

跟踪评级公告

联合[2017]915号

瑞茂通供应链管理股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

瑞茂通供应链管理股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

瑞茂通供应链管理股份有限公司公开发行的“16 瑞茂 01”、“16 瑞茂 02” 的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

瑞茂通供应链管理股份有限公司

公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：**AA** 评级展望：**稳定**

上次评级结果：**AA** 评级展望：**稳定**

债项信用等级

债券简称	发行规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16瑞茂01	7亿元	2+1年	AA	AA	2016年6月8日
16瑞茂02	6亿元	2+1年	AA	AA	2016年5月30日

担保方一：郑州瑞茂通供应链有限公司

担保方二：自然人万永兴

担保方三：自然人刘轶

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2017年6月23日

主要财务数据：

发行人

项目	2015年	2016年	2017年3月
资产总额(亿元)	114.54	163.75	171.23
所有者权益(亿元)	41.16	46.29	48.89
长期债务(亿元)	--	44.31	43.85
全部债务(亿元)	63.73	99.14	94.29
营业收入(亿元)	94.05	212.34	52.33
净利润(亿元)	4.09	5.27	2.67
EBITDA(亿元)	7.82	10.82	--
经营性净现金流(亿元)	3.74	-40.94	-7.63
营业利润率(%)	14.48	9.22	10.61
净资产收益率(%)	13.05	12.06	--
资产负债率(%)	64.06	71.73	71.45
全部债务资本化比率(%)	60.76	68.17	65.85
流动比率(倍)	1.40	2.06	2.01
EBITDA全部债务比(倍)	0.12	0.11	--
EBITDA利息倍数(倍)	3.29	2.98	--
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.60	0.83	--

担保方

项目	2015年	2016年
资产总额(亿元)	223.04	312.35
所有者权益(亿元)	88.96	94.23
营业收入(亿元)	193.94	336.84
净利润(亿元)	3.92	5.17
资产负债率(%)	60.11	69.83

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2017年1-3月财务数据未经审计，相关指标未年化；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；除特别说明外，均指人民币；3、其他应付款中的资金拆借计入短期债务；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

瑞茂通供应链管理股份有限公司（以下简称“公司”或“瑞茂通”）作为国内大型的以煤炭产品为主的供应链管理和服务公司，2016年，营业规模大幅扩张，在业务规模、经营模式、行业影响力、资源整合能力和客户资源等方面仍具备突出优势；伴随业务规模和融资规模的扩大，公司资产总额和所有者权益有所增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到煤炭行业处于供给侧改革阶段，公司经营受政策调整影响较大；公司供应链管理业务毛利率下降；债务规模快速上升等对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将进一步完善供应链管理业务，并拓展业务品类，经营规模有望继续扩大，盈利能力有望增强。

2016年，担保方郑州瑞茂通供应链有限公司（以下简称“郑州瑞茂通”）资产规模扩大，经营状况良好，其担保对“16瑞茂01”、“16瑞茂02”的信用水平仍具有积极影响。万永兴、刘轶提供的担保反映了其对公司经营的信心，对“16瑞茂01”、“16瑞茂02”的信用水平仍具有正面影响。

综上，联合评级维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“16瑞茂01”、“16瑞茂02”债项AA的信用等级。

优势

1. 公司属于供应链管理服务行业，随着中国经济增长和经济转型逐步深入，该行业有望获得较大发展，市场份额将向行业内优势企业集中。

2. 公司是国内规模较大的煤炭供应链管理服务提供商，发展时间较长，对煤炭供应链上下游的资源整合能力较强，能够为客户提供高效、优质的供应链管理服务。

3. 2016 年, 公司业务规模和融资规模扩大, 公司资产总额、所有者权益、营业收入和净利润规模均有所增长。

关注

1. 2016 年, 公司布局国内煤炭供应链行业, 国内煤炭采购规模较大, 国内煤炭价格上升对公司的成本控制能力和议价能力提出了一定挑战。

2. 公司国外煤炭采购规模仍较大, 如果公司不能较好的对冲汇率风险, 公司经营情况将受到一定影响。

3. 2016 年, 公司整体毛利率有所下降, 盈利能力指标有所下降; 货物采购现金支出较多, 经营活动现金净流出规模较大。

4. 截至 2016 年底, 公司保理业务发生损失类 3 笔, 对公司利润造成一定影响。如果商业保理业务客户的偿债能力出现问题, 会严重影响保理融资资金的到期回收, 公司将承受资产损失风险。保理业务规模扩大对公司的风险控制能力提出挑战。

5. 公司融资规模扩大, 目前公司资产负债率较高, 债务负担较重, 债务偿还期限较集中, 有一定集中偿付压力。

分析师

王安娜

电话: 010-85172818

邮箱: wangan@unitedratings.com.cn

李 聪

电话: 010-85172818

邮箱: lic@unitedratings.com.cn

电话: 010-85172818

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC
大厦 12 层 (100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

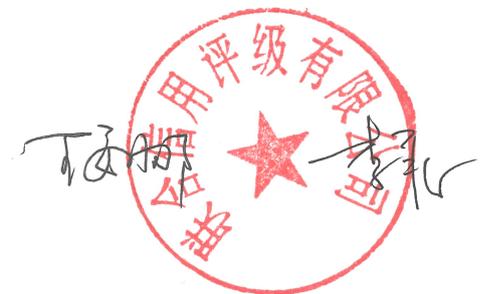
本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

瑞茂通供应链管理股份有限公司（以下简称“瑞茂通”或“公司”）的前身是山东九发食用菌股份有限公司（以下简称“九发股份”），九发股份于1998年6月25日在山东省工商行政管理局注册登记。九发股份于1998年7月3日在上海证券交易所上市交易，股票代码：600180.SH。2008年10月14日，烟台市中级人民法院裁定山东九发集团公司破产，其持有的九发股份部分股份被司法拍卖。2011年12月26日，郑州瑞茂通供应链管理股份有限公司（以及简称“郑州瑞茂通”）与九发股份签订《债务代偿协议》、《发行股份购买资产协议》，将郑州瑞茂通持有的徐州市怡丰贸易有限公司、邳州市丰源电力燃料有限公司、江苏晋和电力燃料有限公司合计29.88亿元的股权（其中11.045%为郑州瑞茂通代烟台市牟平区正大物贸中心向公司偿还3.3亿元债务）中的88.955%注入九发股份，购买九发股份71.12%的股权，该项资产重组完成后，九发股份控股股东变更为郑州瑞茂通，九发股份更名为山东瑞茂通供应链股份有限公司，2013年1月更为现名。

2015年，公司实施非公开发行股票项目及股权激励项目，股份增加13,914.36万股。2016年，公司回购并注销限制性股票93.00万股。截至2017年3月底，公司注册资本10.16亿元。郑州瑞茂通持有公司60.81%的股份，为公司控股股东；万永兴为公司实际控制人。

图1 截至2017年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2016年，公司经营范围无变化。

2016年，公司部门设置进行部分调整，截至2017年3月底，公司下设企业管理部、经营管理部、风险管理部、财务管理部、证券部、期货部、研究院和审计部8个一级管理部门和12个事业部（见附件1）。截至2017年3月底，公司合并范围子公司42家，公司在职员工402人。

截至2016年底，公司合并资产总额163.75亿元，负债总额117.46亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计46.29亿元，其中归属于母公司所有者权益46.26亿元。2016年，公司实现营业收入212.34亿元，净利润（含少数股东损益）5.27亿元，其中归属于母公司所有者净利润5.31亿元；经营活动产生的现金流量净额-40.94亿元，现金及现金等价物净增加额10.55亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额171.23亿元，负债总额122.33亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计48.89亿元，其中归属于母公司所有者权益48.87亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入52.33亿元，净利润（含少数股东损益）2.67亿元，其中归属于母公司所有者净利润

2.69 亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.63 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.90 亿元。

公司注册地址：山东省烟台市牟平区养马岛驼峰路 84 号；法定代表人：燕刚。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2015]2754 号文件核准，公司获准公开发行总额不超过 15 亿元（含 15 亿元）的公司债券，公司分两期发行。

“瑞茂通供应链管理股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”发行工作于 2016 年 3 月 1 日完成，发行总额 7.00 亿元，募集资金净额 6.98 亿元；票面利率为 6.50%，按年计息，每年支付一次利息，到期兑付本金；发行期限为 3 年，附第 2 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。2016 年 3 月 16 日在上海证券交易所挂牌交易，债券代码：136250.SH，债券简称：16 瑞茂 01。

“瑞茂通供应链管理股份有限公司 2016 年公司债券（第二期）”发行工作于 2016 年 6 月 13 日完成，发行总额 6.00 亿元，募集资金净额 5.99 亿元；票面利率为 6.45%，按年计息，每年支付一次利息，到期兑付本金；发行期限为 3 年，附第 2 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。2016 年 6 月 28 日在上海证券交易所挂牌，债券代码：136468.SH，债券简称“16 瑞茂 02”。

