规模的扩大，公司期间费用不断增长，整体期间费用控制能力尚可。

非经常损益方面，2018年，公司投资收益0.74亿元，系日照银行股份有限公司、安信信托股份有限公司等投资分红。

图6 公司盈利能力情况



资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司利润总额快速增长，分别为17.49亿元、23.17亿元和24.56亿元。从盈利指标看，公司总资本收益率和净资产收益率不断上升，三年加权平均值分别为7.10%和12.79%，2018年分别为7.21%和13.04%。

2019年1—3月，公司实现营业收入71.50亿元，为2018年全年的21.12%；营业利润率

为11.12%；实现利润总额4.99亿元。

总体看，跟踪期内，公司盈利能力保持稳定。

5. 现金流

经营活动方面，2016—2018年，公司经营现金流入量快速增长，年均复合增长率为18.63%，2018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386.14亿元；同期，公司经营现金流出量不断增长，年均复合增长率为15.58%，2018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319.56亿元。2016—2018年，公司经营现金净流量分别为19.30亿元、34.30亿元和46.05亿元，经营现金不断增长。收入实现质量方面，2016—2018年公司现金收入比加权平均值为113.86%，2018年为114.06%，公司经营现金收现质量较好。

投资活动方面，2016—2018年，公司投资活动现金流保持净流出状态，2018年公司投资活动现金流入量为4.80亿元，主要来自收回投资收到的现金4.01亿元，系公司投资私募产品的收益。同期，投资活动现金流出量28.53亿元，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，2016—2018年公司筹资活动现金流量净额分别为15.51亿元、12.06亿元和-21.05亿元，2018年公司加快偿还债务。

2019年1—3月，公司经营现金流量净额为5.03亿元；公司投资现金流量净额为-1.20亿元；公司筹资活动现金流量净额为-4.62亿元。

总体看，跟踪期内公司经营活动获现能力较好，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，2016—2018 年底公司流动比率和速动比率加权平均值分别为 116.08% 和 90.44%，截至 2018 年底上述指标分别为 117.47% 和 91.67%，截至 2019 年 3 月底，上述指标分别为 119.82% 和 97.75%，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 14.07%、21.66% 和 25.70%。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年公司 EBITDA 快速增长，分别为 30.78 亿元、38.21 亿元和 39.85 亿元；同期，公司 EBITDA 利息倍数波动上升，分别为 4.33 倍、4.75 倍和 4.97 倍；全部债务/EBITDA 分别为 6.00 倍、5.49 倍和 5.44 倍。总体看，公司长期偿债指标有所好转，整体偿债能力尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保 4.57 亿元，担保比率为 3.08%，被担保企业经营情况正常，或有负债风险较小。

表 16 截至 2019 年 3 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	28000.00
日照兴业集团有限公司	7550.00
临沂市中油供销石油有限公司	800.00
日照淞川贸易有限公司	8800.00
莒县金圣达物流有限公司	500.00
合计	45650.00

资料来源：公司提供

公司与多家银行合作良好，截至 2019 年 3 月底，公司获得各银行授信额度 174.08 亿元，其中尚未使用 64.03 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 2019 年 6 月 11 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、10 笔不良及关注类贷款、1 笔不良及关注类贸易融资，根据公司出具的说明，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。

9. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额合计 131.11 亿元，其中流动资产 71.89 亿元，非流动资产 59.23 亿元。母公司流动资产主要包括货币资金 14.58 亿元和其他应收款 51.08 亿元。母公司非流动资产主要包括可供出售金融资产 10.81 亿元和长期股权投资 42.34 亿元。母公司负债总额 95.34 亿元，其中短期借款 7.35 亿元，应收票据及应收账款 29.46 亿元，一年内到期的非流动负债 6.27 亿元，其他流动负债 12.50 亿元，长期借款 15.61 亿元，应付债券 10.00 亿元。母公司资产负债率为 72.72%。截至 2019 年 3 月底母公司资产总额 126.91 亿元，负债总额 90.66 亿元，资产负债率为 71.44%，负债率较高。

2018 年，母公司实现营业收入 79.53 亿元，利润总额 2.15 亿元。2019 年 1—3 月，母公司实现营业收入 18.89 亿元，利润总额 0.63 亿元。

2018 年，母公司经营活动产生的现金流净额为 46.05 亿元，投资活动产生的现金流净额为 -23.74 亿元，筹资活动产生的现金流净额为 -21.05 亿元。2018 年 1~9 月，母公司经营活动产生的现金流净额为 5.03 亿元，投资活动产生的现金流净额为 -1.20 亿元，筹资活动产生的现金流净额为 -4.62 亿元。

整体上看，母公司负债率较高，经营活动获现能力稳定，投资活动支出的现金较大，对

外部融资较为依赖。

十、存续债券偿还能力

公司存续债券余额为27.50亿元，2019年到期债券余额为17.50亿元（以下简称“集中兑付金额”），2018年公司经营活动产生的现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和EBITDA分别为400.17亿元、46.05亿元和39.62亿元，分别为集中兑付金额的22.87倍、2.63倍和2.26倍，截至2019年3月底公司现金类资产为63.93亿元，为集中兑付金额的3.65倍，扣除受限货币资金的现金类资产为集中兑付金额的1.39倍。公司经营活动现金流量和EBITDA对集中兑付金额保障能力强。

表 17 公司存续债券

（单位：亿元）

债券名称	债券余额	到期日
18 岚桥 01	4.00	2019/7/18
16 岚桥 MTN001	5.00	2019/9/23
18 岚桥 CP001	5.00	2019/9/27
18 岚桥 02	3.50	2019/12/12
17 岚桥 MTN001	5.00	2020/2/28
18 岚桥 MTN001	5.00	2021/11/6
合计	27.50	-