“16 瑞茂 01”和“16 瑞茂 02”由郑州瑞茂通供应链有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，万永兴先生和刘轶先生以个人及家庭全部合法财产向“16 瑞茂 01”和“16 瑞茂 02”债券持有人承担无限连带责任保证担保。

债券募集资金用途为偿还公司债务和补充营运资金。截至 2016 年底，“16 瑞茂 01”募集资金全部用于补充营运资金；“16 瑞茂 02”募集资金中 2.00 亿元用于偿还公司债务，剩余部分用于补充营运资金。两期债券资金使用情况符合募集说明书承诺。

公司已于 2017 年 3 月 1 日支付了“16 瑞茂 01”自 2016 年 3 月 1 日至 2017 年 2 月 28 日的利息，于 2017 年 6 月 13 日支付了“16 瑞茂 02”自 2016 年 6 月 13 日至 2017 年 6 月 12 日的利息。

三、行业分析

瑞茂通属于大宗商品供应链管理行业，主要从事煤炭供应链管理业务。

1. 行业概况

煤炭是重要的基础能源和化工原料，在我国国民经济中占据重要的战略地位。我国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”，既有的能源禀赋结构造成煤炭在我国一次能源消费结构中所占的比重达到 60%以上，“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著，而且在未来相当长的时期内，我国以煤为主的能源供应格局不会改变。

从行业供需角度看，2016 年，煤炭行业供给侧结构性改革逐步深入。煤炭供给方面，2016 年，煤炭供给侧改革计划去产能目标 2.50 亿吨，已超额完成，原煤产量较上年下降 10.22%至 33.64 亿吨。煤炭需求方面，我国 2016 年煤炭销量累计 32.70 万吨，同比下降 6.84%；我国煤炭的需求主要来自于电力、建材、钢铁等行业，约占煤炭总需求的 82.50%，其中电力需求约占 50%。2016 年我国火力发电量为 43,957.70 亿千瓦时，同比增长 4.41%；电力消费方面，全社会用电量总计同比增长 6.66%，其中第二产业用电量同比增长 5.15%。宏观经济景气度回升带动第二产业等主要耗煤行业产品产量增长。2016 年，电煤累计发送量为 13.44 亿吨，同比下降了 2.8%。2016 年底，重点煤炭企业煤炭库

存 0.93 亿吨，较年初下降了 27.3%；重点发电企业煤炭库存 0.65 亿吨，较年初下降 11%。

煤炭铁路运输方面，2016 年，我国国有重点煤矿煤炭铁路调运量为 10.37 亿吨，同比下降 4.10%。主要煤炭运输通道中，大秦线 2016 年煤炭运量为 3.51 亿吨，同比下降 11.52%；侯月线 2016 年煤炭运量为 0.79 亿吨，同比下降 2.80%。煤炭港口运输方面，2016 年重点港口运输量为 6.44 亿吨，同比增长 0.08%。2016 年煤炭进口 2.56 亿吨，同比增长了 25.2%；煤炭出口 878.06 万吨，同比增长了 64.5%。

从煤炭价格来看，2016 年以来，受供给侧改革压缩煤炭产量影响，主要煤种价格迅速反弹，综合煤炭价格指数迅速上扬，由年初 124.90 点上涨至年底的 160.00 点，2017 年一季度，综合煤炭价格指数在 150 点~160 点震荡。

总体看，2016 年，我国煤炭产量和销量均有所下降；煤炭价格指数反弹上扬；煤炭铁路运输量略有下降；受供给侧改革影响，重点煤炭企业和重点发电企业的煤炭库存均有所下降；煤炭出口量和进口量均大幅增长。

2. 行业政策

2016 年 2 月，国务院发布了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，明确了“从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右”的目标。同时，对于降低产能引发的职工安置这一核心问题提出了解决办法。

2016 年 3 月，国家发改委、人社部、国家能源局、国家煤矿安监局四部门联合印发《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》，要求全国煤矿自 2016 年起按照全年作业时间不超过 276 个工作日，将煤矿现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整，作为新的合规生产能力。通知进一步从定量方面严格规定了全国煤矿生产能力，加速现有产能的淘汰以及整合，从供给侧改变煤炭市场现有供需关系。

总体看，2016 年，我国煤炭行业处于政府主导的自上而下的淘汰、优化煤炭产能阶段。行业优化产能政策频出，有利于未来煤炭市场供需的平衡以及价格稳定；大型煤企的生存环境将进一步优化，而中小型煤企的生存空间将进一步缩小。

3. 行业关注

（1）基础设施建设滞后

我国铁路煤运通道能力不足，导致公路煤炭长途运输量持续增加。同时，储配基地建设滞后，主要港口吞吐能力不足，集疏运系统不匹配，应急保障能力有待进一步提高。

（2）市场主体服务水平和技术水平较低

煤炭物流服务主体“小、散、弱”，大多从事运输、仓储、装卸等单一业务，综合服务能力弱。部分服务主体缺乏现代物流理念，供应链管理和社会化服务能力不强。物流资源配置不合理，设施利用率低。同时煤炭物流标准化程度低，各物流要素之间难以做到有效衔接和兼容。整体物流技术装备水平低，运行效率不高。

（3）煤炭物流成本高

煤炭物流各环节税率不统一，不合理收费多，税费重复征收，企业负担重。物流通道不完善，部分物流环节衔接不畅，流通效率低。煤炭从产地到主要消费地，流通环节费用较高。

（4）煤炭价格波动风险

煤炭供应链管理企业需要保持适量的煤炭资源库存以保证对下游客户的稳定供应，此外从煤炭采购到通过加工后配送给下游用户的过程中通常也会形成一定量的在途货物。若煤炭价格在短期内

大幅波动，可能会对行业整体经营业绩造成不利影响。

4. 未来发展

从煤炭供应链未来发展看，首先，煤炭供应链市场参与者较多，竞争激烈，做大做强并全流程供应链增值服务是煤炭供应链行业的发展趋势。其次，供应链金融服务是供应链管理服务体系的重要外延方向。供应链金融服务根据交易中构成的链条关系和行业特点设定融资方案，能够将资金有效注入到供应链上的相关企业，以资金流捆绑供应链链条，进一步推动供应链管理服务的的发展，形成产融结合、协同共生的良性发展态势。最后，推动煤炭供应链平台建设是未来发展重点。通过推动供应链平台建设，可以联合金融、监管、检验、港口仓储等相关利益方，实现产业链上下游企业的高效无缝对接，充分满足其煤炭撮合交易、物流仓储、支付、结算和金融等全方位的需求，使交易更高效、更透明，构建全产业链的良性生态圈。

四、管理分析

跟踪期内，公司管理制度无重大变化。

2016年3月，董事会选举燕刚为副董事长，燕刚辞去总经理职务；公司董事会聘任凌琳为总经理，凌琳辞去职工监事一职；职工代表大会选举刘春燕为职工监事。2016年11月，万永兴、刘轶因工作原因分别辞去董事长和副董事长职务，董事会选举燕刚为董事长。2017年6月，公司总经理凌琳因工作变动原因辞职，公司董事会聘任李群立为公司总经理；公司财务总监李艾君因工作变动原因辞职，公司董事会聘任刘建辉为公司财务总监。

公司现任董事长燕刚先生，1978年出生，郑州大学MBA，长江商学院EMBA，2007年7月至2010年12月任河南中瑞集团有限公司总裁，2010年12月至2012年8月任郑州瑞茂通董事、经理、总裁，2012年8月起任瑞茂通董事，2012年8月至2016年3月任公司总经理。2016年3月至2016年11月任公司副董事长，2016年11月起任公司董事长。

公司现任总经理李群立先生，1982年生，清华大学EMBA，2005年9月至2010年12月任河南中瑞集团有限公司襄垣办事处经理、总裁助理兼行政人力资源部经理，2010年12月至2012年8月任江苏晋和电力燃料有限公司北京事业部总经理，2012年10月至今任公司副总经理。2016年12月8日起，任公司董事。2017年6月起，任公司总经理职务。

公司现任财务总监刘建辉先生，1973年生，大学本科学历，中国注册会计师，2008年10月至2009年7月在立信会计师事务所任项目经理，2009年7月至2014年5月在瑞华会计师事务所任高级项目经理、经理等，2014年5月起，在公司先后担任财务管理部总经理、财务管理公司总经理等职务。2017年6月起，任公司财务总监。

总体看，跟踪期内，公司管理制度无重大变化。公司管理层发生了重大人事变动，联合评级会持续关注相关变动对公司经营的影响。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括以煤炭为主的供应链管理业务和供应链金融业务两类，无重大变化。

从营业收入规模看，2016年，公司营业收入212.34亿元，同比大幅增长125.77%，主要系供应链管理业务规模大幅增长所致。从业务构成看，供应链管理业务仍然是公司营业收入的主要来源，

2016 年供应链管理业务收入大幅增长 135.79%，系煤炭行业供给侧改革，市场行情较好，公司煤炭供应链管理业务顺势开拓煤炭供应链业务，其规模大幅扩张以及公司拓展油品等大宗商品贸易业务所致；2016 年占营业收入的 96.52%，占比上升 4.11 个百分点。2016 年供应链金融收入 7.40 亿元，同比增长 3.70%，变动较小，占 2016 年营业收入的比重为 3.48%，占比略有下降。

从毛利率情况来看，2016 年供应链管理业务毛利率为 6.35%，同比下降了 2.98 个百分点，系公司新开辟的油品等大宗商品毛利率较低所致；供应链金融业务毛利率为 90.88%，同比上升了 5.71 个百分点，主要系 2016 年公司通过自有资金和和股东资金支持使得融资成本下降所致。2016 年，公司综合毛利率为 9.29%，同比下降了 5.79 个百分点。

表 1 2015~2016 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供应链管理	86.92	92.41	9.33	204.94	96.52	6.35
供应链金融	7.14	7.59	85.17	7.40	3.48	90.88
合计	94.05	100.00	15.08	212.34	100.00	9.29

资料来源：公司年报

2017 年 1~3 月，公司营业收入 52.33 亿元，同比增长 128.42%，维持高速增长态势，主要系供应链管理业务持续增长所致；供应链管理业务毛利率继续下降至 4.16%，供应链金融业务毛利率上升至 97.69%，公司综合毛利率为 10.81%，较 2016 年有所回升；营业利润 3.77 亿元，同比增长 103.25%。

总体看，煤炭供应链管理业务是公司收入的主要来源且发展较快，但随着公司供应链管理业务由煤炭向油品等大宗商品扩展，公司供应链管理业务毛利率水平下降；供应链金融业务是公司收入的补充，毛利率有所提升。

2. 供应链管理业务

煤炭供应链管理仍是公司供应链管理的主要业务，2015 年 10 月，公司成立冶金事业部、纺织品事业部，正式涉足非煤炭大宗商品领域。2016 年公司供应链管理收入中，煤炭业务占 67.45%，油品占 13.17%，铁矿石占 7.29%，棉花占 1.71%，其他占 10.38%。煤炭业务仍然为公司供应链管理业务的主要收入和利润来源，新增油品等业务毛利率较低。2016 年，公司煤炭供应链管理流程无变化，公司主要为供应链上下游客户提供分销服务和运力配置服务。

表 2 2015~2016 年公司供应链管理业务情况（单位：亿元、%）

供应链商品	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	78.75	90.63	7.85	138.23	67.45	7.97
油品	--	--	--	26.99	13.17	0.99
铁矿石	2.23	2.56	1.12	14.95	7.29	1.48
棉花	0.27	0.31	1.59	3.50	1.71	1.94
其他	5.65	6.50	33.23	21.27	10.38	9.47
合计	86.90	100.00	9.33	204.94	100.00	6.35

资料来源：公司提供

(1) 煤炭采购

2016年，公司国际采购模式和定价方式无重大变化，现阶段主要煤炭进口国包括印度尼西亚、澳大利亚、印度尼西亚、俄罗斯等。公司对煤炭等相关业务实施套期保值，降低价格波动带来的风险，同时采取锁定汇率措施，降低汇率波动风险。国内煤炭采购方面，2016年，公司继续采取“以销定购”的采购模式，根据与客户签订的购销合同要求，以满足需求为依据，挑选合适的供应商及煤种进行采购，经掺配、加工、各项指标达到客户要求后，送到客户指定地点。采购结算模式未发生变化。

2016年，伴随公司煤炭供应链业务规模扩大，公司煤炭采购量共4,275.57万吨，同比大幅增长52.26%，其中进口煤炭采购量和国内煤炭采购量占比分别为43.48%和56.52%，国内煤炭采购占比上升，主要系伴随国内供给侧改革，公司为整合国内上游企业，扩大市场份额，加大了国内采购的规模。从采购额来看，2016年，公司采购额为122.27亿元，同比增长61.06%。

表3 2015~2016年公司煤炭采购情况（单位：万吨、万元、元/吨、%）

项目	2015年	2016年	增长率
采购量	2,808.00	4,275.57	52.26
其中：进口	1,617.00	1,859.23	14.98
国内采购	1,191.00	2,416.35	102.88
采购额	759,170.27	1,222,697.80	61.06
其中：进口	455,602.28	472,237.93	3.65
国内采购	303,567.99	750,459.88	147.21
采购均价	270.36	285.97	5.77
其中：进口	281.76	254.00	-9.85
国内采购	254.88	310.58	21.85

资料来源：公司提供

采购价格方面，2016年进口采购煤炭均价为254.00元/吨，较2015年有所下降，主要系公司2016年进口采购价格较低的低卡数煤炭较多所致；2016年供给侧改革导致国内采购价格有所上涨，为310.58元/吨。2016年，公司因布局国内市场，内购内销的业务规模较大，公司整体采购均价有所升高，为285.97元/吨，同比上升5.77%。

采购集中度方面，2016年公司供应链管理业务前五大供应商采购金额占总采购金额的27.12%，同比上升3.98个百分点，公司上游采购集中度尚可。

(3) 煤炭销售

2016年，公司的煤炭销售模式和结算方式未发生变化。

从销售区域看，公司煤炭主要为内销，已形成了覆盖华东、华南等沿海经济较发达地区的系统性销售网络。

从销售价格看，受煤炭整体价格上涨及采购煤炭品种调整的影响，2016年，公司煤炭销售均价为323元/吨，较2015年的282元/吨有所提升。

销售集中度方面，2016年公司供应链管理业务中前五大客户销售金额占总销售金额的19.51%，同比上升0.03个百分点，集中度仍较低。

(4) 其他大宗商品供应链管理业务

2016年，公司新增油品供应链管理业务。公司油品供应链管理业务，主要品种为燃料油和沥青，多为转口贸易，即供给端和销售端都在海外。目前公司油品采取“以销定采”的采购管理模式，中

间没有仓储环节。公司采购及销售的产品以合同约定的标准作为产品质量标准，约定以转移标的货物所有权的形式交付货物。目前公司的上游企业为油品批发商，下游为国内地方炼油厂在境外负责采购的分支机构、中石油和中石化的境外公司等，公司为供需双方提供贸易服务，并赚取贸易差价获得利润。2016年，公司油品供应链管理业务收入26.99亿元；毛利率为0.99%，毛利率低。

2016年，公司铁矿石业务规模有所增长。公司铁矿石供应链管理业务，采取“以销定购”的模式，公司先与供应商达成初步采购意向，然后寻找下游客户，待下游客户确定后，公司与供应商签订正式《采购合同》，并几乎同时与客户签订正式《销售合同》，公司以获取购销差价，价格基于交易当期普氏指数月均值确定。目前公司铁矿石供应链采购均来自海外。公司铁矿石供应链管理分为进口贸易和转口贸易。2016年，铁矿石供应链管理业务收入14.95亿元，同比增长4.84倍；毛利率为1.48%，同比上升0.36个百分点。

2016年，公司棉花供应链管理业务收入3.50亿元，有所增长；毛利率为1.94%，同比有所上升。

此外，公司2015年开始运营易煤网，易煤网2016年共计实现煤炭交易约7,160万吨，累计交易额超过310亿元；共计注册用户近3,000家，其中实现交易的用户1,300余家。易煤网平台目前尚处于推广阶段，暂未对用户收取费用。

总体看，公司煤炭供应链管理业务开展时间较长，上下游均积累了较多长期稳定的优质供应商和客户，业务规模较大，是公司稳定的收入和利润来源。在采购方面，由于国内实施供给侧改革，煤炭价格回升，公司布局国内煤炭市场，国内采购规模增长，煤炭采购成本有所上升；在销售方面，公司已形成了系统性销售网络，以降低区域集中度风险。公司大宗商品供应量业务规模有所增长，但毛利率水平较低，拉低了公司供应链管理业务的毛利率。

3. 供应链金融业务

公司供应链金融业务主要为保理业务。

截至2016年底，公司保理合同项下受让的应收账款余额约67.65亿元，同比增长11.47%，2016年实现收入7.27亿元，同比增长1.82%，净利润2.71亿元，同比下降15.05%，主要系2016年发生损失类保理业务，公司全部计提坏账准备所致。

2016年，公司保理业务客户数量无变化，但保理业务规模有所扩大，主要系单体客户业务规模增长所致。从业务盈利能力来看，2016年，该业务毛利率继续提升至90.88%，同比上升5.71个百分点。

截至2016年底，公司应收保理款余额中，正常类占98.08%，次级类占0.33%，损失类占1.59%；其中发生损失类应收保理款3笔共1.09亿元，已全部计提坏账准备。保理业务的损失对公司的利润造成一定影响。保理业务资金调动规模较大，对公司的风险控制能力形成一定挑战。