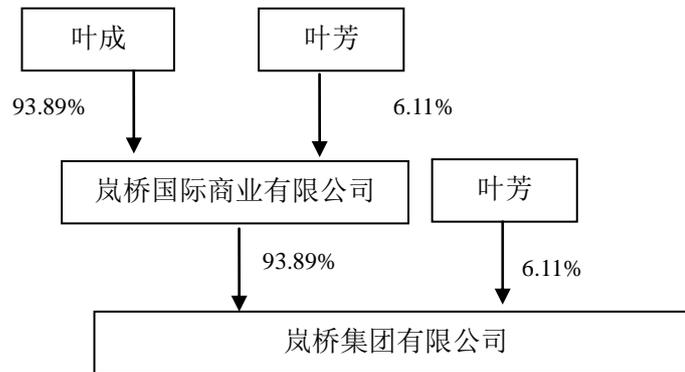
资料来源：Wind

2018年公司经营活动产生的现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和EBITDA分别为存续债券余额的14.55倍、1.67倍和1.44倍。公司经营活动现金流量和EBITDA对存续债券保障能力较强。

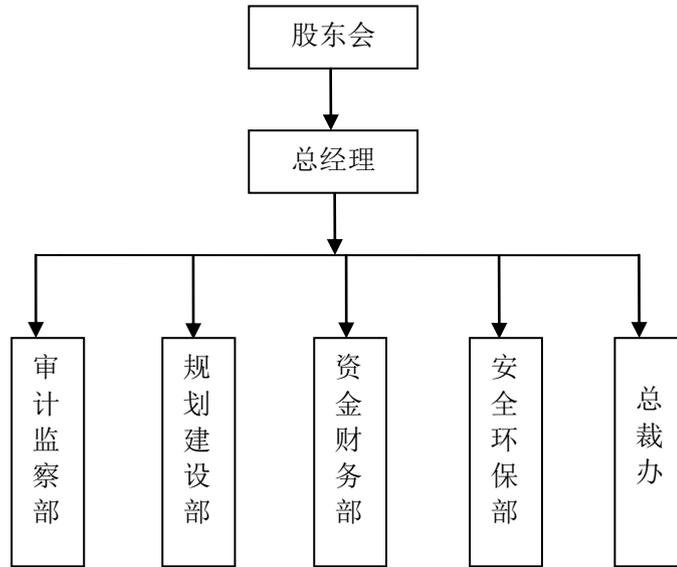
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，并维持“18 岚桥 CP001”的信用等级为A-1，“18 岚桥 MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 3 月底公司二级子公司

序号	企业名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)	业务范围
1	日照岚桥国际贸易有限公司	90	2000.00	贸易
2	日照市港口石油有限公司	67.63	6177.69	成品油销售
3	日照玉石洁具有限公司	90	3360.00	卫生洁具、大理石板的制造与销售
4	山东岚桥地产有限公司	90	3000.00	房地产开发、商品房销售
5	山东省岚桥石化有限公司	56.21	68500.00	沥青、石油炼制的筹建
6	山东岚桥港有限公司	79	228600.00	码头及港口设施的经营及从事货物接卸、仓储。
7	LANDBRIDGE HOLDINGS LIMITED	100	580876367 元 (港币)	投资公司
8	山东岚桥民间资本管理股份有限公司	85	30000.00	投资
9	日照岚桥物业管理有限公司	70	200.00	物业管理
10	岚桥基建控股有限公司	100	232800.00	澳大利亚港务
11	岚桥国际海运有限公司	100	0.065	海上运输
12	岚桥港业 (香港) 有限公司	100	100 (港币)	海上运输
13	岚桥国际航运有限公司	100	0.069	海上运输
14	济南岚桥置业有限公司	100	3000.00	房地产开发

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	51.51	53.66	63.93	65.17
资产总额(亿元)	321.40	370.39	407.27	402.93
所有者权益(亿元)	112.18	131.64	141.90	148.44
短期债务(亿元)	113.81	131.40	129.70	129.03
长期债务(亿元)	70.78	78.20	85.73	83.08
全部债务(亿元)	184.59	209.60	215.42	212.11
营业收入(亿元)	245.86	313.25	338.54	71.50
利润总额(亿元)	17.49	23.17	24.56	4.99
EBITDA(亿元)	30.78	38.21	39.62	--
经营性净现金流(亿元)	19.30	34.30	46.05	5.03
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.71	10.97	10.66	--
存货周转次数(次)	5.49	7.09	7.04	--
总资产周转次数(次)	0.76	0.91	0.87	--
现金收入比(%)	113.36	113.84	114.06	110.19
营业利润率(%)	11.34	11.46	10.93	11.12
总资本收益率(%)	6.57	7.27	7.21	--
净资产收益率(%)	11.62	13.16	13.04	--
长期债务资本化比率(%)	38.69	37.27	37.66	35.88
全部债务资本化比率(%)	62.20	61.42	60.29	58.83
资产负债率(%)	65.09	64.46	65.16	63.16
流动比率(%)	119.15	111.72	117.47	119.82
速动比率(%)	91.14	87.94	91.67	97.75
经营现金流动负债比(%)	14.07	21.66	25.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.33	4.75	4.97	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.00	5.49	5.44	--

注：1.2019 年 1—3 月年财务数据未经审计；2.其他流动负债及长期应付款中有息部分记入债务核算

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 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。

附件 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-4 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