总体看，公司煤炭供应链金融业务是煤炭供应链管理业务的补充，2016年，保理业务规模增大，毛利率上升，但出现了损失类保理业务，对公司利润造成了一定影响。未来，伴随保理业务规模持续扩大，其资金调动规模较大，对公司的风险控制能力形成一定挑战。

4. 经营效率

2015~2016年，公司应收账款周转率分别为11.82次和10.48次，略有下降，主要系公司业务规模扩大，年底应收账款大幅增长所致；存货周转率分别为16.39次和59.45次，大幅增长主要系公司供应链管理业务规模扩大，结转成本大幅增长所致；总资产周转率分别为0.97次和1.53次，伴随营业收入规模的扩大，公司总资产周转率显著上升。

总体看，2016年，公司业务规模扩大、应收账款也相应增长，公司存货周转率和总资产周转率均大幅上升，应收账款周转率略有下降。整体看，公司经营效率良好。

5. 经营关注

(1) 煤炭价格波动对公司的采购范围选择和成本控制能力提出一定要求

2016年，公司国际煤炭采购均价略有下降；受煤炭行业供给侧改革的影响，国内煤炭价格波动上涨。公司布局国内煤炭市场，国内采购规模较大，煤炭采购成本有所上升。由于煤炭是国际大宗商品，越来越多的受到国际国内两个煤炭市场价格波动的影响，对公司的采购范围选择和成本控制能力提出一定要求。

(2) 汇率风险给公司经营带来不确定性

2016年，公司进口煤炭1,859.23万吨，进口煤炭金额折合人民币47.22亿元，规模仍较大。汇率波动影响到公司的采购成本。对此公司已经成立专门部门对汇率风险进行对冲，但仍需持续关注汇率变化对公司经营带来的影响。

(3) 供应链管理业务毛利率下降

2016年，公司煤炭供应链管理业务规模大幅增长，并逐渐拓展油品等大宗商品供应链管理业务，但公司供应链管理业务的毛利率水平有所下降，大规模的业务扩张对公司的经营能力提出了挑战。

(4) 保理业务风险对公司风险控制能力提出挑战

公司保理业务开展时间不长，但近两年保理业务规模增长较快，2016年底保理资产规模67.65亿元。保理业务的增长一方面提升了公司全产业链服务的能力，另一方面也对公司风险控制能力提出新的挑战。随着公司保理业务发展，应收保理款规模有所增长。截至2016年底，保理资产规模67.65亿元。公司已经发生3笔损失类保理业务，共计提坏账准备1.09亿元，对公司利润造成一定影响。如果商业保理业务客户的偿债能力出现问题，会严重影响保理融资金的到期回收，公司将承受资产损失风险。

6. 未来发展

公司整体战略目标是以煤炭为先导，积极涉足其他大宗商品，通过资本运作，借助互联网、创新经营模式，实现产业与金融的高度融合，推行平台战略，成为全球领先的大宗商品供应链平台服务商。

未来，公司将继续践行产业战略，根据行业发展及自身变化情况，不断深耕优化现有商业模式的同时，积极打造大宗商品的瑞茂通模式。引领产业变革，扩大产业规模，增强核心竞争力，切实提高公司盈利能力。

公司将围绕“产业+金融+电商+平台合伙制”的战略导向全面开展工作。首先以大宗商品供应链板块为主，形成以煤炭、油品、铁矿石、有色金属、棉花等全链条大宗商品供应链业务；以规模为导向，充分利用期货、纸货等金融衍生工具来规避市场风险；不断的培育大宗商品的线下管理能力，为搭建大宗商品的综合电商打下线下基础；其次公司将大力发展供应链金融板块。把供应链金融作为独立产业去培育，完善并强化可视化供应链金融风控体系，实现业务发展与投融资自我强化的闭环，依托电商平台，寻找供应链资产端的蓝海，并且打通资金端，实现资产端和资金端的无缝对接；再次，大宗商品电子商务板块，易煤网未来要打造成一个集合产业链各环节要素的第三方企业级服务平台，通过互联网实现资源的一键式配送。三个即独立发展又相互协同的战略板块将成为公司的核心竞争力，其中大宗商品供应链业务是所有业务的基础；供应链金融是链接商品与电商的纽带；

电商是金融与商品贸易的结合体。

总体看，公司的经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。未来随着经营规模的进一步扩大和供应链金融的发力，公司整体竞争力有望进一步增强。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2016 年度财务报告均已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见；公司 2017 年一季度财务报告未经审计。公司财务报告除按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布并于 2014 年修订的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制外，还按照中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露有关财务信息。2016 年财务报告中，公司子公司天津瑞茂通商业保理有限公司 2015 年度期末应收保理款坏账准备计提不充分。为此公司对 2015 年会计差错进行了更正，并对 2015 年度财务报表做了追溯调整，本报告 2015 年数据来自 2016 年审计报告追溯调整后的期初数据。

从合并范围变化来看，2016 年，公司新成立子公司 3 家，处置子公司 1 家。考虑到公司合并范围变化主要涉及新设子公司，对公司财务数据可比性影响有限，公司财务数据的可比性较高。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 163.75 亿元，负债总额 117.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 46.29 亿元，其中归属于母公司所有者权益 46.26 亿元。2016 年，公司实现营业收入 212.34 亿元，净利润（含少数股东损益）5.27 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 5.31 亿元；经营活动产生的现金流量净额-40.94 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.55 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 171.23 亿元，负债总额 122.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 48.89 亿元，其中归属于母公司所有者权益 48.87 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 52.33 亿元，净利润（含少数股东损益）2.67 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 2.69 亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.63 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.90 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 163.75 亿元，较年初大幅增长 42.96%，主要系流动资产增长所致。公司资产结构中，流动资产占 91.84%，非流动资产占 8.16%，符合公司业务特点。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产 150.39 亿元，较年初增长 46.00%，主要系货币资金和应收账款增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 23.57%）、应收账款（占 20.65%）和应收保理款（占 44.98%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金 35.45 亿元，较年初大幅增长 55.82%，主要系公司 2016 年业务规模增加，相应地在金融机构开具票据、信用证和期货合约保证金等增长所致。公司资金受限比例为 58.39%，受限比例较高，主要为在金融机构开具票据、信用证和期货合约保证金等。

截至 2016 年底，公司应收账款 31.06 亿元，较年初增长 38.12%，主要系主营业务扩张所致。从账龄结构看，公司应收账款余额中，6 个月内部分占 97.09%，公司应收账款账龄较短。公司共计计提坏账准备 0.19 亿元，计提比例为 0.60%，考虑到公司应收账款账龄较短，坏账准备计提额尚可。从集中度看，公司应收账款前五大余额共占 23.59%，较年初略有下降，集中度不高。虽然公司应收账款账龄较短，但规模较大，对公司仍形成一定资金占用。

截至 2016 年底，公司应收保理款 67.65 亿元，较年初增长 11.47%，主要系公司供应链金融业务规模增长所致。截至 2016 年底，公司应收保理款余额中，正常类占 98.08%，公司保理业务目前风险较低。从集中度看，公司应收保理款前五大客户共占 22.72%，集中度不高。公司保理款按照保理客户风险类型划分计提坏账准备，共计提坏账准备 1.20 亿元，计提比例为 1.75%，计提比例尚可。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产 13.36 亿元，较年初增长 15.85%，主要系可供出售金融资产增长所致。截至 2016 年底，公司非流动资产以可供出售金融资产（占 20.55%）和长期股权投资（占 66.80%）为主。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 2.75 亿元，较年初大幅增长 149.64%，主要系公司追加了对南京华泰瑞联并购基金（有限合伙）的投资 1.00 亿元，新增了对北京华泰瑞联并购基金（有限合伙）投资 0.40 亿元和对浙江钢为网络科技有限公司投资 0.38 亿元所致。公司可供出售金融资产均按成本计量。2016 年，公司可供出售金融资产实现分红 0.34 亿元，公司可供出售金融资产未出现减值迹象，未计提减值准备。

截至 2016 年底，公司长期股权投资 8.92 亿元，较年初下降 10.23%，主要系转让被投资单位北京中瑞瑞兴供应链管理有限公司股权给关联方郑州旻瑞企业管理咨询有限公司所致。公司长期股权投资企业目前经营状况正常，未发生减值迹象，公司未计提减值准备。

截至 2016 年底，公司受限资产共 24.90 亿元，以用于开立信用证、银行承兑汇票和期货等保证金（占 83.13%，计入货币资金）和开立票据质押的资管计划（占 13.65%，计入其他流动资产）为主。公司资产受限比例为 15.21%，公司受限比例较小。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额合计 171.23 亿元，较年初增长 4.57%，变化较小。其中流动资产占 92.28%，非流动资产占 7.72%，流动资产占比进一步提高。

总体看，由于供应链管理业务和供应链金融服务业务的规模扩大，公司资产规模大幅增长。公司资产以流动资产为主，其中应收保理款规模较大且风险可控；公司货币资金余额规模较大，但是其中使用受限资金占比较高；公司应收账款规模较大，仍有一定资金占用；公司非流动资产以长期股权投资为主。公司整体资产流动性较好，资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 117.46 亿元，较年初增长 60.07%，主要系公司短期融资规模增长及发行债券所致。其中，流动负债占 62.26%，非流动负债占 35.88%。

截至 2016 年底，公司流动负债 73.13 亿元，较年初微降 0.32%，变动较小。公司流动负债以短期借款（占 46.38%）、应付票据（占 13.33%）、应付账款（占 13.51%）和其他应付款（占 17.72%）为主。

截至 2016 年底，公司短期借款 33.92 亿元，较年初大幅增长 156.84%，系公司短期融资规模扩大及票据贴现后转至短期银行借款所致。公司短期借款以质押借款（占 88.21%，主要为银行承兑汇票贴现及信用证押汇）为主，保证借款和信用借款各占 5.90%。

截至 2016 年底，公司应付票据 9.75 亿元，较年初大幅下降 58.81%，系公司应付票据贴现所致。公司应付票据中银行承兑汇票占 82.65%，其余为商业承兑汇票。

截至 2016 年底，公司应付账款 9.88 亿元，较年初增长 90.59%，主要系业务规模扩大所致。公司应付账款均为应付货款。

截至 2016 年底，公司其他应付款 12.96 亿元，较年初下降 31.88%，主要系偿还非银行金融机构拆借资金所致。截至 2016 年底，公司分别拆入诺亚商业保理有限公司、中原资产管理有限公司和中国华融资产管理股份有限公司河南省分公司资金 5.00 亿元、4.00 亿元和 1.99 亿元。公司其他应付款以拆入资金（占 84.80%，已计入短期债务）、应付运费（占 6.40%）和往来款（占 6.34%）构成。

截至 2016 年底，公司非流动负债 44.33 亿元，较年初大幅增长 2,993.83 倍，主要系公司 2016 年发行债券所致。公司非流动负债以应付债券为主（占 99.95%）。截至 2016 年底，公司应付债券余额 44.31 亿元，主要系公司 2016 年发行“16 瑞茂 01”、“16 瑞茂 02”、“16 瑞茂通”、“16 瑞通 01”和“16 瑞通 02”所致。公司债券主要集中于 2019 年到期，公司有一定集中偿付压力。

2016 年初公司债务均为短期债务，2016 年，公司发行多支公司债券。受此影响，截至 2016 年底，公司全部债务 99.14 亿元，较年初大幅增长 55.56%。公司全部债务中，短期债务占 55.31%，长期债务占 44.69%。截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 71.73%、68.17%，分别较年初上升 7.67 个百分点和 7.41 个百分点，公司长期债务资本化比率为 48.90%。公司债务结构有所改善，但债务负担有所加重，考虑到公司债券的偿还期限，公司仍存在一定的集中偿付压力。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 122.33 亿元，较年初增长 4.15%，变动较小。其中流动负债占 64.12%，非流动负债占 35.88%，流动负债占比进一步上升。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 94.29 亿元，较年初下降 4.89%，变动较小；其中短期债务占 53.50%，长期债务占 46.50%，短期债务占比略有下降。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 71.45%、65.85% 和 47.28%，较年初略有下降。

总体看，伴随公司 2016 年发行债券及短期银行借款规模增长，公司资产负债率较高，债务负担加重；公司债务偿还期限较为集中，有一定集中偿付压力。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 46.29 亿元，较年初增长 12.46%，主要系未分配利润增长所致。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占 99.93%；归属于母公司所有者权益中股本占 21.97%，资本公积占 32.73%，盈余公积占 2.03%，未分配利润占 43.33%，公司所有者权益结构稳定性一般。截至 2016 年底，公司股本、资本公积较年初变动较小，分别微降 0.09% 和微增 1.45%。截至 2016 年底，公司未分配利润 20.05 亿元，较年初增长 32.11%。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 48.89 亿元，较年初增长 5.63%，系未分配利润增长所致，变动较小。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占 99.96%，占比进一步提升。

总体看，受未分配利润增长影响，公司所有者权益有所增长；未分配利润占比较高，公司所有者权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

得益于公司扩大供应链管理业务规模，2016 年公司实现营业收入 212.34 亿元，同比大幅增长 125.77%。由于公司布局国内煤炭市场，采购价格略高的国内煤采购规模较大，以及拓展毛利率较低的油品大宗商品业务，2016 年，公司营业成本 192.61 亿元，同比增长 141.16%，增幅超过营业收入。2016 年公司营业利润 6.40 亿元，同比大幅增长 64.50%；净利润 5.27 亿元，同比增长 28.75%。

2016 年，公司期间费用总额 15.94 亿元，同比增长 58.37%，主要系业务规模扩大所致。其中营销费用占 55.13%，管理费用占 13.96%，财务费用占 30.91%。2016 年，公司销售费用 8.79 亿元，同比增长 50.71%，系业务规模扩大，运杂费、港务费等费用增加，从而引起销售费用增加；管理费用 2.22 亿元，同比增长 45.05%，系公司发行债券支付的咨询及中介服务费增加，引进大量高端人才致

使人工费用（薪酬）增加，实施股票期权激励计划需按期确认相关费用所致；财务费用 4.93 亿元，同比增长 82.48%，系融资规模扩大致使公司利息支出费用增加，同时由于汇率波动致使汇兑损益增加所致。

2016 年，公司投资收益 3.39 亿元，较上年大幅增长 494.15%，主要系公司 2016 年处置交易性金融资产获得收益 2.66 亿元所致，但持续性较弱，2016 年公司投资收益占营业利润比重为 53.01%，同比上升 38.33 个百分点，对营业利润影响较大。公司 2016 年营业外收入 0.81 亿元，同比下降 43.97%，主要系 2015 年公司获得烟台和泰州地方资金扶持较多，但公司政府补助持续性较弱；2016 年营业外收入占利润总额的 11.49%，同比下降 15.76 个百分点，对利润总额影响较小。

从盈利指标看，伴随公司所有者权益增长以及融资规模扩大，2016 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别同比下降 0.24 个百分点、0.23 个百分点和 1.00 个百分点至 7.12%、7.70% 和 12.06%。公司盈利能力指标略有下降，但整体仍处于较好水平。

2017 年 1~3 月份，公司以煤炭为主的大宗商品供应链业务规模持续扩大，实现营业收入 52.33 亿元，同比大幅增长 128.42%；公司实现营业利润 3.77 亿元，同比增长 103.25%；净利润 2.67 亿元，同比增长 89.34%。

总体看，受到公司业务规模增长的影响，公司营业收入规模持续扩大；公司投资收益对营业利润有较大影响；2016 年公司盈利能力指标略有下降，但仍处于较好水平。未来随着公司业务规模的不断扩大，公司自身盈利能力有望继续增强。

5. 现金流

从经营活动看，2016 年公司供应链管理业务规模扩张，经营活动现金流入量和流出量均大幅增长，其中，经营活动现金流入 304.09 亿元，同比大幅增长 92.73%；经营活动现金流出 345.03 亿元，同比大幅增长 123.99%，增幅大于经营活动现金流入，主要系公司开展毛利率较低的大宗商品供应链管理业务所致。2016 年公司经营活动现金流量净额由正转负，为 -40.94 亿元。2016 年，公司现金收入比为 108.40%，同比上升 7.87 个百分点，公司收入实现质量有所提高。

从投资活动看，2016 年公司投资活动现金流入 12.43 亿元，大幅增长 1,341.24%，主要系收到到期投资所致；投资活动现金流出 8.13 亿元，同比下降 0.60%，变动较小。2016 年，公司投资活动现金流量净额由负转正，为 4.30 亿元。

从筹资活动看，2016 年公司筹资活动现金流入 154.10 亿元，同比大幅增长 145.21%，系发行债券和银行借款规模增长所致；筹资活动现金流出 106.46 亿元，同比增长 75.45%，主要系偿还到期银行借款所致。2016 年公司筹资活动现金流量净额 47.65 亿元，同比大幅增长 2,096.30%。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 7.63 亿元；投资活动现金流量净额为 1.30 亿元；筹资活动现金流量净额为 5.45 亿元；现金及现金等价物净增加 0.90 亿元。

总体看，公司 2016 年供应链管理业务规模扩张，经营活动产生的现金流入和流出均大幅增长，经营活动现金流量净额变为净流出；受收回投资影响，公司投资活动产生的现金流量由负转正；公司筹资规模扩大，筹资活动产生的现金流量呈大规模净流入状态。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率均大幅上升至 2.06 倍和 2.00 倍，主要系公司发行债券募集资金以及业务规模扩大应收账款大幅增长所致。截至 2016 年底，公司现金短期债务比为 0.70 倍，较年初大幅上升。整体看公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2016年，公司EBITDA为10.82亿元，同比增长38.23%，主要系业务规模扩大，利润总额增长以及融资规模扩大利息支出增长所致。2016年公司EBITDA以计入财务费用的利息支出（占33.59%）和利润总额（占65.48%）为主。2015~2016年，公司EBITDA利息倍数分别为3.29倍和2.98倍，略有下降，但公司EBITDA对利息保障程度尚可；公司EBITDA全部债务比分别为0.12倍和0.11倍，公司EBITDA对全部债务的保障能力较弱。总体看，公司长期偿债能力有待提升。

截至2017年3月底，公司不存在未决诉讼事项。

截至2017年3月底，公司对外担保共3.00亿元，均为关联方担保，占公司净资产的6.14%，担保金额占比较低，整体看公司或有负债风险不大。

截至2017年3月底，公司共获得授信额度29.99亿元，已使用授信余额为25.35亿元，尚未使用授信额度4.64亿元，公司间接融资渠道有待进一步扩宽。

根据中国人民银行2017年5月8日出具的企业信用报告（机构信用代码G1037060200022870I），公司存在的9笔未结清的不良贷款，共计1.24亿元，均为重组前九发股份的不良贷款，银行已出具证明，在九发股份重整计划执行完毕时已按比例得到清偿，公司不承担清偿责任。总体看，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力有待提升；并考虑到公司规模、行业地位，以及供应链管理业务规模扩大，公司未来收入规模有望进一步增长，公司偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年3月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为33.15亿元，为待偿本金合计（13亿元）的2.55倍，现金类资产对“16瑞茂01”和“16瑞茂02”待偿本金的覆盖程度较高；净资产48.89亿元，为待偿本金合计（13亿元）的3.76倍，公司净资产对“16瑞茂01”和“16瑞茂02”待偿本金的保障程度较高。

从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为10.82亿元，为待偿本金合计（13亿元）的0.83倍，公司EBITDA对“16瑞茂01”和“16瑞茂02”待偿本金的保障程度尚可。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动现金流入304.09亿元，为待偿本金合计（13亿元）的23.39倍，对“16瑞茂01”和“16瑞茂02”待偿本金的保障程度高。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位，公司对“16瑞茂01”和“16瑞茂02”的偿还能力强。

八、债券保护条款分析

郑州瑞茂通为“16瑞茂01”和“16瑞茂02”公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人担保范围包括本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

万永兴先生和刘轶先生以个人全部合法财产向本次债券持有人承担无限连带责任保证担保。担保范围包括应付债券持有人所持债券本息、违约金、损害赔偿金和实现债权费用的资产和权益。

1. 郑州瑞茂通

(1) 概况

郑州瑞茂通成立于 2010 年 7 月，注册资本为人民币 15.80 亿元，河南中瑞投资有限公司是其唯一股东。后历经多次股权变更，截至 2016 年底，郑州瑞茂通注册资本 28.30 亿元，控股股东为郑州瑞昌企业管理咨询有限公司（持股 85.00%），实际控制人为万永兴。

2016 年郑州瑞茂通经营范围无重大变化，目前主要业务为煤炭供应链管理与服务及有色金属贸易等业务。

截至 2016 年底，郑州瑞茂通拥有一级全资子公司一家，为上海远宜国际贸易有限公司（以下简称“上海远宜”），控股一级子公司两家，分别为瑞茂通（持股比例 60.81%）和石河子市弘睿瑞安股权投资合伙企业（有限合伙）（持股比例 99.00%）。郑州瑞茂通总部管理部门无重大变化。

截至 2016 年底，郑州瑞茂通合并资产总额 312.35 亿元，负债总额 218.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益）94.23 亿元，其中归属于母公司所有者权益 76.05 亿元。2016 年，郑州瑞茂通实现营业收入 336.84 亿元，净利润（含少数股东损益）5.17 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.27 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.50 亿元。

郑州瑞茂通注册地址：郑州航空港区新港大道北段金融广场大厦东侧 319 号；法定代表人：万永兴。

(2) 郑州瑞茂通经营情况

郑州瑞茂通的主要业务为大宗商品供应链管理业务，主要品种包括煤炭和有色金属；其中煤炭板块由瑞茂通负责运营，有色金属板块由上海远宜负责运营。2016 年，郑州瑞茂通剥离了大连中安泰石油化工有限公司和上海润宜石油化工有限公司。从业务规模来看，郑州瑞茂通的收入主要来自瑞茂通和上海远宜；2016 年，上海远宜的毛利率为-0.07%，净利润对郑州瑞茂通贡献程度极小，郑州瑞茂通净利润几乎全部来自瑞茂通。

表 4 2016 年郑州瑞茂通主要子公司基本情况表（单位：%、亿元）

公司名称	主要业务	持股比例	总资产	所有者权益	营业收入	净利润	经营活动现金流净额
瑞茂通供应链管理股份有限公司	煤炭供应链管理及服务	60.81	163.75	46.29	212.34	5.27	-40.94
上海远宜国际贸易有限公司	有色金属供应链管理及服务	100.00	34.11	2.21	102.20	0.16	18.89

数据来源：根据公司提供资料整理

瑞茂通经营分析具体见主体分析部分。

上海远宜于 2013 年 2 月成立，注册资本 5.00 亿元，业务范围主要包括有色金属贸易。上海远宜上游为国内有色金属贸易商；2016 年，上海远宜下游客户有 5 家，集中度较高，为国内的金属贸易商和电缆制造厂。从结算方式上看，上海远宜与上游供应商主要为现金电汇和银行承兑汇票，与下游客户主要采用先款后货的方式销售。2016 年，上海远宜实现有色金属贸易量约 40 万吨，较 2015 年增长 30%。2016 年，上海远宜实现营业收入 102.20 亿元，同比增长 19.71%；毛利率为-0.07%，同比下降 0.44 个百分点，上海远宜主营业务盈利能力较弱。

(3) 财务概况

郑州瑞茂通提供的 2016 年度审计报告经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的审计结论。审计报告按照最新企业会计准则及中国证券监督管理委员会《公开发行证

券的公司信息披露编报规则第 15 号-财务报告的一般规定》（2014 年修订）的披露规模编制。郑州瑞茂通 2016 年不再纳入合并范围子公司 6 家，截至 2016 年底，郑州瑞茂通纳入合并范围的一级子公司共 3 家。由于处置子公司规模较小，郑州瑞茂通财务数据可比性较高。

截至 2016 年底，郑州瑞茂通合并资产总额 312.35 亿元，负债总额 218.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益）94.23 亿元，其中归属于母公司所有者权益 76.05 亿元。2016 年，郑州瑞茂通实现营业收入 336.84 亿元，净利润（含少数股东损益）5.17 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.27 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.50 亿元。

资产质量

截至 2016 年底，郑州瑞茂通资产总额 312.35 亿元，较年初增长 40.04%，主要系流动资产增长所致。截至 2016 年底，郑州瑞茂通资产中，流动资产占 95.71%，以流动资产为主。

截至 2016 年底，郑州瑞茂通流动资产 298.95 亿元，较年初增长 42.72%，主要系货币资金、应收账款和其他应收款增长所致。郑州瑞茂通流动资产以货币资金（占 27.23%）、应收账款（占 11.07%）、应收保理款（占 22.63%）和其他应收款（占 29.91%）为主。

截至 2016 年底，郑州瑞茂通货币资金 81.40 亿元，较年初大幅增长 74.49%，主要系短期融资规模扩大及发行债券所致。郑州瑞茂通受限货币资金共 65.04 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和信用证保证金，受限比例为 79.90%，受限比例高。

截至 2016 年底，郑州瑞茂通应收账款 33.09 亿元，较年初大幅增长 182.38%，主要系各子公司供应链管理业务规模大幅增长所致。郑州瑞茂通应收账款集中在 6 个月内（占 96.85%）；郑州瑞茂通应收账款前五大共占 22.15%，集中度尚可。截至 2016 年底，郑州瑞茂通共计提坏账准备 0.19 亿元，计提比例 0.59%，鉴于供应链管理业务模式的特点及账龄结构，计提比例尚可。

截至 2016 年底，郑州瑞茂通应收保理款 67.65 亿元，均为瑞茂通保理款，较年初增长 11.47%，系瑞茂通保理业务规模增长所致，分析见主体部分。

截至 2016 年底，郑州瑞茂通其他应收款 89.43 亿元，较年初增长 39.74%，主要系往来款规模增长所致。郑州瑞茂通其他应收款中往来款占 99.59%，主要为关联方往来款。郑州瑞茂通其他应收款账龄主要集中在 6 个月内（占 99.43%），账龄较短；前五大客户应收款共占 83.35%，集中度较高。郑州瑞茂通其他应收款共计提坏账准备 0.02 亿元，计提比例为 0.02%，考虑到其他应收款主要为关联方往来款，计提比例尚可。郑州瑞茂通应收关联方往来款规模较大，对其形成一定的资金占用。

截至 2016 年底，郑州瑞茂通非流动资产 13.39 亿元，较年初下降 1.30%，变动较小。非流动资产以可供出售金融资产（占 20.50%）和长期股权投资（占 66.63%）为主。

截至 2016 年底，郑州瑞茂通可供出售金融资产 2.75 亿元，较年初增长 149.64%，主要系瑞茂通追加投资所致。郑州瑞茂通可供出售金融资产全部以成本计量，截至 2016 年底，郑州瑞茂通可供出售金融资产未发现减值迹象，未提及减值准备。

截至 2016 年底，郑州瑞茂通长期股权投资 8.92 亿元，较年初下降 10.23%，主要系收回对北京中瑞瑞兴供应链管理有限公司投资所致。

截至 2016 年底，郑州瑞茂通受限资产共 69.24 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和信用证保证金，受限比例为 22.17%，受限比例尚可。

整体上看，郑州瑞茂通资产规模增加，资产以流动资产为主。流动资产中以货币资金、应收保理款和其他应收款为主；货币资金中使用受限资金占比较高；其他应收款规模较大，对郑州瑞茂通形成一定资金占用；非流动资产以长期股权投资为主。郑州瑞茂通整体资产流动性尚可，资产质量尚可。

负债

截至 2016 年底，郑州瑞茂通负债合计 218.11 亿元，较年初大幅增长 62.68%，主要系发行债券所致。郑州瑞茂通负债结构中，流动负债占 76.91%，非流动负债占 23.09%，结构较年初变化不大。

截至 2016 年底，郑州瑞茂通流动负债 167.75 亿元，较年初增长 35.05%，主要系短期借款、应付票据和其他应付款增长所致。流动负债以短期借款（占 35.31%）、应付票据（占 38.01%）、应付账款（占 6.90%）、其他应付款（占 8.04%）和一年内到期的非流动负债（占 6.59%）为主。

截至 2016 年底，郑州瑞茂通短期借款 59.23 亿元，较年初增长 38.59%。截至 2016 年底，郑州瑞茂通应付票据 63.76 亿元，较年初增长 35.92%，主要系业务规模扩大所致。截至 2016 年底，郑州瑞茂通应付账款 11.58 亿元，较年初增长 74.24%，系供应链管理业务规模增长，应付货款增长所致。截至 2016 年底，郑州瑞茂通其他应付款 13.48 亿元，较年初增长 46.49%，主要系资金拆借规模增长所致；郑州瑞茂通其他应付款中资金拆借占 82.53%，已经计入短期债务。截至 2016 年底，郑州瑞茂通一年内到期非流动负债 11.05 亿元，为即将到期转入流动负债的长期借款，较年初下降 3.59%，变动较小。

截至 2016 年底，郑州瑞茂通非流动负债 50.37 亿元，较年初大幅增长 410.52%，主要系瑞茂通发行债券所致。郑州瑞茂通非流动负债以长期借款（占 11.99%）和应付债券（占 87.97%）为主。

截至 2016 年底，郑州瑞茂通长期借款 6.04 亿元，较年初下降 38.69%。截至 2016 年底，郑州瑞茂通应付债券 44.31 亿元，系瑞茂通 2016 年发行的“16 瑞茂 01”、“16 瑞茂 02”、“16 瑞茂通”、“16 瑞通 01”和“16 瑞通 02”；郑州瑞茂通债券集中于 2019 年到期，有一定集中偿付压力。

截至 2016 年底，郑州瑞茂通全部债务 195.70 亿元，较年初大幅增长 70.24%，主要系短期借款和应付票据规模增长及发行债券所致。郑州瑞茂通全部债务以短期债务为主，占 74.27%。从债务指标看，2016 年，郑州瑞茂通资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.83%、67.50%和 34.82%，分别较年初上升了 9.72 个百分点、11.13 个百分点和 24.85 个百分点。郑州瑞茂通债务集中于短期，有一定集中偿付压力，2016 年债务负担有所加重，但整体债务规模尚属可控。

总体看，随着业务规模扩大，郑州瑞茂通短期融资规模扩大，债务负担加重；伴随瑞茂通发行公司债，郑州瑞茂通债务结构有所优化，但仍以短期债务为主；考虑到公司债券到期日比较集中，其面临一定的短期偿债压力和集中偿付压力。

所有者权益

截至 2016 年底，郑州瑞茂通所有者权益 94.23 亿元，较年初增长 5.93%，变化较小。所有者权益中，归属于母公司所有者权益占 80.71%，较年初下降 1.07 个百分点。归属于母公司所有者权益主要以实收资本（占 37.21%）、资本公积（占 40.94%）和未分配利润（占 21.88%）为主，其中资本公积以资本溢价为主，占比超过 99%。郑州瑞茂通权益结构变动较小，仍较稳定。

总体看，2016 年，郑州瑞茂通所有者权益结构变动较小，结构较稳定。

盈利能力

随着业务规模的不断扩大，郑州瑞茂通营业收入大幅增长，2016 年，郑州瑞茂通实现营业收入 336.84 亿元，同比增长 73.68%。2016 年，郑州瑞茂通实现营业利润 6.35 亿元，同比增长 67.12%；净利润 5.17 亿元，同比增长 32.05%。

2016 年，郑州瑞茂通费用总额 16.67 亿元，同比增长 64.00%，主要系销售费用和财务费用增长所致。公司费用总额中销售费用占 53.28%，管理费用占 14.53%，财务费用占 32.19%。2016 年，销售费用 8.88 亿元，同比增长 50.81%，系业务规模扩大，运杂费、港务费等费用增加所致；管理费用 2.42 亿元，同比增长 40.81%，主要系瑞茂通实施融资项目支付的咨询及中介服务费增加，引进大量

高端人才致使人工费用（薪酬）增加，实施股票期权激励计划需按期确认相关费用所致；财务费用 5.37 亿元，同比增长 110.01%，主要系融资规模扩大利息支出增长及汇率波动造成汇兑损失增长所致。2016 年，郑州瑞茂通费用收入比为 4.95%，同比下降 0.29 个百分点，期间费用控制能力较好。

2016 年，郑州瑞茂通投资收益 3.73 亿元，同比增长 476.31%，主要为处置金融资产取得的投资收益，持续性较弱，占营业利润的 58.74%，对营业利润影响较大。2016 年，郑州瑞茂通营业外收入 0.82 亿元，同比下降 43.64%，主要系 2015 年瑞茂通收到烟台和泰州地方扶持基金规模较大所致；2016 年，营业外收入占利润总额的 11.63%，对利润总额影响较小。

从盈利指标看，2016 年，郑州瑞茂通营业利润率、总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.91%、4.33%、4.69% 和 5.65%，分别同比下降 1.19 个百分点、0.13 个百分点、0.15 个百分点和 0.20 个百分点。郑州瑞茂通盈利能力指标尚可。

总体来看，郑州瑞茂通业务规模扩大，收入大幅增长，投资收益对营业利润影响较大；主营业务盈利能力尚可。

现金流分析

从经营活动看，2016 年，郑州瑞茂通经营活动现金流入 584.82 亿元，同比大幅增长 112.02%，主要系业务规模扩大及往来资金规模增长所致。2016 年，郑州瑞茂通经营活动现金流出 583.56 亿元，同比增长 109.45%。2016 年，郑州瑞茂通经营活动现金流量净额 1.27 亿元，由负转正。2016 年，郑州瑞茂通现金收入比为 111.15%，同比上升 8.69 个百分点，收入实现质量有所提高。

从投资活动看，2016 年，郑州瑞茂通投资活动现金流入 15.65 亿元，同比下降 63.10%，主要系 2015 年收回投资收到现金规模较大所致。2016 年，郑州瑞茂通投资活动现金流出 19.79 亿元，同比大幅下降 78.33%，主要系 2015 年对外投资规模较大。2016 年，郑州瑞茂通投资活动现金流量净额 -4.14 亿元，仍表现为净流出，但净流出额同比下降 91.54%。

从筹资活动看，郑州瑞茂通 2016 年筹资活动现金流入 189.63 亿元，同比增长 25.99%，主要系发行债券募集资金和短期融资规模扩大所致。2016 年，筹资活动现金流出 174.39 亿元，同比增长 76.93%，主要系偿还银行借款和资金拆借支付现金规模较大所致。2016 年，郑州瑞茂通筹资活动现金流量净额为 15.25 亿元，同比大幅下降 70.66%。

总体看，2016 年，郑州瑞茂通经营活动现金流量由负转正，投资活动规模缩小，筹资力度加大。未来随着公司保理业务规模不断扩大，对资金的需求将不断增加。

偿债能力

从短期偿债能力看，2016 年底，郑州瑞茂通流动比率和速动比率较年初分别增长 0.09 倍，至 1.78 倍和 1.75 倍。受发行债券募集资金的影响，2016 年底，现金短期债务比为 0.58 倍，较年初略有增长。郑州瑞茂通短期偿债能力有所提高，整体看短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2016 年，郑州瑞茂通 EBITDA 为 12.66 亿元，同比增长 47.07%，主要系融资规模扩大致利息支出增长以及利润总额规模增长所致。2016 年，EBITDA 利息倍数为 2.29 倍，同比有所下降，EBITDA 对利息的保障程度仍属较高；EBITDA 全部债务比为 0.06 倍，变动较小，其 EBITDA 对全部债务的保证能力较弱。

截至 2016 年底，郑州瑞茂通对外担保余额合计 9.78 亿元，占 2016 年底净资产的 10.38%，担保方均为子公司瑞茂通，且大部分已与 2017 年一季度偿付，郑州瑞茂通或有负债风险不大。

截至 2016 年底，郑州瑞茂通合并口径主要合作银行人民币授信总额约为 54.04 亿元，其中已使用授信额度为 46.50 亿元，其中未使用额度为 7.54 亿元，郑州瑞茂通间接融资渠道有待拓展。

根据编号为 G1041010101909210H 的中国人民银行企业基本信用报告，截至 2017 年 5 月 16 日，

郑州瑞茂通不存在已结清和未结清不良贷款。

截至 2016 年底，郑州瑞茂通不存在未决诉讼或仲裁事项。

总体看，郑州瑞茂通债务以短期债务为主，其短期偿债能力尚可，长期偿债能力较弱，整体看郑州瑞茂通偿债能力尚可。

（4）债务保障程度

从担保效果来看，以2016年底郑州瑞茂通财务数据测算，“16瑞茂01”、“16瑞茂02”待偿本金合计（13亿元）占郑州瑞茂通资产总额的4.16%，占所有者权益总额的13.80%，占比较低；2016年，郑州瑞茂通EBITDA对的“16瑞茂01”、“16瑞茂02”待偿本金合计（13亿元）的覆盖倍数为0.97倍，覆盖程度较好。经营活动现金流入对“16瑞茂01”、“16瑞茂02”待偿本金合计（13亿元）的覆盖倍数为44.99倍，覆盖程度较高。

总体看，2016年，郑州瑞茂通资产规模增长，业务规模扩大，未来盈利能力有望提升，其担保对“16瑞茂01”、“16瑞茂02”信用状况具有积极影响。

2. 万永兴与刘轶

截至 2016 年底，万永兴和刘轶拥有的主要资产为对其控股子公司、参股子公司的长期股权投资。

截至 2016 年底，万永兴和刘轶对外担保余额共计 35.92 亿元，全部为子公司在银行等金融机构融资提供担保，除此之外，万永兴和刘轶无对外担保情形。

担保人万永兴和刘轶的过往信用记录良好，与国内主要银行保持着长期合作关系，两位保证人不存在恶意违约或欠债逾期不还的情况。

截至 2016 年底，担保人万永兴和刘轶不存在未决诉讼或仲裁事项。

总体上看，万永兴先生及刘轶先生对债券持有人提供的担保体现了公司股东对公司的信心，对“16瑞茂01”和“16瑞茂02”信用水平仍有正面影响。

九、综合评价

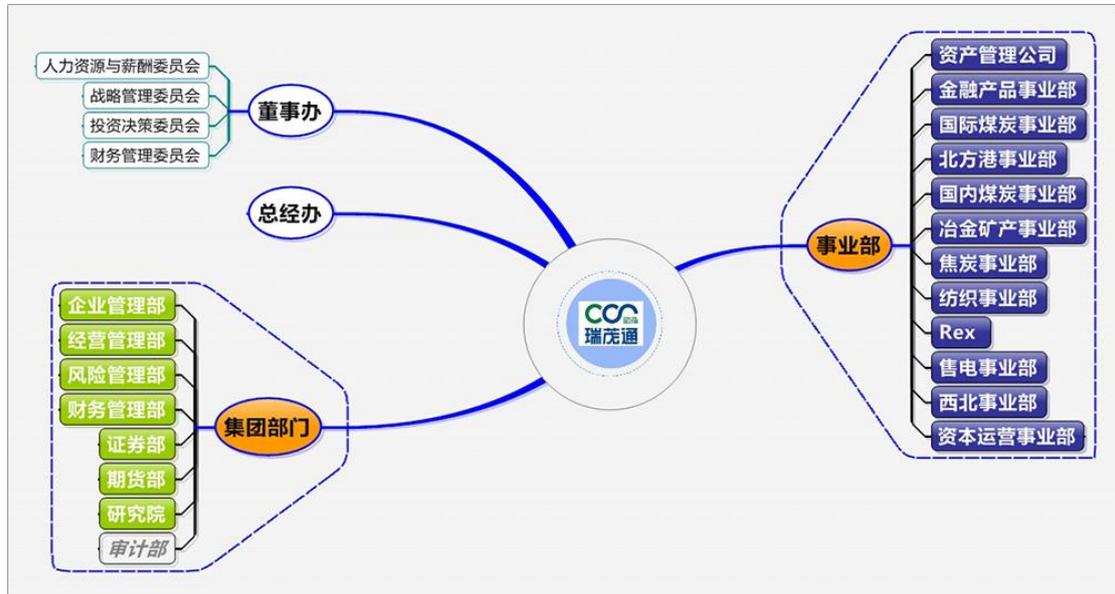
公司作为国内大型的以煤炭产品为主的供应链管理和服务公司，2016年，营业规模大幅扩张，在业务规模、经营模式、行业影响力、资源整合能力和客户资源等方面仍具备突出优势；伴随业务规模和融资规模的扩大，公司资产总额和所有者权益有所增长。同时，联合评级也关注到煤炭行业处于供给侧改革阶段，公司经营受政策调整影响较大；公司供应链管理业务毛利率下降；债务规模快速上升等对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将进一步完善供应链管理业务，并拓展业务品类，经营规模有望继续扩大，盈利能力有望增强。

2016年，担保方郑州瑞茂通资产规模扩大，经营状况良好，其担保对“16瑞茂01”、“16瑞茂02”的信用水平仍具有积极影响。万永兴、刘轶提供的担保反映了其对公司经营的信心，对“16瑞茂01”、“16瑞茂02”的信用水平仍具有正面影响。

综上，联合评级维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“16瑞茂01”、“16瑞茂02”债项AA的信用等级。

附件 1 瑞茂通供应链管理股份有限公司组织结构图



附件 2 瑞茂通供应链管理股份有限公司 主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	114.54	163.75	171.23
所有者权益 (亿元)	41.16	46.29	48.89
短期债务 (亿元)	63.73	54.83	50.44
长期债务 (亿元)	0.00	44.31	43.85
全部债务 (亿元)	63.73	99.14	94.29
营业收入 (亿元)	94.05	212.34	52.33
净利润 (亿元)	4.09	5.27	2.67
EBITDA (亿元)	7.82	10.82	--
经营性净现金流 (亿元)	3.74	-40.94	-7.63
应收账款周转次数(次)	11.82	10.48	--
存货周转次数 (次)	16.39	59.45	--
总资产周转次数 (次)	0.97	1.53	--
现金收入比率 (%)	100.54	108.40	121.33
总资本收益率 (%)	7.35	7.12	--
总资产报酬率 (%)	7.93	7.70	--
净资产收益率 (%)	13.05	12.06	--
营业利润率 (%)	14.48	9.22	10.61
费用收入比 (%)	10.70	7.51	6.89
资产负债率 (%)	64.06	71.73	71.45
全部债务资本化比率 (%)	60.76	68.17	65.85
长期债务资本化比率 (%)	0.00	48.90	47.28
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.29	2.98	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.11	--
流动比率 (倍)	1.40	2.06	2.01
速动比率 (倍)	1.37	2.00	1.89
现金短期债务比 (倍)	0.29	0.70	0.66
经营现金流动负债比率 (%)	5.10	-55.98	-9.72
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.60	0.83	--

注：1、财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2、其他应付款中的资金拆借计入短期债务。

附件 3 郑州瑞茂通供应链有限公司 主要计算指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	223.04	312.35
所有者权益（亿元）	88.96	94.23
短期债务（亿元）	105.10	145.35
长期债务（亿元）	9.85	50.35
全部债务（亿元）	114.95	195.70
营业收入（亿元）	193.94	336.84
净利润（亿元）	3.92	5.17
EBITDA（亿元）	8.61	12.66
经营性净现金流（亿元）	-2.79	1.27
应收账款周转次数(次)	20.34	14.93
存货周转次数（次）	34.87	80.52
总资产周转次数（次）	1.10	1.26
现金收入比率（%）	102.46	111.15
总资本收益率（%）	4.46	4.33
总资产报酬率（%）	4.84	4.69
净资产收益率（%）	5.85	5.65
营业利润率（%）	7.10	5.91
费用收入比（%）	5.24	4.95
资产负债率（%）	60.11	69.83
全部债务资本化比率（%）	56.37	67.50
长期债务资本化比率（%）	9.97	34.82
EBITDA 利息倍数（倍）	2.64	2.29
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.06
流动比率（倍）	1.69	1.78
速动比率（倍）	1.66	1.75
现金短期债务比（倍）	0.46	0.58
经营现金流动负债比率（%）	-2.24	0.76

注：1、财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2、其他应付款中的资金拆借计入短期债务。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+

一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。